

I multipli di mercato nella valutazione di un'azienda della net economy in start up

1. Premessa
2. Il profilo dell'azienda oggetto di valutazione
3. La metodologia valutativa

1. Premessa

Questo caso aziendale è stato elaborato traendo spunto dal processo valutativo condotto nell'ambito di un'operazione di cessione delle quote.

In particolare, oggetto del caso è la valutazione di un'azienda della *net economy* in *start up*. Nel dicembre 2007 i soci, nonché amministratori della società *Net solution*, hanno conferito l'incarico di determinare il valore del capitale economico dell'azienda pertinente alla società, al fine di valutare il più probabile prezzo di cessione della quota di maggioranza, pari al 51%.

Considerate le peculiarità dell'azienda oggetto di valutazione, che svolge la propria attività nel settore emergente e multiforme della *net economy*, non si sono potuti prendere a riferimento esclusivamente i dati contabili storicamente conseguiti dalla società.

Ai fini della valutazione, sono stati approntati il budget e il piano biennale della società e sono stati rilevati alcuni indicatori riferiti ad aziende comparabili di pertinenza di società quotate alla Borsa Valori di Milano, dati tratti direttamente dal mercato azionario e dai siti web delle società stesse.

Le informazioni necessarie all'elaborazione del *business plan* provengono direttamente dai soggetti conferenti l'incarico di valutazione dell'azienda.

Gli accertamenti compiuti, la raccolta e l'elaborazione dei dati, hanno costituito operazioni strumentali allo svolgimento dell'incarico affidato, volto a determinare il capitale economico dell'azienda e delle quote di maggioranza.

2. Il profilo dell'azienda oggetto di valutazione

Di seguito verrà offerta una breve descrizione della struttura e delle caratteristiche rilevanti della società *Net solution*.

L'impresa è stata costituita nel periodo amministrativo 2007 nella forma giuridica di società a responsabilità limitata. L'originaria compagine sociale è formata da due soci.

Dalla sua costituzione, la società è impegnata nella fornitura di servizi informatici, nella creazione di prodotti multimediali (*on-line* e *off-line*) e nella computer grafica.

I principali servizi offerti sono i seguenti: *web deployment*, soluzioni per il commercio elettronico, consulenza specializzata, *graphics*, *software development*, corsi di formazione.

Per lo svolgimento della sua attività caratteristica, la *Net solution* non si avvale di prestatori di lavoro subordinato, bensì della collaborazione di cinque persone a tempo pieno e di tre a tempo parziale.

Nella descrizione dell'azienda, particolare attenzione deve essere dedicata all'analisi dei "fattori critici di successo" di cui è dotata: il capitale umano, i mercati e i clienti.

Il più importante fattore tra quelli evidenziati, unanimemente riconosciuto nelle iniziative "Internet", è il *fattore umano*, che può incidere sino al 90-95% nel successo. Nella *net economy*, dove contano la rapidità decisionale, la creatività, la capacità d'innovare, la capacità di rispondere tempestivamente ai cambiamenti e, in particolare, alle iniziative dei concorrenti e nella quale gli aspetti immateriali (*brand*, clienti, tecnologia, idee) hanno un peso maggiore di quelli materiali, è cruciale disporre di persone dotate, rapide nel decidere e con spirito imprenditoriale.

La società oggetto di valutazione presenta indubbiamente un capitale umano di rilievo, anche in considerazione del conseguimento, da parte di due operatori, della certificazione MCP 2000 (*Microsoft Certified Professional*).

Tale requisito ha permesso di ottenere la qualifica per la società di MCSP (*Microsoft Certified Solution Provider*).

L'attività effettivamente svolta dalla Società nel periodo amministrativo 2007 è distribuita nei seguenti settori:

- Docenza Fad 32,29%
- Consulenza/addestram. (assistenza, studi fattibilità e affiancamento) 8,33%
- Servizi grafici e applicazioni multimediali 11,46%
- Sviluppo software e applicativi web oriented 21,61%
- Servizi vari web oriented (indicizzazione) 0,26%
- Hosting 2,86%
- Fornitura hardware 7,29%
- Web authoring 15,89%

All'interno della *net economy* si possono individuare diversi *segmenti di mercato* che, per semplicità, vengono raggruppati in:

1. *Internet venture capital*;
2. tecnologie Internet (*software* e *hardware*);
3. fornitori di accesso (ISP);
4. portali e contenuti web;
5. commercio elettronico;
6. integratori/innovatori di sistema.

La società svolge la propria attività prevalentemente nei comparti delle “Tecnologie Internet”, “Portali e contenuti web”, “Integratori/innovatori di sistema”.

In particolare, la percentuale maggiore del fatturato, sia realizzato sia previsto, deriva dal segmento “Integratori/Innovatori di sistema”: categoria questa che individua le imprese di servizi che offrono, a una vasta gamma di utilizzatori, consulenza e assistenza nella costruzione di sistemi e procedure che permettono di operare sulla rete.

In tale segmento, i ricavi delle imprese sono strettamente legati allo sviluppo e alla diffusione di Internet e l’attività svolta è generalmente contraddistinta da un basso grado di rischio.

Il *portafoglio clienti* risulta ben sviluppato e diversificato, nella logica del cosiddetto “*bundling*” di servizi. In particolare, una delle principali strategie che le società Internet devono adottare quale fattore critico di successo consiste nel fornire il maggior numero di informazioni o servizi. Il concetto è completamente antitetico a quello della focalizzazione sul “*core business*” dell’economia tradizionale.

I fattori critici di successo precedentemente individuati coincidono, di fatto, con gli *intangibles assets* – capitale umano, clienti, *know how* aziendale – non iscritti in bilancio della società oggetto di valutazione.

Di seguito si riporta il fatturato dell’anno 2007 per segmento di attività:

Segmenti di attività	Euro (mln di euro)	%
Docenza Fad	124	32,29
Consulenza/addestram. (assistenza, studi fattibilità e affiancam.)	32	8,33
Servizi grafici e applicazioni multimediali	44	11,46
Sviluppo software e applicativi web oriented	83	21,61
Servizi vari web oriented (indicizzazione)	1	0,26
Hosting	11	2,86
Fornitura hardware	28	7,29
Web authoring	61	15,89
Totale	384	100%

3. La metodologia valutativa adottata

La scelta della metodologia valutativa è funzione dello scopo della determinazione. Il *capitale economico* è una nozione derivata dalla teoria delle valutazioni di azienda ed esprime il valore del patrimonio tangibile e intangibile di un'impresa, in ipotesi di cessione. Nel caso preso in esame si tratta di cessione della quota di maggioranza.

La determinazione del capitale economico può avvenire seguendo metodologie operative tra loro alternative. Si hanno così metodologie "dirette" o "empiriche" (multipli di borsa, margini futuri, *venture capital mark-up* e altri) orientate a privilegiare il mercato, che sono le meno complesse e, al contempo, le più diffuse, e metodologie analitiche (*discount cash flows*, attualizzazione dei redditi prospettici).

Un modello analitico di rappresentazione della realtà economica delle imprese è particolarmente difficile da costruire: tale situazione ha indirizzato gli analisti verso l'impiego del "*metodo dei multipli*".