



*Dipartimento di Impresa e Management, Cattedra Finanza Aziendale
Avanzato*

***Initial Public Offering:
Focus sulle “social network companies”***

RELATORE
Prof. Luigi Gubitosi

CANDIDATO
Matr. 682271

CORRELATORE
Prof. Riccardo Bruno

ANNO ACCADEMICO:
2017-2018

Initial Public Offering: Focus sulle social network companies

Indice

Introduzione	4
Capitolo 1: Initial Public Offering (IPO).....	6
a) Overview del mercato azionario.....	6
b) Obiettivi e risultati di un IPO	16
c) Processo di quotazione	32
d) Initial Coin Offering (ICO)	41
Capitolo 2: Valutazione d'Azienda	44
a) Discounted Cash Flow (DCF)	47
b) Dividend Discount Model	59
c) Analisi dei Comparable	65
d) Valutazione delle aziende <i>high tech</i>	70
Capitolo 3: Studio IPO delle Social Network Companies	80
e) <i>Overview</i> di settore e statistiche aggregate	82
f) Facebook.....	87
g) Twitter.....	97

h) Snapchat	108
i) LinkedIn.....	119
j) Analisi finali.....	122
Conclusione.....	127

Introduzione

Nel corso degli ultimi anni, tiene banco in tutto il mondo il tema delle social network companies, che sono in fase di espansione e hanno rivoluzionato sia i modelli di vita delle persone, che i modelli di business di molte aziende. Queste ultime, sono state costrette ad uniformarsi ad uno stravolgimento dei metodi pubblicitari, delle pressioni competitive e dei veicoli di offerta ad un pubblico sempre più orientato al social, all'e-commerce ed alla "consegna a domicilio".

Sul lato dei mercati finanziari, come avvenuto durante la bolla di internet, abbiamo visto progressivamente aumentare la capitalizzazione delle aziende del settore, caratterizzate dall'assenza (o quasi) di asset fisici e dal possesso di dati su milioni (o miliardi) di utenti.

La locomotiva delle aziende in questione è stata Facebook, che ha dato il via al settore dei social network come lo intendiamo oggi.

Se da un lato nei dati delle persone queste aziende possono trovare un patrimonio inestimabile, d'altra parte si stanno sollevando questioni non banali legate alla privacy di queste persone, bisogno e diritto forse un po' tenuto in secondo piano, sia dalle aziende del settore, che dagli utenti stessi, che non si sono resi conto di perdere man mano il controllo dei propri dati.

L'obiettivo che ci si è posti nello scrivere questa tesi è comprendere come si sono evolute nel corso degli anni le dinamiche competitive all'interno del settore e, tramite lo studio di IPO, multipli ed evoluzione post quotazione dei risultati di alcune aziende, trarre una visione sui possibili andamenti futuri delle società del settore.

Nel primo capitolo, si tratterà da un punto di vista teorico l'IPO, con uno studio del processo che porta un'azienda a quotarsi ed un accenno finale alle Initial Coin Offering (ICO), caratterizzanti il settore delle startup.

Nel secondo capitolo verranno descritti i metodi di valutazione d'azienda, partendo dai classici ed arrivando a quelli più utilizzati nell'ambito di aziende giovani con le caratteristiche tipiche del settore oggetto di questa tesi.

Nel terzo capitolo si analizzerà il settore delle social network companies, sia nella sua interezza, che tramite lo studio delle quotazioni ed evoluzioni post-quotazione di quattro dei principali social network (Facebook, Twitter, Snapchat e LinkedIn).

1. Initial Public Offering

a. Overview del mercato azionario

“L’offerta pubblica iniziale (o IPO) costituisce lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico (la c.d. creazione del flottante), che è requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato”¹

Una volta raggiunto un determinato livello di sviluppo, il management di un’azienda si trova di fronte ad un quesito che potrà cambiarne il destino:

Conviene quotare la società in borsa?

Gli elementi che influenzano la risposta a questa domanda sono molteplici ed hanno origini molto variegata, che vanno ricercate non solo a livello economico, ma anche culturale e legislativo.

I sistemi economici mondiali nel corso del XX secolo si sono sviluppati in modo articolato e, influenzati da fattori politici e culturali, hanno dato vita a ragionamenti aziendali estremamente diversi di paese in paese. Basti pensare a quanto sia diverso il tessuto industriale italiano, formato prevalentemente da piccole e medie imprese (“PMI”), rispetto al sistema economico USA, fondato sull’espansione aziendale e la dimensione globale delle imprese.

Allo stesso modo, i due paesi differiscono sensibilmente sia in modalità e frequenza delle quotazioni in borsa, che in struttura finanziaria ed azionariato delle imprese. Mentre in Italia la prima fonte di finanziamento ricercata dagli imprenditori è storicamente individuabile nelle banche, negli Stati Uniti notiamo

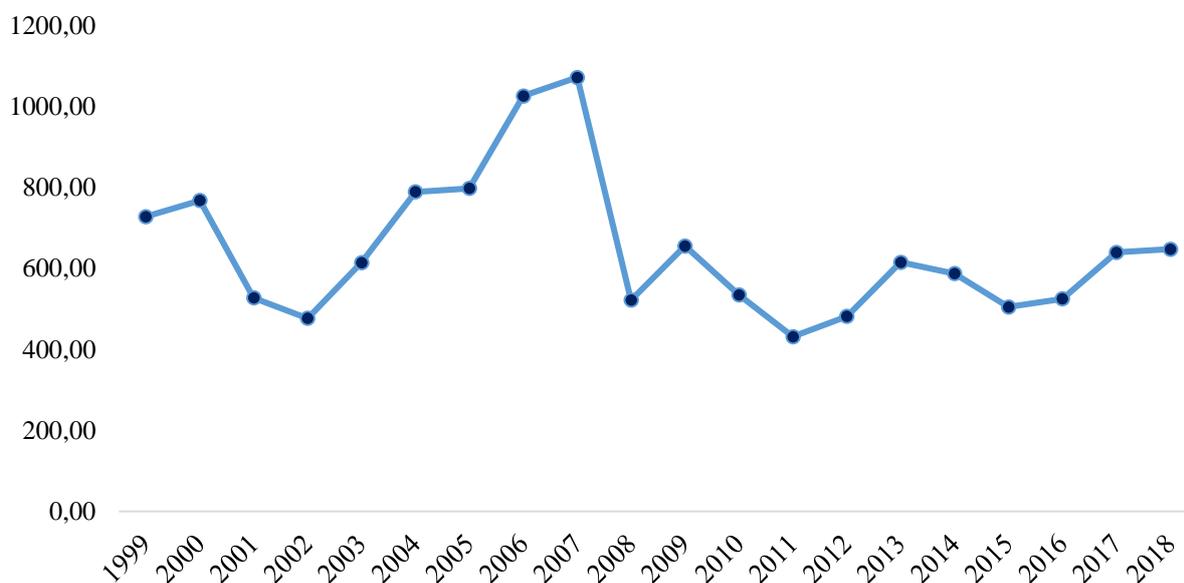
¹ <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=IPO%20-%20Offerta%20Pubblica%20Iniziale>

già dal XX secolo una maggiore apertura ai mercati finanziari regolamentati ed al finanziamento in forma di *equity*.

Le differenze nei tessuti industriali e nei metodi di finanziare le imprese implicano un comportamento diverso di queste ultime rispetto a pressioni esogene anche livello macroeconomico. Risulta chiaro infatti come una PMI rispetto ad una multinazionale abbia una capacità di reazione diversa a fenomeni come la crescita economica e momenti di recessione o di declino di un settore.

Nei seguenti grafici diamo evidenza dell'andamento della capitalizzazione totale delle aziende quotate in Italia (dal 1999 a marzo 2018)² e Usa (dal 1999 a dicembre 2017)³:

Capitalizzazione totale delle quotate in Italia (dati in \$/mld)



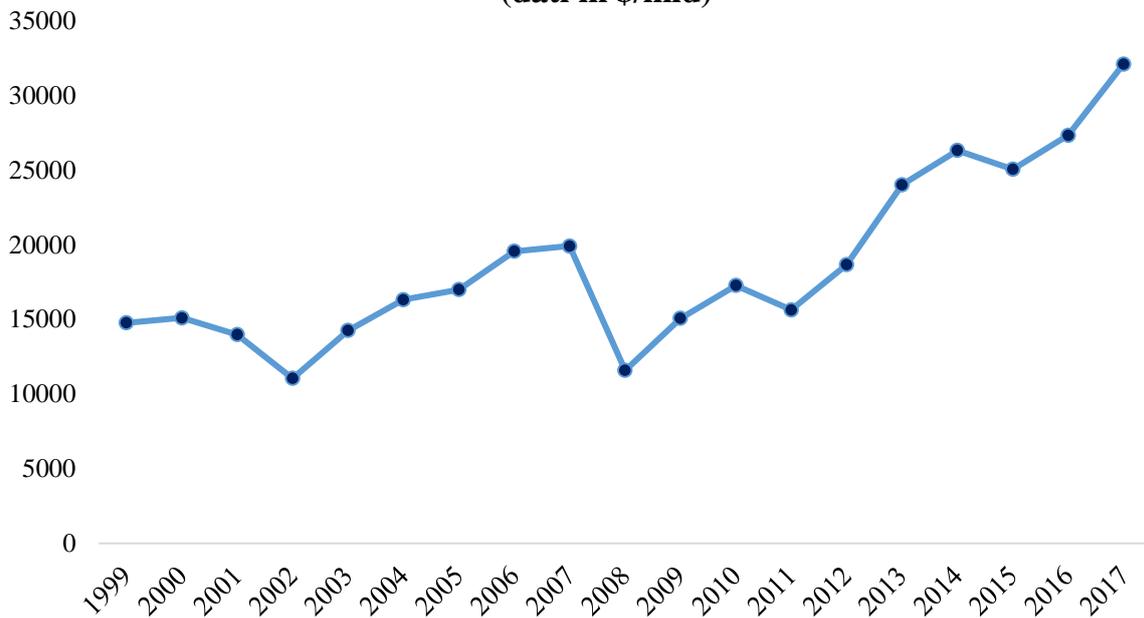
²Fonti: World Bank – dati fino al 2015

(<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?end=2014&locations=IT&start=1999&view=chat>) e Borsa Italiana – dati fino al 2018 (<http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/capitalizzazioni/capitalizzazioni.htm>)

³ Fonte: World Bank – dati fino al 2017

(<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?end=2014&locations=IT&start=1999&view=chat>)

Capitalizzazione totale delle quotate in USA (dati in \$/mld)



Viste le grandi differenze in termini di PIL e non solo tra i due paesi in questione, i grafici non sono comparabili senza ulteriori assunzioni. La capitalizzazione totale delle quotate USA al 31/12/2017 risulta essere pari a 32.120 \$/mld, circa 50 volte la capitalizzazione italiana, pari invece lo stesso anno a 640 \$/mld. Questi dati però, come detto, non riescono a dare una fotografia precisa circa il livello di sviluppo dei mercati azionari nei due paesi.

L'elemento interessante che emerge dal confronto grafico e dai calcoli è la notevole correlazione tra tassi di crescita dei due mercati (pari a 0,85), a confermare l'interdipendenza tra mercato europeo ed americano, che appare più marcata prima della crisi del 2008 rispetto agli anni a seguire. Ciò che risulta con certezza è l'euforia che stanno vivendo i mercati in USA, probabilmente incentivati dalle manovre fiscali interne, a confronto di un mercato italiano che fatica a riprendere una crescita convincente.

Al fine di avere una visione più espressiva della differenza di peso dei mercati borsistici (e di conseguenza l'importanza che assume il finanziamento mediante

quotazione) nel sistema economico dei due paesi, si sono prese in considerazione le capitalizzazioni totale delle aziende, mettendole a confronto con il PIL.

Di seguito una tabella che indica il rapporto tra Capitalizzazione e PIL in Stati Uniti e Italia al 31/12/16⁴:

	PIL 31/12/2016 (€/mld)	Capitalizzazione Totale Società (€/mld)	Rapporto Capitalizzazione/PIL
Italia	1859,4	525,0	28,2%
Usa	18624,5	27352,2	146,9%

Dalla Tabella emerge che la capitalizzazione totale delle società quotate in Borsa in Italia è pari al 28,2% del PIL del paese, mentre negli USA si attesta al 146,9% del PIL.

Appare chiaro come a livello culturale vi sia una marcata differenza nelle decisioni in proposito della quotazione e, parallelamente, come in Italia non vi sia ancora un mercato finanziario regolamentato sviluppato come dovrebbe, anche rispetto ad altri paesi europei più comparabili in termini di volumi.

Nella scelta del mercato azionario in cui quotarsi si dimostrano spesso fondamentali gli indici di liquidità e reattività del mercato. Esistono molte aziende italiane che per una ragione o per un'altra hanno deciso di non quotarsi in Italia e, benché non sia l'unico fattore ad avere rilievo, è importante dimostrarsi un mercato sviluppato per essere appetibili.

⁴ Fonti: World Bank – dati fino al 2015 (<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?end=2014&locations=IT&start=1999&view=chat>) e Borsa Italiana – dati fino al 2018 (<http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/capitalizzazioni/capitalizzazioni.htm>)

Nella tabella seguente viene evidenziato lo stesso indicatore del rapporto Capitalizzazione rispetto al PIL, applicato su Inghilterra, Germania e Francia al 31/12/2016⁵:

	PIL 31/12/2016 (€/mld)	Capitalizzazione Totale Società (€/mld)	Rapporto Capitalizzazione/PIL
Inghilterra	2650,9	3878,8	146,3%
Germania	3477,8	1716,0	49,3%
Francia	2465,5	2159,0	87,6%

Notiamo che un paese come l’Inghilterra, da sempre molto vicino agli USA da un punto di vista culturale e legislativo, ha un rapporto Capitalizzazione/PIL molto simile (146,3% vs. 146,9%).

Londra è stata fino a questo momento il centro nevralgico finanziario indiscusso europeo, nonché un ponte diplomatico tra UE e USA, proprio per la vicinanza culturale tra i due paesi. Sarà interessante vedere se nel post Brexit cambieranno sensibilmente gli equilibri, o se al contrario, a causa della radicata struttura finanziaria localizzata nella City (operatori, intermediari, banche d’investimento, Fondi...) la situazione rimarrà sotto controllo.

Per quanto riguarda gli altri due paesi in analisi, mentre in Francia notiamo un importante peso del mercato borsistico (87,6%), in Germania possiamo vedere un rapporto Capitalizzazione/PIL più simile a quello Italiano (49,3%), anche se sempre lontano. Come detto precedentemente, le ragioni alla base di queste

⁵ Dati raccolti e rielaborati come segue:

- Fonte Capitalizzazione - World Bank e Borsa Italiana
- Fonte PIL - World Bank e Google dati

differenze sono molto discusse ed allo stesso modo resta fonte di disaccordo se il sistema “migliore” per l’economia nel complesso sia quello italiano del ricorso al debito bancario o, al contrario, quello della ricerca del finanziamento in forma *equity* del sistema anglosassone.

Nonostante questo gap accumulato nel corso degli anni ed una crescita che non decolla della capitalizzazione, il 2017 è stato comunque un anno eccezionale rispetto agli standard italiani in termini di numero di quotazioni, pari a c. 40 contro le 20 del 2016 e le 30 del 2015, anno record di sempre fino al 2017⁶.

La quotazione dal valore più elevato in Italia nel corso del 2017 (e seconda a livello europeo) è stata il ritorno in Borsa di Pirelli & Co con un ammontare complessivo pari a circa 2,3 €/mld raccolti, corrispondente da sola a più della metà del totale emesso nell’anno.

Quando le imprese decidono di quotarsi fanno una prima offerta pubblica di azioni. L’offerta è primaria nel caso in cui l’azienda emettesse nuove azioni al fine di raccogliere liquidità per attività di investimento o operative, mentre è invece secondaria nel caso di vendita di azioni possedute da azionisti esistenti, proprietari dell’azienda. La primaria viene anche chiamata OPS (offerta pubblica di sottoscrizione), mentre la secondaria è conosciuta come OPV (offerta pubblica di vendita). Esiste anche una forma mista di quotazione, l’OPVS (offerta pubblica di vendita e sottoscrizione), caratterizzata da una parte di azioni offerte in aumento di capitale ed un’altra in vendita da parte degli azionisti.

La differenza principale in ottica aziendale tra queste due tipologie di offerta, consiste nel fatto che la prima sia un’opportunità di reperire risorse finanziarie per l’azienda, indotte dal contestuale aumento di capitale, mentre la seconda dia una possibilità agli azionisti di liquidare il proprio patrimonio. Non a caso le offerte secondarie si verificano quando gli azionisti hanno bisogno di risorse cash per monetizzare un investimento (ad esempio la privatizzazione di aziende detenute dallo Stato al fine di abbattere il debito pubblico), o in alternativa,

⁶ <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-10-05/piazza-affari-il-record-decennio-numero-ipo-160357.shtml?uuid=AEp4pTfC>

prevedono l'*exit* operata dall'azienda mediante quotazione in borsa (come nel caso di venture capitalist e private equity, che solitamente a seguito di un investimento della durata di circa 5 anni, decidono di concludere il piano monetizzando).

L'offerta pubblica può riguardare partecipazioni detenute dallo Stato, quando si vendono titoli detenuti in asset anche reputati strategici o di interesse nazionale, solitamente assecondando una politica di governo tesa alla privatizzazione.

Vi sono un buon numero di casi in Italia, sia perché si tratta di un paese storicamente molto interventista, soprattutto nella seconda metà del XX secolo con l'IRI, sia perché la politica della nazionalizzazione intrapresa nel corso di quel periodo aveva esaurito parte della sua efficacia dimostrata inizialmente:

- Negli anni 90', a seguito del successo di politiche neoliberiste in altri paesi (come Francia e Regno Unito) e visto il peso del debito pubblico che stava cominciando a gravare sulle casse dello Stato, i governi, capitanati dal governo Amato, intrapresero un'ondata di privatizzazioni di aziende detenute (come IRI, ENI e ENEL) e liberalizzazioni di mercati (come quello del Gas) che portarono ad un gran numero di quotazioni in borsa negli anni successivi;
- Nel 2016 abbiamo assistito alla quotazione in borsa di Poste Italiane, esempio più recente di privatizzazione, avvenuta tramite il veicolo CDP, proprio con l'obiettivo, tra gli altri, di portare nuove risorse al governo alle prese con un debito pubblico ed una spesa al limite della sostenibilità.

Le quotazioni in borsa in Italia vengono disciplinate dal Testo Unico della Finanza (TUF), d.lgs. n.58 del 24 febbraio 1998⁷, nel quale viene indicata la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) come organo che vigila sulle offerte pubbliche di acquisto o di scambio⁸.

⁷ L'ultimo aggiornamento è stato apportato dal d.lgs. n.148 del 16 ottobre 2017 ed è entrato in vigore dal 31 dicembre 2017.

⁸ TUF 24 febbraio 1998 n. 58, Capo II, Sez. 1, Art. 101-ter: "La Consob vigila sulle offerte pubbliche di acquisto o di scambio in conformità alle disposizioni del presente capo"

Quest'ultima come principali competenze:

- “Verifica la trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli operatori per la salvaguardia della fiducia e la competitività del sistema finanziario, la tutela degli investitori, l'osservanza delle norme in materia finanziaria”
- “Vigila per prevenire e, ove occorra, sanzionare eventuali comportamenti scorretti; esercita i poteri attribuiti dalla legge affinché siano messe a disposizione dei risparmiatori le informazioni necessarie per poter effettuare scelte di investimento consapevoli”
- “Opera per garantire la massima efficienza delle contrattazioni, assicurando la qualità dei prezzi nonché l'efficienza e la certezza delle modalità di esecuzione dei contratti conclusi sui mercati regolamentati”.

Le IPO vivono ondate collegate all'ottimismo del mercato riguardo a determinati settori in specifici momenti (c.d. *hot issues*) e periodi di stallo e declino solitamente subito a seguito dello scoppio di una bolla, causata proprio dal distaccarsi del prezzo di mercato dei titoli dalla condizione reali delle aziende sottostanti.⁹

Ritter ha condotto uno studio sulle *hot issues* nel 1980, analizzando un'ondata di quotazioni avvenute tra gennaio 1980 ed i quindici mesi successivi e collegando il numero di IPO al livello di *underpricing* (che in quei mesi arrivò ad una media del 48,4%, rispetto al 16.3% del periodo precedente).¹⁰

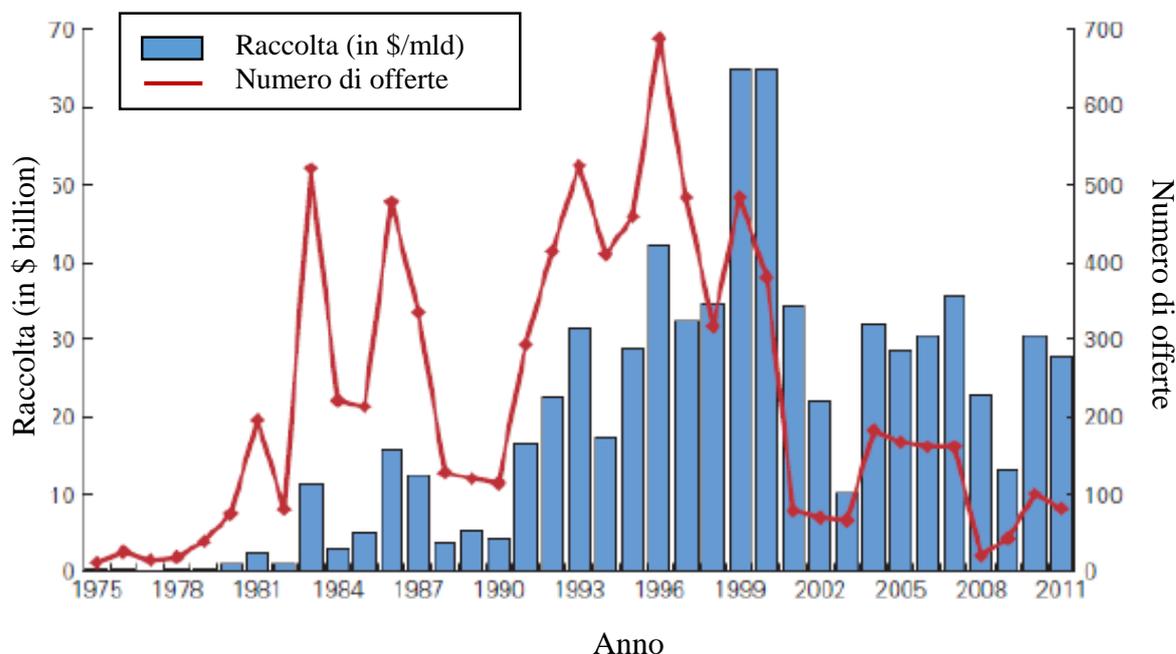
⁹ “The initial public offering (IPO) market follows a cycle with dramatic swings, often referred to as hot and cold markets. A hot IPO market has been characterized in the literature by an unusually high volume of offerings, severe underpricing, frequent oversubscription of offerings and, at times, concentrations in particular industries. In contrast, cold IPO markets have much lower issuance, less underpricing, and fewer instances of oversubscription”

<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.9.6878&rep=rep1&type=pdf>

¹⁰ Ritter, J. R., The ‘Hot Issue’ Market of 1980, *Journal of Business*, v. 57, no. 2, 1984, pp. 215-240; op.cit.

Nel grafico seguente è ben descritto il carattere di ciclicità del numero e valore delle IPO negli Stati Uniti, riscontrato da uno studio empirico dal 1975 al 2011¹¹.

Ciclicità delle IPO negli USA



Dal grafico si nota chiaramente negli anni 90' il periodo della *dot.com bubble*, con un picco vertiginoso (mai più raggiunto in seguito) del numero di quotazioni e del valore delle stesse ed in seguito il crollo di inizio anni 2000' al momento dell'arrivo della crisi.

Oltre alla congiuntura economica a livello macro, quello che va ad incidere maggiormente sulla riuscita di un IPO è il singolo settore di appartenenza dell'azienda emittente, perché quello che può dimostrarsi un periodo di crescita economica a livello generale, può combaciare con un declino di un mercato rispetto ad altri e viceversa.

¹¹ Fonte: Adapted courtesy of Jay R. Ritter from "initial public offerings: tables through 2011" (<http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/>)

Quando alcune imprese di uno stesso settore si quotano con successo, danno prova di una particolare sensibilità della domanda rispetto all'industria che le accomuna, portando di conseguenza altre imprese del medesimo settore a quotarsi. Ciò è osservabile oggi in quel che accade nel mondo delle quotazioni nel mondo high tech e social network a cui assistiamo nelle borse mondiali, capitanate da Wall Street.

La popolarità di un mercato e dei marchi che lo compongono incide enormemente negli esiti delle quotazioni. Molto della bolla che si era andata a creare negli anni 90' derivava dalla grande novità che comportava internet, ma ciò, come abbiamo visto negli anni a seguire, non è bastato a far funzionare i modelli di business, il cui successo fu influenzato da molte altre variabili.

b. Obiettivi e risultati di un IPO

Come già accennato precedentemente, le imprese che decidono di quotarsi sono mosse da obiettivi molto variegati, che cambiano a seconda del player proprietario dell'azienda. In linea generale, la quotazione in borsa è considerata come un passo quasi obbligato verso il salto di qualità dell'azienda, anche se poi non tutte le aziende che hanno avuto successo sono passate da una quotazione. Ad esempio nel 1942, in via Rattazzi ad Alba, Pietro Ferrero decise di aprire un laboratorio, con l'idea di sfruttare le nocciole, largamente disponibili ed a basso costo nella sua zona, per creare prodotti dolciari innovativi da vendere. Da quel laboratorio è nato un impero simbolo del made in Italy, che è riuscito a conciliare la distribuzione di massa con la gestione familiare¹². La famiglia Ferrero non ha mai aperto finora ad una quotazione della propria azienda, nonostante un fatturato attorno agli 8 miliardi annui ed un continuo rinnovamento dell'offerta e del modello di business, sempre al passo con i tempi. Molto del modo di pensare della famiglia Ferrero è collegabile alla percezione, diffusa nel contesto culturale italiano, meno incline alla cessione del controllo societario e più orientata al finanziamento bancario, più che all'*equity*.

Alla base della maggior parte delle decisioni di aprirsi al mercato del capitale *equity*, risiede il bisogno di un'azienda di aumentare il capitale a disposizione per poter finanziare progetti di crescita ed ampliare il business ad una dimensione difficilmente raggiungibile senza grosse iniezioni di liquidità o, in alternativa, la volontà di liquidare la propria quota da parte di un proprietario (la quotazione è una delle principali strategie di *exit per venture capital, private equity o angel investor* che hanno finanziato un'azienda).

In un IPO si può ricercare allo stesso modo capitale di rischio per bilanciare elevati livelli di leva, che comportano un aumento del costo dell'indebitamento ed un conseguente assorbimento dei cash flow prodotti dall'azienda per il pagamento del debito. Quando il livello di debito è troppo elevato, le aziende

¹² <https://www.ferrero.it/azienda/il-gruppo/una-storia-di-famiglia/una-grande-azienda>

non hanno cash a disposizione per finanziare investimenti con dirette conseguenze sulla crescita, come accade per le aziende che vengono acquisite con leverage buyout.

Spesso la quotazione migliora l'azienda in un'ottica di popolarità del brand e reputazione, sia per gli investitori che per i clienti. Parallelamente anche la reputazione dei manager, se la quotazione ha un esito positivo, può avere ottimi ritorni. Proprio per questo sono spesso le ambizioni personali del management, attratto dal prestigio di gestire un'azienda di grandi dimensioni, che la trainano alla quotazione.

Di seguito uno studio di James c. Brau e Stanley E. Fawcett che analizza, tramite test empirici, le motivazioni che portano i CFO a pensare che una quotazione possa migliorare la condizione della propria azienda¹³:



¹³ Survey Evidence on the Motivations for Going Public, Fonte: ; Evidence on What CFOs Think About the IPO Process: Practice, Theory, and Managerial Implications, JAMES C. BRAU AND STANLEY E. FAWCETT

Stando a questo studio la principale motivazione a guidare il management di un'azienda alla quotazione è l'utilizzo delle azioni per future acquisizioni ed operazioni di M&A. Il 59,4% dei CFO è d'accordo rispetto ai benefici derivanti in questo senso. Naturale che emerga che in molti procedano alla quotazione per dare possibilità, come già accennato ad inizio capitolo, ai private equity o venture capitalist di completare l'exit.

Gli studiosi sono divisi circa le conseguenze sulle aziende dell'apertura al mercato dei capitali. Da un lato, molti attribuiscono a quest'ultimo un ruolo chiave per la crescita e da un altro molti ne smentiscono i benefici. Bisognerebbe infatti interrogarsi sul perché dopo una buona parte delle quotazioni le performance aziendali non migliorino rispetto ai risultati pre-quotazione¹⁴. Ritter, ad esempio parla in una ricerca del 1991 sulla performance di lungo periodo delle aziende dopo l'IPO di come spesso le aziende si quotino nel momento in cui la propria crescita e lo stesso mercato hanno raggiunto il picco. Questo comporta una massimizzazione del valore delle azioni (e quindi del valore di realizzo) per chi fa l'exit, mentre parallelamente riduce il possibile rendimento degli investitori che subentrano nell'azionariato.

A seguire sono esposte alcune riflessioni circa cause dirette ed indirette della quotazione in borsa, mettendo in luce sia i benefici che i costi collegabili.

¹⁴ Ritter, J. R. 1991. The long-run performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, XLVI, "Strategy of investing in IPOs at the end of the first day of public trading and holding them for 3 years would have left the investor with only 83 cents relative to each dollar from investing in a group of matching firms listed on the American and New York stock exchanges. Younger companies and companies going public in heavy volume years did even worse than average. I have attempted to shed some light on the reason for this underperformance. In particular, do the firms in this sample underperform merely due to bad luck, or does the market systematically overestimate the growth opportunities of IPOs? The evidence presented here is broadly consistent with the notion that many firms go public near the peak of industry-specific fads. It should be noted, however, that since the sample involves IPOs going public in only a 10-year period, alternative interpretations cannot be ruled out".

i. Consente la diversificazione del rischio

L'azienda a seguito della quotazione, grazie al reperimento di capitali, ha maggiori possibilità di ingrandirsi ed investire in un portafoglio diversificato, ripartendo il rischio tra un numero maggiore di soggetti.

Il primo dei due punti viene criticato da molti perché considerato invece inefficiente per gli investitori, che potrebbero comunque decidere di diversificare per conto loro, smistando i propri soldi in titoli di più aziende in settori diversi (non correlati o negativamente correlati), o in alternativa investire in un fondo d'investimento che offra già un portafoglio diversificato.

Studi empirici mostrano come in realtà sia effettivamente vero che un portafoglio diversificato costruito da un fondo sia in grado, a parità di rischio, di offrire rendimenti mediamente superiori ad un'azienda diversificata¹⁵. In effetti un'azienda troppo diversificata non riesce ad ottenere grosse sinergie tra le diverse business unit e diventa difficile da controllare per i manager, che possono essere specializzati in un numero limitato di materie.

Quanto detto non esclude casi di aziende molto diversificate come Google o Virgin che sembrano trovare il proprio punto di forza nella diversificazione, anche in ottica di lungo periodo.

D'altra parte la diversificazione del rischio in più soggetti ha anche i suoi risvolti negativi, soprattutto per l'orientamento culturale italiano, che trova limitante il fatto che la partecipazione di nuovi soggetti nella proprietà possa portare ad una perdita di controllo da parte degli azionisti.

Nelle aziende di tradizione familiare italiana, come nel citato esempio di Ferrero, sorge un sentimento di affezione verso la propria società e difficilmente la si vuole lasciare in mani esterne alla famiglia.

¹⁵ F.W. Melicher e D.E. Rush, The Performance of Conglomerate Firms: Recent Risk and Return Experience, in "Journal of Finance"

Mentre nel caso di chi ha direttamente creato l'azienda ciò può essere anche positivo, proprio perché se la stessa ha raggiunto un certo livello è proprio grazie alla sua gestione, spesso sorgono delle difficoltà al momento del passaggio di testimone, quando entrano in gioco i discendenti del proprietario. Questi ultimi in parecchi casi non hanno le stesse capacità nel gestire quanto ereditato, rischiando di imbattersi in errori decisionali e mala gestione.

ii. Aumenta il capitale a disposizione dell'azienda per fare investimenti

L'investimento volto al miglioramento dei processi produttivi, della struttura organizzativa aziendale e dei prodotti è spesso fondamentale per il mantenimento di una posizione di mercato rispetto ai competitor, soprattutto nei mercati altamente turbolenti che si vedono oggi. Ciò può avere anche benefici per il sistema economico in alcuni casi, come quello degli investimenti in ricerca e sviluppo, che facilitano la scoperta di nuove tecnologie e la conseguente crescita economica. Molti studiosi nel corso degli anni hanno evidenziato quanto sia importante l'innovazione nel sistema economico dei paesi industrializzati, anche per superare la concorrenza dei paesi in via di sviluppo¹⁶.

Negli USA i principali investitori in ricerca e sviluppo sono proprio le imprese, che sostituiscono il ruolo che in Italia ha preso in mano lo Stato tramite sovvenzioni alla ricerca e incentivi. Spesso per ottenere innovazioni significative gli investimenti in R&D devono raggiungere una massa critica che il tessuto

¹⁶ *The New Challenge to America's Prosperity: Findings from the Innovation Index*, 1999, Professor Michael E. Porter, Harvard Business School, Professor Scott Stern, MIT Sloan School & NBER, Council on Competitiveness, Washington, D.C. "No advanced economy can maintain high wages and living standards, and hold its own in global markets, by producing standard products using standard methods. In a rapidly integrating world economy where lower wage developing countries are quickly improving their skills and can access today's technology, U.S. prosperity depends on whether we can remain a moving target. We must continually improve our ability to identify and commercialize new products, services, and processes. Those must be high-value (even unique) to yield the productivity growth needed to generate profits and support high-wage jobs"

industriale italiano, composto prevalentemente da PMI, non è in grado di raggiungere.

Lasciare allo Stato il costo dell'innovazione rende l'investimento in quest'ultima molto volatile, altamente dipendente dalla condizione finanziaria del paese a livello macroeconomico. In Italia si è entrati infatti in un circolo vizioso in cui lo Stato a causa della crisi non ha la disponibilità finanziaria per incentivare l'innovazione e non cresce a sufficienza anche perché non ci troviamo attualmente in un paese che innova.

iii. Diminuiscono le asimmetrie informative

In un contesto di mercato in cui sono presenti forti asimmetrie informative, il mercato regolamentato dei capitali va a implementare sistemi di controllo che contribuiscono ad aumentare le informazioni sulle imprese a disposizione di investitori, organismi statali ed enti di controllo. Ciò è molto importante, oltre che nello stabilire quale sia il corretto valore di mercato dell'impresa, anche per il monitoraggio sull'evasione fiscale, su attività illecite, su pratiche poco corrette o in contrasto con interessi sociali.

Gli investitori, nelle loro decisioni di investimento, danno sempre più importanza ad elementi che vanno oltre il semplice ritorno economico, come l'impatto che ha l'azienda sulla società o sull'ambiente (le esternalità più in generale).

Non a caso, strumenti come il bilancio di sostenibilità vengono sempre più utilizzati per comunicare al mercato la direzione dell'azienda verso la *corporate social responsibility*, che permetta un modello di sviluppo sostenibile. Questi strumenti vengono utilizzati anche perché la sensazione è quella che il *pricing* dei titoli possa beneficiare sensibilmente di condotte positive nell'esercizio dell'attività d'impresa.

Di sicuro scandali negativi come quelli accaduti in passato ad esempio a Monclair (maltrattamento animali nel 2014) o Nike (processo produttivo nelle fabbriche in Cina, quando si parlava ad inizio anni 2000 del maltrattamento bambini) hanno

avuto forti conseguenze immediate su vendite e prezzo dei titoli, poi aggiustate con politiche a contrasto.

In generale si può affermare che la trasparenza porti con certezza i prezzi a livelli di mercato più efficienti, il che di per sé si dimostra un vantaggio non trascurabile.¹⁷

Dallo studio di Brau e Fawcett emerge che spesso (51,2% dei CFO intervistati) le aziende trovano una motivazione a quotarsi nello stabilire quale sia il proprio reale valore di mercato.

iv. Meccanismo del take-over

Il take-over viene definito come “un’operazione finanziaria (‘scalata’) nella quale un soggetto economico, tipicamente un’impresa industriale o una società finanziaria, ottiene il controllo di una società quotata, acquistandone sul mercato un quantitativo di azioni sufficiente a raggiungere l’obiettivo”¹⁸.

In caso di errori di gestione da parte del management di un’azienda, quest’ultima non riesce ad esprimere il suo reale valore ed avrà un prezzo al di sotto del suo potenziale. Questo implica un aumento dell’interesse degli operatori di mercato, che vedono la possibilità di fare grossi margini unicamente con l’inserimento di un management più competente nell’asset societario. Si vedrà di conseguenza (vista l’efficienza e la trasparenza del mercato) l’acquisto delle azioni

¹⁷ <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-07-27/i-trend-mercato-aim-italia-072856.shtml?uuid=AD4ZbSy>

“Tra le evidenze maggiori dello studio quelle relative al livello di trasparenza informativa. Questa influenza sensibilmente la convergenza dei prezzi azionari verso valori efficienti e la liquidità del mercato stesso. Come spiega Anna Lambiase, Amministratore delegato di IR Top : “gli investitori basano le proprie scelte di investimento su un sistema di informazioni organizzato che proviene da fonti informative interne all’azienda e da fonti esterne. A prova del ruolo centrale della trasparenza finanziaria c’è la stretta correlazione con l’andamento dei fondamentali nel 2015, infatti come si evidenzia nel grafico che colloca tutte le società AIM per crescita di Sales ed Ebitda sopra e sotto i lievi medi del mercato, il 71% delle 21 aziende AIM che si collocano nel riquadro delle migliori, i campioni, in termini di fondamentali, presenta un buon livello di trasparenza.”

¹⁸ http://www.treccani.it/enciclopedia/take-over_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

dell'azienda da parte di operatori esterni fino ad arrivare a prenderne il controllo, migliorando le performance dell'azienda target.

Stando all'opinione di altri autori, la quotazione induce invece i management delle aziende ad errori nelle decisioni di investimento, in quanto li porta a percorrere delle decisioni di investimento orientate alla massimizzazione del rendimento di breve termine e conseguentemente il valore delle azioni. Ciò andrebbe a discapito della condizione di lungo periodo delle aziende.

In aggiunta a quanto appena menzionato si potrebbe anche pensare che la quotazione nel mercato possa assoggettare l'azienda a pressioni speculative esercitate da investitori ed operatori di mercato. Ciò è in parte vero, ma non va trascurato che il fatto in sé di non essere quotati non renda immune una società dall'attacco esterno di speculatori.

Forse al contrario in alcuni casi è proprio la presenza di regole di mercato ad evitare alcune pressioni speculative.

v. Funge da incentivo per imprenditori

La quotazione in borsa sembra essere in sé un traguardo di grandissimo prestigio ed è per questo un obiettivo che alimenta le ambizioni ed i sogni di chi vuole intraprendere l'attività di impresa.

Questo fattore non ha basi logiche poiché per dare i propri frutti, come già accennato, quotarsi deve essere uno strumento per ottenere qualcosa (exit da azioni, capitale, riduzione leva...), non un traguardo in sé da raggiungere. Ciononostante il fatto in sé di essere un incentivo all'attività di impresa ha degli effetti positivi a livelli economici, anche se bisogna fare attenzione alle "quotazioni a qualsiasi costo".

vi. Utilizzo di azioni per operazioni di M&A e piani di incentivazione dei manager

Quando un'azienda è quotata in un mercato efficiente, il suo valore (e quindi il prezzo delle sue azioni) sarà stabilito in maniera trasparente, con riduzioni del margine di errore. Questo meccanismo potrà facilitare:

- L'utilizzo di azioni per acquisizioni o fusioni con scambio di azioni. Molte operazioni di M&A si possono infatti raggiungere evitando alle aziende grossa parte dell'esborso finanziario e, tramite il meccanismo dello scambio di azioni, dando la possibilità alle aziende di beneficiare delle sinergie derivanti dal processo di fusione con maggiori risorse finanziarie a disposizione per facilitare il processo di integrazione;
- L'utilizzo di azioni per MBO e Long Term Incentive Plan. La quotazione rende possibili MBO e Long Term Incentive Plan legati a strumenti finanziari più variegati, nonché più facili da stabilire e controllare (esempio pagamento mediante stock options). Ciò ha anche rilevanza in ottica di riduzione dei costi di agenzia, che comportano una divergenza tra interessi del management ed interessi degli azionisti. I piani di incentivazione servono proprio a far convergere i vari interessi nella stessa direzione.

vii. Migliora la leva finanziaria

Le aziende fanno ricorso al debito come sostegno agli investimenti ed alle operazioni.

La leva finanziaria viene definita come il rapporto tra mezzi di terzi (debito) impiegati sul totale del passivo (debito + mezzi propri)¹⁹. In presenza di un mercato perfetto la struttura patrimoniale utilizzata

¹⁹ Il rapporto di indebitamento può essere anche definito come incidenza del debito sul totale del passivo (debito più mezzi propri) di un'impresa. La definizione di leva finanziaria a volte fa riferimento all'uso del debito per migliorare la redditività netta dei mezzi propri di un'impresa, grazie all'effetto fiscale favorevole della deducibilità degli interessi passivi dal reddito imponibile.

dall'azienda non influenza il valore di un'impresa (Modigliani e Miller, prima proposizione)²⁰. In altre parole i due autori hanno lanciato la provocazione della “teoria dell'irrelevanza”, per far al contrario capire che la scelta sul livello di indebitamento senza fattori rilevanti alla base non porta di per sé dei vantaggi (e nella seconda proposizione hanno aggiunto riferimenti alla politica dei dividendi rispetto all'utile, sempre irrilevante nel valore creato per gli azionisti senza elementi alla base della scelta).

Lo stesso Miller ha affermato che “l'idea che la struttura finanziaria sia letteralmente irrilevante o che nulla conta nella finanza aziendale, nonostante sia talvolta attribuita a noi (il che risale probabilmente al modo molto provocatorio in cui abbiamo espresso le nostre teorie) è molto lontana da ciò che abbiamo detto riguardo alle applicazioni reali e concrete delle nostre proposizioni teoriche. Adesso penso che forse avremmo dovuto sottolineare maggiormente l'importanza dell'altro lato della medaglia, il lato più ottimistico del nulla conta identificare ciò che non conta può anche identificare, di conseguenza, ciò che conta”.

La teoria di MM implica infatti i seguenti elementi:

- Assenza di imposte
- Assenza di costi di fallimento e reputazione per i manager aziendali
- Mercati perfetti (privi di asimmetrie informative, con libero accesso ed uscita)

In un mercato reale mancano i tre elementi richiesti per il funzionamento del modello di MM, che resta comunque uno strumento utile a capire quanto espresso dagli autori.

Spesso l'indebitamento è una fonte essenziale per finanziare le opportunità di investimento, ma per una questione di sostenibilità, a un determinato momento una società troverà dei vincoli, come l'aumento del costo dello stesso legato al rischio di insolvenza (correlato positivamente con il livello di indebitamento).

²⁰ Modigliani e Miller

Nel caso di aziende molto indebitate diventa infatti molto probabile la possibilità di crisi momentanee dovuta a diminuzione dei ricavi o eventi imprevisti. Per queste ragioni è consigliabile sempre mantenere un certo controllo del livello di leva anche in base al settore di appartenenza dell'azienda (e quindi di conseguenza all'esposizione dell'azienda a fluttuazioni dei ricavi).

Da un punto di vista puramente di continuità ed efficientamento aziendale, un CFO nella scelta del livello di indebitamento aziendale deve tener conto di variabili come la sostenibilità del pagamento degli interessi e delle quote del capitale di debito. Esistono degli indicatori che mirano a valutare la solidità finanziaria di un'impresa (come EBITDA/Interessi, EBIT/Interessi o FCFO/Interessi).

In generale l'azienda dovrebbe mirare a minimizzare il costo medio ponderato del capitale (WACC) in modo tale da ridurre al minimo il costo correlato alle fonti di finanziamento per sostenere l'investimento, beneficiando in maniera oculata della leva finanziaria (ed utilizzando lo scudo fiscale che ne deriva).

La grande differenza tra capitale preso a debito e capitale in forma *equity* è che nel primo dei due casi chi ha fornito l'ammontare in denaro ha il diritto di riaverlo indietro secondo le modalità indicate dal contratto di finanziamento (con un certo timing ed un certo interesse correlato al grado di rischio dell'impresa), mentre nel caso di capitale *equity*, chi lo fornisce non ha il diritto legale di riaverlo indietro (se non a seguito di procedure concorsuali) e soprattutto viene soddisfatto in maniera residuale rispetto ai creditori.

Nei casi in cui l'indebitamento si dimostri troppo elevato, l'azienda rischia di ritrovarsi in una situazione di prigionia dai flussi di cassa in uscita legati alla restituzione del debito. In questi casi diventa non solo difficile soddisfare i creditori, ma anche finanziare l'investimento in nuove opportunità di sviluppo o versare i dividendi.

Qualora la redditività aziendale fosse positiva, ma questa si ritrovasse con i flussi finanziari completamente assorbiti dal pagamento di interessi, una soluzione si potrebbe ritrovare con un'iniezione di liquidità mediante aumento di capitale (che

come abbiamo detto precedentemente si può ottenere con la quotazione se non con un investimento da parte di operatori specializzati quali private equity e venture capitalist).

viii. Costi legati alla quotazione

La quotazione senza dubbio, oltre ai benefici (anche se criticati da molti) che abbiamo analizzato in precedenza, comporta dei costi diretti e indiretti non trascurabili che si dividono in tre macro-aree principalmente:

- Costi di emissione

I costi di emissione vengono sostenuti dall'azienda prima, durante e dopo il periodo di quotazione. Principalmente sono costituiti dal pagamento degli advisor, che andranno nominati per supportare l'azienda (come vedremo) nell'intero processo.

Gli advisor non avranno solo natura finanziaria, ma copriranno anche la parte strategica e legale (comportando altri costi). Esempi di questo tipo di commissioni saranno le commissioni di collocamento e sottoscrizione (che vanno al Global coordinator e più in generale al comitato di collocamento), gli oneri accessori per redazione e diffusione del prospetto informativo, le spese di marketing e del road-show.²¹

- Costi migliorativi della struttura organizzativa

Un'azienda prima di emettere i propri titoli deve cercare di apparire attrattiva oltre che sotto il profilo economico-finanziario appena trattato, anche da un punto di vista organizzativo. Come prima cosa gli investitori, soprattutto del

²¹ Cfr., ALBERTO MEOMARTINI e MASSIMO CAPUANO, "I dieci perché della quotazione in borsa, guida pratica alla quotazione", Op. Cit.

ramo istituzionale, amano vedere una struttura con processi ben definiti, chiari e preferibilmente semplici, evitando di andare a rallentare l'operatività ed i flussi informativi aziendali.

Anche per questo lavoro sulla struttura saranno nominati advisor strategici (ma anche legali negli aspetti di compliance con le normative) che avranno il compito di formare il personale ed organizzarlo in maniera efficiente ed efficace per il fine che l'azienda si è prefissata. Quest'ultima potrebbe inoltre necessitare di nuove assunzioni.

- Costi di informazione e trasparenza (reportistica e rendicontazione);

Prima e dopo la quotazione (soprattutto per normativa Consob) le aziende quotate hanno l'obbligo di redigere un numero di report e rendiconti molto più stringenti e che necessitano una o più risorse interne acquisite ad hoc per adempiere agli obblighi imposti dalle normative.

Al contrario dei costi di emissione, questi (come i costi di auditing, che aumentano esponenzialmente per questioni legali a seguito della quotazione, si reitereranno per tutta la vita futura dell'azienda).

Mentre i costi diretti legati alla quotazione sono piuttosto facili da definire in base a contratti con advisor e banche, diventa spesso difficile prevedere con esattezza quali saranno i costi indiretti post quotazione ed i costi di lungo periodo derivanti dalla quotazione come²²:

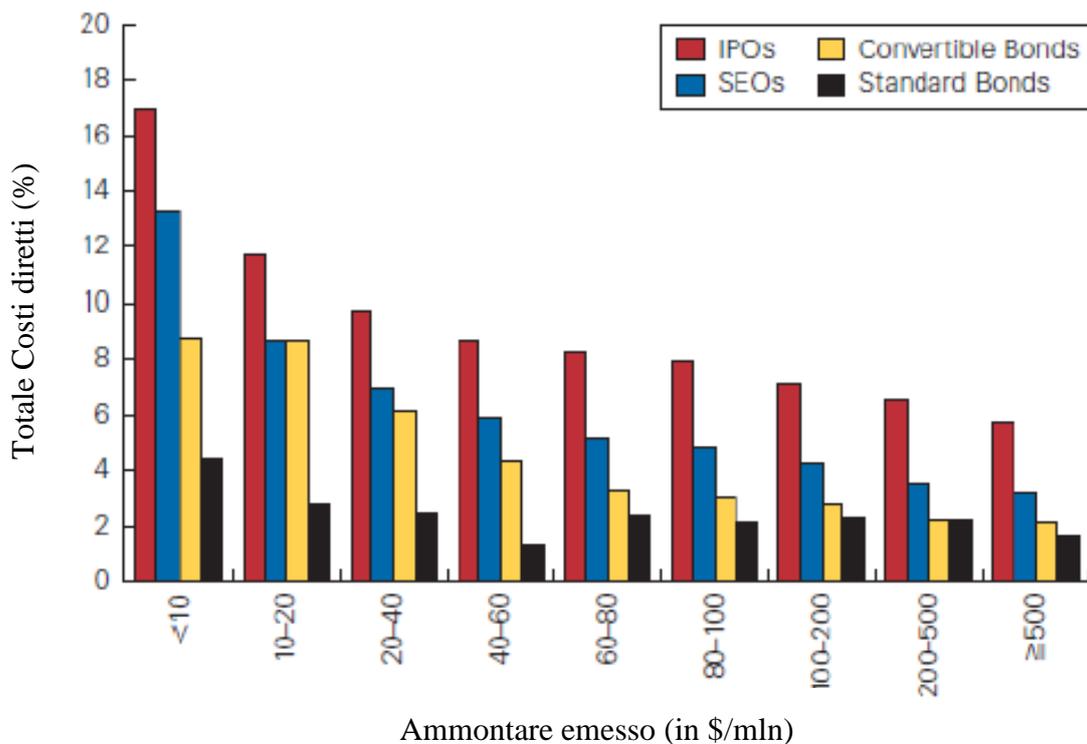
- Ridotta flessibilità: i principali azionisti, il consiglio di amministrazione e il management vedono ridursi sensibilmente il loro margine di flessibilità rispetto alle normative imposte dal mercato regolamentato (come requisiti imposti dalle proprie autorità competenti);
- Aumento dell'esposizione a rischi di natura legale: specialmente per realtà giovani, cresciute rapidamente e non abituate ad un certo tipo di formalità nelle documentazioni. Diventa fondamentale avvalersi di

²² Si fa riferimento ad alcune cause studiate da "Guide to the Initial Public Offering" (Steven E. Bochner, John C. Avina e Calise Y. Cheng), pubblicato da Merrill Corporation e Wilson Sonsini, Goodrich & Rosati Corporation.

esperti nella compliance con la legge e nella rendicontazione, oltre che di revisori, già menzionati precedentemente;

- Continuo bisogno di monitoraggio delle condizioni di mercato e delle notizie che diventano di dominio pubblico. Spesso le società che crescono devono comunque implementare nel sistema organizzativo un'area che gestisca le relazioni con gli investitori e l'ufficio stampa.
- Perdita di controllo sulla salvaguardia della confidenzialità di alcune informazioni strategiche (o di sviluppo prodotti) che si vorrebbe mantenere all'interno dell'azienda.

Nel grafico qui di seguito ci viene fornita indicazione del peso che hanno i costi diretti (banche, comitato di collocamento, advisor legali e strategici, audit...) sul valore totale della quotazione di un'azienda.²³



²³ Fonte: Adapted from I. Lee, S. Lochhead, J. Ritter, and Q. Zhao, "The Costs of Raising Capital", Journal of Financial Research 19(1) (1996): 59-74,

Nel grafico notiamo come la proporzione dei costi diretti di emissione diminuisca all'aumentare dell'ammontare che si emette (per emissioni di grandezza inferiore ai 10€/mln pesano c.18% in caso di IPO, mentre per emissioni di grandezza superiore a 500€/mln pesano c.6%).

La differenza di peso dei costi è da attribuire principalmente alla differenza del potere contrattuale in mano ad aziende che emettono grossi ammontari, che costituiscono un deal rilevante per qualsiasi banca o advisor (anche diminuendo la propria *fee* in percentuale, che non corrisponde ad una diminuzione in termini di valore assoluto).

Alcuni deal rappresentano un trampolino di lancio per gli advisor sia per una questione di immagine (partecipare a quotazioni importanti e ben riuscite rappresenta una grande fonte di pubblicità) che benefici futuri (ad esempio nei casi in cui si vuole fidelizzare un determinato cliente). In questi casi l'advisor sarà decisamente più propenso ad applicare sconti ai clienti.

Un costo implicito pagato dall'azienda emittente consiste nell'*underpricing* offerto agli investitori più o meno volontariamente al momento dell'IPO. Quello che emerge da studi empirici è che l'*underpricing* in periodi di crisi è mediamente più alto rispetto a periodi di crescita economica. Ciò vuol dire che un'azienda che decide di quotarsi nel corso di una recessione, è costretta a pagare pressioni speculative maggiori da parte degli investitori, meno inclini a rischiare capitale se non per un rendimento elevato.

Molti asseriscono inoltre che le banche sottoscrittrici non vogliono rischiare di trovarsi nell'imbarazzo di non riuscire a cedere tutti i titoli al mercato (o peggio vendere agli investitori istituzionali titoli sopravvalutati) e portino sempre il prezzo di emissione a livelli prudenziali.

Mentre l'*underpricing* è un fenomeno a cui le società emittenti sanno di andare incontro, potrebbe verificarsi che a causa di un *timing* errato (come nell'esempio di periodi di recessione) o a causa della poca fiducia da parte degli investitori, il management vada molto al disotto degli obiettivi di raccolta posti in precedenza, non riuscendo ad ottenere i vantaggi sperati.

c. Processo di quotazione

Un IPO è un'operazione complessa che si svolge in un arco di tempo che dura circa 5/6 mesi e si articola in cinque fasi (pianificazione, preparazione, strutturazione, marketing, offerta). A seguito dell'IPO si delinea un'ultima fase chiamata *aftermarket*, nella quale l'azienda termina le procedure burocratiche collegate alla quotazione e le banche d'investimento sottoscrittrici adoperano misure di *market making*, volte a stabilizzare il prezzo del titolo della società al livello target.²⁴

- **Fase 1: Pianificazione e kick-off**

Nella fase di pianificazione il management fissa gli obiettivi, predisporre una valutazione preliminare dell'azienda e nomina gli *advisor* che accompagneranno la società nel processo di quotazione. Questi non saranno solo finanziari, ma anche legali e strategici, dovendo valutare l'azienda in tutte le sue sfaccettature e predisporre un piano industriale completo che convinca i possibili investitori. In questa prima fase viene preparata una *timetable*, che indicherà le scadenze temporali da rispettare al fine di concludere il processo di quotazione con il *timing* adatto.

²⁴ Le fasi dell'IPO fanno riferimento a quanto indicato nei Materiali didattici di Luigi Gubitosi

Va sottolineato come il tempismo nell'IPO sia fondamentale al fine di rispettare gli obiettivi che l'azienda si è prefissata perché quotarsi al momento giusto vuol dire massimizzare il prezzo.

Sotto questo aspetto vanno considerati:

- Stato del mercato. In periodi di crescita economica ad esempio è più facile che una quotazione vada a buon fine rispetto a momenti di recessione, nei quali gli investitori sono più avversi al rischio;
- Interesse degli investitori verso il settore di appartenenza della società. Come evidenziato prima, attualmente aziende del settore *high tech* vengono quotate a multipli più alti rispetto a settori più tradizionali e maturi. Ciò è anche dovuto alle previsioni che hanno gli investitori riguardo lo sviluppo del settore in questione;
- Presenza di periodi caratterizzati da bassi volumi di scambio (l'estate ad esempio);
- Le date di uscita dei risultati semestrali e annuali dell'azienda, che permettono al mercato di valutare al meglio l'investimento in questa.

L'output finale di questa fase, che avrà conclusione con la riunione di *kick off meeting* consisterà nella predisposizione di una valutazione preliminare della società.

- **Fase 2: Preparazione**

Nel corso di questa fase gli *advisor* avranno un ruolo chiave ed affiancheranno il management nella *due diligence*, caratterizzata dallo studio della situazione economica, finanziaria, legale e amministrativa della società. Questo processo passa sia dallo studio della documentazione aziendale, ma anche dall'analisi della sua condizione reale, tramite visite aziendali volte al controllo delle operazioni. La *due diligence* sarà fondamentale per determinare il *fair value* della società. Con tale espressione, si intende “la stima del valore del capitale

economico della società in ottica di quotazione, che non tiene conto dell'IPO discount e delle indicazioni provenienti dall'attività di pre-marketing".²⁵

Con la contestuale predisposizione del prospetto informativo e della presentazione agli analisti, durante la fase preparatoria verrà anche elaborata l'*equity story* della società emittente, ovvero il profilo di quest'ultima che sottolineerà i suoi punti di attrattività e sarà presentato agli investitori al fine di condurli all'acquisto. L'*equity story* evidenzierà sia elementi quantitativi che qualitativi, proprio per dare agli investitori una visione a 360 gradi. Da un lato vi saranno quindi i risultati ottenuti in termini finanziari ed economici della società insieme ad altri elementi come il posizionamento competitivo (*market share*), le politiche di dividendi, indicazioni sul livello di indebitamento e leva finanziaria. Da un punto di vista qualitativo invece l'analisi si incentrerà più su elementi come la *brand perception*, le competenze del management e delle risorse umane (in termini di qualità, know how ed esperienza) e sulla qualità del modello di business.

Gli output finali di questa fase saranno quindi una prima versione dell'*equity story* e la predisposizione di una prima versione del prospetto informativo²⁶ (importante anche ai fini dell'accettazione da parte della CONSOB della quotazione) e della presentazione agli analisti.

La qualità di questi tre elementi non è da sottovalutare se si vuole raggiungere una massimizzazione dei risultati derivanti dall'IPO ed è proprio per questo motivo che saranno coinvolti attivamente anche gli *advisor* nella stesura ed analisi dei documenti.

- **Fase 3: Strutturazione**

²⁵ Materiali didattici Prof. Gubitosi:

http://learn.luiss.it/pluginfile.php/227899/mod_resource/content/0/07%20-%20Equity%20Public%20Placement.pdf

²⁶ Prima di iniziare effettivamente il processo di quotazione viene preparato un prospetto informativo che in Italia va presentato alla Consob (in USA la SEC), con indicazioni circa la storia della società, i principali dati descrittivi ed i piani per il futuro.

Questa fase è l'ultima preparatoria prima di passare al marketing e si articola in tre passaggi, corrispondenti alla chiusura della *due diligence* con la determinazione del fair value della società (con una prima forchetta di prezzo), alla scelta del mercato target al quale offrire le azioni ed alla strutturazione del sindacato di sottoscrizione e di collocamento.

Una volta finita l'analisi ed elaborazione della *due diligence*, management della società emittente ed *advisor* stabiliscono una forchetta di prezzo all'interno della quale pensano possa collocarsi il *fair value* della società. Sulla base di questa indicazione le banche di investimento andranno ai *roadshow* con analisti ed investitori a presentare la società nelle fasi successive.

Prima degli investitori da mirare nel processo di marketing, la società deve quindi decidere in quale mercato proporre le proprie azioni. Come accennato precedentemente, non sempre risulta scontato che un'azienda scelga il mercato domestico rispetto ad uno straniero (o rispetto ad eseguire una quotazione mista in due mercati differenti), in quanto questa decisione può essere influenzata da fattori come la popolarità del marchio in un territorio specifico (che porti più appeal agli investitori), la liquidità di un mercato rispetto ad altri e il segmento in cui la società andrebbe a quotarsi, in quanto lo stesso segmento spesso cambia l'esposizione al mercato da parte di un'azienda.

Per ciò che concerne la struttura del sindacato di collocamento, questo sarà composto da²⁷:

- **Una o due banche capofila.** La/e capofila/e hanno la responsabilità di coordinare tutte le attività del processo di quotazione lavorando a stretto contatto con la società emittente. Il mandato viene conferito mediante la c.d. "engagement letter". Nel caso di due banche si sceglierà solitamente una banca forte a livello nazionale con una forte presenza sul territorio ed un'altra internazionale (*Global Co-ordinator*), per potersi aprire agli investitori stranieri. Svolgono un ruolo cruciale i contatti tenuti dalle banche con gli investitori istituzionali, ai quali è solitamente destinata una

²⁷ Materiali didattici Luigi Gubitosi: Equity Public Placement

parte predominante dell'offerta di azioni. Una possibilità per non creare confusione nel lavoro delle due banche capofila potrebbe essere affidare ad una il ramo istituzionale ed all'altra quello *retail*. Le banche capofila devono rispondere principalmente a due caratteristiche:

- Avere uno storico di quotazioni ben riuscite (c.d. "*track record*") ed avvalersi di un team rispettato nell'ambiente finanziario;
 - Buona reputazione sia a livello di società emittenti, che a livello di investitori, soprattutto istituzionali, che andranno a collocare la maggior parte azioni offerte.
- **Sponsor.** Ha il compito di garantire la corretta promozione della quotazione non solo agli investitori, ma anche a CONSOB e Borsa Italiana. Per corretta informazione si intende la fornitura di tutti i dati necessari ad una corretta valutazione della società e della quotazione da parte di tutti i portatori di interesse. La presenza dello sponsor ha carattere obbligatorio qualora: la società emittente non abbia strumenti già quotati o nel caso in cui "Borsa Italiana lo richieda a seguito di gravi infrazioni al regolamento di Borsa o altre norme"²⁸.
 - **Bookrunner.** Ha il compito di raccogliere tutte le opzioni di acquisto dei potenziali investitori, che indicano durante i *roadshow* il numero di azioni che sarebbero disposti a comprare ad un determinato prezzo. Durante i *roadshow* viene costruita una curva di domanda in base al prezzo all'interno della forchetta. L'output del processo sarà proprio la decisione del prezzo al quale, in base ai dati raccolti, tutta l'offerta viene collocata agli investitori.
 - **Lead manager/ co-lead manager.** Hanno una significativa forza vendita, svolgendo un lavoro rilevante anche in termini di coordinamento del comitato di collocamento.
 - **Corporate broker.** Svolgono un ruolo di lungo termine che non si limita alla quotazione, ma può estendersi ad una collaborazione di 1-2 anni, con un'attività di supporto anche nell'*aftermarket*. La relazione durevole

²⁸ <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Sponsor>

implica anche un contatto più approfondito in termini di conoscenza e collaborazione con la società.

Oltre alle decisioni sul comitato di collocamento, altro passaggio chiave consiste nella strutturazione dell'offerta. Quest'ultima deve essere correttamente smistata tra comparto istituzionale e comparto *retail*. Da sottolineare che gli investitori istituzionali, al momento dei *roadshow* formeranno la propria funzione di domanda (tramite il *bookbuilding*), influenzando di conseguenza direttamente il prezzo, mentre gli investitori *retail* saranno invece *price taker*.

L'offerta è solitamente indirizzata in prevalenza agli investitori istituzionali. Il mercato potrebbe percepire negativamente quando una grossa fetta delle azioni viene destinata al *retail*, perché vorrebbe dire che l'offerta non ha trovato molta domanda tra gli investitori istituzionali, ben informati sulle condizioni di salute della società e sul suo valore reale.

- **Fase 4: Marketing**

A seguito delle prime tre fasi preparatorie, che hanno una durata media di 8-10 settimane e sono necessarie al fine di rendere l'azienda, il *management* e gli *advisor* pronti alla quotazione, ha inizio un periodo di circa 4 settimane di marketing. A questo punto la società emittente, che ha ben chiari obiettivi e modalità della quotazione, annuncia al mercato la propria quotazione in borsa ed inizia a pubblicizzarla agli investitori: viene preparato con l'ausilio dei consulenti un piano marketing.

Con l'aiuto di prime indagini e confronti con investitori (spesso facenti parte del portafoglio clienti delle banche che compongono il comitato di collocamento), l'*advisor* finanziario è in grado di avere una visione più precisa del valore percepito dal mercato e può confrontarsi con il *management* della società per stabilire una *range* affinato di prezzo.

- **Fase 5: Offerta**

Forti della valutazione indicativa, delle consulenze e dei piani industriali per il futuro, le aziende emittenti organizzano dei *roadshow* con l'aiuto del comitato di collocamento. Questi sono incontri con potenziali investitori (investitori istituzionali, fondi pensione, fondi di investimento...) finalizzati a convincerli della valenza del progetto societario e per raccogliere potenziali ordini (ogni investitore indica il numero di azioni che sarebbe disposto a comprare ed il contestuale prezzo). Questo processo chiamato *bookbuilding*, condotto dal *bookrunner*, delinea una funzione di domanda delle azioni societarie da parte degli investitori al fine di determinare la forchetta di prezzo finale che la società offrirà al mercato al momento della quotazione.

L'obiettivo di tutto il processo di quotazione è quello di piazzare tutte le azioni offerte della società emittente. Un prezzo troppo alto non permetterebbe alle banche il collocamento della totalità delle azioni destinate alla quotazione, in quanto la domanda non andrebbe a coprire il totale delle azioni offerte, mentre un prezzo troppo basso si tradurrebbe in mancate entrate finanziarie per le società emittenti, in quanto si sarebbero potute ottenere più risorse finanziarie ad un prezzo più alto, comunque soddisfacendo la domanda.

Solitamente il giorno di quotazione che segue il collocamento delle azioni agli investitori è caratterizzato da una forte crescita del prezzo di mercato del titolo, rispetto a quello definito nel processo di collocamento. La differenza tra le due quotazioni viene definita *underpricing*.

In questa fase va sottolineato di come l'*underwriter* sia in mezzo ad interessi contrastanti perché, nonostante venga pagato, e quindi debba agire prevalentemente, a supporto dell'emittente, deve contestualmente accontentare una pluralità di soggetti (gli investitori) spesso facenti parte della sua stessa clientela in altri progetti. Vendere un prodotto a un prezzo che si discosta (in eccesso o difetto) dal suo *fair value* inciderebbe direttamente sulla reputazione della banca.

Oltre al *bookbuilding*, menzionato precedentemente, esistono altri metodi di pricing nell'emissione titoli: il regime del prezzo fisso ed il metodo dell'asta.

Nel primo caso (utilizzato ad esempio in Francia) il prezzo viene determinato da emittente e consulente finanziario arbitrariamente, presentandosi agli investitori direttamente con un'offerta comprendente il prezzo. Inutile dire che il *pricing* in questo caso comporti elevate criticità. Nel secondo caso, dopo aver fissato un *floor* (corrispondente alla soglia minima di prezzo al quale le azioni vengono collocate), gli investitori devono riportare, tramite offerta vincolante, il prezzo massimo e la quantità di azioni che sono disposti a comprare. Il prezzo finale stabilito corrisponderà al livello che permetta di esaurire l'intero ammontare di azioni offerto.

Il livello di rischio affrontato dai sottoscrittori è variabile a seconda delle clausole che vengono inserite nel contratto con le società emittenti. Gli accordi e clausole tra società e banche sottoscrittrici possono essere:

- **Best effort:** Livello di rischio più basso per i sottoscrittori, che devono vendere al massimo dello sforzo le azioni offerte al mercato, senza però rischiare il proprio capitale. In questo caso il sottoscrittore svolge semplicemente il ruolo di intermediario;
- **All-or-none:** Il sottoscrittore, pena l'annullamento dell'IPO deve collocare nel mercato la totalità delle azioni emesse;
- **Firm commitment Syndicate:** Quest'accordo è il meno rischioso per la società emittente. I sottoscrittori sono tenuti ad acquistare ad un prezzo scontato le azioni emesse prima dell'offerta al mercato ed in seguito collocarle agli investitori, rischiando il proprio capitale. Questa clausola, in caso di vendita delle azioni acquistate, d'altra parte garantirebbe ai sottoscrittori un rendimento più elevato rispetto alle altre citate;
- **Green shoe** "opzione che permette all'atto del collocamento dei titoli di una società, finalizzato all'ingresso in Borsa, la possibilità di aumentare la dimensione dell'offerta in modo da rispondere in modo adeguato alla domanda di titoli da parte degli investitori. Storicamente il termine green

shoe nasce dall'azienda americana Green Shoe Corporation, che utilizzò questa tecnica per la prima volta al momento della sua quotazione”²⁹.

La durata dell'opzione è solitamente con scadenza a 30 giorni, con un cap che arriva al 15% del quantitativo emesso totale di azioni. La ragione alla base dell'inserimento di questa tipologia di clausola negli accordi tra azienda emittente e sottoscrittori è la tutela del guadagno di questi ultimi, in quanto la clausola dà loro la possibilità di vendere allo scoperto un certo ammontare di titoli (corrispondente alle azioni stabilite nella green shoe) al mercato avendo due possibilità:

- Se l'IPO ha un esito positivo e il prezzo di mercato va al di sopra rispetto a quello di emissione (e quindi di opzione della green shoe), i sottoscrittori eserciteranno l'opzione, traendo un guadagno dalla vendita allo scoperto al mercato prima della crescita del prezzo;
- Se l'IPO ha un esito negativo e il prezzo di mercato va al di sotto rispetto a quello di emissione, i sottoscrittori invece di esercitare la greenshoe, compreranno dal mercato i titoli corrispondenti al numero di azioni che hanno venduto allo scoperto, traendone comunque un vantaggio economico.

²⁹Materiali didattici Prof. Gubitosi, Luiss
http://learn.luiss.it/pluginfile.php/227899/mod_resource/content/0/07%20-%20Equity%20Public%20Placement.pdf

d. Initial Coin Offering (“ICO”)

“An unregulated means by which funds are raised for a new cryptocurrency venture. An Initial Coin Offering (ICO) is used by startups to bypass the rigorous and regulated capital-raising process required by venture capitalists or banks. In an ICO campaign, a percentage of the cryptocurrency is sold to early backers of the project in exchange for legal tender or other cryptocurrencies, but usually for Bitcoin.”³⁰

Negli ultimi anni i sistemi economici dei paesi industrializzati, anche reagendo alla competizione dei paesi emergenti basata su una guerra dei prezzi vinta in partenza, si sono focalizzati sull’innovazione e la creazione di nuovi mercati, basando la propria offerta su sistemi di business innovativi e sulla qualità sia dei prodotti che dei servizi.

Alla congiuntura economica generale è seguita la nascita ed il boom del settore delle startup, soprattutto in paesi come USA e Israele, che hanno l’attuale leadership nell’investimento e creazione startup.

Il principale obiettivo di una startup è quello di creare nuovi mercati o nuovi modi di intendere un mercato, competendo con player più grandi grazie alla propria innovatività e struttura dei costi. Una delle difficoltà principali per queste aziende, una volta ideato il modello di business e reperiti know how e risorse organizzative necessari allo sviluppo dell’idea, è la ricerca delle risorse finanziarie. La mancanza di cash, sia in fase di starting che in fase di crescita porta inevitabilmente una startup al fallimento.

Proprio come nelle aziende più grandi, la fase di crescita necessita di investimenti continui e brucia capitale. Viene infatti utilizzato il burn rate, indicatore delle risorse finanziarie bruciate mensili o annuali, per calcolare di quanto cash necessiti una startup per sopravvivere in un dato periodo.

Al momento del fundraising, partendo dalla base del burn rate il management si pone gli obiettivi di *raise* dal mercato.

³⁰ <https://www.investopedia.com/terms/i/initial-coin-offering-ico.asp>

L'ICO rappresenta un modo innovativo di fare fundraising per una startup con un procedimento basato sulle cripto valute, che negli ultimi due anni ha avuto un picco di utilizzo esorbitante, raggiungendo un totale di fondi raccolti pari a 4\$/mld dal IQ 2015 al 4Q 2017, ben due volte il totale investito nello stesso periodo dai venture capitalist (pari a c. 2\$/mld)³¹.

Alla base del processo vi sono i c.d. “digital token”, creati e assicurati dalla tecnologia Blockchain, che assicurano un determinato diritto (esempio proprietà di un bene, di un'azienda...). Questi vengono offerti al mercato in cambio di investimenti sotto forma di crowdfunding (solitamente avviene prima una conversione dei soldi investiti in un'altra cripto valuta già nel mercato e poi a sua volta questa viene scambiata con la nuova).

La cripto valuta creata avrà come sottostante l'andamento dell'azienda emittente ed in linea teorica cambierà di valore a seconda dei risultati di quest'ultima.

A fine 2017 il mercato ha raggiunto il picco storico, con valore completamente staccati dai sottostanti. L'euforia ha dato vita ad una vera e propria bolla speculativa, alimentata dalle frodi di molte emissioni di cripto valute.

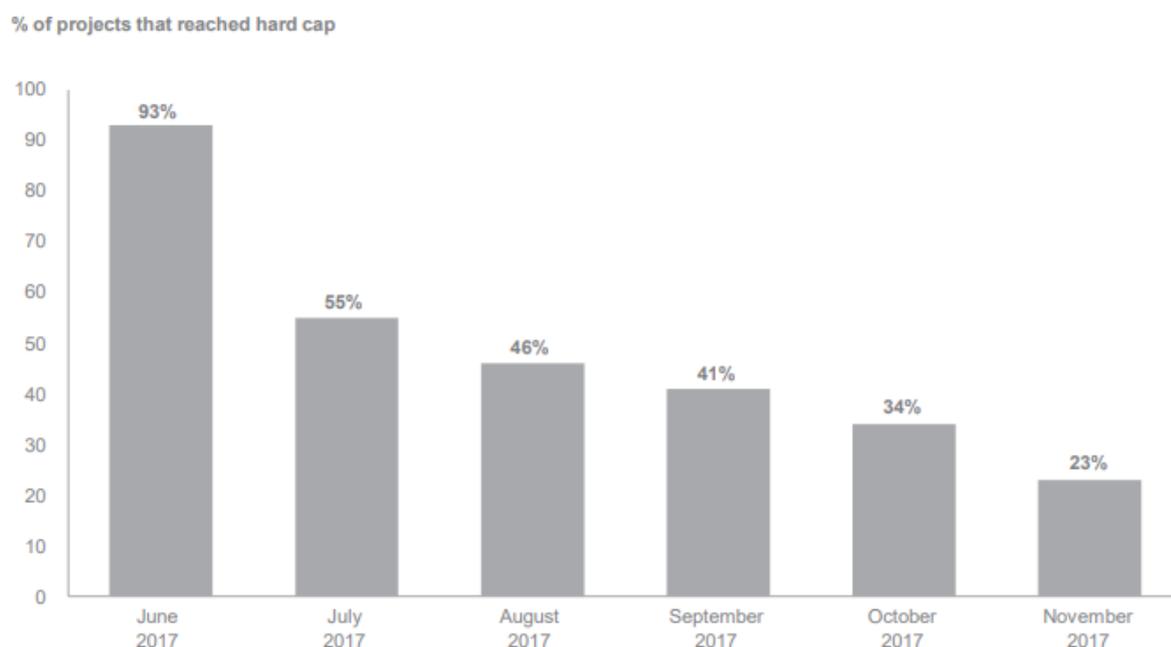
Il procedimento di offerta al mercato in un ICO è stato fino ad ora più semplice rispetto a quanto descritto per le IPO. Da un lato questo ha avuto risvolti positivi per la velocità di esecuzione, il costo dell'emissione ed il rendimento degli investitori, d'altra parte invece è stata proprio la mancanza della presenza di advisor che facessero da garanti e “regole del gioco” ben precise che ha lasciato spazio alle frodi.

La presenza di advisor finanziari nell'attività di due diligence costituisce in primis una garanzia per il mercato nello stabilire la *fairness opinion*. Per una questione di reputazione infatti, poche banche ad esempio collocherebbero ad un prezzo sopravvalutato i titoli della società emittente agli investitori.

³¹ [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-research-initial-coin-offerings-icos/\\$File/ey-research-initial-coin-offerings-icos.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-research-initial-coin-offerings-icos/$File/ey-research-initial-coin-offerings-icos.pdf)

A seguito delle frodi registrate nel corso del 2017 sta nascendo quindi il bisogno di regolamentare a livello mondiale il fenomeno, che ha preso piede più rapidamente di quel che si pensasse.

D'altra parte nel seguente studio effettuato da parte di EY emerge che negli ultimi mesi il mercato prende con più diffidenza le ICO rispetto all'inizio, in quanto il numero fundraising che raggiungono l'obiettivo sta diminuendo sensibilmente (da giugno 2017 a novembre 2017 è passato da 93% a 23%)³².



Sources: Coinschedule, Architect Partners, TokenData

Le prime regolamentazioni legate alle IPO sono arrivate dal governo americano, che ha posto dei limiti e dei vincoli da un punto di vista dei requisiti imposti alle startup e dalla Banca Centrale Cinese, che è stata più radicale proibendo le ICO, giudicate distruttive per economia e stabilità finanziaria del Paese.

³²[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-research-initial-coin-offerings-icos/\\$File/ey-research-initial-coin-offerings-icos.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-research-initial-coin-offerings-icos/$File/ey-research-initial-coin-offerings-icos.pdf)

2. Valutazione d'Azienda

Al fine di quotare con successo una società, ma anche qualora si volesse provare a comprarla o venderla in un'operazione di M&A diventa cruciale la determinazione del valore della stessa.

Nel caso di una quotazione in borsa le logiche valutative sono però diverse rispetto ad un'operazione di fusione o acquisizione perché in quest'ultima, oltre al valore di mercato oggettivo dell'azienda, vanno valutati elementi come le sinergie derivanti dall'unione delle società, che modificheranno sia il prezzo preteso dal venditore che il costo al quale il compratore è disposto ad acquistare. Il vasto mercato a cui si rivolge un'azienda emittente al momento dell'IPO non tiene conto di sinergie nell'investimento, ma solo del mero valore aziendale; è per questa ragione che in ottica valutativa in questa fattispecie va stabilito il valore di mercato.

Il valore di mercato di un'attività reale, finanziaria o di un'entità aziendale, viene definito dai Principi Italiani di Valutazione (PIV) come “il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni”³³.

Viene precisato dai principi che inoltre il valore di mercato riflette anche il miglior uso dell'attività, che può anche essere diverso da quello attuale.

Nel corso degli anni le tecniche di valutazione sono cambiate, ma fino all'inizio del nuovo secolo hanno mantenuto delle fondamenta comuni:

- Le aziende vengono valutate in base alla loro capacità di produrre utili e cash flow che attualizzati, in base a parametri soggettivi e oggettivi, danno un'indicazione del valore degli asset alla data di valutazione.

³³ PIV (Principi Italiani di Valutazione) I.6.4: “Il valore di mercato esprime il miglior prezzo ragionevolmente realizzabile dal venditore ed il prezzo più vantaggioso ragionevolmente realizzabile per l'acquirente”.

La nascita delle net company a fine anni 90' ha fatto sorgere parecchi dubbi circa l'applicabilità dei metodi tradizionali di valutazione, anche perché il mercato approcciava alle quotazioni in borsa del settore in questione in maniera del tutto distaccata rispetto agli altri.

L'arrivo delle società "Online Social Network", ha ulteriormente messo in subbuglio il mercato, incoraggiando gli studiosi ed i valutatori a trovare nuovi multipli e metodologie applicabili unicamente a questo tipo di società.

Damodaran è stato tra i primi a sollevare alcuni dubbi sull'emersione delle aziende collegate ad internet ed all'*high tech*, cresciute molto in fretta, ma con utili negativi e una storia molto breve. Dice, riferendosi alla valutazione d'azienda ed alla previsione dell'evoluzione dei ricavi, che il compito è reso più facile quando la società ha utili positivi, una lunga storia ed un gran numero di comparabile a cui riferirsi³⁴.

I metodi di valutazione aziendale possono essere categorizzati in cinque macro classi:³⁵

- Metodi Finanziari (fondati sull'attualizzazione dei flussi di cassa)
- Metodi di Mercato (basati sull'osservazione di transazioni comparabili)
- Metodi Patrimoniali (costruiti con la valutazione dei singoli asset e voci del passivo, al fine di stimare il patrimonio netto)
- Metodi Redditali (basati sull'attualizzazione dei flussi redditali, poco utilizzati attualmente)

Nel corso del capitolo tratteremo i metodi *Discounted Cash Flow*, *Dividend Discount Model*, *Comparable analysis* ed analizzeremo i nuovi metodi di valutazione utilizzati per le aziende *high tech* e per le *social network companies*.

³⁴ Investment Valuation, Aswath Damodaran, John Wiley & Sons, 1995 "The process is simpler when valuing firms with positive earnings, a long history of performance and a large number of comparable firms"

³⁵ Materiali didattici Prof. Gubitosi, corso di Finanza Aziendale Avanzato, Luiss Guido Carli. Valutazione d'Azienda, sl. 4

Il metodo patrimoniale è utilizzato nella pratica soprattutto per la valutazione delle *holding* di aziende e dei fondi Real Estate, per i quali il *fair value* è spesso stimato tramite il calcolo del NAV (Net Asset Value) con un'analisi precedente di ogni singola componente dell'attivo.

Visto l'uso molto raro nel settore focus di questa tesi degli altri metodi classici, si è preferito privilegiare i più utilizzati nell'ambito, per poi focalizzarsi su varianti ai metodi classici utilizzate per la valutazione delle *social network company*.

a) Discounted Cash Flow

“Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (Dcf) è basato sulla determinazione del valore attuale dei flussi di cassa attesi da una specifica attività. (...) La valutazione basata sui flussi di cassa attualizzati è funzione di tre elementi fondamentali: l’entità del flusso di cassa, la distribuzione nel tempo dei flussi e il tasso di attualizzazione.”³⁶

Il Discounted Cash Flow è probabilmente il metodo più comune di valutazione aziendale, utilizzato nella pratica anche in ambito di valutazione progetto.

Il metodo consiste nella stima del valore intrinseco aziendale (o di un singolo asset), derivandolo in base alla capacità della stessa di produrre cash. L’analisi si articola in quattro step principali:

- Calcolo del cash flow conseguito dall’azienda nell’esercizio in corso/appena passato (dati actual);
- Proiezioni e previsioni sui cash flow che saranno prodotti dalla società in futuro, anche sulla base di assunzioni che tengano conto di variazioni di strategia o di alcune condizioni (struttura dei costi, ricavi, tassazione...);
- Stima del costo del capitale, che a seconda della tipologia di flusso di cassa che si vuole attualizzare corrisponderà al costo del capitale di rischio (“Ke” – in caso di stima del valore attuale del Levered Free Cash Flow) o al costo medio del capitale (“Wacc” – In caso di stima del valore attuale dell’Unlevered Free Cash Flow);
- Assunzioni sul Terminal Value (“TV”) e, conseguentemente, su tassi di crescita di lungo periodo dell’azienda.

Al fine di una stima adatta soprattutto in termini di proiezioni dei cash flow (che solitamente vengono stimati puntualmente a 3 o 5 anni), il valutatore deve conoscere sia come funziona l’azienda che l’industria di riferimento. Banalmente non sarà possibile essere precisi nella stima dei tassi di crescita di lungo periodo, se prima non si sono

³⁶ <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/metodo-dcf-discounted-cash-flow140.htm>

effettuati studi adeguati circa il settore di riferimento. La proiezione dei flussi di cassa deve essere da un lato sufficiente a dare visione del cosiddetto “*steady state*” dell’azienda (momento in cui l’azienda si stabilizza ad una crescita costante di lungo periodo ed è finito l’effetto di sviluppo derivante dal business plan), ma d’altra parte non devono essere proiettati se non vi sono ragioni a sufficienza per credere che realmente si otterranno risultati simili alle previsioni.

Risulta chiaro come questa metodologia di stima sia sensibilmente influenzata da fattori soggettivi e assumption; elemento classificabile sia come un punto di forza che di debolezza.

Nel corso del capitolo, verrà evidenziato come ogni metodo di valutazione abbia i suoi punti positivi e negativi. Proprio per questo nella pratica aziendale vengono utilizzati congiuntamente più metodi per ottenere una stima precisa, depurata da fattori soggettivi o dall’influenza del mercato nella stima (come avviene per il metodo dei multipli).

i. Dal Conto Economico al Cash Flow Statement

Il Conto Economico dà un’indicazione della capacità dell’azienda di produrre flussi reddituali (anche chiamati economici), che si discostano sensibilmente dai flussi finanziari.

I flussi economici non comportano obbligatoriamente un esborso di cassa (come avviene nel caso dell’ammortamento, o nel caso di accantonamenti a fondi e riserve) e viceversa alcuni flussi finanziari non comportano variazioni di tipo economico (come accade nel caso della restituzione delle quote capitale di un mutuo, o nel caso di un aumento di capitale).

Vi sono principalmente due modi per calcolare il flusso finanziario di un’azienda:

- Diretto: vengono rilevate le variazioni di cassa al momento in cui avvengono, senza bisogno di aggiustamenti di alcun tipo;
- Indiretto: viene costruito a partire da Conto Economico e Stato Patrimoniale, discernendo i flussi economici da quelli di natura finanziaria.

Di seguito diamo un esempio di passaggio dall'EBIT (presente nel Conto Economico) al *Free Cash Flow From Operations* in prima battuta ed al *Free Cash Flow to Equity* infine. Mentre in questo caso utilizziamo l'EBIT come base di partenza, allo stesso modo si potrebbe optare di partire sia da dall'EBITDA che dall'Utile Netto.

EBIT
Tasse (+/-) ³⁷
NOPAT
Ammortamenti (+) Vari Fondi e riserve (+/-) Capex (-) Disinvestimenti (+) Variazioni del Capitale Circolante Netto (+/-)
FCFO
Scudo fiscale (+/-) Proventi e Oneri Finanziari (+/-) Debito ripagato (-) Nuovo Debito (+) Aucap (+) Diminuzione Capitale (-)
FCFE

Usualmente per una stima più precisa dei cash flow viene calcolato l'EBITDA adjusted (o anche l'EBIT adjusted), che elimina le componenti straordinarie verificatesi in modo tale da non influenzare la valutazione futura.

³⁷ Le tasse vengono calcolate applicando un'aliquota sull'EBIT in maniera figurativa, che esclude l'effetto fiscale dal FCFO, che viene incluso poi nel FCFE mediante lo scudo fiscale.

Una componente straordinaria (definita come un evento *una tantum* che ha effetti positivi – o negativi – sul flusso di cassa dell'anno), va a “sporcare” il cash flow e, se considerata, potrebbe alterare l'esercizio di valutazione (ad esempio un incendio in una fabbrica di proprietà della società può causare elevati costi di manutenzione ed un esborso finanziario che non si ripeterà negli anni successivi).

I costi della società oggetto di analisi vengono suddivisi in costi fissi (costi non correlati alla quantità prodotta) e costi variabili (costi che hanno una correlazione diretta con la quantità prodotta).

Al momento della proiezione dei cash flow, queste due tipologie di costo vanno trattate in maniera diversa.

- i. **Costi Fissi:** solitamente vengono proiettati in base a tassi di crescita distaccati dal livello di produzione (come l'inflazione dei salari per proiettare l'andamento dei costi per dipendenti). Bisogna comunque fare attenzione al piano industriale aziendale ed alla capacità massima di produzione dei macchinari o della forza lavoro presente in azienda. Superata una soglia di produzione potrebbe rendersi necessario un sensibile aumento dei costi fissi;
- ii. **Costi variabili:** usualmente vengono stimati in maniera proporzionale al trend di fatturato (o quantità prodotte) dell'azienda e proiettati.

ii. Dal Cash Flow Statement al valore aziendale

Dopo aver determinato i cash flow per un arco di tempo reputato adatto (variabile in base ad elementi distintivi dell'azienda come settore di riferimento, maturità, influenza del piano industriale, periodo di vita...) il valutatore dovrà procedere alla stima del valore dell'azienda in quattro step:

- Stima del costo del capitale: si veda il prossimo sotto paragrafo per approfondimenti;
- Stima del tasso di crescita di lungo periodo;
- Stima del Termina Value;

- Attualizzazione dei flussi di cassa e del terminal value alla data della stima.

Riassumendo in formula:

$$\text{Valore Attuale dei flussi stimati} = CF_0 + \sum_{n=1}^t \left(\frac{CF_n}{(1+i)^n} \right) + \frac{TV_t}{(1+i)^t}$$

Come accennato in precedenza, vanno distinte due tipologie di cash flow prodotte dalla società oggetto di valutazione:

- **Free Cash Flow From Operations (FCFO):** capacità della società di produrre flussi per tutti i propri finanziatori in termini di cash (includendo quindi oltre agli azionisti anche le banche ed i terzi che hanno prestato risorse finanziarie ad esempio tramite bond).

L'attualizzazione di questo flusso mediante il WACC darà come risultato l'*enterprise value* della società, dato dalla somma di *equity value*, PFN e non *controlling interests*³⁸.

- **Free Cash Flow to Equity (FCFE):** capacità della società di produrre flussi per i propri azionisti³⁹.

L'attualizzazione di questo flusso mediante il K_e darà come risultato l'*equity value*, in altre parole il prezzo di mercato per l'acquisto del capitale della società.

In questo caso, all'inverso del precedente, sommando PFN e *non controlling interest* e sottraendo le *minorities* si arriva all'*enterprise value*.

³⁸ I *non controlling interest* si prendono in considerazione quando la società analizzata consolida integralmente nel bilancio le controllate oltre al 50%. In questo caso ne deriva che all'interno del conto economico consolidato sarà raffigurata una parte di costi e ricavi non di competenza dell'azienda analizzata, che concorreranno a dare un valore diverso alla valutazione. Per queste ragioni l'output della valutazione va depurato dalla parte di società consolidata non di proprietà della società oggetto di analisi.

³⁹ "This is the cash flow available to be paid out as dividends or stock buybacks." Investment Valuation, Aswath Damodaran, John Wiley & Sons, 1995

http://easyonlinebooks.weebly.com/uploads/1/1/0/7/11075707/investment_valuation-damodaran.pdf

La posizione finanziaria netta (PFN) è data dalla somma di debiti finanziari, passività finanziarie e fair value di eventuali derivati (se negativo), al netto di disponibilità liquide, crediti finanziari (a breve e medio-lungo termine), fair value di eventuali derivati (se positivo) e altre attività correnti finanziarie⁴⁰.

I *minority interest* si prendono in considerazione quando la società analizzata consolida integralmente nel bilancio le controllate oltre al 50%. In questo caso ne deriva che all'interno del conto economico consolidato sarà raffigurata una parte di costi e ricavi non di competenza dell'azienda analizzata, che concorreranno a dare un valore diverso alla valutazione. Per queste ragioni l'output della valutazione va depurato dalla parte di società consolidata non di proprietà della società oggetto di analisi. Ciò crea una sopravvalutazione dell'*enterprise value* (o sottovalutazione se la controllata assorbe liquidità), al quale andrà sottratta la parte di patrimonio netto della controllata spettante ai proprietari di minoranza.⁴¹

Se tutte le assunzioni relative al calcolo di tasso di sconto, PFN, *minorities* e *cash flow statement* sono eseguite correttamente, i due metodi di calcolo tramite FCFE e FCFO dovrebbero portare a risultati che non si discostano sensibilmente.

iii. Stima del costo del capitale

Il costo del capitale può essere definito in generale come la remunerazione che un finanziatore può richiedere in cambio della fornitura di una somma di denaro. In altre parole quanto deve essere remunerato il finanziatore per privarsi di una disponibilità finanziaria ad oggi e riaverla ad una certa data futura.

Il costo del finanziamento è variabile in base a tre fattori principali:

⁴⁰ Materiali didattici Prof. Gubitosi, corso di Finanza Aziendale Avanzato, Luiss Guido Carli. Analisi di bilancio, sl. 17

⁴¹ <https://www.wallstreetoasis.com/forums/enterprise-value-and-minority-interest>

“Minority interest is an accounting concept that refers to a situation when a parent company owns over 50% of another firm. Due to the fact that the parent company has majority ownership of the subsidiary, it includes the assets, income, liabilities etc of the subsidiary in its balance sheet. However, if it does not own 100% of the subsidiary then it does not actually have claim to 100% of the financial performance, and whatever percentage it does not own must be subtracted as a liability.”

- Il profilo di rischio del soggetto debitore (che potrà essere un soggetto più o meno stabile finanziariamente, più o meno capitalizzato, potrà mettere o meno a disposizione delle garanzie...);
- La durata del finanziamento (più questo sarà lungo e più risulterà rischioso per chi presta, in quanto nel lungo periodo possono cambiare molte cose);
- La natura del finanziamento (un finanziamento in forma di equity è più rischioso rispetto ad un credito finanziario).

Il costo del capitale non viene fornito dal mercato in maniera oggettiva e la sua stima è un processo difficile ma fondamentale per la corretta valutazione di un'azienda. I metodi che si fondano sull'attualizzazione di *cash flow* stimati si poggiano anche sul costo del capitale. Una corretta valutazione di tutti gli elementi (flusso di cassa, tassi di crescita del mercato, andamento futuro dell'azienda) sbagliando solamente il costo del capitale può portare comunque ad errori molto significativi di valutazione.

Nelle valutazioni basate sui flussi la scelta del tasso di attualizzazione di fonda su⁴²:

- Principio della sostituibilità dell'investimento: "il tasso deve essere allineato al rendimento ottenibile da investimenti della medesima classe di rischio"³⁹
- Principio della coerenza con i flussi di risultato attesi: "il tasso deve essere coerente con i flussi di risultato prospettici normalizzati mediante l'analisi fondamentale"

Costo del capitale di rischio (ke)

Il capitale di rischio viene fornito dai proprietari dell'azienda al fine di avviare le attività. "È rappresentativo della partecipazione al progetto imprenditoriale ed è pienamente soggetto al rischio d'impresa"⁴³ e non comporta una remunerazione minima, che dipenderà invece dai risultati dell'azienda e dalla capacità della stessa di soddisfare in primis tutti gli altri *stakeholder* (creditori, Stato, fornitori...) e l'attività di investimento e solo a valle gli azionisti. Anche in caso di procedure concorsuali, gli azionisti saranno gli

⁴² Materiali didattici Prof. Tiscini, Corso di Valutazione d'Azienda, Luiss Guido Carli. Lezione 5, sl. 4

⁴³<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Capitale%20di%20Rischio>

ultimi soggetti a cui verrà corrisposto un rimborso del capitale. Si dice infatti che chi fornisce il capitale di rischio abbia “diritto residuale”.

Nella pratica aziendale, il capitale di rischio viene calcolato tramite il Capital Asset Pricing Model (CAPM), nel quale viene applicato un premio di mercato (ERP) ad un rendimento considerato *risk free* (rf) associabile al rendimento medio dei titoli di Stato in cui l'azienda opera:

$$k_e = r_f + \beta \times ERP$$

Nella formula il Beta corrisponde, secondo la definizione di Borsa Italiana, al “Coefficiente che definisce la misura del rischio sistematico di un'attività finanziaria, ovvero la tendenza del rendimento di un'attività a variare in conseguenza di variazioni di mercato.”⁴⁴ In altre parole può essere definito come la correlazione tra l'andamento del mercato e quello dell'azienda oggetto di valutazione. Un Beta superiore a 0 sta ad indicare la correlazione positiva tra andamento del mercato e delle performance aziendali (misurate tramite l'andamento del titolo solitamente) ed un Beta superiore ad 1 indica che il titolo in questione è ancor più volatile del mercato.

La stima dello stesso tasso *risk free* deve essere eseguita in maniera oculata. Un asset per essere definito come tale deve avere due requisiti principali⁴⁵:

- Valore atteso del ritorno sempre uguale al ritorno effettivo (cosa che sottintende una probabilità pari al 100% di ritorno uguale a quando previsto). Il titolo non deve quindi avere un rischio di default associato;

⁴⁴ <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Beta>

⁴⁵ Aswath Damodaran, Investment Valuation, John Wiley & Sons, 1995: “(...) there are two basic conditions that have to be met. The first is that there can be no default risk. Essentially, this rules out any security issued by a private firm, since even the largest and safest firms have some measure of default risk. The only securities that have a chance of being risk free are government securities, not because governments are better run than corporations, but because they control the printing of currency. At least in nominal terms, they should be able to fulfill their promises. (...) There is a second condition that riskless securities need to fulfill that is often forgotten. For an investment to have an actual return equal to its expected return, there can be no reinvestment risk.”

- Non deve esserci il rischio di reinvestimento (quindi investendo in tempistiche diverse nello stesso titolo, si dovrebbe ottenere un rendimento in proporzione uguale).

I titoli associabili al risk free sono quelli governativi, sia per la stabilità di uno Stato, che per forza di cose è maggiore alla maggior parte delle aziende anche multinazionali, sia per la possibilità del governo di stampare moneta, che permetterebbe comunque di ottenere, almeno in termini nominali, il rendimento richiesto dall'investitore.

Il tasso *risk free* utilizzato solitamente è quindi quello associabile ai titoli governativi, allineato in base alla scadenza per cui ci si aspetta di detenere il suddetto titolo. Nel caso di acquisto di capitale di rischio di un'azienda che ha come mercato principale quello italiano ad esempio viene utilizzato solitamente il BTP a 10 anni, a cui viene poi aggiunto, come da formula il premio per il rischio in base al coefficiente Beta.

Sul risk premium la maggior parte dei valutatori fa riferimento alle nozioni di Damodaran, che sul suo sito aggiorna costantemente, in base a calcoli statistici, i premi per il rischio associati al portafoglio di mercato di ogni paese, anche in base alla grandezza dell'azienda oggetto di analisi, al settore ed altre variabili (come il numero di dati storici dell'azienda di cui si è in possesso).

Costo del capitale di debito (kd)

“Tasso medio che una società pagherebbe nelle condizioni di mercato attuali per ottenere nuovi finanziamenti, secondo un opportuno mix di forme tecniche”.⁴⁶

Il fornitore di capitale di debito, a differenza del capitale di rischio, ha diritto ad essere rimborsato di quanto prestato secondo le tempistiche e modalità imposte dal contratto tra le due parti in causa.

I finanziamenti bancari, i titoli obbligazionari e le dilazioni di pagamento costituiscono alcuni esempi di forme contrattuali di debito.

Alcune classi di debito (*junior*, obbligazioni subordinate) ha diritto residuale di rimborso rispetto ad altre (*senior*), ma sono vengono comunque soddisfatte prima del capitale di

⁴⁶ Materiali didattici Prof. Tiscini, Corso di Valutazione d'Azienda, Luiss Guido Carli. Lezione 5, sl. 8

rischio. La remunerazione spettante alle classi soddisfatte per prime sarà ovviamente inferiore alle altre, seguendo una logica di rischio-rendimento.⁴⁷

Anche per la stima del costo del debito può essere utilizzato il CAPM qualora non vi siano a disposizione dati storici ancora utilizzabili.

$$k_e = r_f + \beta \times ERP$$

Non è invece necessario procedere con la stima del costo, in quanto già disponibile, se l'azienda:

- Dispone di un rating valutato da una società di apposita (soprattutto nel caso di aziende di grandi dimensioni), che fornisce quindi il premio per il rischio associabile ad essa;
- Ha recentemente ottenuto un finanziamento senza che siano mutate successivamente le condizioni di stabilità finanziaria e patrimoniale;
- Emette strumenti quotati di debito che di conseguenza avranno valori sempre aggiornati sull'interesse richiesto dal mercato.

Costo medio ponderato del capitale (WACC)

Il WACC è una media del costo sostenuto dall'impresa per finanziare la propria attività, ponderato in base alla parte di equity (E) e debito (D) utilizzata dall'azienda, tenendo conto del risparmio fiscale (1-t) come segue:

$$WACC = k_e \times \frac{E}{E + D} + k_d \times \frac{D}{E + D} \times (1 - t)$$

⁴⁷ <http://www.consob.it/web/investor-education/obbligazioni-subordinate>

“Le obbligazioni subordinate sono titoli in cui il pagamento delle cedole ed il rimborso del capitale, in caso di particolari difficoltà finanziarie dell'emittente, dipendono dalla soddisfazione degli altri creditori non subordinati (o subordinati di livello inferiore). Proprio per questo motivo i titoli subordinati dovrebbero rendere più di un'obbligazione non subordinata dello stesso emittente con simili caratteristiche.”

Il tasso in questione viene utilizzato nella prospettiva *asset side* per attualizzare i flussi attesi dell'azienda (FCFO), al fine di derivarne l'*enterprise value*.

Può essere interpretato come il rendimento minimo che l'azienda deve riuscire a raggiungere per ripagare i propri finanziatori⁴⁸.

iv. Vantaggi e svantaggi del DCF

Vantaggi:

- Si tratta in linea teorica del metodo più solido e preciso di valutazione
- Possibilità di valutare un'azienda senza che la stima sia influenzata dall'andamento del mercato;
- Si tratta di un metodo valutativo dinamico, che riesce a tener conto di periodi di transizione dell'azienda, che possono influenzarne l'attività in maniera più o meno positiva. Permette ad esempio di stimare l'impatto di nuove strategie aziendali, proiettando in maniera puntuale le variazioni in termini di struttura di costo o ricavi;
- Permette la valutazione delle varie componenti aziendali in maniera divisa includendo nell'analisi sia le sinergie, che la partecipazione di ogni fattore alla produzione di cash per gli stakeholder dell'azienda;
- Quando l'azienda deve decidere quale strategia intraprendere, questo metodo permette la valutazione dell'impatto di ogni singola strada percorribile.

Svantaggi:

- Proprio il punto forte del metodo può trasformarsi nella sua debolezza, qualora le *assumption* alla base del modello finanziario non girino in modo adeguato. La *conditio sine qua non* della precisione della stima è proprio l'attendibilità del business plan;

⁴⁸ Materiali didattici Prof. Tiscini, Corso di Valutazione d'Azienda, Luiss Guido Carli. Lezione 5, sl. 6

- Serve la proiezione dei cash flow fino a quando questi non siano normalizzati. In alternativa andrebbero aggiustati prima di effettuare il calcolo eliminando le componenti straordinarie;
- La corretta scelta delle variabili di base è fondamentale sia per la stima puntuale dei flussi, che per la valutazione del Terminal Value (che solitamente concorre ad oltre 50% del valore stimato in un DCF);
- Oltre alla stima puntuale dei flussi di cassa prodotti, la decisione su tassi di sconto e crescita può cambiare radicalmente il risultato delle analisi.

b) Il Dividend Discount Model (“DDM”)

“Metodo per la stima del valore intrinseco di un'azione sulla base dell'attualizzazione dei dividendi. Secondo tale modello, il valore di un'azione è dato dal valore attuale dei dividendi che da essa ci si attende. In un orizzonte di valutazione infinito, il valore del titolo è una rendita perpetua dei dividendi stessi, ove il tasso di attualizzazione è il costo del capitale proprio (determinato utilizzando per esempio il CAPM).”⁴⁹

Il DDM stima il valore di un'azione a partire dall'attualizzazione dei flussi di cassa a cui avranno accesso gli azionisti (dividendi) una volta venuti in possesso della proprietà del titolo.

Il prezzo di un'azione al tempo 0 (P_0) si stima a partire dal valore attuale del prezzo a termine di un'azione al tempo 1 (P_1) e dal valore attuale dei dividendi a cui il detentore avrà accesso fino al tempo 1 (DIV_1). Il tasso di attualizzazione (ke) consiste nel costo del capitale di rischio, solitamente stimato tramite il CAPM (trattato nel par. a):

$$P_0 = \frac{P_1 + DIV_1}{1 + ke}$$

Questa relazione è proiettabile anche sul tempo 1 rispetto al tempo 2:

$$P_1 = \frac{P_2 + DIV_2}{1 + ke}$$

Di conseguenza a partire dalle due equazioni precedenti possiamo anche esprimere il prezzo al tempo 0 in funzione dei flussi attesi nei due istanti successivi:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{1 + ke} + \frac{P_2 + DIV_2}{(1 + ke)^2}$$

Sulla base di quanto detto, il prezzo di un'azione al tempo zero può essere, secondo il modello di Gordon, dato dall'attualizzazione dei dividendi sotto forma di rendita

⁴⁹<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Dividend%20Discount%20Model>

perpetua. Ai dividendi viene associato un tasso di crescita (g), stimato per la valutazione del prezzo.

$$P_0 = \frac{DIV_1}{k_e - g}$$

In questa equazione è possibile vedere le componenti che incidono sul prezzo di un titolo:

- **I flussi che l'azienda prevede di distribuire agli azionisti (Dividendi)**, come già accennato dettati dal futuro andamento previsto dell'azienda nel breve e dalla politica di dividendi che il management intende attuare;
- **Il tasso di crescita che il mercato associa ai flussi prodotti dall'azienda (g)**, scelto in parte sulla base dell'andamento previsto dal business plan dell'azienda, ma anche (e forse soprattutto) dalle previsioni di crescita di lungo periodo del settore di appartenenza della società;
- **Il costo del capitale**, accumulabile al livello di rischio che il mercato percepisce relativamente all'azienda.

Spesso un'azienda che ha tassi di crescita attesi dei dividendi (g) elevati, potrebbe parallelamente presentare un costo del capitale superiore. Questo perché solitamente le aziende più giovani (e quindi più rischiose) presentano tassi di crescita elevati nelle previsioni.

Si dimostra comunque parecchio ardua la stima corretta del flusso di dividendi su un orizzonte indefinito, come accade nel modello di Gordon. In alcuni casi viene infatti ipotizzata una crescita nulla alla fine del periodo di stima analitica, per evitare di sopravvalutare le azioni.

Nel par. a) di questo capitolo abbiamo trattato il DCF, che per struttura può sembrare una metodologia di valutazione simile al DDM, se non fosse che le aziende non versano ai propri azionisti la totalità del FCFE che riescono a generare. Damodaran accomuna i due metodi e li differenzia nella seguente definizione:

“The free cash flow to equity model does not represent a radical departure from the traditional dividend discount model. In fact, one way to describe a free cash flow to equity model is that it represents a model where we discount potential dividends rather than

actual dividends. Consequently, the three versions of the FCFE valuation model presented in this section are simple variants on the dividend discount model, with one significant change - free cashflows to equity replace dividends in the models.”⁵⁰

Viene definito il *dividend payout ratio* il rapporto tra dividendi versati agli azionisti e utile ad un dato periodo t⁵¹:

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividendi } t}{\text{Utile } t}$$

Solitamente non tutto l’utile viene destinato alla distribuzione, sia per questioni strategiche, che per vincoli dettati dal cash a disposizione al momento. Viceversa, nemmeno tutto il cash a disposizione viene distribuito dall’azienda, sia per vincoli dettati dall’utile d’esercizio.

Nel rapporto tra dividendi e cash flow dell’azienda si può studiare come nel corso della vita di quest’ultima cambi la destinazione dei cash flow agli azionisti. Nella fase di starting e sviluppo infatti il ratio risulterà molto basso, se non uguale a zero. Infatti, in queste fasi l’azienda brucia ingenti somme di denaro per gli investimenti e per raggiungere una cd. massa critica con l’obiettivo di diventare in un secondo momento una *cash cow*. In fase di maturità il dividend payout ratio avrà un aumento graduale, con una contestuale diminuzione dei tassi di crescita aziendali.

Quando il payout è elevato si dice che il management sta effettuando “una politica di sostegno dei dividendi”, mentre se quando è basso l’azienda intraprende una “politica di autofinanziamento”.⁵²

Perché le aziende in generale non distribuiscono tutto ciò che possono?

⁵⁰ Aswath Damodaran, Investment Valuation, John Wiley & Sons, 1995

⁵¹<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Dividend%20Pay%20Out%20Ratio>

⁵²<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Dividend%20Pay%20Out%20Ratio>

Nella realtà aziendale abbiamo assistito in passato ad aziende che nella maggior parte dei casi tendono a non distribuire tutto quello che potrebbero agli azionisti. Damodaran individua cinque elementi principali alla base di questo fenomeno:⁵³

- **Desiderio di stabilità:** i manager di un'azienda sono poco inclini ad aumentare o diminuire i versamenti in termini di dividendi in quanto per non dare un'idea di volatilità nella distribuzione di cash. Analisi empiriche notano infatti una volatilità molto inferiore dei dividendi distribuiti rispetto agli utili generati dalle aziende.
- **Futuro bisogno di risorse per investire:** solitamente un basso rapporto dividendi – cash flow è un segnale che anticipa strategie di investimento. Proprio per questa ragione, come abbiamo accennato in precedenza, le aziende in crescita o in fase di starting presentano minime distribuzioni di dividendi ai propri azionisti. Il finanziamento tramite l'emissione di strumenti finanziari (che siano di debito o *equity*) comporta inoltre un significativo aumento di costi e/o stress finanziario, evitabili semplicemente con la non distribuzione delle riserve di cash tramite dividendi.
- **Efficienza fiscale:** La distribuzione di dividendi impone una doppia tassazione per chi la riceve. Soprattutto nelle aziende controllate da famiglie che ne hanno una partecipazione di maggioranza, spesso viene evitata la distribuzione di dividendi e effettuata una politica di bilancio volta all'efficienza fiscale.

⁵³ Aswath Damodaran, Investment Valuation, John Wiley & Sons, 1995:

- **“Desire for Stability:** *firms will often refuse to increase dividends even when earnings and FCFE go up, because they are uncertain about their capacity to maintain these higher dividends. This leads to a lag between earnings increases and dividend increases.*”
- **“Future Investment Needs:** *A firm might hold back on paying its entire FCFE as dividends, if it expects substantial increases in capital expenditure needs in the future.*”
- **“Tax Factors:** *If dividends are taxed at a higher tax rate than capital gains, a firm may choose to retain the excess cash and pay out much less in dividends than it has available. This is likely to be accentuated if the stockholders in the firm are in high tax brackets, as is the case with many family-controlled firms.*”
- **Managerial Self-interest:** *The managers of a firm may gain by retaining cash rather than paying it out as a dividend. The desire for empire building may make increasing the size of the firm an objective on its own.*
- **Signaling Prerogatives:** *Firms often use dividends as signals of future prospects, with increases in dividends being viewed as positive signals and decreases as negative signals.*

- **Interessi del Management:** questa motivazione, già citata nel primo capitolo tra i fattori che possono condurre i manager a quotare un'azienda in borsa, può anche portarli a decidere di non distribuire utili al fine di investire e ampliare l'azienda con l'obiettivo di acquisire prestigio e popolarità. Qualora l'azienda con l'investimento non vada in contro a rendimenti elevati, ciò potrebbe tramutarsi in un disallineamento tra interesse dell'azionista ed interesse del manager.
- **Segnalazione di andamento futuro:** i dividendi possono essere utilizzati per dare al mercato un segnale positivo sul futuro andamento dell'azienda.

Oltre a quanto già accennato, il DDM differisce dal DCF perché assume che gli utili siano divisi in dividendi e investimento nell'azienda, mentre nel DCF il flusso di cassa che si ottiene viene pagato agli azionisti (a meno che non si ipotizzi un tasso di reinvestimento del cash).

i. Vantaggi e svantaggi del DDM

Vantaggi:

Associa il prezzo delle azioni alla rendita reale che avranno gli azionisti a seguito del loro acquisto. Ciò può risultare sia come un elemento di precisione (perché effettivamente sono i dividendi i flussi che entreranno nelle tasche degli azionisti), ma d'altra parte potrebbe sottostimare le reali potenzialità delle azioni in mano ai proprietari, che con il cambio di management potrebbero ad esempio imporre una politica dei dividendi più orientata alla distribuzione che all'investimento;

Svantaggi:

DDM è considerato un modello di valutazione poco affidabile. Ciò è dovuto al fatto che i dividendi stimati puntualmente in base ai piani del management, nella maggior parte dei casi non si trattano di uno specchio

di ciò che accadrà in futuro. Perciò, risulta difficile applicare tassi di crescita di lungo periodo con precisione;⁵⁴

Difficilmente è applicabile ad aziende non quotate, in quanto è fondamentale disporre di indicazioni puntuali sulla politica dei dividendi prevista;

Non misura la reale capacità di un'azienda di creare valore, in quanto società che generano grandi flussi reddituali potrebbero decidere di non distribuire dividendi, risultando aziende che non valgono nulla. Ciò sembra essere il principale elemento in più incluso nel DCF che il DDM non tiene in considerazione.⁵⁵

⁵⁴ Materiali didattici Prof. Tiscini, Corso di Valutazione d'Azienda, Luiss Guido Carli. Lezione 5, sl. 6

⁵⁵<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Dividend%20Discount%20Model>

c) **Analisi dei comparable**

“The price of a stock is a function both of the value of the equity in a company and the number of shares outstanding in the firm. Thus, a stock split that doubles the number of units will approximately halve the stock price. Since stock prices are determined by the number of units of equity in a firm, stock prices cannot be compared across different firms.

To compare the values of “similar” firms in the market, you need to standardize the values in some way. Values can be standardized relative to the earnings firms generate, to the book value or replacement value of the firms themselves, to the revenues that firms generate or to measures that are specific to firms in a sector.”⁵⁶

Damodaran definisce i multipli come un metodo di standardizzazione del prezzo delle azioni delle aziende, senza il quale non sarebbe possibile eseguire un confronto dei prezzi. L'analisi dei comparable permette di stimare il valore di un'azienda tramite lo studio di indicatori chiave (c.d. “multipli”) di società simili in termini di settore, struttura di costo ed organizzativa (c.d. “comparable”).

I multipli sono utilizzabili per la valutazione di un'azienda sia quotata che non quotata quando per essa non esistono prezzi “fatti” sul mercato⁵⁷ a patto che sia presente un elemento chiave⁵⁸: devono esistere società comparabili a quella oggetto di analisi (e devono esserne disponibili i dati). In questo caso si possono utilizzare sia multipli delle società comparabili che multipli di transazioni di società comparabili.

Il metodo dei multipli risulta da un lato come il più veloce e facile da utilizzare e, da un altro lato, il meno soggetto ad assumption soggettive che possano comportare un sensibile

⁵⁶ http://easyonlinebooks.weebly.com/uploads/1/1/0/7/11075707/investment_valuation-damodaran.pdf

Aswath Damodaran, Investment Valuation, John Wiley & Sons, 1995

⁵⁷Materiali didattici professor Tiscini, corso di Valutazione d'Azienda

⁵⁸ http://easyonlinebooks.weebly.com/uploads/1/1/0/7/11075707/investment_valuation-damodaran.pdf
Investment valuation: Second edition (PDF) “There are two components to relative valuation. The first is that to value assets on a relative basis, prices have to be standardized, usually by converting prices into multiples of earnings, book values or sales. The second is to find similar firms, which is difficult to do since no two firms are identical and firms in the same business can still differ on risk, growth potential and cash flows. The question of how to control for these differences, when comparing a multiple across several firms, becomes a key one.”

scostamento del risultato ottenuto rispetto al reale valore dell'azienda (soggettività che abbiamo visto essere il limite principale del DCF). D'altra parte questo punto di forza non permette di andare a manovrare più di tanto il risultato ottenuto in base a business plan o sbocchi futuri per l'azienda oggetto di analisi. Non bisogna infatti distaccarsi dal fatto che il valore della società si fonda su prezzi di comparabili sul mercato borsistico.

Un multiplo basso di un'azienda rispetto alla media di settore, ponendo che sia stato scelto il giusto multiplo per la valutazione, potrebbe denotare come la stessa sia sottovalutata e quindi preda di possibili speculazioni da parte di investitori che ne vogliono cogliere il potenziale (sperando che arrivino a crescere). Un multiplo troppo alto potrebbe invece indicare al contrario una sopravvalutazione dell'azienda.

i. Processo di calcolo

Il processo di calcolo dei multipli si articola in quattro fasi⁵⁹:

- Fase 1: **selezione dei comparabile**. *“Necessità di selezionare aziende con buon livello di omogeneità con la società oggetto di valutazione, per business, dimensione e altre grandezze non riflesse in quella del multiplo”*.

La correttezza della stima effettuata dipende inevitabilmente dalle società prese come campione. Le società non devono unicamente appartenere allo stesso settore, ma devono risultare simili anche in termini di tassi di crescita, margini operativi, posizione competitiva nel mercato e grado di leva ed indebitamento. Un'azienda del settore dell'online social network oggi, come vedremo nel terzo capitolo, gira con multipli che arrivano anche tre cifre. Chi desidera quotarsi in borsa nel settore automobilistico classico (considerato come maturo dagli investitori), non potrà sperare di essere valutato con gli stessi multipli di un'azienda dell'online social network. Allo stesso modo, due società, pur nello stesso settore, che però presentano tassi di crescita e livello di indebitamento

⁵⁹ Materiali didattici professor Tiscini, corso di Valutazione d'Azienda “Metodi-di-valutazione diretti), p12

totalmente diversi, saranno difficilmente comparabile tra loro (se non con aggiunstamenti ad hoc, che però fanno riemergere il problema della soggettività del criterio di stima).

- Fase 2: **selezione dei multipli**. “Scelta dei multipli sulla base delle caratteristiche della società oggetto di valutazione (multiplo che esprima i value-driver aziendali)”. I multipli scelti possono essere *asset side*, che all’applicazione danno come risultato l’*enterprise value*, o *equity side*, dai quali viene estratto l’*equity value*.

La selezione dei multipli è un tema sensibile negli ultimi 30 anni. Le *net.companny* e *high tech companny* hanno inoltre fatto emergere limiti nell’utilizzo dei multipli classici di valutazione, tanto che oggi ne esistono di particolarmente elaborati.

- Fase 3: **Calcolo del multiplo medio del campione**. A seguito della selezione vengono calcolati i multipli e desunto da essi il multiplo medio di settore che sarà applicato ai valori di bilancio selezionati dell’azienda oggetto di analisi per calcolarne il valore. L’utilizzo della media dei multipli di settori (semplice o ponderata) o in alternativa la mediana dipende dalla distribuzione dei multipli. Ad esempio se nel campione selezionati i multipli sono molto volatili, per evitare di far influenzare la media dai valori estremi può essere consigliabile utilizzare la mediana.
- Fase 4: **Applicazione dei multipli alla società oggetto di valutazione**

Il risultato derivante da questo metodo valutativo può essere aggiustato in base ad accorgimenti su variabili come il costo del premio di controllo.

Di seguito, una tabella che indica i principali multipli utilizzati nella pratica aziendale divisi in asset side e equity side, mettendone in evidenza pro e contro:

Multiplo		
EV/Revenue	1) Informazioni facilmente desumibili; 2) Dati non influenzabili da politiche di bilancio.	1) Non tiene conto della struttura di costo e di conseguenza nemmeno di eventuali inefficienze o incapacità dell'azienda di produrre cash/reddito.
EV/EBITDA	1) Informazioni facilmente desumibili; 2) Dati non influenzabili da politiche di bilancio, anche a causa di specifiche regole di contabilizzazione dei costi; 3) Crea una valutazione legata sensibilmente ai flussi reddituali e si avvicina al cash flow.	1) Non da una stima attendibile del cash flow (soprattutto per aziende che presentano strutture di debito pesanti o capex elevati); 2) Non arriva esattamente alla stima del reddito.
EV/(EBITDA - capex)	1) Non è influenzato dalla struttura del capitale; 2) Più vicino alla stima della liquidità generata dall'azienda.	1) Non utilizzabile in aziende con capex molto volatili.
P/BV	1) Buona misura della fiducia del mercato rispetto al titolo; 2) Aziende simili in termini patrimoniali possono essere ben paragonate.	1) Sfasamento tra prezzo e BV in termini temporali; 2) Possibili politiche di bilancio su denominatore; 3) BV non significativo in aziende che offrono servizi.
P/E	1) Gli utili buona misura di ciò che è generato per gli azionisti; 2) Prende in considerazione le previsioni; 3) Utilizzato dalla maggioranza degli operatori.	1) Gli utili non sono sempre allineati alla capacità dell'azienda di generare un cash per remunerare gli azionisti; 2) Utili soggetti a politiche di bilancio; 3) In periodi di perdite inutilizzabili.
P/FCF	1) FCF sono una misura migliore degli utili di ciò che è generato per gli azionisti.	1) Le politiche di dividendi del management possono distorcere l'indicatore.

ii. Vantaggi e svantaggi del metodo dei *comparable*

Vantaggi:

- Semplicità di applicazione;
- Velocità e praticità (anche nella valutazione di minorities nei processi di IPO o M&A);
- Comunemente utilizzata e facilmente comprensibile dai potenziali investitori;
- Tiene conto di logiche di mercato e della condizione generale che sta influenzando l'andamento delle altre aziende nello stabilire il valore della società oggetto di analisi;
- La soggettività è limitata, evitando errori di stima figli di *assumption* sbagliate;
- Può essere considerata come il completamento al DCF, al fine di rilevare eventuali errori in caso di eccessivo bias tra risultati ottenuti con i due metodi.

Svantaggi:

- Valutazione soggetta alla scelta delle aziende realmente comparabili, spesso difficili da trovare, soprattutto per modelli di business innovativi che non hanno uno storico di settore;
- Il metodo assume l'efficienza del mercato, che implica il fatto che la condizione delle aziende debba essere riflessa nel prezzo. Nei casi in cui il mercato non si dimostri trasparente e quindi non fattorizzi sul prezzo alcuni accadimenti che hanno conseguenze nel valore dell'azienda, viene meno l'efficacia del metodo;
- Non sempre risulta a disposizione una quantità di dati sufficienti per verificare la qualità delle informazioni fornite dalle aziende;
- Alcuni multipli sono soggetti alle politiche di bilancio delle comparabile;
- La valutazione è impattata dallo stato di salute ed entusiasmo del mercato (come avviene nei periodi di *hot issues*).

d) Metodi di valutazione per aziende del settore social network e hig tech

Il settore oggetto di focus in questa tesi è caratterizzato dalla dinamicità e turbolenza del mercato, che ne rendono difficile una previsione riguardo ad andamento futuro o dinamiche competitive. Basti pensare a come fino a 10 anni fa, non esistevano aziende come SnapChat, Facebook, Twitter e Instagram (oramai comprata da Facebook per circa un 1 \$/mld), che oggi valgono decine (o centinaia) di miliardi.

Il principale problema nel valutare una startup sta proprio nel fatto che questa sia di recente costituzione. I dati storici, benché non siano sempre una corretta indicazione del futuro, concorrono a determinare il livello di rischio corrispondente ad un'azienda e possono comunque essere indicativi di solidità e redditività futura. Lo stesso fatto che un gran numero di aziende giovane finisce per fallire va fattorizzato nella stima del valore di un'azienda di questo tipo.

Damodaran individua 6 caratteristiche principali di aziende giovani⁶⁰:

- Nessuna storia: molte aziende giovani hanno una storia passata di soli due o tre anni, che non risulta sufficiente a capire come queste nel futuro potranno reagire a pressioni esterne ed interne alle quali, volenti o nolenti, saranno esposte;
- Pochi ricavi o ricavi nulli/ perdite operative: come già accennato, questo elemento aumenta i fattori di rischio della valutazione, che sarà fondata su un gran numero di previsioni;
- Forte dipendenza da investimenti equity (prevalentemente private): diventa fondamentale per i fondatori delle startup reperire nuovi capitali da venture capital o private equity, senza i quali non avrebbero possibilità di sopravvivenza;
- Molte aziende non sopravvivono: aumento del fattore di rischio per gli investitori (64% delle aziende fallisce nei 10 anni successivi allo starting)⁶¹

⁶⁰ Aswath Damodaran, Stern School of Business, New York University, Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges.

<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/younggrowth.pdf>

⁶¹ John Watson and Jim Everett, 1996, "Do Small Businesses Have High Failure Rates?" Journal of Small Business Management, v34, pg 45-63.

- Clausole imposte dagli investitori equity: possono vincolare l'azienda a determinati comportamenti in sede di vendita a nuovi investitori (anche imponendo determinati prezzi o limitando la circolazione di azioni)
- Investimenti illiquidi: uno dei punti principali per chi investe in una startup è la way out, non sempre facile da compiere per il carattere illiquido della partecipazione nell'azienda, ancora non presente in mercati regolamentati.

I fattori fonti di incertezza collegabili ad una startup sono sicuramente molti di più rispetto ad aziende strutturate, esistenti da molto tempo. Ciò ha come impatto che la valutazione si basi molto più su previsioni, aumentandone di conseguenza il rischio di errori dovuti alle assumption.

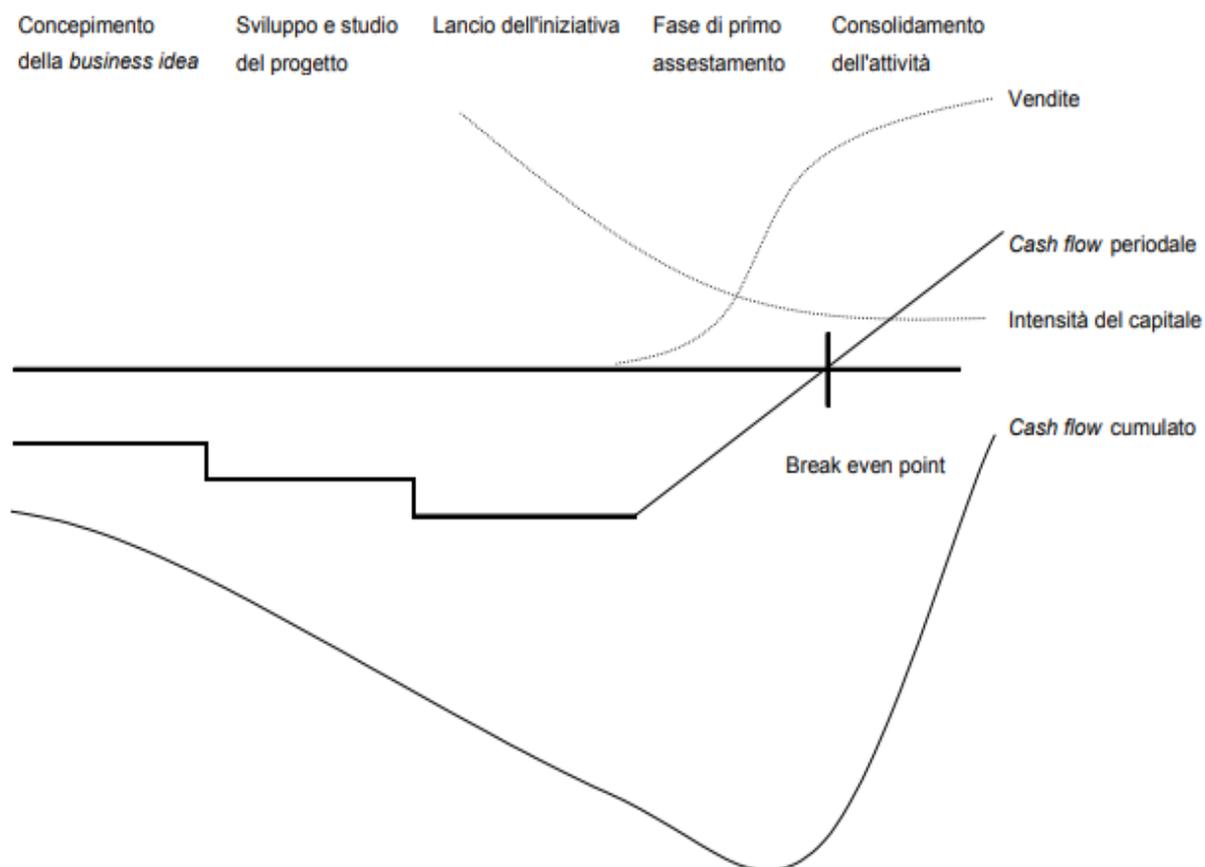
Oltre a quanto menzionato, anche il ciclo di vita di un'azienda high tech risulta molto più rapido rispetto ad un'azienda tradizionale. Nel valutare un'azienda di questo tipo, non bisogna quindi sottovalutare la fase del ciclo di vita in cui si trova. Nel report chiamato "la nascita dell'impresa" di PWC, che tratta proprio il ciclo di vita delle startup, questo viene diviso in 5 fasi, ognuna caratterizzata da determinate performance aziendali⁶²:

- Concepimento della Business Idea (primi investimenti; burn rate moderato);
- Sviluppo e studio del progetto (investimenti più corposi, vendite ancora nulle, alta intensità del capitale);
- Lancio dell'iniziativa (inizio delle vendite);
- Fase di primo assestamento (Aumento sensibile delle vendite e riduzione degli investimenti; l'azienda comincia ad avvicinarsi al breakeven point ed a diminuire l'intensità del capitale con l'aumento della leva finanziaria);
- Consolidamento dell'attività (il cash flow cumulato generato dall'azienda supera le risorse finanziarie spese; le vendite si stabilizzano a meno che non vi siano nuovi investimenti per aggredire nuovi mercati o portare avanti nuovi progetti).

Di seguito, il grafico esplicativo di quanto appena riassunto sul ciclo di vita:

⁶² <https://www.pwc.com/it/it/services/transactions/docs/finanza-impresa-capitoli-1-5.pdf>

Evoluzione del profilo finanziario della nuova impresa⁶³



Esistono vari metodi di valutazione espressamente previsti per aziende giovani e promettenti che utilizzeremo anche nel terzo capitolo, nello studio di un possibile *fair value* delle aziende attualmente quotate nel settore del *social network*, passando anche dalle aziende del settore high tech. Nella maggior parte dei casi si tratta di rivisitazioni ai metodi classici che possano “incorporare” il fatto che si stia studiando una determinata tipologia di azienda. Le società in questione spesso non hanno asset fisici nel patrimonio,

⁶³ <https://www.pwc.com/it/it/services/transactions/docs/finanza-impresa-capitoli-1-5.pdf>; A. Dessy e J. Vender, op.cit

presentano ricavi in forte crescita, non hanno ancora raggiunto il breakeven e bruciano cash.

Secondo uno studio di McKinsey sulla valutazione delle aziende high tech, Discounted Cash Flow viene considerato come il metodo di valutazione più affidabile. Questo in quanto nonostante le insidie dovute alle caratteristiche delle società in oggetto, il metodo permette comunque la ponderazione di scenari, la presa in considerazione di fattori di rischio e la stima puntuale dei cash flow prospettici anche in base al business plan⁶⁴. Lo stesso studio invita a diffidare di altri metodi classici, come quello dei multipli (P/E, EV/EBITDA...), difficili di utilizzare in quanto gli indicatori economico-patrimoniali sono una fotografia spesso non indicativa del futuro aziendale.

Altri studi, pongono invece evidenza sul non funzionamento del DCF per la valutazione di aziende giovani e startup, come evidenziato ad esempio da Italian Angels of Growth, uno dei principali venture capital italiani, che pone cita tre metodi principali di valutazione per startup⁶⁵:

- Il metodo venture capital (William Sahlman), che basa il calcolo del valore su ROI prospettico e Terminal Value (estrapolandolo da multipli di aziende simili)
- Il metodo Screcard (Bill Payne), fondato sullo studio della valutazione pre-money di altre aziende della stessa industria;
- Il metodo Berkus (Dave Berkus), usato per le startup in early stage, xhw utilizza un building block approach per la valutazione della startup, collegando il valore a variabili qualitative e non finanziarie, per non farsi influenzare dalle stime (esempio qualità del management, idea, relazioni con soggetti chiave...).

⁶⁴ <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/valuing-high-tech-companies>

“It might feel positively retro to apply discounted-cash-flow valuation to hot start-ups and the like. But it’s still the most reliable method”.

⁶⁵ <http://www.italianangels.net/2016/02/24/startup-importanza-corretta-valutazione-pre-money/>

i. Step preliminari

Vanno presi alcuni accorgimenti nella valutazione di una società caratterizzata da forti tassi di crescita, nella quale prende un'importanza predominante la proiezione dei risultati, rispetto alla loro storia.

Iniziare dal futuro:

“When valuing high-growth companies, start by thinking about what the industry and company might look like as the company evolves from its current high-growth, uncertain condition to a sustainable, moderate-growth state in the future. Then interpolate back to current performance.”⁶⁶

Il futuro andrebbe definito in base alla performance operativa prospettica dell'azienda oggetto di studio, cercando di capire realmente le capacità di raggiungere i propri obiettivi di sviluppo e, una volta superati, capire se il modello di business è sostenibile (cioè profittevole);

Valutare il margine operativo prospettico:

*“In evaluating any business, investors should always start with a strong presumption that markets are competitive and that companies will simply earn their cost of capital. The challenge is then, ‘convince me otherwise’. Instead, the fledgling analysis of the new economy often seems to make the vital but unstated assumption that the environment will be benign in terms of profitability.”*⁶⁷

La società deve dimostrare nel lungo periodo di poter superare il breakeven e garantire una marginalità sempre più elevata.

Capire se e come una startup riesce a generare reddito (e cash) è un fattore critico. Molte aziende del settore high tech riescono a sviluppare prodotti in grado di soddisfare bisogni primari del mercato (o comunque crearne di nuovi). Lo step fondamentale diventa però riuscire a trarne dei ricavi, cosa che spesso non riesce. Ad esempio Damodaran a proposito di SnapChat in un'intervista ha detto di non riuscire a capire come possa fare,

⁶⁶ <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/valuing-high-tech-companies>

⁶⁷ http://faculty.london.edu/chigson/profile/pdfs/bsr_3_00.pdf

a partire da un'idea comunque buona, a trarne dei vantaggi. La convinzione, sempre più generalizzata, di un'incapacità da parte di SnapChat di riuscire ad ottenere ricavi dalla propria offerta ne sta facendo calare il prezzo (ne discuteremo più precisamente nel prossimo capitolo).

Altro elemento fondamentale per la stima della redditività futura di un'azienda giovane è valutarne la scalabilità e quindi la capacità di soddisfare una domanda crescente senza imbattersi in costi che erodono o annullano il margine.

Misurare il mercato e le sue potenzialità

L'idea di base resta comunque partire dal mercato e da determinate variabili conosciute cercando di costruire una prospettiva di mercato.

Una volta trovata la grandezza target del mercato (soprattutto in termini di valore di spesa), bisogna capire:

- Che tipo di concentrazione avrà nel lungo periodo;
- Che quota avrà l'azienda;
- Quale potrebbe essere in prospettiva il ricavo per cliente.

Vista la forte componente di previsioni e di assumption, in ognuna di queste tappe iniziali diventa fondamentale utilizzare scenari probabilistici, in modo tale da avvicinarsi il più possibile ad un reale valore atteso delle variabili oggetto di studio.

ii. Metodo dei multipli nelle *social network companies*

I metodi di valutazione basati sui multipli vengono dallo stesso report definiti come equivoci, per tre ragioni principali⁶⁸:

⁶⁸<https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/valuing-high-tech-companies>

“The truth is that alternatives, such as price- to-earnings or value-to-sales multiples, are of little use when earnings are negative and when there aren't good benchmarks for sales multiples. More important, these shorthand methods can't account for the unique characteristics of each company in a fast-changing environment, and they provide little insight into what drives valuation”.

- Difficile utilizzare i multipli quando gli utili sono ancora negativi;
- Spesso non considerano una crescita delle aziende ed il cambiamento nell'ambiente competitivo in prospettiva
- Non forniscono indicazioni precise su quali sono i *driver* su cui si basa la valutazione (come le *assumption* di base valutate ad inizio capitolo)

L'utilizzo dei multipli P/E e P/BV risulta ad esempio molto difficile. Nel primo caso gli utili spesso negativi, o in crescita sostenuta, costringono ad utilizzare un utile prospettico (cd. *Forward*"), difficile da stimare. Nel secondo caso la difficoltà emerge a causa dell'assenza di *asset* tangibili a bilancio nelle *online social network companies*, che rende poco significativo il multiplo.

Mentre i multipli di tipo patrimoniale risultano inutilizzabili, sono al contrario valutabili multipli legati al fatturato. Anche per questi ultimi bisogna fare attenzione ai tassi di crescita ed alla capacità dell'azienda di prendersi in prospettiva una fetta considerevole del mercato. Il lato negativo del multiplo resta la non considerazione di elementi come la marginalità e la capacità dell'azienda di fare nel lungo periodo economie di scala.

Oltre ai multipli classici, l'esperienza empirica ha sviluppato nuove tipologie di multiplo, anche basati su fattori che vanno oltre agli indicatori economico-patrimoniali e vengono collegati ad altre variabili qualitative (come il numero di utenti, il numero di utenti attivi, il numero di paganti ponderato per la spesa media ecc).

Non è raro trovare multipli come⁶⁹:

$$\text{Multiplo numero utenti} = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Numero Utenti}}$$

$$\text{Multiplo numero utenti attivi} = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Numero Utenti attivi}}$$

⁶⁹ http://pwc.blogs.com/press_room/2011/05/how-to-value-a-social-media-company-pwc-valuation-index.html

$$\text{Multiplo numero utenti attivi} = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Transactions}}$$

Dove gli utenti attivi rappresentano gli iscritti che partecipano attivamente, almeno una volta al mese (o su altre unità giudicate adatte a seconda della tipologia di startup), sia effettuando pagamenti, che semplicemente con azioni sulla piattaforma in questione.

L'utilità di questo multiplo (che può anche essere utilizzato in base al valore medio per cliente) sta nel fatto di cogliere la potenzialità derivante dal numero di utilizzatori della piattaforma e capire quanto sia frequente il bisogno soddisfatto dalla piattaforma. L'elemento negativo è che non considera la capacità dell'azienda di creare ricchezza per gli azionisti tramite i ricavi derivanti dagli utilizzatori.

iii. Discounted Cash Flow adjusted

Mentre il *terminal value* delle aziende mature è pari solitamente ad oltre il 50% del valore totale, nei DCF delle startup (o aziende giovani in forte crescita) si proietta per un numero più considerevole di anni, in modo tale da ottenere dati puntuali fino ad una dimensione "normalizzata" del cash flow prospettico.

Sul piano di analisi, conviene sempre basarsi sulle prospettive del mercato e sulla fetta di esso che riuscirà a ritagliarsi l'azienda oggetto di studio. In questo modo si potrà ottenere una previsione di quest'ultima.

In ottica startup si possono quindi anche vedere cash flow stimati in maniera puntuale per 10 anni, con un *terminal value* pari a meno del 20% del valore stimato. Il calcolo del tasso g di lungo periodo è reso ancor più complicato dall'assenza di dati storici. Nella prassi si utilizzano più stadi di g , in modo tale da "parzializzare" la crescita dei cash flow.

Il cash flow è considerato il metodo migliore per la stima delle *social network companies* perché alla fine dei giochi è l'elemento fondamentale per un investitore.

iv. “Metodo del pollice”

Una startup, soprattutto quando non ha asset in patrimonio, non ha una valutazione di mercato fino a quando non riceve il primo investimento. Proprio per questo, sono spesso i *venture capital* che per primi stimano quanto vale un'azienda.

Se un *venture capital* acquista a X l' Y% di una società, il valore implicito pre-money di questa sarà X/Y%.

Esistono parallelamente dei “*build up approach*” che collegano il valore di un'azienda al raggiungimento di obiettivi qualitativi o quantitativi. Ad esempio si potrebbe dire che al raggiungimento dei 100.000 utenti la startup vale 1 €/mln in più rispetto a quanto trovato con un metodo classico di valutazione, o che parallelamente se essa ha un management con una determinata esperienza e preparazione si possa aggiungere ulteriore valore. Questo metodo utilizza gli stessi principi di Berkus, citato precedentemente.⁷⁰

Questi metodi si basano su statistiche empiriche e comportano un sensibile grado di soggettività, che potrebbe far deviare totalmente il risultato rispetto alla realtà.

Ciò che emerge è che non vi sia un metodo perfetto di valutazione né per le aziende mature, né tantomeno per le società più giovani, che non presentano una storia su cui comunque fare riferimento, comportano altissimi rischi rispetto alle prospettive future (solo due startup su dieci superano i cinque anni di vita ad esempio), e che non hanno ancora sviluppato una struttura matura, dimostrato la scalabilità del modello ed il mantenimento della qualità del prodotto offerto.

Le *social network companies* presentano ulteriori criticità riassumibili in:

- Assenza di asset ed infrastrutture fisici;
- Modello di business che spesso non ha delle fonti di ricavo ben definite;
- Dipendenza da fornitori (come le piattaforme che si basano sui dati presi da provider esterni);
- Forte dipendenza dal fattore moda, difficile da prevedere e valutare in termini economici.

⁷⁰ <https://www.allianceofangels.com/2016/02/08/3-ways-to-value-your-startup/>

3. Studio IPO delle Social Network Companies

Il mercato azionario negli ultimi anni sta vivendo una crescita sostenuta guidata dal boom delle *tech company* e delle *social network company*. Nel primo capitolo abbiamo analizzato la capitalizzazione delle aziende americane, che sono tutt'ora in fase di forte crescita, trainate dai suddetti settori.

Internet ha rivoluzionato società ed economia permettendo uno sviluppo profondamente differente da quello che ha da sempre caratterizzato l'economia tradizionale. La nascita della net economy, a partire dagli ultimi anni del millennio passato, ha dato origine a nuovi modi di "fare impresa" con l'emergere di particolari business model, fondati su internet.

La facilità nell'operare in un mercato globale ha permesso di ridurre sensibilmente i costi delle transazioni, di elevare il livello dei servizi offerti ai propri clienti, di creare fonti di reddito supplementari e di ridefinire le relazioni economiche.

Negli ultimi anni sono nate numerose iniziative imprenditoriali innovative nell'ambito delle telecomunicazioni e dell'alta tecnologia, che sembrano riuscire a sfruttare al meglio i benefici apportati dalla rivoluzione di Internet.

Nuove tecnologie e globalizzazione hanno accelerato il processo di sviluppo aziendale, "comprimendo" il ciclo di vita industriale e facendo sì che l'essere *first mover*, guidando il cambiamento, sia il primo vero vantaggio competitivo a disposizione delle aziende.

La necessità quindi di rimanere "al passo" con i nuovi ritmi dettati dalla Net Economy e la consapevolezza di quanto sia fondamentale anticipare i competitor hanno spinto le imprese a rivolgersi anticipatamente, rispetto a quanto avveniva in passato, al mercato dei capitali per finanziare la loro crescita nelle fasi travagliate del percorso di sviluppo.

"Un semplice tweet può bastare a far crollare un titolo a Wall Street? A quanto pare sì, se a scrivere è la regina delle influencer, Kylie Jenner. La star dei reality

show americani ha twittato ai suoi 24,5 milioni di follower i dubbi sulla funzionalità di Snapchat dopo i cambiamenti nella app e la società ha perso 1,3 miliardi di dollari.”⁷¹

Oltre alle complicazioni dovute alla turbolenza sul lato business, è sempre più frequente vedere pressioni sulle aziende esercitate da molteplici attori, che ne rendono ancor più difficile la gestione.

Nell'articolo citato di Sky TG emerge come un “influencer” (categoria molto di moda in questi ultimi anni soprattutto grazie all'avvento di instagram) sia in grado di far crollare il titolo di un'azienda con un semplice *tweet*. La dinamica fa pensare a come sia cambiata anche la finanza negli ultimi tempi e soprattutto a come il mercato sia in balia di molte pressioni. Basti pensare che 10 anni fa non esistevano molte persone in grado di raggiungere un numero così grande di persone (24 milioni di follower) con un solo click. Ora di influencer ne esistono a migliaia e sono diventati uno dei principali mezzi pubblicitari per aziende e marchi.

⁷¹ <https://tg24.sky.it/mondo/2018/02/23/kylie-jenner-tweet-snapchat-tracollo-wall-street.html>

a) *Overview* di settore e statistiche aggregate

I social network sono nati all'origine come reti chiuse alle quali accedevano solamente i membri di un gruppo o di una comunità. Sono stati ideati originariamente come network per la comunicazione all'interno delle università e la condivisione di informazioni tra studenti.

Facebook fu pensato nel 2004 da Mark Zuckerberg ed alcuni suoi colleghi unicamente per gli studenti dell'università di Harvard. Da quel lancio, che già dalla prima sera mandò in tilt i server dell'università per l'eccesso di click, nacque una vera e propria rivoluzione dei social.

In breve tempo altre università provarono a emulare il successo della piattaforma, che però prese piede molto più rapidamente ed in breve tempo fu destinata prima agli studenti di altre università e delle scuole ed in un secondo momento a chiunque dichiarasse più di 13 anni di età.

I social network furono disruptive soprattutto nei confronti dei blog e dei primi siti di messaggistica, che andavano per la maggiore fino all'avvento di Facebook.

Al 30 gennaio 2018, secondo il report *Global Digital 2018*⁷², la popolazione mondiale con accesso ad internet è pari a 4 miliardi (ben 53% della popolazione totale mondiale).

Gli utenti attivi⁷³ sui social media alla data di pubblicazione del report sono 3,2 miliardi, in crescita molto rapida (pari al 13% da gennaio 2017, +362 milioni in termini assoluti). Questo sviluppo continuo sta portando sempre più aziende a lanciarsi nel mercato, nella speranza di ottenere un successo simile a quello raggiunto dal leader, Facebook, con 2,1 miliardi di utenti attivi al 30 gennaio 2018.

⁷² <https://wearesocial.com/it/blog/2018/01/global-digital-report-2018>

“Dall'analisi dei dati provenienti da 239 Paesi, è emerso come il numero degli utenti connessi ad Internet nel mondo abbia sorpassato la soglia dei 4 miliardi di persone: un dato storico che ci dice che oggi più della metà della popolazione mondiale è online.”

⁷³ Definiti come coloro che utilizzano mensilmente, tramite azioni volontarie, la piattaforma oggetto di analisi

Nella tabella seguente possiamo vedere la classifica di utenti attivi dei principali 23 social network mondiali (dati in €/mln, Fonte: Global Digital Report)⁷⁴:

Utenti attivi gennaio 2018	
Facebook	2167
Youtube	1500
whatsapp	1300
We Chat	980
QQ	843
Instagram	800
Tumblr	794
Qzone	568
Sina Weibo	376
Twitter	330
Baidu	300
Skype	300
Linkedin	260
Viber	260
Snapchap	255
Reddit	250
Line	203
Pinterest	200
YY	117
Telegram	100
Vkontakte	97
BBM	63
Kakaotalk	49

⁷⁴ <https://wearesocial.com/it/blog/2018/01/global-digital-report-2018>

Non è da trascurare il fatto che Facebook sia anche proprietaria di Whatsapp, e Instagram, raggiungendo i 4,3 miliardi di account attivi (anche se ovviamente per la maggior parte gestiti da utenti presenti in più di una delle tre piattaforme).

Il principale patrimonio degli online social network consiste proprio negli utenti attivi all'interno, che possono essere target di qualsiasi iniziativa questi vogliono proporre senza costi spropositati.

Qualora ad esempio Facebook decidesse di lanciare un nuovo modello di telefonino, non avrebbe problemi a pubblicizzarlo su ampia scala, riuscendo a raggiungere 2 miliardi di persone semplicemente beneficiando della condivisione con i propri utenti.

A livello generale, le social network companies hanno rivoluzionato anche il mondo del marketing. Un'azienda che infatti vuole pubblicizzare un proprio prodotto non ottiene più gli stessi ritorni via televisione rispetto agli anni 90' (sia per i costi elevati, che per l'esposizione) e sarà sempre più portata a ricercare visibilità sui social.⁷⁵

Per questa ragione, sono sempre di più le società che, come core delle proprie attività di marketing, avviano un proprio profilo social per ottenere visibilità.

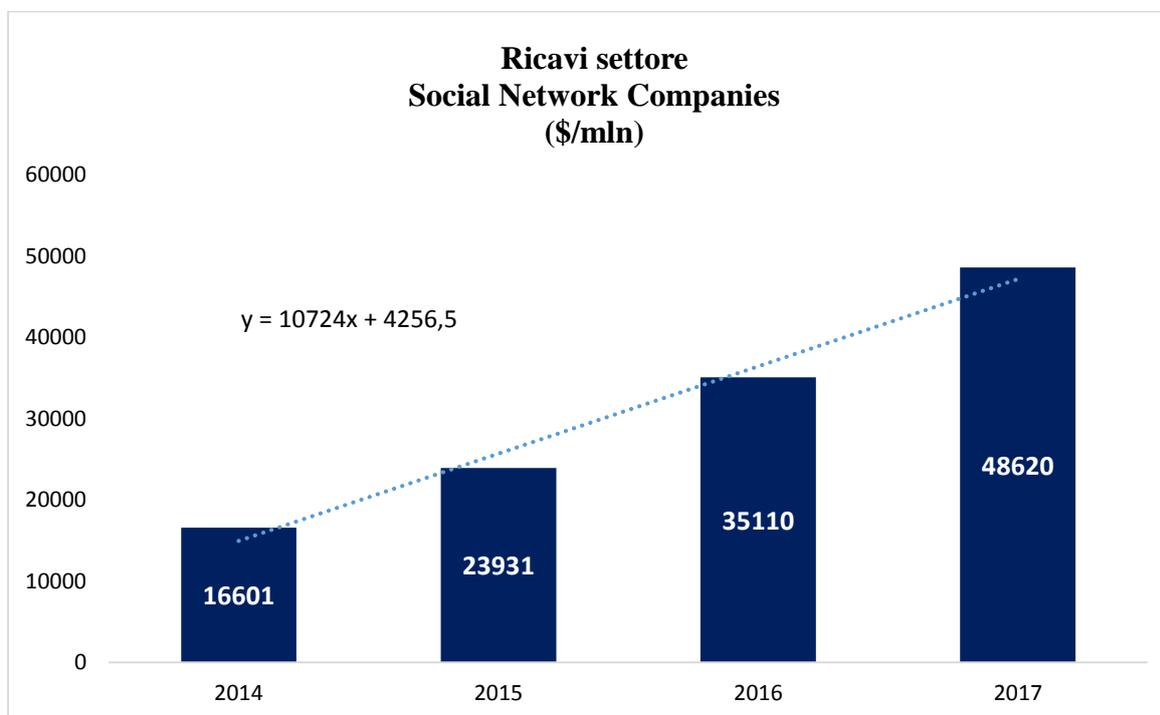
In Italia, gli utenti trascorrono mediamente 6 ore al giorno online⁷⁶, il doppio di quelle passate davanti alla televisione.

Oltre alla visibilità, una pubblicità di un'azienda su Facebook permette a chi la delinea di aggredire target selezionati e mirare quindi con più precisione la propria campagna. Ciò accade perché le social network companies sono state in grado di schedare gli utenti e capirne abitudini e preferenze.

⁷⁵ <https://wearesocial.com/it/blog/2018/01/global-digital-report-2018>

⁷⁶ <https://wearesocial.com/it/blog/2018/01/global-digital-report-2018>

Di seguito, i ricavi totali del settore Social Network dal 2014 al 2017⁷⁷:



Il settore è delimitato dalle aziende presenti nel grafico a pagina precedente, ad esclusione delle aziende cinesi, per le quali non è stato possibile reperire dati attendibili.

Il grafico evidenzia una forte crescita dei ricavi di settore, di circa 32 miliardi dal 2014 al 2017 (equivalente ad una crescita annua media del 43%).

⁷⁷ Fonti: <https://www.statista.com/statistics/562397/worldwide-revenue-from-social-media/> e Capital IQ

Il Grafico non prende in considerazione le aziende cinesi del settore, per le quali si rende difficile il reperimento dei dati.

In quest'ultimo capitolo studieremo le quotazioni in borsa dei principali social network, analizzandone i risultati di quotazione, l'andamento di titoli e multipli negli anni successivi ed a cosa sono state connesse le variazioni di prezzo dei titoli.

Il fine di questo capitolo è valutare l'andamento del settore delle social network companies, tramite lo studio di prezzi ed indicatori delle seguenti società:

- Facebook
- Twitter
- Snapchat
- LinkedIn

Inizieremo con un company profile di ognuna ed in seguito analizzeremo il settore a livello macro, anche confrontandolo con la bolla delle *net companies*, al fine di comprendere quali potrebbero essere eventuali scenari di sviluppo collegati ai titoli oggetto di studio.

Si cercherà di capire quante aziende sono realmente supportabili dal settore, anche in base a come si evolverà il fatturato d'industria. Inoltre, sarà nostro obiettivo capire che tipo di correlazione esiste tra le aziende oggetto di studio.

b) Facebook

i. Company Profile

Facebook è un social network fondato nel 2004, che ad oggi impiega circa 27 mila dipendenti. In un primo momento ideata come piattaforma per la comunicazione, condivisione e connessione tra studenti di Harvard, l'azienda ha ampliato prima il pubblico target (arrivando a proporsi a tutta la popolazione mondiale) ed in seguito la propria offerta, fornendo anche servizi BtoB e BtoC di pubblicità e messa in commercio di prodotti da parte di aziende.

Il grande merito di Facebook, oltre al vantaggio del first mover, è stato riuscire a trovare il modo per ottenere ricavi dai propri utenti, cosa che non molte altre startup riescono a fare (ne discuteremo più approfonditamente nell'analisi di altri casi, quale snapchat).

Dalla tabella del paragrafo precedente emerge come dei 12 miliardi di account attivi nel mondo social network, il 33% è appartenente al Gruppo Facebook. Il dato fa ben capire come attualmente il mercato, nonostante la nascita di alcuni player, sia ancora concentrato in un leader principale. Il numero di utenti attivi sulla piattaforma è pari a 2,2 miliardi

La proprietà di facebook (aggiornata al 1 giugno 2018) è per oltre 60% in mano ad investitori istituzionali, tra cui principalmente figurano The Vanguard Group (al 6,0%, corrispondente ad un valore pari a c. 32 \$/mld) e BlackRock (al 5,15%, corrispondente ad un valore pari a c. 28 \$/mld). Il restante 40% è suddiviso tra Mark Zuckerberg, principale azionista al 12,95% (con un controvalore di c. 69 \$/mld) ed aziende o individui (come da tabella a pagina seguente).⁷⁸

La parte di proprietà in mano ad azionisti con quote inferiori all'1,5% è pari al 60,32% della società (per un controvalore pari a 322,99 \$/mld al 31/03/2018). Ciò indica un azionariato molto diffuso (spesso indicato come buon segnale per

⁷⁸ Fonte: Capital IQ

la crescita futura del titolo, in quanto un gran numero di investitori credono nella società), di conseguenza controllabile anche con una partecipazione relativamente bassa da parte del fondatore.

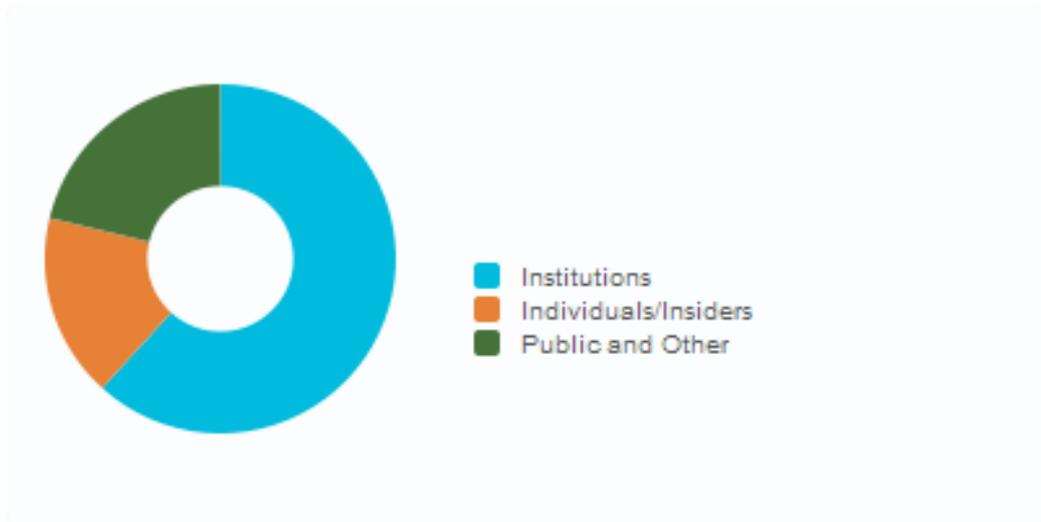
A livello di management, il CEO e Chairman della società è Mark Zuckerberg, David Wehner è il CFO, Sheryl Kara Sandberg il COO, Michael T. Schroepfer il CTO.

Proprietari principali⁷⁹

Holder	Common Stock Equivalent Held	% of Total Shares Outstanding	Market Value (USD in mm)	Position Date
Zuckerberg, Mark Elliot	374,986,722	12.95	69,342.5	May-23-2011
The Vanguard Group, Inc.	173,634,657	6.00	32,108.5	Mar-31-2011
BlackRock, Inc.	149,137,226	5.15	27,578.5	Mar-31-2011
FMR LLC	118,368,621	4.09	21,888.7	Mar-31-2011
State Street Global Advisors, Inc.	87,022,044	3.01	16,092.1	Mar-31-2011
T. Rowe Price Group, Inc.	76,423,866	2.64	14,132.3	Mar-31-2011
Capital Research and Management Company	66,834,670	2.31	12,359.1	Mar-31-2011
Saverin, Eduardo	53,300,648	1.84	9,856.4	Mar-31-2011
Moskovitz, Dustin	48,892,913	1.69	9,041.3	Mar-31-2011
Northern Trust Global Investments	26,685,448	0.92	4,934.7	Mar-31-2011

⁷⁹ Fonte: Capital IQ - <https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/company.aspx?companyId=20765463>

Proprietari per tipologia⁸⁰



⁸⁰ Fonte: Capital IQ

ii. Analisi dell'IPO e del titolo azionario

Facebook è stata quotata con l'ausilio di Morgan Stanley, Goldman Sachs, JP Morgan, Merrill Lynch, Barclays, Citi, Credit Suisse e Deutsche Bank come bookrunner e RBC Capital e Wells Fargo Securities come co-manager.

L'offerta è stata di 421.233.615 azioni (di cui 180.000.000 erano in offerta di sottoscrizione e 241.233.615 in offerta di vendita da parte degli azionisti) ad un prezzo di 38\$ per azione.⁸¹ Le azioni offerte avevano quindi un controvalore di circa 16 \$/mld.

Oltre all'ammontare di azioni indicato, come menzionato nel primo capitolo a livello teorico quando si è parlato di greenshoe, sono state offerte ulteriori 63.185.042 azioni in opzione di acquisto a 30 giorni ai sottoscrittori.

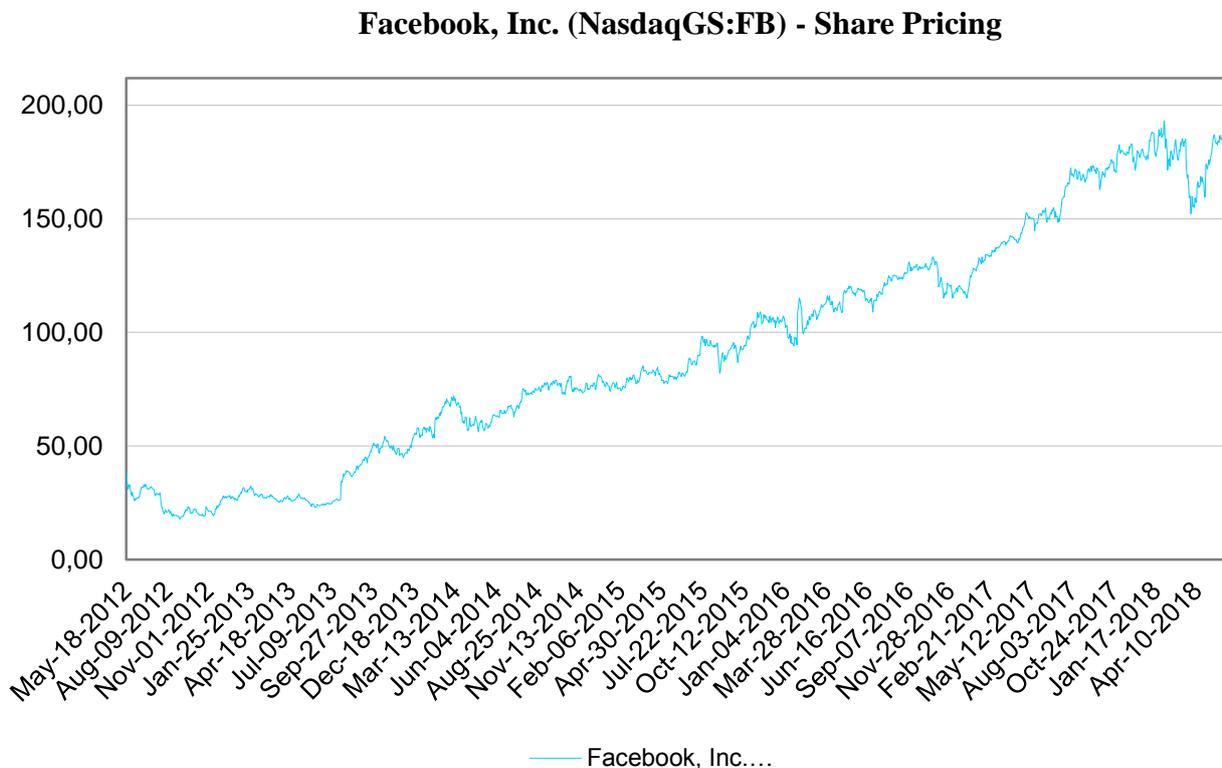
Come si può notare nel grafico a pagina seguente, il prezzo del primo giorno di quotazione a Wall Street è stato leggermente superiore a quello di collocamento, ma solo in misura dello 0,6%, chiudendo a 38,23 \$ a fine primo giorno.

I giornali parlavano in quei giorni di "delusione al debutto"⁸², mentre gli analisti si aspettavano risultati decisamente più a rialzo.

⁸¹ <https://investor.fb.com/investor-news/press-release-details/2012/Facebook-Announces-Pricing-of-Initial-Public-Offering/default.aspx>

⁸² <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2012-05-18/facebook-delude-debutto-wall-224204.shtml?uuiid=Ab74DleF>

Di seguito, uno storico del titolo azionario di Facebook dalla IPO ad oggi.⁸³



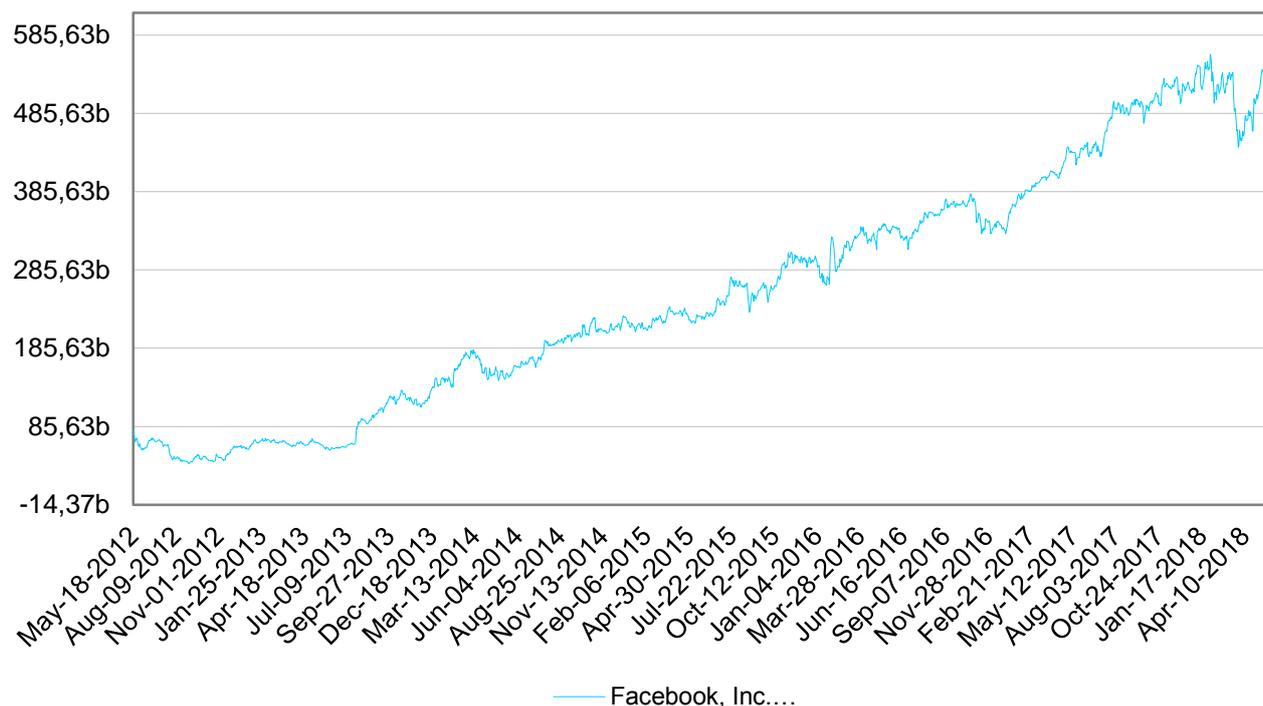
Notiamo come invece, nonostante i primi mesi a rilento, il titolo abbia avuto una crescita stabile nel corso degli ultimi 5 anni, dovuto principalmente al rafforzamento continuo della posizione competitiva di Facebook nel settore. Vari competitor hanno provato ad entrare nel mercato con scarso successo (come ad esempio Google), ma non sono mai riusciti a scalfire il suo ruolo predominante. Il titolo è infatti cresciuto del 667,3% dal 28/05/2013 al 1/06/2018, corrispondente ad un tasso medio annuo del 50,3%.

Allo stesso modo, la capitalizzazione (studiata nel grafico a pagina seguente seguente) ha avuto lo stesso andamento del titolo azionario. Il numero di azioni

⁸³ Fonte: Capital IQ

outstanding, in continuo aumento (passate da 2,4 miliardi al giorno dell'emissione a 2,9 miliardi al primo giugno), non ha quindi intaccato il prezzo di queste. Assistiamo dunque ad una aumento continuo della domanda di azioni Facebook, che fa dedurre che gli investitori abbiano ancora appetito per il titolo.

Facebook, Inc. (NasdaqGS:FB) - Market Capitalization



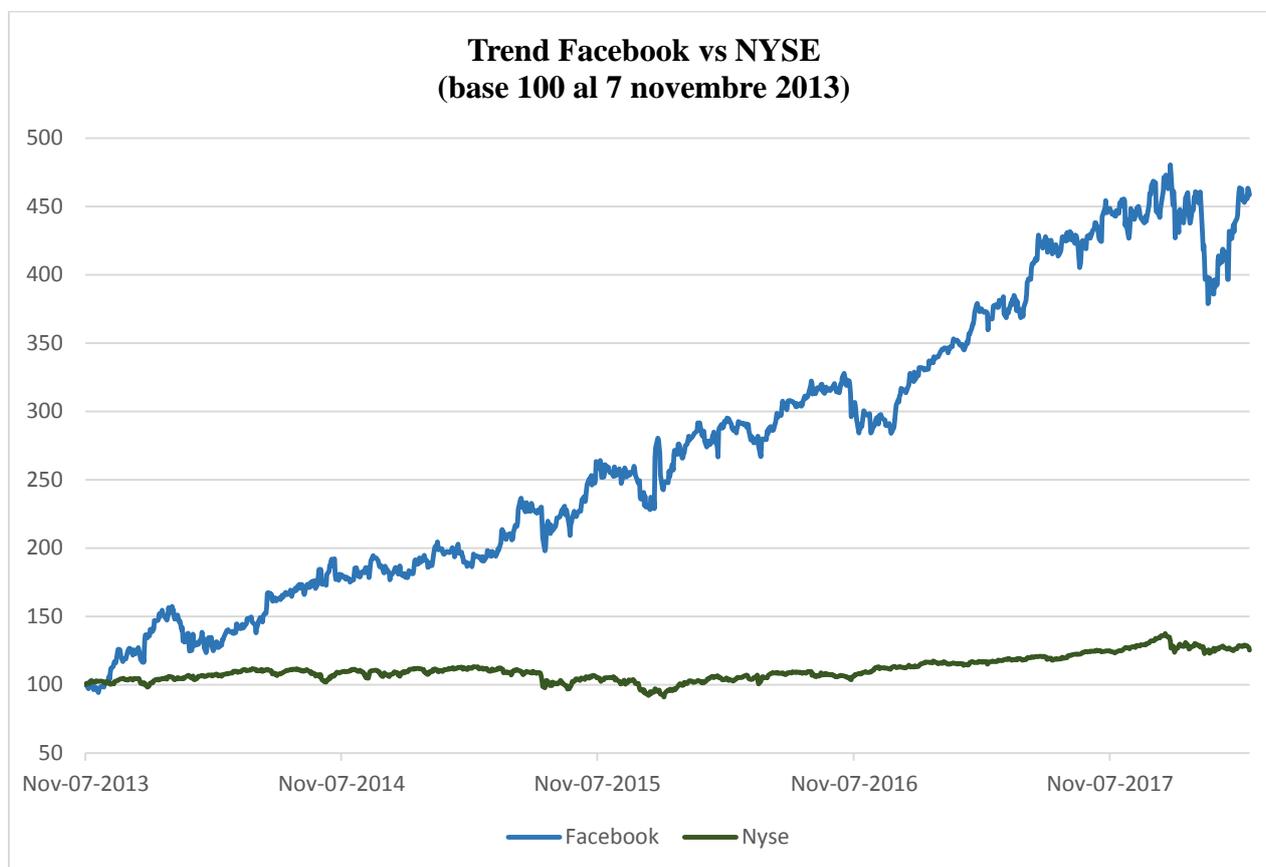
⁸⁴ Fonte: Capital IQ

Facebook dall'emissione del titolo è stata in grado di creare un valore pari a quasi 500 \$/mld. Nonostante il crollo avvenuto nel mese di aprile a causa degli scandali correlati alla privacy degli utenti, i mercati hanno ricominciato a credere nel titolo. Per la prima volta è stato messo seriamente in discussione il nuovo marketing basato sullo studio dei *big data* e della profilazione del cliente.

Al fine di dare un'idea più precisa del rendimento del titolo rispetto al mercato azionario generale, nel seguente grafico viene messo a confronto il rendimento

⁸⁴ Fonte: Capital IQ - <https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/Charting4/ModernBuilder.aspx?fromC3=1&fromC2=1>

di Facebook, con quello del NYSE, in un periodo che va dal 7 novembre 2013 (posto come base 100), fino al primo giugno 2018.



Dal grafico⁸⁵ emergono le marcate differenze tra rendimento di un paniere di mercato rappresentato dal NYSE e quello di Facebook. Quest'ultimo nel periodo in oggetto ha sovra-performato rispetto al NYSE di 323 punti.

Nei prossimi anni saranno numerose le discussioni attorno alla privacy, elemento messo a repentaglio dalle nuove tecnologie e dal nuovo stile di vita dei millennials in primis. Sarà fondamentale per Facebook dimostrare di poter tutelare in quale modo la privacy dei propri utenti, che potrebbero trovarsi a perdere il controllo delle informazioni che vogliono condividere con la comunità.

⁸⁵ Fonte: Capital IQ

iii. Indicatori di performance

Tabella 1: Andamento dei multipli di mercato (media per anno)⁸⁶

For Year Ending	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
TEV/LTM Total Revenue	10,60x	13,27x	18,30x	17,12x	15,51x	13,59x	11,64x
TEV/LTM EBITDA	33,82x	41,25x	35,16x	37,24x	32,38x	25,11x	20,48x
TEV/LTM EBIT	56,80x	80,38x	45,40x	48,82x	41,36x	29,57x	23,59x
P/LTM EPS	89,39x	172,57x	91,18x	86,50x	69,40x	39,06x	32,27x
P/LTM Normalized EPS	143,85x	157,22x	77,39x	81,64x	70,21x	51,12x	41,03x
P/BV	5,52x	6,84x	10,12x	6,70x	6,95x	7,13x	6,90x
P/Tangible BV	5,84x	7,82x	11,46x	14,81x	12,51x	10,56x	9,46x
TEV/LTM Unlevered FCF	-	65,94x	55,77x	55,02x	49,15x	44,26x	40,22x

Nella tabella vengono studiati i principali multipli di mercato di Facebook, sia da una prospettiva asset side, che equity side.

Si evidenzia una decrescita di quasi tutti i multipli collegati agli indicatori economici, mediamente intorno al 50%, tenendo conto dell'aumento di capitalizzazione di cui si è parlato nel paragrafo precedente.

Se da un lato sappiamo che i numeratori di questi multipli (la capitalizzazione e l'enterprise value) sono aumentati sensibilmente, possiamo dedurre che col maturare ed il crescere di Facebook, il mercato stia pian piano "sgonfiando" i multipli, aspettandosi un rallentamento della crescita di indicatori come EBITDA, EPS e CF.

Questo processo è normale per qualsiasi azienda che tenda verso una maturità, perché i multipli, come abbiamo visto anche nel precedente capitolo, hanno al loro interno delle assunzioni di base su ciò che si aspetta il mercato relativamente alla crescita di una determinata azienda.

Più la crescita attesa è alta, più il multiplo tenderà a gonfiarsi rispetto agli indicatori di performance dell'azienda oggetto di studio.

⁸⁶ Fonte: Capital IQ

In Facebook stiamo vedendo esattamente il fenomeno descritto. Ad esempio, analizzando il multiplo EV/LTM EBITDA, notiamo come questo sia diminuito del 40% negli ultimi 6 anni (passando da 33,82x nel 2012, a 20,48x nel 2018).

Al 1 giugno 2018, il mercato si aspetta ancora una crescita dell'EBITDA, ma inferiore rispetto a quella che si aspettava nel 2013. Ciò è una logica conseguenza della maturazione che sta vivendo Facebook.

Studiando multipli alternativi utilizzati nel mondo Startup e valutazione social network companies, emerge relativamente a Facebook un'analisi interessante sul multiplo EV/Utenti attivi e sul valore attuale dei ricavi ottenibili per cliente.

Tabella 2: Andamento multiplo EV/Utenti attivi (Fotografie al 31/12 di ogni anno indicato)⁸⁷

	Utenti attivi mensilmente (mln)	EV (\$/mln)	Multiplo EV/Utenti attivi
2012	1050	48120	45,8
2013	1222	127680	104,5
2014	1393	206880	148,5
2015	1591	284060	178,5
2016	1860	309200	166,2
2017	2129	474470	222,9
marzo 2018	2196	495980	225,9

Dalla tabella emerge come il multiplo EV/Utenti attivi sia aumentato sensibilmente nel corso degli anni, al contrario di quanto successo per altri multipli.

Questo starebbe ad indicare un valore superiore attribuito nel 2018 ad ogni utente rispetto a quanto fattorizzava nel titolo il mercato nel 2012.

⁸⁷Fonti: Bilancio di esercizio IQ 2018 Facebook

Tabella 3: Indicatori della performance per utente di Facebook (Fotografie al 31/12 di ogni anno indicato)⁸⁸

	Ricavi Facebook (\$/mln)	Ricavo per utente (\$)	Tx attualizzazione implicito ricavi
2013	7872	6,44	6%
2014	12466	8,95	6%
2015	17928	11,27	6%
2016	27638	14,86	9%
2017	40653	19,09	9%
Normalizzato 2018	44587	20,30	9%

Dalla tabella 3 emergono degli elementi a completamento di quanto analizzato sul multiplo EV/Utenti attivi che ne possono spiegare l'andamento a rialzo. Il principale fattore ad emergere dallo studio è che nel 2018 Facebook è in grado di trarre un ricavo medio per utente pari a 20,3 \$, mentre nel 2013 il risultato si fermava a 6,44 \$ per utente. Per questa ragione, un utente Facebook 2018, vale di più di un utente Facebook 2017.

Vedendolo da un'altra angolazione, il multiplo EV/Utenti attivi può essere interpretato come il valore di ogni utente sull'EV. Il multiplo al 31/03/2018 EV/Utenti attivi è pari a 225,9, mentre al 31/12/2013 era pari a 104,5.

Il valore medio di un utente comprende tutte le possibilità di Facebook di guadagnare dalla vendita dati, dalla pubblicità e dai servizi offerti agli stessi utenti o a terzi che ne paghino la profilazione.

Se interpretiamo il valore di un utente come la somma dei flussi di cassa che l'azienda può ottenere da esso, questo valore può anche essere interpretato come il valore attuale dei ricavi ottenibili mediamente da ogni singolo utente, attualizzati ad un tasso implicito calcolabile con la seguente formula:

⁸⁸Fonti:

- Bilancio di esercizio IQ 2018 Facebook
- Capital IQ

$$\text{Valore Utente} = \text{Valore Attuale Ricavi per Utente} = R0 + \frac{\text{Rutente}}{(i)^n}$$

$$\text{Tasso attualizzazione} = \frac{\text{Rutente}}{\text{Valore utente}}$$

L'aumento del tasso di attualizzazione implicito dei ricavi non implica un aumento della rischiosità collegata alla possibile variabilità o eventuale venir meno dei ricavi. Al contrario implica una previsione a ribasso della crescita di ricavi per utente, che ha avuto un andamento molto sostenuto nel corso degli anni.

c) Twitter

i. Company Profile

Twitter opera come piattaforma di condivisione e conversazione tra utenti, fondata nel 2006, che al 1 giugno 2018 conta 3.372 dipendenti ed ha come sede centrale il proprio headquarter a San Francisco, California.

La società offre servizi sia tramite piattaforma web, che tramite applicazioni per cellulare e permette agli utenti di condividere con il pubblico i cosiddetti “Tweet”, messaggi e contenuti. Parallelamente, l’azienda fornisce servizi di promozione da aziende e primati, permettendo di condividere contenuti a scopo pubblicitario, anche con l’ausilio di strumenti a pagamento. Nel 2010 infatti, sono stati introdotti i “Promoted Tweet”, che danno la possibilità agli utenti di sponsorizzare i propri tweet con un *boost* parallelo a quanto spendono.⁸⁹

Inizialmente la piattaforma era stata pensata per la creazione e gestione podcast, ma il lancio di iTunes da parte di Apple bloccò lo sviluppo dell’idea ed i fondatori, Jack Dorsey ed alcuni componenti di Odeo (società californiana), decisero di virare verso una piattaforma di messaggistica che permettesse di condividere SMS con un pubblico selezionato.⁹⁰

Twitter ha visto crescere vertiginosamente la propria popolarità nel corso del 2007, quando è stato man mano lanciato in tutti i paesi del mondo.

Al pari di Facebook, twitter ha assunto anche un ruolo come piattaforma di informazione, che molti hanno sostituito ai giornali come fonte per l’aggiornamento real time su fatti di attualità.

Molti personaggi di rilievo condividono contenuti e pensieri con i propri follower, anche nel mondo del giornalismo e della politica o economia. All’elemento positivo del real time, si contrappone l’esposizione degli utenti alle fake news, tanto discusse negli ultimi mesi.

⁸⁹ Capital IQ

⁹⁰ <https://it.wikipedia.org/wiki/Twitter>

L'assetto proprietario di Twitter è leggermente differente rispetto a Facebook. I principali azionisti sono The Vanguard Group (al 7,23%, per un controvalore di circa 1,8 \$/mld), Morgan Stanley (al 5,85%, per un controvalore di circa 1,5 \$/mld) e BlackRock (al 4,71%, per un controvalore pari a circa 1,2 \$/mld).

I fondatori, Jack Dorsey (al 2,14%, per un controvalore di circa 539,5 \$/mln) e Evan Clark Williams (al 3,62%, per un controvalore di circa 913,5 \$/mln) si trovano in una posizione meno influente dell'assetto proprietario rispetto a Zuckerberg con Facebook.

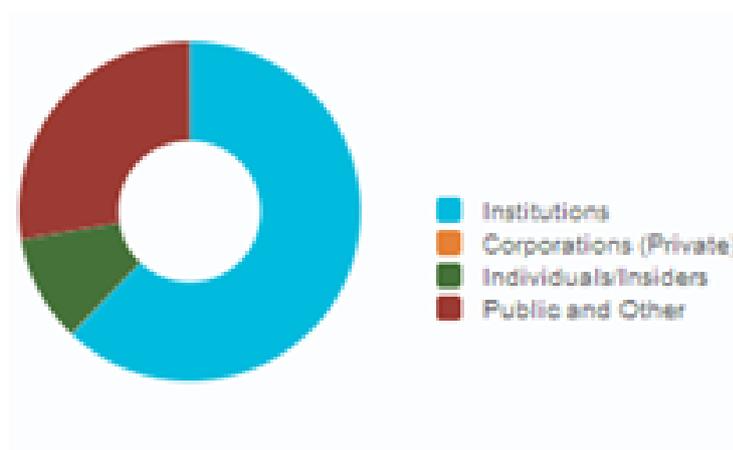
Proprietari principali⁹¹

Holder	Common Stock Equivalent Held	% of Total Shares Outstanding	Market Value (USD in mm)	Position Date
The Vanguard Group, Inc.	54,225,840	7.23	1,823.6	Mar-31-2018
Morgan Stanley Investment Management Inc.	43,901,042	5.85	1,476.4	Mar-31-2018
BlackRock, Inc.	35,350,229	4.71	1,188.8	Mar-31-2018
Coastue Management, L.L.C.	35,069,644	4.68	1,179.4	Mar-31-2018
ClearBridge Investments, LLC	31,118,951	4.15	1,046.5	Mar-31-2018
Bin Talal Bin Abdulaziz Al Saud Ph.D., Alwaleed	30,100,078	4.01	1,012.3	Dec-31-2016
Williams, Evan Clark	27,164,198	3.62	913.5	May-11-2018
Dorsey, Jack	16,042,428	2.14	539.5	Apr-02-2018
State Street Global Advisors, Inc.	11,700,908	1.56	393.5	Mar-31-2018
Teachers Insurance and Annuity Association of America - College Retirement Equities Fund	10,545,080	1.41	354.6	Mar-31-2018

⁹¹ Fonte: Capital IQ - <https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/company.aspx?companyId=20765463>

Dividendo l'assetto per tipologia di detentore di azioni, le istituzioni sono al primo posto, con circa 65% del totale delle azioni, seguite da aziende e privati per il restante 35% del valore.

Proprietari per tipologia⁹²



Si rimarca in generale il 62,05% del totale delle azioni è in mano a proprietari che ne possiedono quote al disotto dell'1,5%. La ripartizione è molto simile a quella di Facebook, ma ciò che contraddistingue Twitter rispetto alla prima è il fatto che le prime quote di controllo siano in mano a fondi di investimento e non a fondatori dell'azienda. Da un lato ciò denota una perdita di controllo da parte di questi ultimi, che potrebbero perdere l'influenza rilevante (almeno rispetto a quanta ne può ancora esercitare Zuckerberg nella propria società).

Della differenza tra questi due sistemi di governance ne abbiamo parlato nel corso del primo capitolo, quando discutevamo se la forte presenza dell'imprenditore, come accade in Italia, fosse un elemento negativo o, al contrario, positivo per l'azienda.

Nel management di Twitter, i nomi più rilevanti sono Omid R. Kordestani (Executive Chairman), Jack Dorsey (CEO & Director), Ned Segal (CFO) e Biz Stone e Noah Herbert (entrambi Co – Founder).

⁹² Fonte: Capital IQ

ii. Analisi dell'IPO e del titolo azionario

Twitter ha annunciato il collocamento agli investitori mediante un Tweet, mezzo di comunicazione anche per quanto riguarda la rassegna stampa della società.

L'azienda è stata quotata avvalendosi di Goldman Sachs, Morgan Stanley, JP Morgan, Merrill Lynch e Deutsche Bank come bookrunner e Allen & Company LLC e CODE come co-manager.

L'offerta è stata di 70.000.000 azioni ad un prezzo di circa 26\$ per azione.⁹³ Le azioni offerte hanno raccolto circa 1,8 \$/mld (valutando l'azienda 14,2 \$/mld in totale).

Oltre all'ammontare di azioni indicato, sono state offerte come greenshoe ulteriori 10.500.000 azioni in opzione di acquisto a 30 giorni ai sottoscrittori.

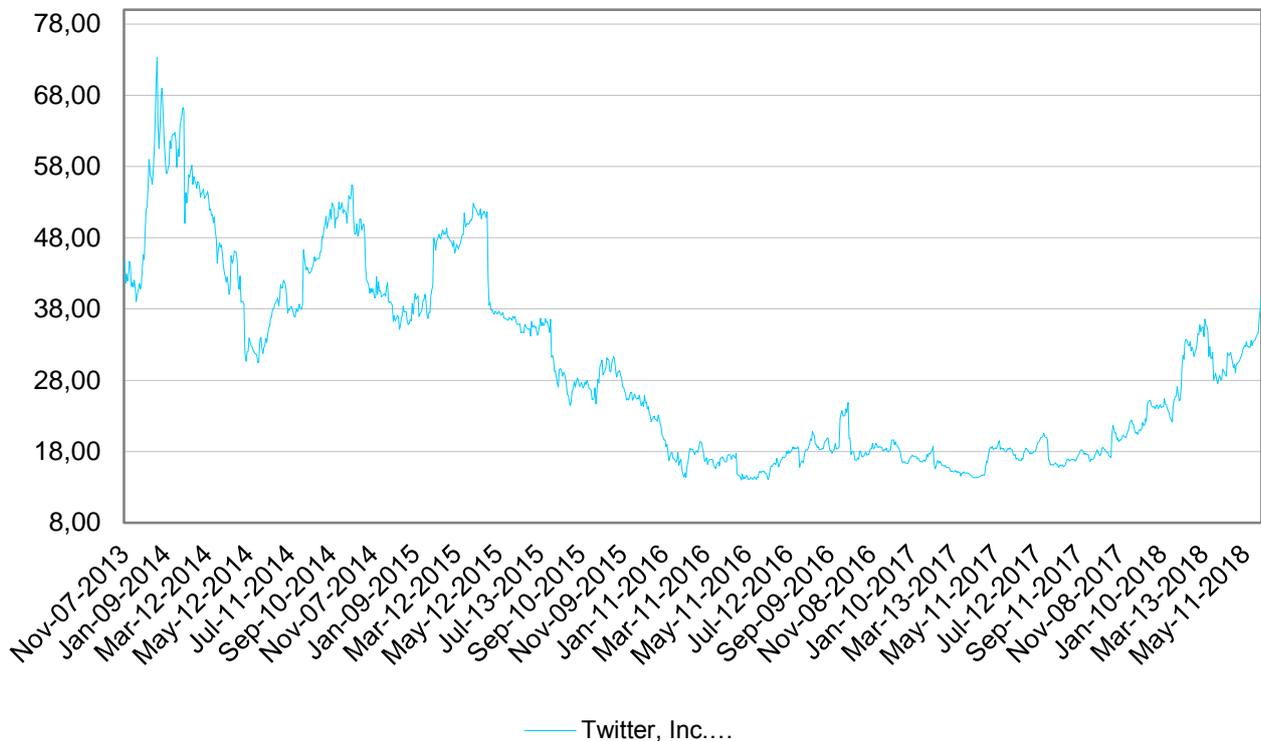
Nel grafico a pagina seguente emerge come, al contrario di quanto accaduto con Facebook, il prezzo del primo giorno di quotazione a Wall Street schizzato nell'entusiasmo generale, con una crescita in misura del 70%, chiudendo a 44,9 \$ a fine primo giorno.

A pagina seguente, uno storico del titolo azionario di Twitter dall'IPO al 1 giugno 2018.⁹⁴

⁹³ <https://twitter.com/twitter/status/398235511254298624/photo/1>

⁹⁴ Fonte: Capital IQ

Twitter, Inc. (NYSE:TWTR) - Share Pricing



Il prezzo delle azioni di Twitter, inizialmente schizzato nei primi mesi post quotazione, in preda all'entusiasmo del mercato, ha vissuto tre fasi fino ad ora:

- **Dicembre 2013 – Febbraio 2016:** Fase di declino del titolo, probabilmente dovuta ad una sopravvalutazione di esso al momento dell'emissione, soprattutto nel mese successivo, che ha visto il mercato scambiare azioni Twitter a 73,31 \$ il 26 Dicembre 2013, picco del prezzo del titolo. L'11 febbraio 2016, il titolo veniva scambiato a 14,31 \$. Il mercato ha scontato il fatto che Twitter abbia faticato, come molte altre delle startup del settore, a trovare la fonte di ricavo per finanziare la società in maniera autonoma. Da rimarcare che durante il periodo Twitter ha emesso nuove azioni, aumentando l'offerta al mercato, che al contrario di quanto accaduto con Facebook non è stata seguita dalla domanda.

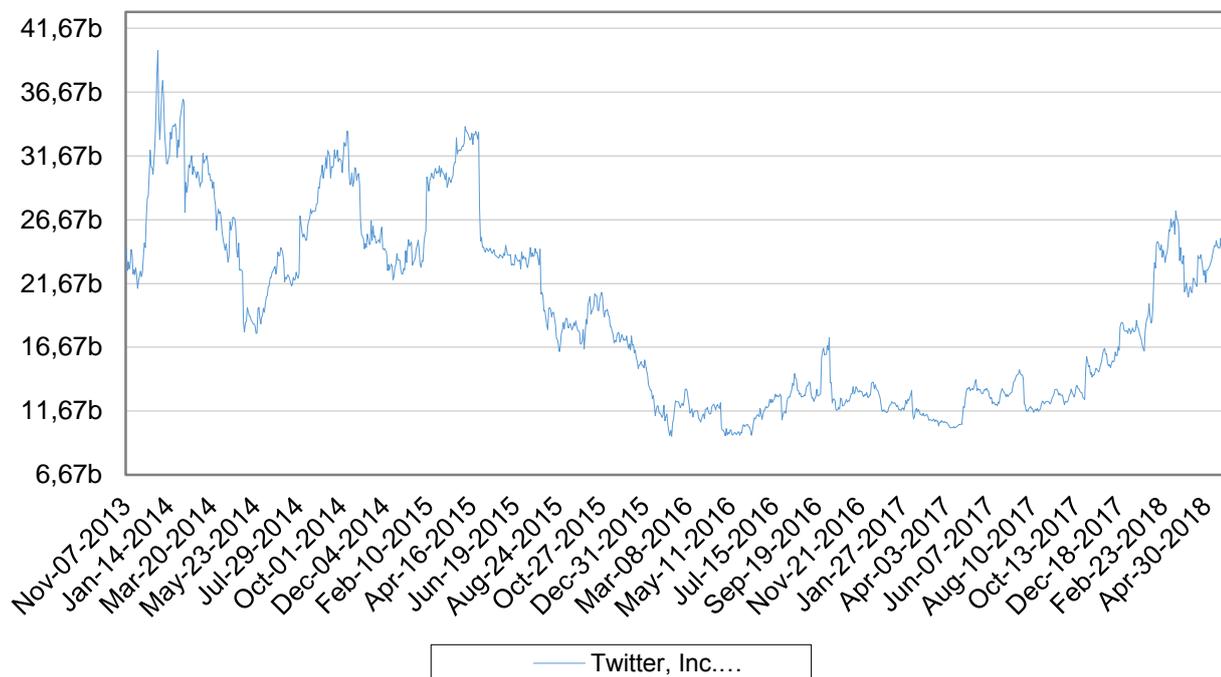
- **Febbraio 2016 – Settembre 2018:** Fase di stabilizzazione del titolo, che ha seguito un andamento costante intorno ai 17 \$. Il periodo corrisponde probabilmente ad un momento di studio dell'azienda da parte degli operatori.
- **Ottobre 2018 – Giugno 2018:** Il titolo sembra in netta ripresa e sta recuperando i livelli dell'emissione. La market cap (evidenziata nel seguente grafico) è ritornata al disopra dei livelli al momento dell'emissione.

Come possiamo vedere dal grafico seguente, al momento della quotazione il valore di mercato di Twitter era 23,37 \$/mld, ha toccato il livello più basso l'11 febbraio 2016 (a 9,70 \$/mld) ed è al 5 giugno pari a 29,85 \$/mld.

Il trend sembra essere di crescita convinta, dal 1 giugno 2017, al 1 giugno 2018 il titolo è infatti cresciuta da 17,44\$ (con market cap pari a 13,2 \$/mld) a 37,88\$ (con market cap pari a 29,8 mld). Ciò corrisponde ad una crescita del 117% in un anno del prezzo del titolo e del 126% della market cap.⁹⁵

⁹⁵ Fonte: Capital IQ

Twitter, Inc. (NYSE:TWTR) - Market Capitalization



Studiando la correlazione tra Twitter e Facebook, emergono elementi interessanti circa l'andamento delle due società.

Richiamo teorico: Il coefficiente di correlazione

Anche chiamato indice di correlazione di Pearson, compreso tra -1 e 1 è dato dalla seguente formula:

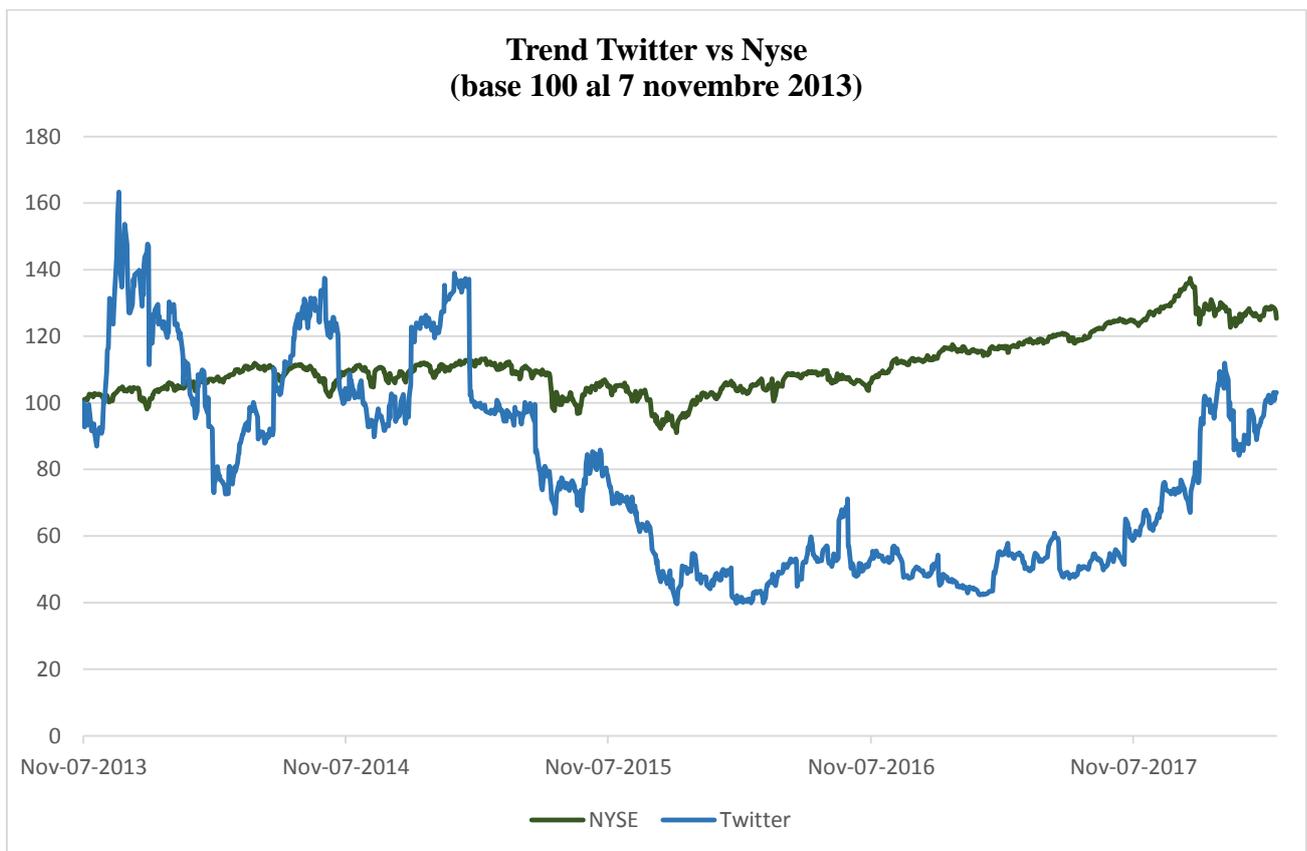
$$\text{Coefficiente di correlazione } (a, b) = \frac{\text{Covarianza } (a, b)}{\text{Devianza } (a) \times \text{Devianza } (b)}$$

Un coefficiente di correlazione superiore a 0 indica che i rendimenti si muovono nella stessa direzione (hanno una correlazione positiva), fino ad arrivare a 1, che indica la perfetta proporzionalità tra rendimenti di due titoli. In negativo invece i titoli si muovono in maniera contrastante (hanno una correlazione negativa). Quando il coefficiente è uguale a 0, esiste una casualità tra i movimenti dei rendimenti dei due titoli.

Il coefficiente di correlazione tra rendimenti dei due titoli, pari a 0,27, ne esprime da un lato un grado di co-dipendenza ad alcuni fattori terzi (come possono essere le opinioni delle persone sulla privacy relativa ai social network e influenze dell'andamento del mercato di appartenenza), ma d'altra parte fa emergere come in realtà le due società non siano molto correlate e quindi come le due società siano molto diverse tra loro.

Effettivamente, studiando il trend di Facebook si nota un continuo migliorare del rendimento, senza particolari criticità ad esclusione del crollo post scandalo circa la privacy e la vendita di dati a Cambridge Analytics. Twitter, al contrario mostra due linee di tendenza ben diverse, prima di decrescita e poi di ripresa.

Come nel caso relativo a Facebook, nel seguente grafico viene messo a confronto il rendimento di Twitter, con quello del NYSE, in un periodo che va dal 7 novembre 2013 (posto come base 100), fino al primo giugno 2018.



Anche in questo grafico⁹⁶ notiamo i tre periodi di cui si è parlato pocanzi in cui Twitter è andato molto al di sotto delle performance del NYSE, recuperando poi nell'ultimo periodo, ma non a sufficienza per colmare totalmente il gap creatosi dal 7 novembre 2013 all'11 aprile 2017 (momento in cui il differenziale tra rendimenti aveva toccato il massimo di 72 punti).

iii. Indicatori di performance

Tabella 1: Andamento dei multipli di mercato (media per anno)⁹⁷

For Year Ending	2013	2014	2015	2016	2017	2018
TEV/LTM Total Revenue	50,36x	31,28x	13,64x	4,38x	4,33x	8,00x
TEV/LTM EBITDA	ND	ND	ND	260,43x	113,37x	58,59x
TEV/LTM EBIT	ND	ND	ND	ND	ND	ND
P/LTM EPS	ND	ND	ND	ND	ND	ND
P/LTM Normalized EPS	ND	ND	ND	ND	ND	ND
P/BV	33,09x	11,13x	5,99x	2,73x	2,75x	4,42x
P/Tangible BV	44,71x	14,04x	7,87x	3,82x	3,76x	5,87x
TEV/LTM Unlevered FCF	-	120,32x	162,41x	35,36x	15,03x	30,62x

Nella tabella vengono studiati i principali multipli di mercato di Twitter, sia da una prospettiva asset side, che equity side.

⁹⁶ Fonte: Capital IQ

⁹⁷ Fonte: Capital IQ

L'andamento dei multipli è decisamente diverso rispetto a quanto studiato per Facebook. In primo luogo, alcuni non sono ancora calcolabili, perché l'azienda non ha ancora indicatori positivi collegati ai multipli, che ne rendono impossibile l'utilizzo.

Il multiplo EV/Ricavi ha subito una decrescita continua, non solo a causa dell'andamento (in aumento) dei ricavi, ma bensì dovuto principalmente allo sgonfiarsi del titolo azionario e di conseguenza della fiducia che il mercato ripone verso Twitter. Solo nell'ultimo anno, come immaginabile (visto quanto detto prima sull'andamento della capitalizzazione), abbiamo vediamo il multiplo riprendere quota, passando da 4,3x a 8,0x.

Lo stesso andamento del multiplo appena analizzato, lo possiamo notare anche per gli altri indicatori calcolabili. Ad esempio il multiplo P/BV è passato da 33,1x a 2,75x dal 2013 al 2017. Si è poi ripreso tra 2017 e 2018, arrivando a 5,9x.

Analizzando il bilancio di Twitter al 31/03/2018, si può spiegare l'aumento della fiducia del mercato a partire dal 2017 a causa del segno positivo sull'EBITDA del titolo, comparso nel 2016 (+61,7 \$/mln), prima sempre pesantemente negativo (ad esempio -531,6 \$/mln nel 2013; -175 \$/mln nel 2015)⁹⁸.

Nei forecast 2018, sembrerebbero esserci le possibilità per vedere per la prima volta un net income positivo (14 \$/mln).⁹⁹

La crescita convinta del titolo Twitter sembrerebbe proprio dettata da questi ultimi elementi. Gli investitori hanno visto che, mentre i flussi in entrata di Twitter (come vedremo nella Tavella 3) si sono stabilizzati, l'azienda sembra essere riuscita ad efficientare la propria struttura dei costi.

Seguono, come fatto per Facebook, due tabelle che analizzano il multiplo EV/Utenti attivi e la performance per utente, in modo tale da rendere comparabili i risultati delle due società.

Tabella 2: Andamento multiplo EV/Utenti attivi (Fotografie al 31/12 di ogni anno indicato)¹⁰⁰

⁹⁸ Bilancio d'esercizio 2017 Twitter; Capital IQ

⁹⁹ Capital IQ

¹⁰⁰ Fonti: Report trimestrale di esercizio IQ 2018 Twitter;

	Utenti attivi mensilmente (mln)	EV (\$/mln)	Multiplo EV/Utenti attivi
2013	241	36630	152,0
2014	288	20300	70,5
2015	305	13790	45,2
2016	318	9550	30,0
2017	330	15640	47,4
marzo 2018	336	19090	56,8

Il primo commento che sorge spontaneo è che la crescita degli utenti di Twitter è molto più lenta rispetto a quella di Facebook, oltre che in termini assoluti, anche in termini relativi, il che non fa altro che aumentare il gap. La crescita degli utenti procede ad un ritmo medio negli ultimi 5 anni del 7,1% (contro il 12,5% di Facebook, che anche in termini assoluti si ritrova con ben 1,9 miliardi di utenti attivi in più).

Dalla tabella emerge come il multiplo EV/Utenti attivi ha vissuto, come l'enterprise value ed in generale tutti gli indicatori di performance di Twitter, un periodo di declino seguito da una netta ripresa dal 2017, anno che sembra essere della svolta per l'azienda.

La crescita molto lenta degli utenti attivi rende il multiplo fortemente correlato all'enterprise value.

Il valore implicito di ogni utente è circa un terzo di quello che il mercato fattorizzava nel 2013, ma è in ripresa dal 2016, anno in cui ha toccato il punto più basso (30\$).

Tabella 3: Indicatori della performance per utente di Facebook (Fotografie al 31/12 di ogni anno indicato)¹⁰¹

Statista. Com: <https://www.statista.com/statistics/282087/number-of-monthly-active-twitter-users/>

¹⁰¹Fonti:

- Bilancio di esercizio IQ 2018 Facebook
- Capital IQ

	Ricavi Twitter (\$/mln)	Ricavo per utente (\$)	Tx attualizzazione implicito ricavi
2013	664,9	2,76	2%
2014	1403	4,87	7%
2015	2218	7,27	16%
2016	2529,6	7,95	26%
2017	2443,3	7,40	16%
Normalizzato 2018	2559,9	7,62	13%

In questa tabella notiamo una nuova differenza rispetto a quanto visto per Facebook. Twitter è fermo dal 2015 nella statistica del ricavo per utente, che si è stabilizzato intorno a 7,5\$. Questa statistica, unita alla crescita degli utenti molto rallentata (pari a c. 4% per anno negli ultimi due anni), ha portato alla stabilizzazione dei ricavi, che come possiamo vedere nella tabella, sono fermi a c. 2,5 miliardi dal 2016.

L'azienda sembra essersi stabilizzata, a meno di grosse sorprese nell'offerta nei prossimi anni, e sta lavorando più sulla riduzione dei costi, che sull'aumento dei ricavi, come fosse un'azienda matura.

Il tasso di attualizzazione implicito dei ricavi risulta molto più elevato rispetto a quello di Facebook. Lo spread tra i due tassi nel 2016 ha infatti toccato il 15%. La riduzione dei costi da parte di Twitter del 2017 è stata poi apprezzata dal mercato, che ha riportato a livelli più alti il valore attribuito ad ogni utente.

d) Snapchat (Snap. Inc.)

i. Company Profile

*“Snapchat is a camera. No, not the kind with a flashbulb and a lens cap. It’s a new kind of camera that’s connected to your friends and the world. Over 180 million people use it every day to talk, play, learn — and take some pictures, too.”*¹⁰²

Snapchat si autodefinisce come una “camera company”, fondata nel 2010, che opera a livello internazionale ed al 1 giugno 2018 conta 3.069 dipendenti ed ha come sede centrale il proprio headquarter a Venice, California.

L’idea di business è partita da tre studenti dell’università di Standford, Evan Spiegel, Bobby Murphy e Reggie Brown (poi escluso nel 2011 dai primi due).

La società offre agli utenti un’App che permette la condivisione di contenuti foto e video tra gli iscritti. La differenza con un App di messaggistica è che i messaggi sono quasi sempre scambiati con l’ausilio o in risposta a contenuti grafici.

Gli utenti possono decidere per quanto tempo il contenuto sarà visibile alle persone con le quali è stato condiviso. A seguito del tempo impostato, il contenuto sparirà dal cellulare del destinatario.

Negli ultimi anni, l’azienda sta cercando di virare verso un modello di business più redditizio, viste le notevoli difficoltà evidenziatesi durante i primi anni di vita, soprattutto da un punto di vista finanziario ed economico, con ingenti necessità di finanziamento per la sostenibilità del business.¹⁰³

Per andare nella direzione dell’aumento dei ricavi, sono stati ideati dei contenuti sponsorizzabili da parte delle aziende, che quindi sono ora in grado di condividere con gli utenti Snapchat nuovi prodotti e pubblicità mediante contenuti simili a quelli scambiati tra utenti.

Prima della quotazione in borsa della società, Facebook ha provato a rilevarla ricevendo un no come risposta dai fondatori, che sono voluti andare avanti con le proprie gambe,

¹⁰² <https://whatis.snapchat.com/>

¹⁰³ Capital IQ

andando incontro ad un grosso pericolo, in quanto Facebook, una volta incassato il no, ha deciso di lanciare le Instagram stories, che hanno dato un duro colpo alla crescita di Snapchat.

Anche per Snapchat è valido quanto detto per Facebook e Twitter sui personaggi famosi, che ne fanno un grosso utilizzo per la condivisione continua con i propri fan delle loro attività giornaliere o pubblicità.

L'assetto proprietario di Snapchat presenta una netta influenza dei fondatori, che sono presenti al 33,2% cumulativamente, diviso in 18,7% di Evan Spiegel e 16,5% di Robert Murphy. Con una presenza minore rispetto a Facebook e soprattutto Twitter, a seguire troviamo fondi di investimento, tra cui Lightspeed Venture Partners, con una partecipazione pari a 6,52% (per un controvalore pari a 0,9 \$/mld) e Benchmark al 3,83% (per un controvalore pari a 0,5 \$/mld).

I fondatori in questo caso hanno ancora il controllo della società, vista la frammentazione degli altri investitori.

Proprietari principali¹⁰⁴

Holder	Common Stock Equivalent Held	% of Total Shares Outstanding	Market Value (USD in mm)	Position Date
Spiegel, Evan	235,551,803	18.72	2,522.8	Mar-01-2018
Murphy, Robert	207,645,819	16.50	2,223.9	Dec-31-2017
Lightspeed Venture Partners	81,996,630	6.52	878.2	Mar-02-2017
Benchmark	48,199,160	3.83	516.2	Feb-07-2018
T. Rowe Price Group, Inc.	21,613,890	1.72	231.5	Mar-31-2018
FMR LLC	21,054,960	1.67	225.5	Mar-31-2018
Coatue Management, L.L.C.	20,358,919	1.62	218.0	Mar-31-2018
The Vanguard Group, Inc.	19,776,382	1.57	211.8	Mar-31-2018
Tybourne Capital Management (HK) Ltd.	15,888,000	1.26	170.2	Mar-31-2018
Institutional Venture Partners	14,658,170	1.17	157.0	Mar-31-2018

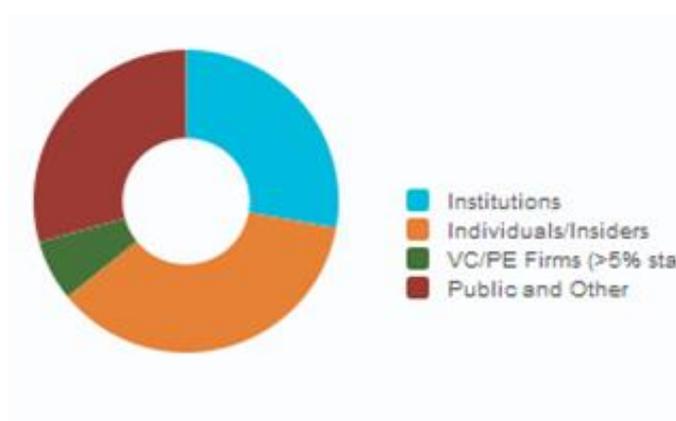
Si rimarca in generale che il 49,47% del totale delle azioni è in mano ad azionisti che ne possiedono quote al disotto dell'1,5%.

La ripartizione differisce dalle due precedenti società perché:

- Le azioni sono maggiormente concentrate in capo a pochi soggetti (il 40 % è in mano a due individui ed un fondo);
- I fondi d'investimento esercitano una pressione meno rilevante in primis rispetto a Twitter, ma anche rispetto a Facebook.

¹⁰⁴ Fonte: Capital IQ - <https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/company.aspx?companyId=20765463>

Proprietari per tipologia¹⁰⁵



Dividendo l'assetto per tipologia di detentore di azioni, i privati sono al primo posto, con circa 40% del totale delle azioni, seguite da istituzioni e altri per il restante 60% del valore.

Nel management di Snapchat, i nomi più rilevanti sono Michael M. Lynton (Chairman), Evan Spiegel (Co-Founder, CEO & Director), Robert Murphy (Co-Founder, CTO & Director), Timothy Stone (CFO) e Imran Khan (Chief Strategy Officer).

¹⁰⁵ Fonte: Capital IQ

ii. Analisi dell'IPO e del titolo azionario

Snapchat è stata quotata avvalendosi di Morgan Stanley, Goldman Sachs, JP Morgan, Merrill Lynch, Deutsche Bank, Barclays, Credit Suisse e Allen & Company come bookrunner e manager.

L'offerta è stata di 230.000.000 azioni (di cui 145.000.000 in offerta pubblica di sottoscrizione e 55.000.000 in offerta pubblica di vendita) ad un prezzo di circa 17\$ per azione.¹⁰⁶ Tramite le azioni offerte, la società ha raccolto circa 3,91 \$/mld (valutando l'azienda circa 24 \$/mld in totale).

Oltre all'ammontare di azioni indicato, sono state offerte come greenshoe ulteriori 30.000.000 azioni in opzione di acquisto a 30 giorni ai sottoscrittori.

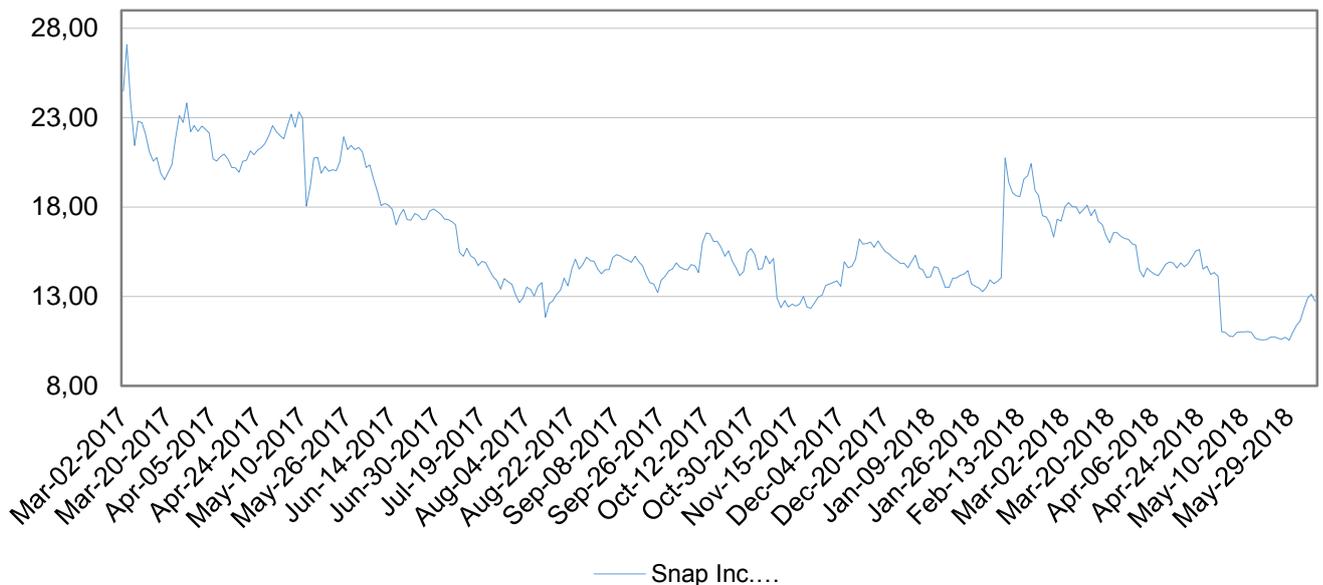
Viene indicato nel grafico a pagina seguente il prezzo del titolo azionario al primo giorno di emissione, da cui emerge come il titolo abbia avuto un'immediata crescita fino a 24,48\$ (+44%), toccando al secondo giorno di quotazione il picco storico, mai più raggiunto, pari a 27,09\$ per azione.

Anche in questo caso dai dati trapela un entusiasmo del mercato nei primi giorni di quotazione, distaccato dall'andamento in termini economico-finanziari della società.

¹⁰⁶ <https://investor.snap.com/news-releases/2017/03-07-2017-210448059>

Di seguito, uno storico del prezzo del titolo azionario di Snapchat dalla IPO, avvenuta il 2 marzo del 2017, fino al 5 giugno 2018.¹⁰⁷

Snap Inc. (NYSE:SNAP) - Share Pricing



Premessa: l'andamento storico delle azioni di Snapchat è meno indicativo rispetto alle società studiate finora. Ci troviamo di fronte ad un'azienda giovane, che ancora non ha dimostrato la funzionalità del proprio modello di business.

Come detto nel secondo capitolo relativo alla valutazione d'azienda, Damodaran stesso vede delle criticità nella valutazione di società giovani, che possono cambiare totalmente anche nel giro di pochi mesi, come avvenuto nell'ultimo anno con Twitter. Non è quindi escluso il poter vedere una ripresa in futuro da parte dell'azienda, che per ora vive un periodo di declino in borsa.

¹⁰⁷ Fonte: Capital IQ

Da quanto si può vedere nel grafico precedente, il titolo di Snapchat ha perso il 48% dalla quotazione al 5 giugno 2018, passando da 24,48 \$ a 12,43\$.

Probabilmente l'entusiasmo, sia relativo al successo in termini di popolarità che rispetto a tutto il settore dei social network a inizio 2017, ha portato gli investitori a riporre le proprie speranze eccessivamente sulla startup, che poi nel periodo post quotazione ha fatto emergere dei limiti dai quali ancora non sembra uscire.

Di fatti a livello di EBITDA i dati non sono molto confortanti: nel 2017 la società ha registrato 3,4 miliardi di rosso ed un net income pari a -3,45 miliardi.

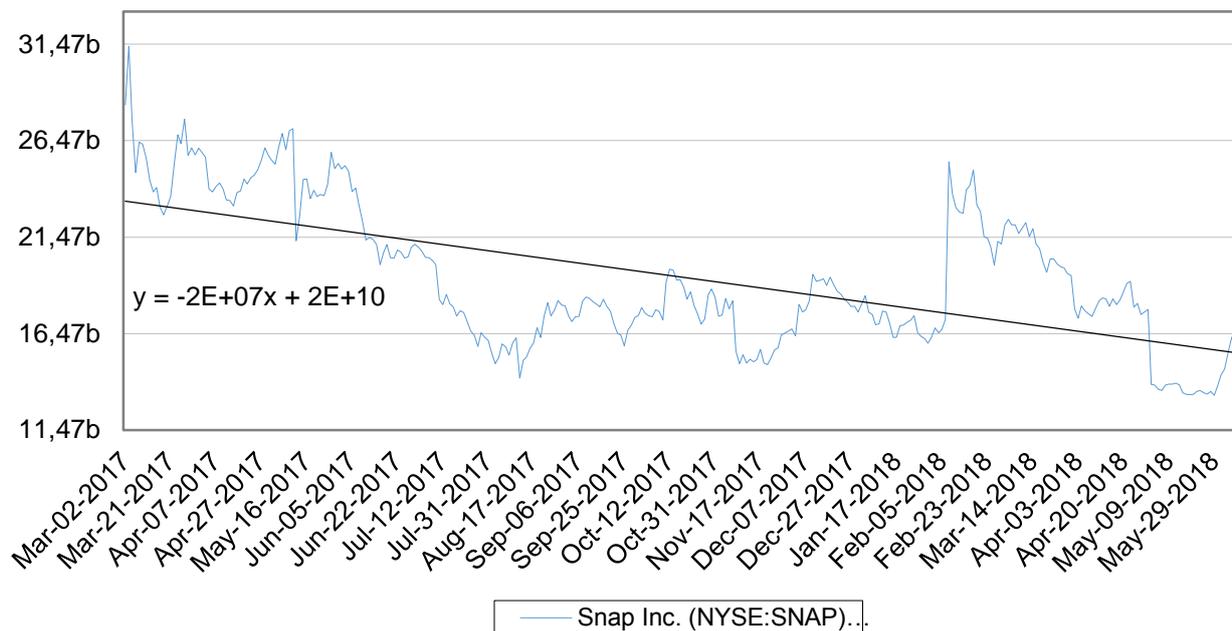
Al momento Snapchat necessita di circa 2 miliardi l'anno di fundraising per tenersi in piedi.

Tutti questi elementi non piacciono agli investitori che, nonostante la crescita dei ricavi a rate molto elevate (come analizzeremo nei prossimi paragrafi), non sono convinti dalla presenza di costi molto elevati (oltre alla ricerca e sviluppo, pesa molto anche il costo del venduto).

Ovviamente anche per quanto concerne la market cap, il declino è risultato molto sostenuto.¹⁰⁸

¹⁰⁸ Fonte: Capital IQ

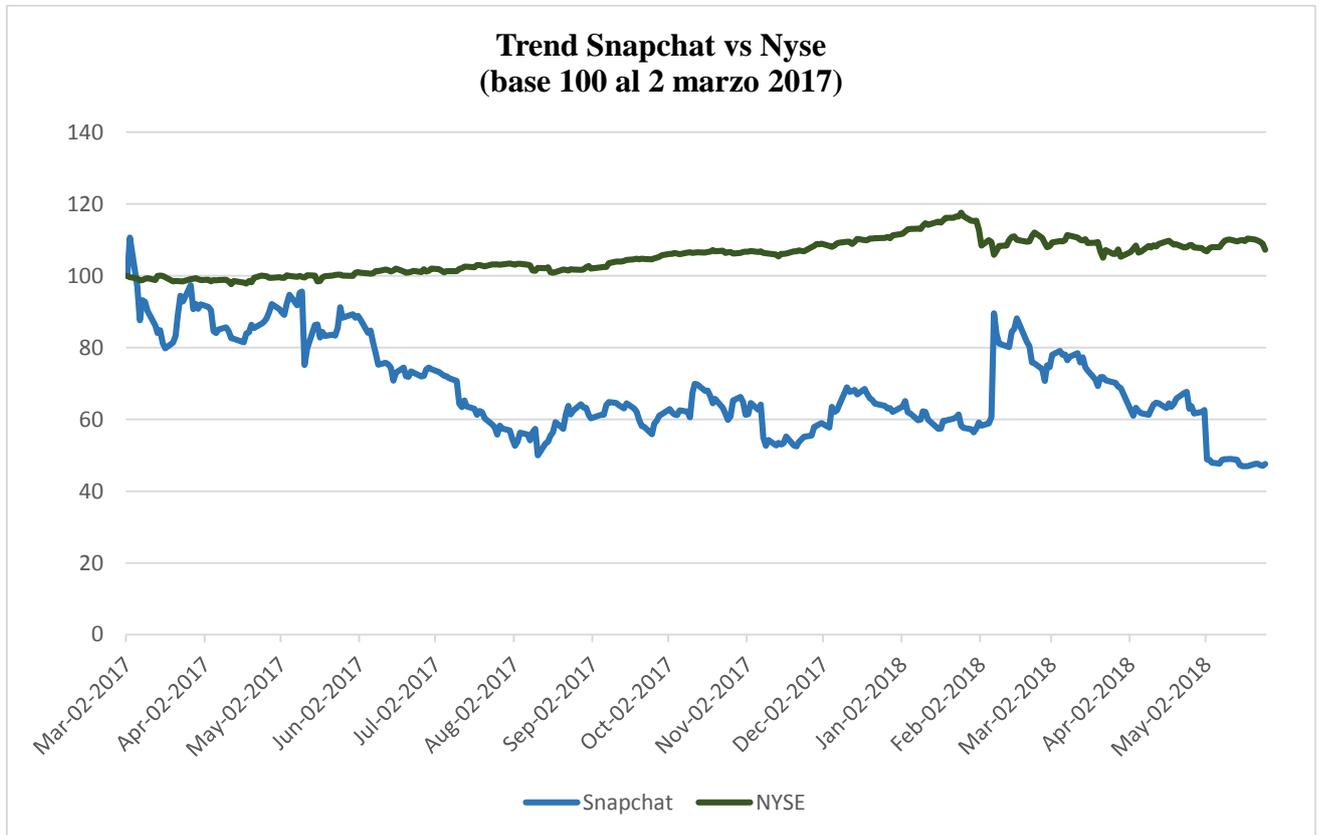
Snap Inc. (NYSE:SNAP) - Market Capitalization



Studiando la correlazione tra Snapchat ed i comparable studiati finora (Twitter e Facebook), emerge che:

- Il coefficiente di correlazione tra rendimenti del titolo con Facebook è pari a 0,004, che esprime una casualità tra rendimenti dei due titoli. Ciò da un lato sembra è sorprendente, in quanto le due startup appartengono allo stesso settore, ma d'altra le due società hanno condizioni totalmente diverse tra loro (come già descritto);
- Il coefficiente di correlazione tra rendimenti del titolo con Twitter è invece 0,04 nel periodo di studio (dalla quotazione di Snapchat). Ne derivano conclusioni simili a quelle evidenziate nel confronto con Facebook.

Di seguito, il grafico che mette a confronto il rendimento di Snap.inc, con quello del NYSE, dalla quotazione del titolo al 2 marzo 2017 (posto come base 100), fino al primo giugno 2018.



Snapchat ha un rendimento negativo ed al 25 maggio 2017 ha raggiunto il livello più ampio di spread tra rendimenti del periodo (circa 100 punti).

iii. Indicatori di performance

Tabella 1: Andamento dei multipli di mercato (media per anno)¹⁰⁹

For Year Ending	2017	2018
TEV/LTM Total Revenue	34,37x	20,15x
TEV/LTM EBITDA	ND	ND
TEV/LTM EBIT	ND	ND
P/LTM EPS	ND	ND
P/LTM Normalized EPS	ND	ND
P/BV	6,76x	6,08x
P/Tangible BV	8,55x	8,29x
TEV/LTM Unlevered FCF	44,39x	35,32x

Nella tabella vengono studiati i principali multipli di mercato di Snapchat, sia da una prospettiva asset side, che equity side.

Molti multipli non sono calcolabili, in quanto i risultati economici di Snapchat non lo permettono ancora, come descritto in precedenza.

Il multiplo EV/Ricavi si è quasi dimezzato a causa dell'andamento della market cap, non confortante. L'aumento dei ricavi al denominatore ha avuto anche una sua parte di effetto sul multiplo.

Il resto dei multipli calcolabili è rimasto stabile, dando idea che il mercato stia seguendo i risultati aziendali in termini di FCF (non confortanti) nella compravendita del titolo.

Nei forecast 2018, sembrerebbe aumentare l'EBITDA a -1,5 \$/mld circa (da circa -3,4 \$/mld del 2017), aumento non sufficiente per migliorare la fiducia del mercato.¹¹⁰ Dalla pubblicazione dei risultati del primo trimestre 2018, al primo giugno 2018 il titolo ha infatti perso il 30% del valore in borsa.

¹⁰⁹ Fonte: Capital IQ

¹¹⁰ Capital IQ

Seguono due tabelle che analizzano il multiplo EV/Utenti attivi e la performance per utente.

Tabella 2: Andamento multiplo EV/Utenti attivi (Fotografie al 31/12 di ogni anno indicato)¹¹¹

	Utenti attivi mensilmente (mln)	EV (\$/mln)	Multiplo EV/Utenti attivi
2016	220	27000	122,7
2017	246	15310	62,2
marzo 2018	255	17450	68,4

La crescita degli utenti attivi Snapchat nel 2017 è stata pari all'11,9%, e sembra ancor più forte in trend nel 2018 (crescita attesa pari a 15%).

Anche in questo caso, il ritmo medio negli anni passati è inferiore a Facebook (12,5% all'anno negli ultimi 5 anni) e ciò aumenta il divario in termini assoluti.

Dalla tabella emerge come il multiplo EV/Utenti attivi ha vissuto, un periodo crollo nel 2017, con una piccola ripresa a marzo 2018. L'andamento in borsa del titolo a seguito di marzo fa pensare ad un ulteriore crollo del multiplo.

Il valore implicito di ogni utente è circa un mezzo di quello che il mercato fattorizzava nel 2016.

¹¹¹Fonti: Report trimestrale di esercizio IQ 2018 Snapchat; Statista. Com: <https://www.statista.com/statistics/282087/number-of-monthly-active-twitter-users/>

Tabella 3: Indicatori della performance per utente di Facebook (Fotografie al 31/12 di ogni anno indicato)¹¹²

	Ricavi Snapchat (\$/mln)	Ricavo per utente (\$)	Tx attualizzazione implicito ricavi
2016	404,5	1,84	1%
2017	824,9	3,35	5%
Normalizzato 2018	906	3,55	5%

In questa tabella notiamo che il mercato ha sempre meno fiducia nei confronti del titolo Snapchat, soprattutto rispetto alle capacità dell'azienda di arrivare a Breakeven, che sembra ancora molto lontano.

Il ricavo per utente è in crescita (3,55\$ a marzo 2018), ma ancora molto inferiore sia a Twitter (7,6\$ a marzo 2018), che a Facebook (20,3 \$ a marzo 2018). In questi dati vediamo che le perplessità di Damodaran sono in realtà fondate rispetto a Snapchat, che si trova di fronte al grande problema di riuscire a capire come trarre guadagni dai propri utenti. Il dato è comunque in crescita e potrebbe dare risultati in caso di aumento di utenti e di efficientamento dei costi per utente, che risultano ancora troppo alti (soprattutto in termini di R&D, 101% sul fatturato e costo del venduto, 78% sul fatturato)¹¹³.

Il tasso di attualizzazione implicito dei ricavi risulta molto più basso rispetto a quelli di Facebook e Twitter. Lo spread con il tasso Facebook a marzo 2018 è infatti pari a 4% e con Twitter pari a 8%.

¹¹²Fonti:

- Bilancio di esercizio IQ 2018 Snapchat
- Capital IQ

¹¹³ Capital IQ

e) **LinkedIn**

i. **Company Profile**

LinkedIn è nata come piattaforma internet per connettere i professionisti in tutto il mondo, al fine di facilitarne lo sviluppo professionale ed il networking. L'azienda si è sviluppata notevolmente nel corso degli anni ed è diventata una fonte innovativa che permette alle aziende di fare scouting di talenti, assumere persone e condividere traguardi o articoli e post con un'audience più selezionata ed orientata al lavoro.

La startup, comprata nel dicembre 2016 da Microsoft per un totale di 27 \$/mld, ha capito di non poter competere con Facebook nel target di quest'ultima, ma che specializzandosi in un preciso segmento, quello del lavoro, poteva ritagliarsi una nicchia profittevole.

A seguito di LinkedIn sono nate altre piattaforme nell'ambito del social network professionale, ma non hanno ancora dato gli stessi risultati.

Al contrario di molti social network, LinkedIn ha trovato il modo di ottenere ricavi dai propri utenti, con l'offerta di un account Premium, che permette agli utenti di accedere a servizi utili ed ottenere una maggiore visibilità¹¹⁴.

La società, quotata in borsa fino a dicembre 2016, oggi è al 100% partecipata da Microsoft.

¹¹⁴ Bilancio di esercizio 2017 Microsoft

ii. Analisi dell'IPO e del titolo azionario

LinkedIn è stata seguita nel processo di quotazione da Morgan Stanley, JP Morgan, Merrill Lynch in veste di bookrunner e da Allen & Company e UBS come manager.

L'offerta è stata di 7.840.000 azioni (di cui 4.827.804 in offerta pubblica di sottoscrizione e 3.012.196 in offerta pubblica di vendita) ad un prezzo di circa 45\$ per azione.¹¹⁵

Tramite le azioni offerte, la società ha raccolto circa 352,8 \$/mln (valutando l'azienda circa 9 \$/mld in totale).

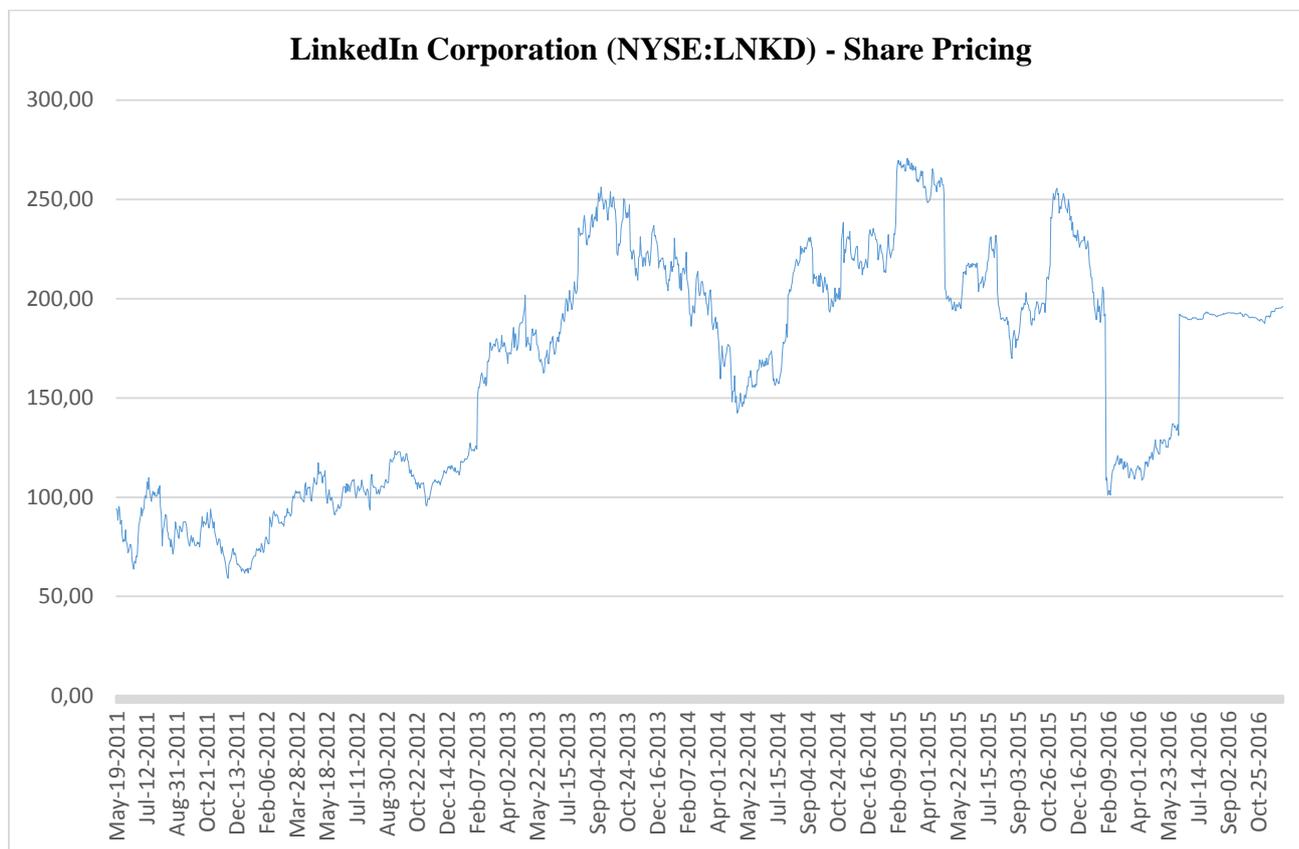
Oltre all'ammontare di azioni indicato, sono state offerte come greenshoe ulteriori 1.176.000 azioni in opzione di acquisto a 30 giorni ai sottoscrittori.

La chiusura del prezzo delle azioni alla fine del primo giorno di quotazione a Wall Street, osservabile nel grafico a pagina seguente, è stata a 94,25\$ (+109,4%).

Anche in questo caso emerge un entusiasmo del mercato nei primi giorni di quotazione, che però, al contrario di quanto accaduto per altre società, si confermerà in trend, fino all'acquisto nel 2016 da parte di Microsoft.

¹¹⁵ <https://news.linkedin.com/2011/05/linkedin-corporation-prices-initial-public-offering>

Di seguito, uno storico del titolo azionario di LinkedIn dalla IPO a fine 2016, anno dell'acquisto del 100% della società da parte di Microsoft, che ne ha decretato la rimozione del titolo dal mercato regolamentato.¹¹⁶

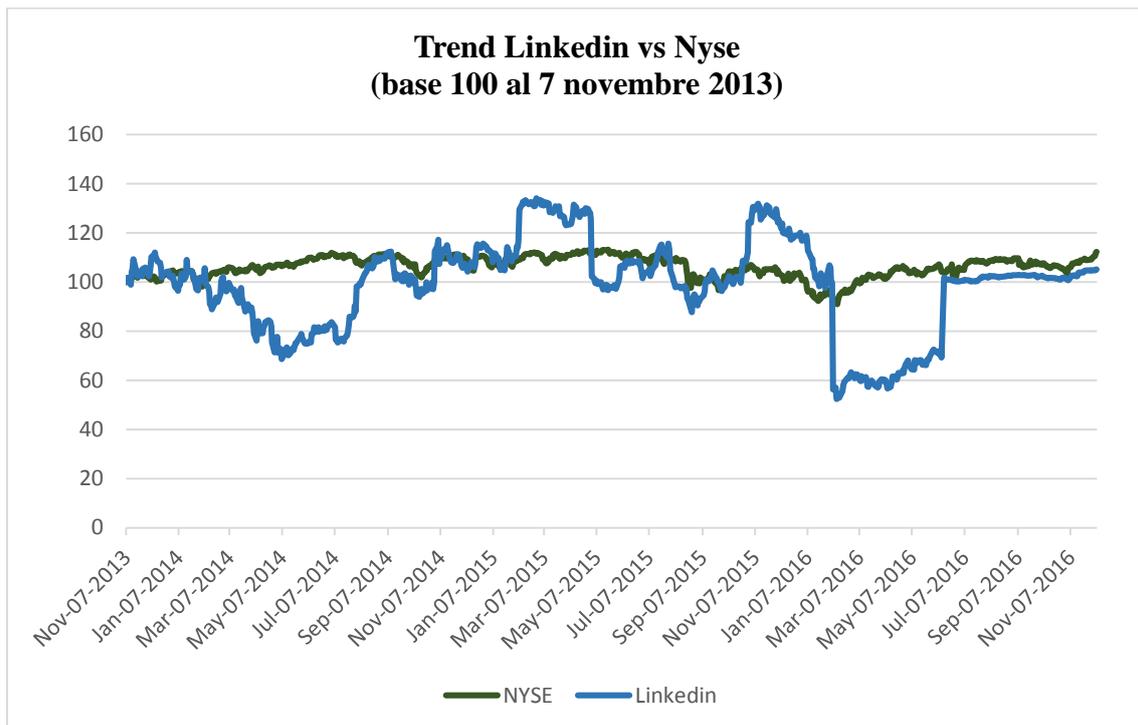


Il titolo di LinkedIn ha vissuto una crescita stabile a partire dalla quotazione, fino al 2014, anno in cui il trend del titolo di è stabilizzato fino ad inizio 2016 quando è crollato (-55% dal 31 dicembre 2015 al 2 febbraio 2016, visti i risultati negativi in termini di EBIT del 2015 (-121,8 \$/mln) ed in vista dei risultati attesi per il 2016 (poi conclusosi con un EBIT pari a -20,1 \$/mln ed un net income pari a -165 \$/mln).

Nei mesi finali del 2016, prima dell'acquisto da parte di Microsoft, il titolo si è rinvigorito, riportandosi a ridosso dei 200 \$ per azione.

• ¹¹⁶ Capital IQ

Nel grafico seguente, viene confrontato il trend di rendimento del titolo LinkedIn rispetto al NYSE dal 7 novembre 2013 (posta come base 100) al 7 dicembre 2016, giorno dell'acquisto da parte di microsoft.



Rispetto agli altri titoli studiati, LinkedIn ha un andamento più simile al NYSE nel periodo studiato, se non per qualche picco, sia in negativo, che positivo in alcuni momenti. Alla fine del periodo stimato, lo spread di rendimento cumulato è di appena 8 punti, differenza molto meno marcata rispetto agli altri titoli studiati.

Visto l'acquisto da parte di Microsoft, risulta difficile effettuare studi sul titolo di LinkedIn post operazione, che è avvenuta per un controvalore di acquisto corrisposto da Microsoft pari a circa 26,2 \$/mld, corrispondente ad un prezzo per azione di circa 196\$.

iii. Indicatori di performance

Tabella 1: Andamento dei multipli di mercato (media per anno)¹¹⁷

For Year Ending	2011	2012	2013	2014	2015	2016
TEV/LTM Total Revenue	21,92x	15,72x	18,45x	12,65x	10,97x	6,23x
TEV/LTM EBITDA	12,24x	9,71x	12,46x	9,21x	8,27x	5,10x
TEV/LTM EBIT	268,99x	276,25x	275,04x	NM	NM	NM
P/BV	32,25x	15,46x	19,14x	8,59x	7,84x	4,80x
P/Tangible BV	33,52x	17,15x	22,65x	9,67x	11,06x	8,18x
TEV/LTM Unlevered FCF	144,36x	179,84x	176,43x	183,42x	272,38x	28,32x

Nella tabella vengono studiati i principali multipli di mercato di LinkedIn, sia da una prospettiva asset side, che equity side.

Come accennato, LinkedIn ha avuto un andamento molto incoraggiante anche in termini di titolo, fino al 2015. Molti dei multipli analizzati hanno dimostrato fino al 2016 una stabilità maggiore rispetto ai casi precedenti, probabilmente perché il mercato ha collegato maggiormente il prezzo del titolo alle prestazioni della società. Ciononostante nel 2016 tutti i multipli medi della società sono colati a picco, ad indicare una vendita in massa da parte del mercato a seguito dei risultati annunciati nel 2015-2016 (ad esempio, in un solo anno il multiplo EV/Unlevered Cash flow si è decimato).

Non si dispone invece attualmente dello storico di utenti attivi mensili di LinkedIn, per effettuare le stime come nei casi precedenti del multiplo EV/Utenti attivi e del valore associato ad ogni utente.

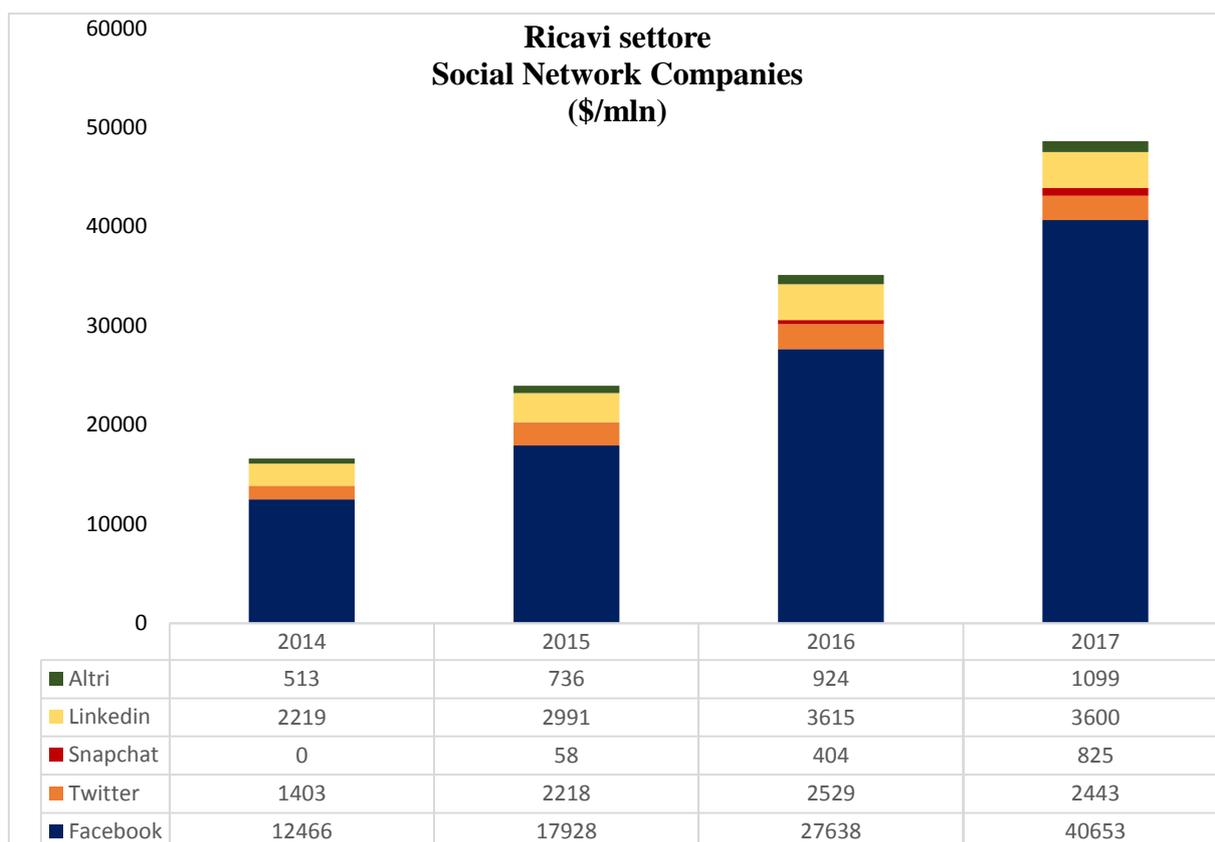
¹¹⁷ Fonte: Capital IQ

f) Considerazioni finali

Nel grafico relativo al fatturato di settore, abbiamo evidenziato nella prima parte del capitolo come l'industria sia stata in forte crescita nel corso degli anni.

D'altra parte si sono evidenziate differenze nell'andamento delle social network companies oggetto di analisi.

Suddividendo la crescita del fatturato di settore per azienda, si delinea il seguente grafico¹¹⁸, che rende ben chiaro il dominio di Facebook, che si dimostra sempre più l'azienda leader di settore, nonostante l'arrivo di nuovi player a competere.

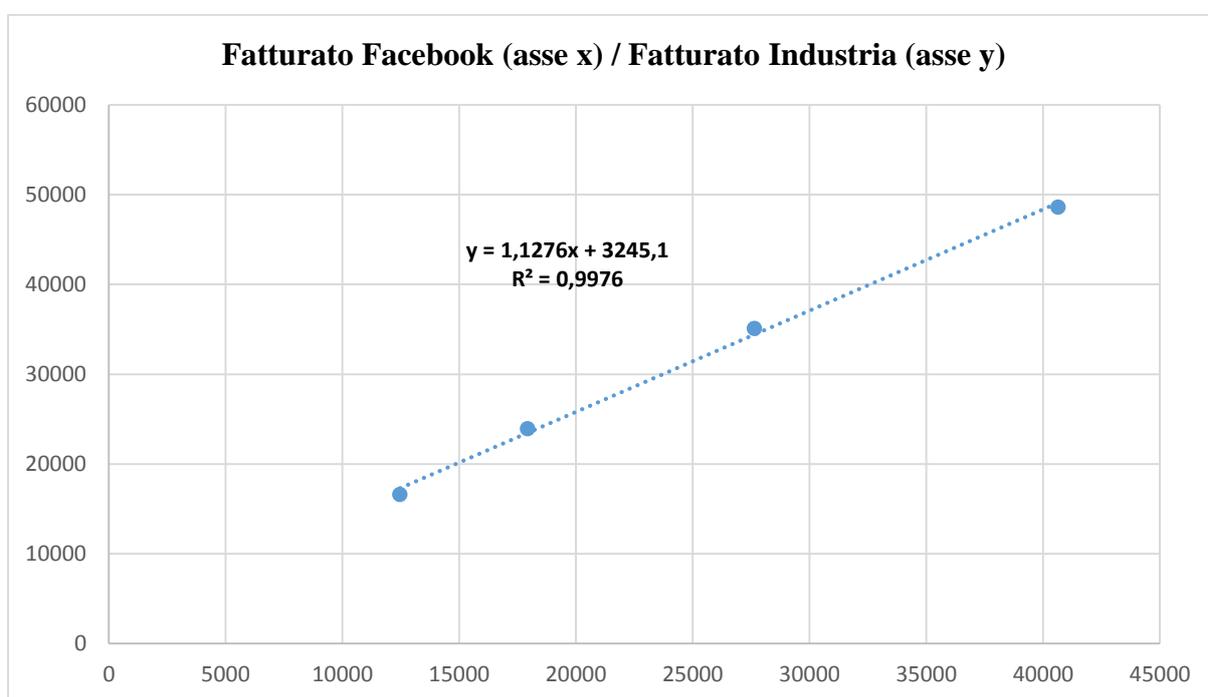


¹¹⁸<https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/Financial/IncomeStatement.aspx?CompanyId=20765463&fromSearchProfiles=true>
<https://www.statista.com/statistics/562397/worldwide-revenue-from-social-media/>

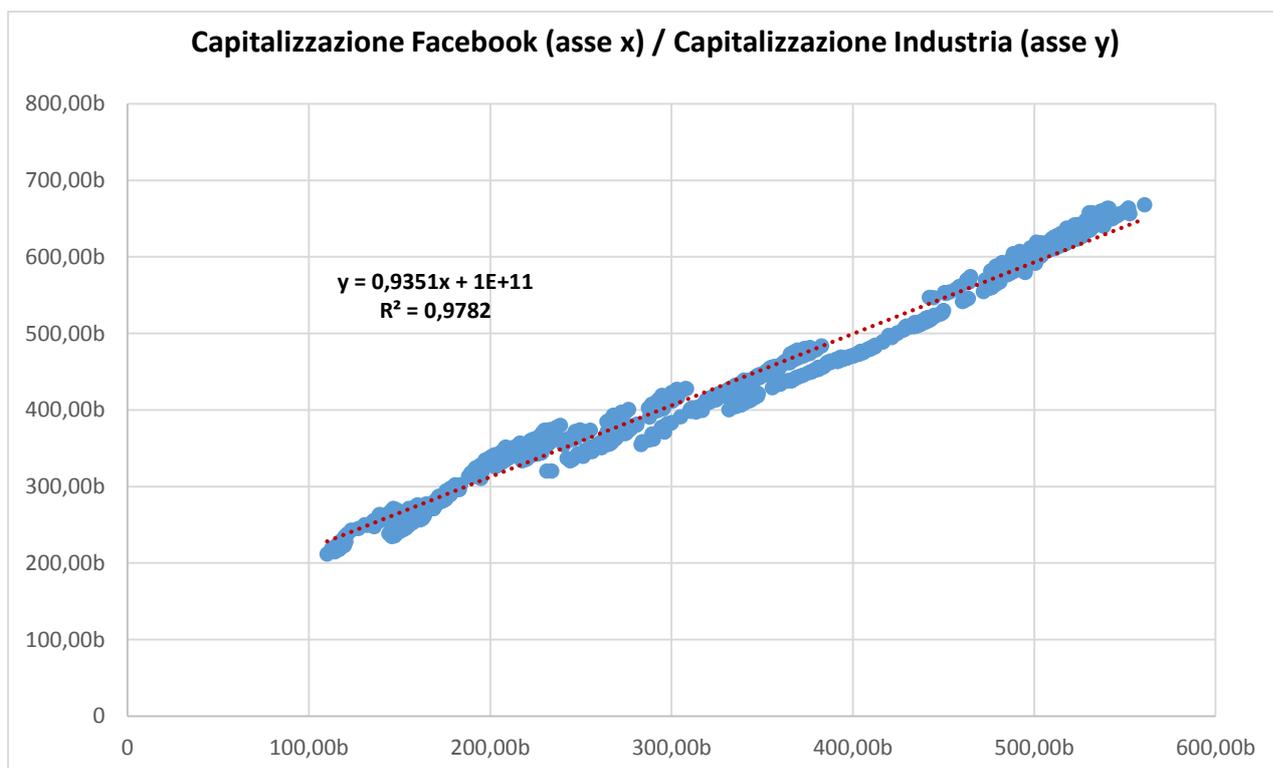
Sono infatti cresciute dal punto di vista numerico le aziende competitor di Facebook, che però non ne sono riuscite a scalfire la leadership, che al contrario in questi anni è aumentata.

Mentre nel 2014 il fatturato di Facebook sul totale di industria era pari al 75%, al 31/12/2017 questo è arrivato all'84% e continua ad essere in forte crescita.

La correlazione tra fatturato di industria e fatturato di Facebook è infatti altissima, pari a 0,9976, dato che rende ancora più chiara l'importanza dell'azienda nel settore (ed il livello di concentrazione).



Nel seguente grafico mettiamo a confronto la capitalizzazione di Facebook e quella di industria (data dalla somma delle aziende quotate nel perimetro delineato nel primo grafica del capitolo relativamente agli utenti attivi, sempre ad esclusione di alcune aziende cinesi per cui non sono reperibili dati).



Mentre la correlazione tra Facebook ed il settore è massima anche in termini di market cap, ciò non si può affermare per Snapchat (circa -0,7) o per Twitter (circa 0,5). Ciò accade perché al momento, al contrario di quanto si possa pensare, il settore è Facebook, ancor di più ora che sono entrati nuovi player, rispetto al 2014.

Gli altri player devono ancora trovare il modo di trarre ricavi sufficienti dagli utenti tali da cominciare a marginare ed il loro successo (o insuccesso) in borsa dipende per la maggior parte dalla fiducia degli operatori, che però ancora non sembra aver pagato davvero.

L'unica azienda che è riuscita a ritagliarsi un reale spazio in una nicchia (quella dei lavoratori e dei network professionali) è stata LinkedIn, rilevata da Microsoft proprio per questa ragione.

Conclusione

Lo studio dell'evoluzione del settore nella sua globalità rende chiaro il trend di forte crescita che lo contraddistingue, anche se confrontato con un mercato azionario generale che, come abbiamo visto nel primo capitolo, sta vivendo ancora un periodo di ripresa dopo la crisi che ha colpito i mercati finanziari alla fine dello scorso decennio.

Ciò che si comprende però scavando nei dati delle singole aziende è che non si possa fare di tutta l'erba un fascio.

In primo luogo, dallo studio dei quattro casi presi in considerazione (Facebook, Twitter, Snapchat e LinkedIn) emerge un'evoluzione totalmente diversa delle aziende, sia da un punto di vista delle performance, che dalla prospettiva dei mercati finanziari. Si sono scelti questi esempi in particolare proprio perché delineano le diverse strade che un'azienda in competizione nel mercato dei social network può intraprendere.

In particolare:

- Facebook da un lato ha avuto il vantaggio del first mover, ha creato un mercato e rivoluzionato il modo di intendere i rapporti umani. Inoltre, inizialmente forse senza volontarietà, ha avuto modo di accedere a dati prima di milioni, poi di miliardi di persone, che costituiscono un patrimonio inestimabile per la società. Oltre alla capacità di aumentare la base utenti a dimensioni così grandi, è stata in grado anche di capire come ricavare fatturato da questi, aumentando sempre più, come si è visto, il ricavo medio per utente.
- Twitter è stata tra le prime a muoversi dopo Facebook. L'azienda è riuscita a raggiungere una massa critica ed un ricavo per cliente sufficiente per arrivare al breakeven point e cominciare a generare cash. Il mercato azionario ha apprezzato l'inversione di segno nei bilanci ed il titolo sembra ora in ripresa convinta. La società, al contrario di Facebook,

sembra però aver in parte arrestato la sua crescita a ritmi rapidi in termini di ricavi dal 2016, al netto di eventuali ulteriori modifiche al modello di business nei prossimi anni.

- Snapchat ha finora vissuto in controtendenza con le aziende precedenti, partendo benissimo nei mercati finanziari, che si aspettavano crescite esponenziali dei ricavi non ancora arrivate. La società appare in caduta libera in borsa, visto anche il prezzo di mercato sceso stabilmente al di sotto di quello di collocamento, soprattutto a causa del forte segno meno che continua a caratterizzare il proprio conto economico e cash flow. Il problema principale in questo caso è la non redditività degli utenti, dai quali non riesce ad ottenere ricavi a sufficienza.
- LinkedIn ha avuto una storia di successo ben diversa dalle aziende precedenti. La società si è infatti ritagliata una nicchia ben precisa di mercato e non ha provato a competere contro lo strapotere dimostrato da Facebook. Il modello ha dimostrato una sua redditività ed è poi stato premiato dall'acquisto da parte di Microsoft nel 2016.

Come osservato nel terzo capitolo, nonostante il notevole entusiasmo dimostrato sia al momento del collocamento, che nei giorni subito a valle delle quotazioni di Twitter, Snapchat e LinkedIn (con tassi di crescita vertiginosi), l'unica IPO di grande successo nel medio-lungo periodo si è dimostrata essere Facebook, che dopo un inizio deludente, è andata ben oltre le aspettative.

Dal confronto dei rendimenti dei titoli studiati con il NYSE si rende ancor più chiaro come Facebook sia stata in realtà l'unica delle aziende studiate che ha overperformato rispetto all'indice.

Dalle analisi effettuate emerge come la correlazione tra l'andamento di Facebook e la performance di industria sia prossima ad 1, il che rende ben chiaro come in realtà la bolla del settore delle social network companies sia strettamente legata alla crescita esponenziale di Facebook, che però appare sempre meno una bolla e sempre più un'azienda solida. L'impressione deriva anche dallo sgonfiarsi dei

multipli non per una diminuzione della capitalizzazione (che al contrario cresce convinta), ma per un forte aumento degli indicatori di performance.

Ad oggi sembra difficile immaginare Facebook in calo, anche qualora dovessero rallentare i tassi di crescita (cosa che non sembra) degli utenti e degli indicatori di performance. Per questa ragione è comunque difficile ipotizzare il settore in crisi nel giro di poco tempo, in quanto questo è strettamente collegato alle performance di Facebook, che ne ha il dominio totale.

Discorso diverso si può fare con la maggior parte delle altre società del settore, che devono invece dimostrare di avere un modello di business redditizio per rimanere in vita e ripagare la fiducia del mercato verso di loro.

Relativamente ai metodi di valutazione discussi nel corso del capitolo 2 ed al dibattito circa quale fosse il migliore da applicare sulle aziende giovani del settore social network, si è giunti alla conclusione, che i multipli non siano il metodo più preciso per la valutazione delle società del settore social network per tre ragioni principali:

- La grande variabilità dei multipli osservata per le società oggetto di studio nel capitolo 3 (sia per ciò che concerne i multipli classici che i peculiari delle startup del settore);
- L'esposizione degli stessi a periodi di eccessivo entusiasmo del mercato, che ha caratterizzato il settore dei social network;
- La difficile (a volte impossibile) applicazione in aziende con flussi di cassa e reddituali negativi.

Al contrario, in linea con i pensieri di Damodaran e dello studio di McKinsey citati nel secondo capitolo, il metodo migliore è sembrato dimostrarsi il DCF.

Con l'ausilio del DCF il valutatore è infatti in grado di analizzare i possibili andamenti della società, anche a partire dal business plan di questa e dall'andamento futuro del settore in cui opera, distaccandosi dai momenti di entusiasmo caratterizzanti alcuni settori (come quello dei social network).

Nella soggettività del metodo, che abbiamo posto come limite dello stesso nel secondo capitolo, sorge invece la possibilità per il valutatore di cogliere i punti di forza della società oggetto di valutazione, aggiustando di conseguenza i flussi attesi.

Bibliografia

- Ritter, J. R., The 'Hot Issue' Market of 1980, *Journal of Business*, v. 57, no. 2, 1984, pp. 215-240; op.cit.
- TUF 24 febbraio 1998 n. 58, Capo II, Sez. 1, Art. 101-ter
- Survey Evidence on the Motivations for Going Public, Fonte: ; Evidence on What CFOs Think About the IPO Process: Practice, Theory, and Managerial Implications, JAMES C. BRAU AND STANLEY E. FAWCETT
- Ritter, J. R. 1991. The long-run performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, XLVI
- F.W. Melicher e D.E. Rush, The Performance of Conglomerate Firms: Recent Risk and Return Experience, in "Journal of Finance"
- *The New Challenge to America's Prosperity: Findings from the Innovation Index*, 1999, Professor Michael E. Porter, Harvard Business School, Professor Scott Stern, MIT Sloan School & NBER, Council on Competitiveness, Washington, D.C.
- Cfr., ALBERTO MEOMARTINI e MASSIMO CAPUANO, "I dieci perché della quotazione in borsa, guida pratica alla quotazione", Op. Cit.
- Guide to the Initial Public Offering" (Steven E. Bochner, John C. Avina e Calise Y. Cheng), pubblicato da Merrill Corporation e Wilson Sonsini, Goodrich & Rosati Corporation.
- I. Lee, S. Lochhead, J. Ritter, and Q. Zhao, "The Costs of Raising Capital", *Journal of Financial Research* 19(1) (1996): 59-74,
- Materiali didattici Prof. Gubitosi
- PIV (Principi Italiani di Valutazione) I.6.4
- Investment Valuation, Aswath Damodaran, John Wiley & Sons, 1995
- Aswath Damodaran, Stern School of Business, New York University, Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges
- John Watson and Jim Everett, 1996, "Do Small Businesses Have High Failure Rates?" *Journal of Small Business Management*, v34, pg 45-63.
- Bilancio di esercizio IQ 2018 Facebook
- Bilancio d'esercizio 2017 Twitter; Capital IQ

- Bilancio di esercizio 2017 Microsoft
- Bilancio di esercizio IQ 2018 Snapchat

Sitografia

- <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?end=2014&locations=IT&start=1999&view=chart>
- <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/capitalizzazioni/capitalizzazioni.htm>
- <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-10-05/piazza-affari-il-record-decennio-numero-ipo-160357.shtml?uuid=AEp4pTfC>
- <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.9.6878&rep=rep1&type=pdf>
- <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/>
- <https://www.ferrero.it/azienda/il-gruppo/una-storia-di-famiglia/una-grande-azienda>
- <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-07-27/i-trend-mercato-aim-italia-072856.shtml?uuid=AD4ZbSy>
- http://www.treccani.it/enciclopedia/take-over_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/
- http://learn.luiss.it/pluginfile.php/227899/mod_resource/content/0/07%20-%20Equity%20Public%20Placement.pdf
- <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Sponsor>
- http://learn.luiss.it/pluginfile.php/227899/mod_resource/content/0/07%20-%20Equity%20Public%20Placement.pdf
- <https://www.investopedia.com/terms/i/initial-coin-offering-ico.asp>
- [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-research-initial-coin-offerings-icos/\\$File/ey-research-initial-coin-offerings-icos.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-research-initial-coin-offerings-icos/$File/ey-research-initial-coin-offerings-icos.pdf)
- [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-research-initial-coin-offerings-icos/\\$File/ey-research-initial-coin-offerings-icos.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-research-initial-coin-offerings-icos/$File/ey-research-initial-coin-offerings-icos.pdf)

- <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/metodo-dcf-discounted-cash-flow140.htm>
- http://easyonlinebooks.weebly.com/uploads/1/1/0/7/11075707/investment_valuation-damodaran.pdf
- <https://www.wallstreetoasis.com/forums/enterprise-value-and-minority-interest>
- [Materiali didattici Prof. Tiscini, Corso di Valutazione d' Azienda, Luiss Guido Carli. Lezione 5, sl. 4](#)
- <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Capitale%20di%20Rischio>
- <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Beta>
- <http://www.consob.it/web/investor-education/obbligazioni-subordinate>
- <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Dividend%20Pay%20Out%20Ratio>
- <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Dividend%20Discount%20Model>
- http://easyonlinebooks.weebly.com/uploads/1/1/0/7/11075707/investment_valuation-damodaran.pdf
- <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/younggrowth.pdf>
- <https://www.pwc.com/it/it/services/transactions/docs/finanza-impresa-capitoli-1-5.pdf>
- <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/valuing-high-tech-companies>
- <http://www.italianangels.net/2016/02/24/startup-importanza-corretta-valutazione-pre-money/>
- http://faculty.london.edu/chigson/profile/pdfs/bsr_3_00.pdf
- http://pwc.blogs.com/press_room/2011/05/how-to-value-a-social-media-company-pwc-valuation-index.html
- <https://www.allianceofangels.com/2016/02/08/3-ways-to-value-your-startup/>
- <https://tg24.sky.it/mondo/2018/02/23/kylie-jenner-tweet-snapchat-tracollo-wall-street.html>
- <https://wearesocial.com/it/blog/2018/01/global-digital-report-2018>

- <https://www.statista.com/statistics/562397/worldwide-revenue-from-social-media/>
- [Capital IQ](#)
- <https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/company.aspx?companyId=20765463>
- <https://investor.fb.com/investor-news/press-release-details/2012/Facebook-Announces-Pricing-of-Initial-Public-Offering/default.aspx>
- <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2012-05-18/facebook-delude-debutto-wall-224204.shtml?uuid=Ab74DleF>
- <https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/Charting4/ModernBuilder.aspx?fromC3=1&fromC2=1>
- <https://it.wikipedia.org/wiki/Twitter>
- <https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/company.aspx?companyId=20765463>
- <https://twitter.com/twitter/status/398235511254298624/photo/1>
- <https://whatis.snapchat.com/>
- <https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/company.aspx?companyId=20765463>
- <https://investor.snap.com/news-releases/2017/03-07-2017-210448059>

Riassunto *Initial Public Offering:* Focus sulle *social network companies*

Indice

Introduzione	4
Capitolo 1: Initial Public Offering (IPO).....	6
e) Overview del mercato azionario.....	6
f) Obiettivi e risultati di un IPO	16
g) Processo di quorazione	32
h) Initial Coin Offering (ICO)	41
Capitolo 2: Valutazione d'Azienda	44
k) Discounted Cash Flow (DCF)	47
l) Dividend Discount Model	59
m) Analisi dei Comparable	65
n) Valutazione delle aziende <i>high tech</i>	70
Capitolo 3: Studio IPO delle Social Network Companies	80
o) <i>Overview</i> di settore e statistiche aggregate	82
p) Facebook.....	87
q) Twitter.....	97
r) Snapchat	108
s) LinkedIn.....	119
t) Analisi finali.....	122
Conclusione.....	127

Introduzione

Nel corso degli ultimi anni, tiene banco in tutto il mondo il tema delle social network companies, che sono in fase di espansione e hanno rivoluzionato sia i modelli di vita delle persone, che i modelli di business di molte aziende. Queste ultime, sono state costrette ad uniformarsi ad uno stravolgimento dei metodi pubblicitari, delle pressioni competitive e dei veicoli di offerta ad un pubblico sempre più orientato al social, all'e-commerce ed alla "consegna a domicilio".

Sul lato dei mercati finanziari, come avvenuto durante la bolla di internet, abbiamo visto progressivamente aumentare la capitalizzazione delle aziende del settore, caratterizzate dall'assenza (o quasi) di asset fisici e dal possesso di dati su milioni (o miliardi) di utenti.

La locomotiva delle aziende in questione è stata Facebook, che ha dato il via al settore dei social network come lo intendiamo oggi.

Se da un lato nei dati delle persone queste aziende possono trovare un patrimonio inestimabile, d'altra parte si stanno sollevando questioni non banali legate alla privacy di queste persone, bisogno e diritto forse un po' tenuto in secondo piano, sia dalle aziende del settore, che dagli utenti stessi, che non si sono resi conto di perdere man mano il controllo dei propri dati.

L'obiettivo che ci si è posti nello scrivere questa tesi è comprendere come si sono evolute nel corso degli anni le dinamiche competitive all'interno del settore e, tramite lo studio di IPO, multipli ed evoluzione post quotazione dei risultati di alcune aziende, trarre una visione sui possibili andamenti futuri delle società del settore.

Nel primo capitolo, si tratterà da un punto di vista teorico l'IPO, con uno studio del processo che porta un'azienda a quotarsi ed un accenno finale alle Initial Coin Offering (ICO), caratterizzanti il settore delle startup.

Nel secondo capitolo verranno descritti i metodi di valutazione d'azienda, partendo dai classici ed arrivando a quelli più utilizzati nell'ambito di aziende giovani con le caratteristiche tipiche del settore oggetto di questa tesi.

Nel terzo capitolo si analizzerà il settore delle social network companies, sia nella sua interezza, che tramite lo studio delle quotazioni ed evoluzioni post-quotazione di quattro dei principali social network (Facebook, Twitter, Snapchat e LinkedIn).

4. *Initial Public Offering*

a. *Overview del mercato azionario*

I sistemi economici mondiali nel corso del XX secolo si sono sviluppati in modo articolato e, influenzati da fattori politici e culturali, hanno dato vita a ragionamenti aziendali estremamente diversi di paese in paese. Basti pensare a quanto sia diverso il tessuto industriale italiano, formato prevalentemente da piccole e medie imprese ("PMI"), rispetto al sistema economico USA, fondato sull'espansione aziendale e la dimensione globale delle imprese.

Studiando infatti il rapporto capitalizzazione PIL, in Italia pari al 28,2%, emerge la maggiore importanza in termini relativi dei mercati finanziari negli USA, per cui lo stesso rapporto è pari al 146,9%. Lo stesso discorso si può applicare a UK (146,5%) e Francia (87,6%), mentre in Germania (49,3%) il mercato sembra più simile all'impostazione italiana.

Quando le imprese decidono di quotarsi effettuano una prima offerta pubblica di azioni. L'offerta è primaria nel caso in cui l'azienda emettesse nuove azioni al fine di raccogliere liquidità per attività di investimento o operative, mentre è invece secondaria nel caso di vendita di azioni possedute da azionisti esistenti, proprietari dell'azienda. La differenza principale in ottica aziendale tra queste due tipologie di offerta, consiste nel fatto che la prima sia un'opportunità di reperire risorse finanziarie per l'azienda, indotte dal contestuale aumento di capitale, mentre la seconda dia una possibilità agli azionisti di liquidare il proprio

patrimonio (come nel caso di venture capitalist o private equity che nel piano di investimento pongono la quotazione come obiettivo per l'exit).

Le IPO vivono ondate collegate all'ottimismo del mercato riguardo a determinati settori in specifici momenti (c.d. *hot issues*) e periodi di stallo e declino solitamente subito a seguito dello scoppio di una bolla, causata proprio dal distaccarsi del prezzo di mercato dei titoli dalla condizione reali delle aziende sottostanti.¹¹⁹

Quando alcune imprese di uno stesso settore si quotano con successo, danno prova di una particolare sensibilità della domanda rispetto all'industria che le accomuna, portando di conseguenza altre imprese del medesimo settore a quotarsi. Ciò è osservabile oggi in quel che accade nel mondo delle quotazioni nel mondo high dell'high tech e delle social network companies a cui assistiamo nelle borse mondiali, capitanate da Wall Street.

b. Obiettivi e risultati di un IPO

Gli studiosi sono divisi circa le conseguenze sulle aziende dell'apertura al mercato dei capitali. Da un lato, molti attribuiscono a quest'ultimo un ruolo chiave per la crescita e da un altro molti ne smentiscono i benefici. Bisognerebbe infatti interrogarsi sul perché dopo una buona parte delle quotazioni le performance aziendali non migliorino rispetto ai risultati pre-quotazione¹²⁰. Ritter, ad esempio parla in una ricerca del 1991 sulla performance di lungo periodo delle aziende dopo l'IPO di come spesso le aziende si quotino nel

¹¹⁹ "The initial public offering (IPO) market follows a cycle with dramatic swings, often referred to as hot and cold markets. A hot IPO market has been characterized in the literature by an unusually high volume of offerings, severe underpricing, frequent oversubscription of offerings and, at times, concentrations in particular industries. In contrast, cold IPO markets have much lower issuance, less underpricing, and fewer instances of oversubscription"

<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.9.6878&rep=rep1&type=pdf>

¹²⁰ Ritter, J. R. 1991. The long-run performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, XLVI, "Strategy of investing in IPOs at the end of the first day of public trading and holding them for 3 years would have left the investor with only 83 cents relative to each dollar from investing in a group of matching firms listed on the American and New York stock exchanges. Younger companies and companies going public in heavy volume years did even worse than average. I have attempted to shed some light on the reason for this underperformance. In particular, do the firms in this sample underperform merely due to bad luck, or does the market systematically overestimate the growth opportunities of IPOs? The evidence presented here is broadly consistent with the notion that many firms go public near the peak of industry-specific fads. It should be noted, however, that since the sample involves IPOs going public in only a 10-year period, alternative interpretations cannot be ruled out".

momento in cui la propria crescita e lo stesso mercato hanno raggiunto il picco. Questo comporta una massimizzazione del valore delle azioni (e quindi del valore di realizzo) per chi fa l'exit, mentre parallelamente riduce il possibile rendimento degli investitori che subentrano nell'azionariato.

Nella tesi vengono discussi ed approfonditi i seguenti temi relativamente alla quotazione di un'azienda in borsa: (i) consente la diversificazione del rischio (ii) aumenta il capitale a disposizione dell'azienda per fare investimenti (iii) diminuiscono le asimmetrie informative (iv) meccanismo del take-over (v) funge da incentivo per imprenditori (vi) utilizzo di azioni per operazioni di M&A e piani di incentivazione dei manager (vii) Migliora la leva finanziaria (viii) Costi legati alla quotazione.

c. Processo di quotazione

L'operazione legata all'IPO presenta delle complessità non trascurabili e ha una durata media di circa 5/6 mesi, articolandosi in cinque fasi (pianificazione, preparazione, strutturazione, marketing, offerta). A seguito dell'IPO si delinea un'ultima fase chiamata *aftermarket*, nella quale l'azienda termina le procedure burocratiche collegate alla quotazione e le banche d'investimento sottoscrittrici adoperano misure di *market making*, volte a stabilizzare il prezzo del titolo della società al livello target.¹²¹

d. Initial Coin Offering (“ICO”)

Le ICO sono apparse negli ultimi anni per facilitare la raccolta di fondi da parte delle startup, che spesso non hanno modo di accedere a finanziamenti da soggetti istituzionali.

Le ICO rappresentano un modo innovativo di fare fundraising per una startup con un procedimento basato sulle cripto valute, che negli ultimi due anni ha avuto un picco di utilizzo esorbitante, raggiungendo un totale di fondi raccolti pari a

¹²¹ Le fasi dell'IPO fanno riferimento a quanto indicato nei Materiali didattici di Luigi Gubitosi

4\$/mld dal IQ 2015 al 4Q 2017, ben due volte il totale investito nello stesso periodo dai venture capitalist (pari a c. 2\$/mld)¹²².

Alla base del processo vi sono i c.d. “digital token”, creati e assicurati dalla tecnologia Blockchain, che assicurano un determinato diritto (esempio proprietà di un bene, di un’azienda...). Questi vengono offerti al mercato in cambio di investimenti sotto forma di crowdfunding (solitamente avviene prima una conversione dei soldi investiti in un’altra cripto valuta già nel mercato e poi a sua volta questa viene scambiata con la nuova).

5. Valutazione d’Azienda

La nascita delle net company a fine anni 90’ ha fatto sorgere parecchi dubbi circa l’applicabilità dei metodi tradizionali di valutazione, anche perché il mercato appoggiava alle quotazioni in borsa del settore in questione in maniera del tutto distaccata rispetto agli altri.

L’arrivo delle società “Online Social Network”, ha ulteriormente messo in subbuglio il mercato, incoraggiando gli studiosi ed i valutatori a trovare nuovi multipli e metodologie applicabili unicamente a questo tipo di società.

Damodaran è stato tra i primi a sollevare alcuni dubbi sull’emersione delle aziende collegate ad internet ed all’*high tech*, cresciute molto in fretta, ma con utili negativi e una storia molto breve. Dice, riferendosi alla valutazione d’azienda ed alla previsione dell’evoluzione dei ricavi, che il compito è reso più facile quando la società ha utili positivi, una lunga storia ed un gran numero di comparable a cui riferirsi¹²³.

e) Discounted Cash Flow

Il Discounted Cash Flow è probabilmente il metodo più comune di valutazione aziendale, utilizzato nella pratica anche in ambito di valutazione progetto. Consiste nella stima del

¹²² [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-research-initial-coin-offerings-icos/\\$File/ey-research-initial-coin-offerings-icos.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-research-initial-coin-offerings-icos/$File/ey-research-initial-coin-offerings-icos.pdf)

¹²³ Investment Valuation, Aswath Damodaran, John Wiley & Sons, 1995 “The process is simpler when valuing firms with positive earnings, a long history of performance and a large number of comparable firms”

valore intrinseco aziendale (o di un singolo asset), derivandolo in base alla capacità della stessa di produrre cash.

EBIT
Tasse (+/-) ¹²⁴
NOPAT
Ammortamenti (+) Vari Fondi e riserve (+/-) Capex (-) Disinvestimenti (+) Variazioni del Capitale Circolante Netto (+/-)
FCFO
Scudo fiscale (+/-) Proventi e Oneri Finanziari (+/-) Debito ripagato (-) Nuovo Debito (+) Aucap (+) Diminuzione Capitale (-)
FCFE

Usualmente per una stima più precisa dei cash flow viene calcolato l'EBITDA adjusted (o anche l'EBIT adjusted), che elimina le componenti straordinarie verificatesi in modo tale da non influenzare la valutazione futura.

Dopo aver determinato i cash flow per un arco di tempo reputato adatto (variabile in base ad elementi distintivi dell'azienda come settore di riferimento, maturità, influenza del piano industriale, periodo di vita...) il valutatore dovrà procedere alla stima del valore dell'azienda in quattro step (i) stima del costo del capitale; (ii) stima del tasso di crescita di lungo periodo; (iii) stima del Terminal Value; (iv) attualizzazione dei flussi di cassa e del terminal value alla data della stima.

¹²⁴ Le tasse vengono calcolate applicando un'aliquota sull'EBIT in maniera figurativa, che esclude l'effetto fiscale dal FCFO, che viene incluso poi nel FCFE mediante lo scudo fiscale.

$$\text{Valore Attuale dei flussi stimati} = CF_0 + \sum_{n=1}^t \left(\frac{CF_n}{(1+i)^n} \right) + \frac{TV_t}{(1+i)^t}$$

f) Il Dividend Discount Model (“DDM”)

Il DDM stima il valore di un’azione a partire dall’attualizzazione dei flussi di cassa a cui avranno accesso gli azionisti (dividendi) una volta venuti in possesso della proprietà del titolo. Il prezzo di un’azione al tempo zero può essere, secondo il modello di Gordon, dato dall’attualizzazione dei dividendi sotto forma di rendita perpetua. Ai dividendi viene associato un tasso di crescita (g), stimato per la valutazione del prezzo.

$$P_0 = \frac{DIV_1}{ke - g}$$

In questa equazione è possibile vedere le componenti che incidono sul prezzo di un titolo (flussi che l’azionista prevede di ricevere, tasso di crescita associato a questi ultimi e costo del capitale collegato all’azienda).

g) Analisi dei comparabile

I multipli sono utilizzabili per la valutazione di un’azienda sia quotata che non quotata quando per essa non esistono prezzi “fatti” sul mercato¹²⁵ a patto che sia presente un elemento chiave¹²⁶: devono esistere società comparabili a quella oggetto di analisi (e devono esserne disponibili i dati). In questo caso si possono utilizzare sia multipli delle società comparabili che multipli di transazioni di società comparabili.

Il metodo dei multipli risulta da un lato come il più veloce e facile da utilizzare e, da un altro lato, il meno soggetto ad assumption soggettive che possano comportare un sensibile scostamento del risultato ottenuto rispetto al reale valore dell’azienda (soggettività che abbiamo visto essere il limite principale del DCF). D’altra parte questo punto di forza non permette di andare a manovrare più di tanto il risultato ottenuto in base a business plan o

¹²⁵Materiali didattici professor Tiscini, corso di Valutazione d’Azienda

¹²⁶ http://easyonlinebooks.weebly.com/uploads/1/1/0/7/11075707/investment_valuation-damodaran.pdf
Investment valuation: Second edition (PDF)

sbocchi futuri per l'azienda oggetto di analisi. Non bisogna infatti distaccarsi dal fatto che il valore della società si fonda su prezzi di comparabili sul mercato borsistico.

h) Metodi di valutazione per aziende del settore social network e hig tech

Il principale problema nel valutare una startup sta nel fatto che questa sia di recente costituzione. I dati storici, benché non siano sempre una corretta indicazione del futuro, concorrono a determinare il livello di rischio corrispondente ad un'azienda e possono comunque essere indicativi di solidità e redditività futura. Lo stesso fatto che un gran numero di aziende giovane finisce per fallire va fattorizzato nella stima del valore di un'azienda di questo tipo.

Esistono dei metodi utilizzati esclusivamente per le aziende appartenenti al settore dei social network, caratterizzate spesso da flussi e redditività ancora negativi, che si sono delineati nella pratica valutativa:

- DCF Adjusted;
- Il metodo venture capital (William Sahlman), che basa il calcolo del valore su ROI prospettico e Terminal Value (estrapolandolo da multipli di aziende simili)
- Il metodo Screcard (Bill Payne), fondato sullo studio della valutazione pre-money di altre aziende della stessa industria;
- Il metodo Berkus (Dave Berkus), usato per le startup in early stage, xhw utilizza un building block approach per la valutazione della startup, collegando il valore a variabili qualitative e non finanziarie, per non farsi influenzare dalle stime (esempio qualità del management, idea, relazioni con soggetti chiave...);
- Multipli ad hoc per le aziende in questione (esempio EV/N. Utenti attivi; EV/Transactions);
- “Metodo del pollice”, eseguito tramite approccio build up, collegando il valore aziendale al raggiungimento di determinati obiettivi qualitativi e quantitativi.

6. Studio IPO delle Social Network Companies

Internet ha rivoluzionato società ed economia permettendo uno sviluppo profondamente differente da quello che ha da sempre caratterizzato l'economia tradizionale. La nascita della net economy, a partire dagli ultimi anni del millennio passato, ha dato origine a nuovi modi di “fare impresa” con l'emergere di particolari business model, fondati su internet.

Oltre alle complicazioni dovute alla turbolenza sul lato business, è sempre più frequente vedere pressioni sulle aziende esercitate da molteplici attori, che ne rendono ancor più difficile la gestione.

g) *Overview* di settore e statistiche aggregate

I social network sono nati all'origine come reti chiuse alle quali accedevano solamente i membri di un gruppo o di una comunità. Sono stati ideati originariamente come network per la comunicazione all'interno delle università e la condivisione di informazioni tra studenti.

Al 30 gennaio 2018, secondo il report Global Digital 2018¹²⁷, la popolazione mondiale con accesso ad internet è pari a 4 miliardi (ben 53% della popolazione totale mondiale).

Nella tabella seguente possiamo vedere la classifica di utenti attivi dei principali 23 social network mondiali (dati in €/mln, Fonte: Global Digital Report)¹²⁸:

¹²⁷ <https://wearesocial.com/it/blog/2018/01/global-digital-report-2018>

¹²⁸ <https://wearesocial.com/it/blog/2018/01/global-digital-report-2018>

Utenti attivi gennaio 2018	
Facebook	2167
Youtube	1500
whatsapp	1300
We Chat	980
QQ	843
Instagram	800
Tumblr	794
Qzone	568
Sina Weibo	376
Twitter	330
Baidu	300
Skype	300
Linkedin	260
Viber	260
Snapchap	255
Reddit	250
Line	203
Pinterest	200
YY	117
Telegram	100
Vkontakte	97
BBM	63
Kakaotalk	49

La sola Facebook può contare ben 4,3 miliardi di account attivi considerando le sue piattaforme di proprietà.

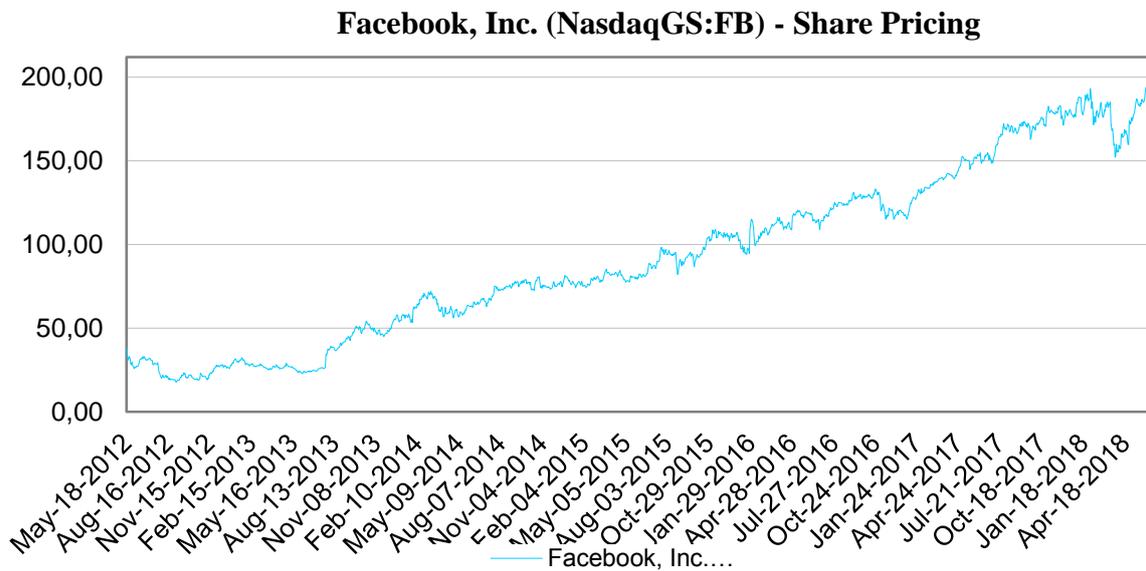
h) Facebook

Facebook è un social network fondato nel 2004, che ad oggi impiega circa 27 mila dipendenti. In un primo momento ideata come piattaforma per la comunicazione, condivisione e connessione tra studenti di Harvard, l'azienda ha ampliato prima il pubblico target ed in seguito la propria offerta, fornendo anche servizi BtoB e BtoC di pubblicità e messa in commercio di prodotti da parte di aziende. Il grande merito di Facebook, oltre al vantaggio del first mover, è stato riuscire a trovare il modo per ottenere ricavi dai propri utenti.

La quotazione di Facebook è avvenuta tramite offerta di 421.233.615 azioni più ulteriori 63.185.042 offerte come greenshoe ai sottoscrittori ad un prezzo di 38\$ per azione.¹²⁹ Le

¹²⁹ <https://investor.fb.com/investor-news/press-release-details/2012/Facebook-Announces-Pricing-of-Initial-Public-Offering/default.aspx>

azioni offerte avevano quindi un controvalore di circa 16 \$/mld. Come si può notare nel grafico seguente, il prezzo del primo giorno di quotazione a Wall Street è stato leggermente superiore a quello di collocamento, ma solo in misura dello 0,6%, chiudendo a 38,23 \$ a fine primo giorno.



Facebook dall'emissione del titolo è stata in grado di creare un valore pari a quasi 500 \$/mld. Nonostante il crollo avvenuto nel mese di aprile a causa degli scandali correlati alla privacy degli utenti, i mercati hanno ricominciato a credere nel titolo.

Al fine di dare un'idea più precisa del rendimento del titolo rispetto al mercato azionario generale, nel seguente grafico viene messo a confronto il rendimento di Facebook, con quello del NYSE, in un periodo che va dal 7 novembre 2013 (posto come base 100), fino al primo giugno 2018.

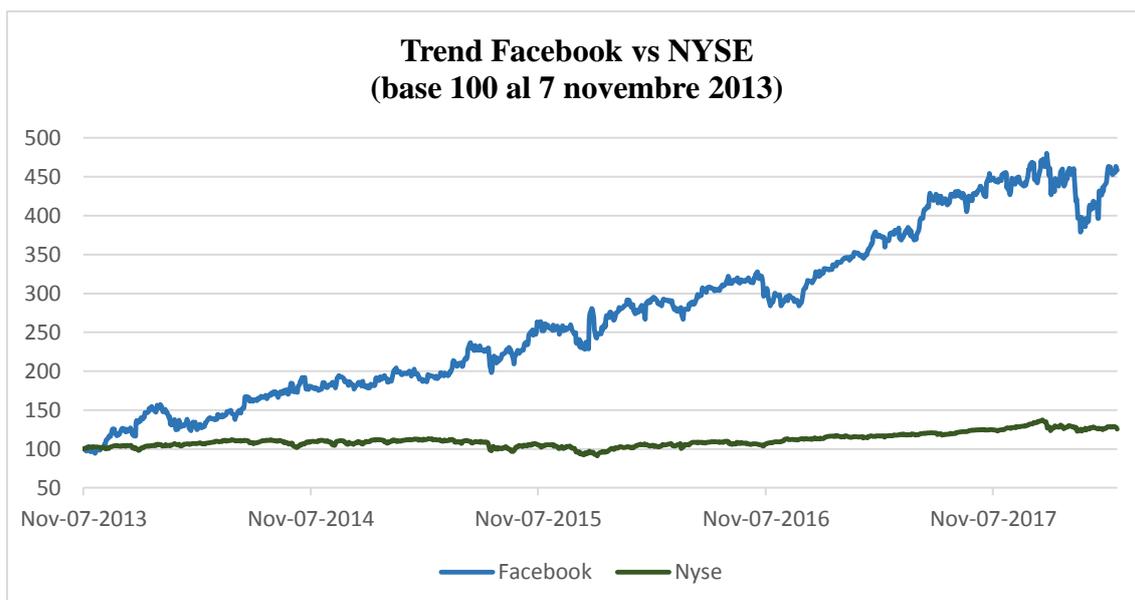


Tabella 1: Andamento dei multipli di mercato (media per anno)¹³⁰

For Year Ending	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
TEV/LTM Total Revenue	10,60x	13,27x	18,30x	17,12x	15,51x	13,59x	11,64x
TEV/LTM EBITDA	33,82x	41,25x	35,16x	37,24x	32,38x	25,11x	20,48x
TEV/LTM EBIT	56,80x	80,38x	45,40x	48,82x	41,36x	29,57x	23,59x
P/LTM EPS	89,39x	172,57x	91,18x	86,50x	69,40x	39,06x	32,27x
P/LTM Normalized EPS	143,85x	157,22x	77,39x	81,64x	70,21x	51,12x	41,03x
P/BV	5,52x	6,84x	10,12x	6,70x	6,95x	7,13x	6,90x
P/Tangible BV	5,84x	7,82x	11,46x	14,81x	12,51x	10,56x	9,46x
TEV/LTM Unlevered FCF	-	65,94x	55,77x	55,02x	49,15x	44,26x	40,22x

Si evidenzia una decrescita di quasi tutti i multipli collegati agli indicatori economici, mediamente intorno al 50%, tenendo conto dell'aumento di capitalizzazione di cui si è parlato nel paragrafo precedente.

Studiando multipli alternativi utilizzati nel mondo Startup e valutazione social network companies, emerge relativamente a Facebook un'analisi interessante sul multiplo EV/Utenti attivi e sul valore attuale dei ricavi ottenibili per cliente.

¹³⁰ Fonte: Capital IQ

Tabella 2: Andamento multiplo EV/Utenti attivi (Fotografie al 31/12 di ogni anno indicato)¹³¹

	Utenti attivi mensilmente (mln)	EV (\$/mln)	Multiplo EV/Utenti attivi
2012	1050	48120	45,8
2013	1222	127680	104,5
2014	1393	206880	148,5
2015	1591	284060	178,5
2016	1860	309200	166,2
2017	2129	474470	222,9
marzo 2018	2196	495980	225,9

Dalla tabella emerge come il multiplo EV/Utenti attivi sia aumentato sensibilmente nel corso degli anni, al contrario di quanto successo per altri multipli.

Tabella 3: Indicatori della performance per utente di Facebook (Fotografie al 31/12 di ogni anno indicato)¹³²

	Ricavi Facebook (\$/mln)	Ricavo per utente (\$)	Tx attualizzazione implicito ricavi
2013	7872	6,44	6%
2014	12466	8,95	6%
2015	17928	11,27	6%
2016	27638	14,86	9%
2017	40653	19,09	9%
Normalizzato 2018	44587	20,30	9%

Dalla tabella 3 emergono degli elementi a completamento di quanto analizzato sul multiplo EV/Utenti attivi che ne possono spiegare l'andamento a rialzo. Il principale fattore ad emergere dallo studio è che nel 2018 Facebook è in grado di trarre un ricavo medio per utente pari a 20,3 \$, mentre nel 2013 il risultato si fermava a 6,44 \$ per utente. Per questa ragione, un utente Facebook 2018, vale di più di un utente Facebook 2017.

i) Twitter

¹³¹Fonti: Bilancio di esercizio IQ 2018 Facebook

¹³²Fonti:

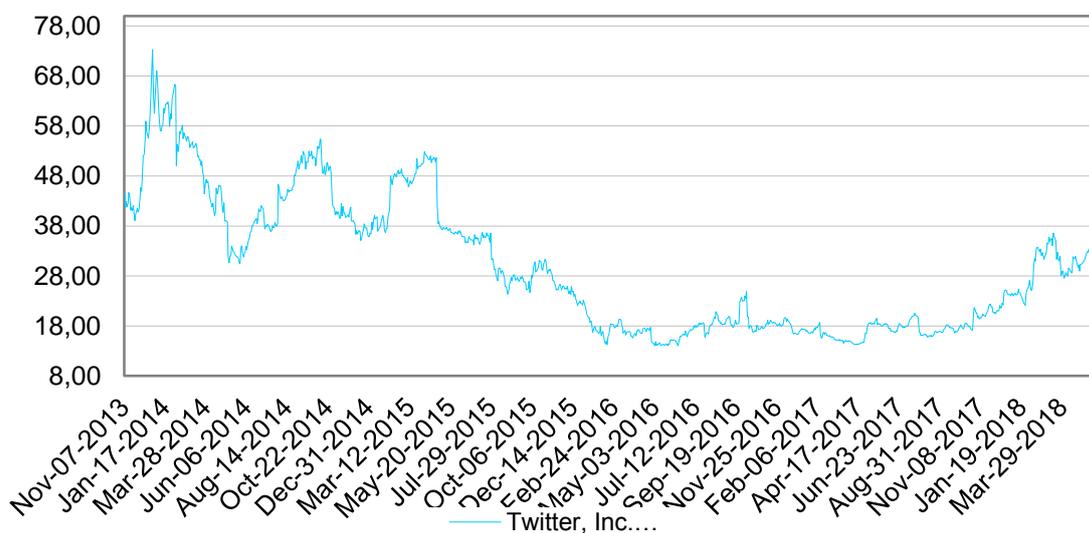
- Bilancio di esercizio IQ 2018 Facebook
- Capital IQ

Twitter opera come piattaforma di condivisione e conversazione tra utenti, fondata nel 2006, che al 1 giugno 2018 conta 3.372 dipendenti ed ha come sede centrale il proprio headquarter a San Francisco, California. La società offre servizi sia tramite piattaforma web, che tramite applicazioni per cellulare e permette agli utenti di condividere con il pubblico i cosiddetti “Tweet”, messaggi e contenuti. Parallelamente, l’azienda fornisce servizi di promozione da aziende e privati, permettendo di condividere contenuti a scopo pubblicitario, anche con l’ausilio di strumenti a pagamento. Nel 2010 infatti, sono stati introdotti i “Promoted Tweet”, che danno la possibilità agli utenti di sponsorizzare i propri tweet con un *boost* parallelo a quanto spendono.¹³³

Twitter ha annunciato il collocamento agli investitori mediante un Tweet, mezzo di comunicazione anche per quanto riguarda la rassegna stampa della società. L’offerta è stata di 70.000.000 azioni, con ulteriori 10.500.000 in greenshoe ai sottoscrittori ad un prezzo di circa 26\$ per azione.¹³⁴ Le azioni offerte hanno raccolto circa 1,8 \$/mld (valutando l’azienda 14,2 \$/mld in totale).

Nel grafico seguente¹³⁵ emerge come, al contrario di quanto accaduto con Facebook, il prezzo del primo giorno di quotazione a Wall Street schizzato nell’entusiasmo generale, con una crescita in misura del 70%, chiudendo a 44,9 \$ a fine primo giorno.

Twitter, Inc. (NYSE:TWTR) - Share Pricing



¹³³ Capital IQ

¹³⁴ <https://twitter.com/twitter/status/398235511254298624/photo/1>

¹³⁵ Fonte: Capital IQ

Il coefficiente di correlazione tra rendimenti di Facebook e Twitter, pari a 0,27, ne esprime da un lato un grado di co-dipendenza ad alcuni fattori terzi (come possono essere le opinioni delle persone sulla privacy relativa ai social network e influenze dell'andamento del mercato di appartenenza), ma d'altra parte fa emergere come in realtà le due società non siano molto correlate e quindi come le due società siano molto diverse tra loro.

Nel seguente grafico viene messo a confronto il rendimento di Twitter, con quello del NYSE, in un periodo che va dal 7 novembre 2013 (posto come base 100), fino al primo giugno 2018.

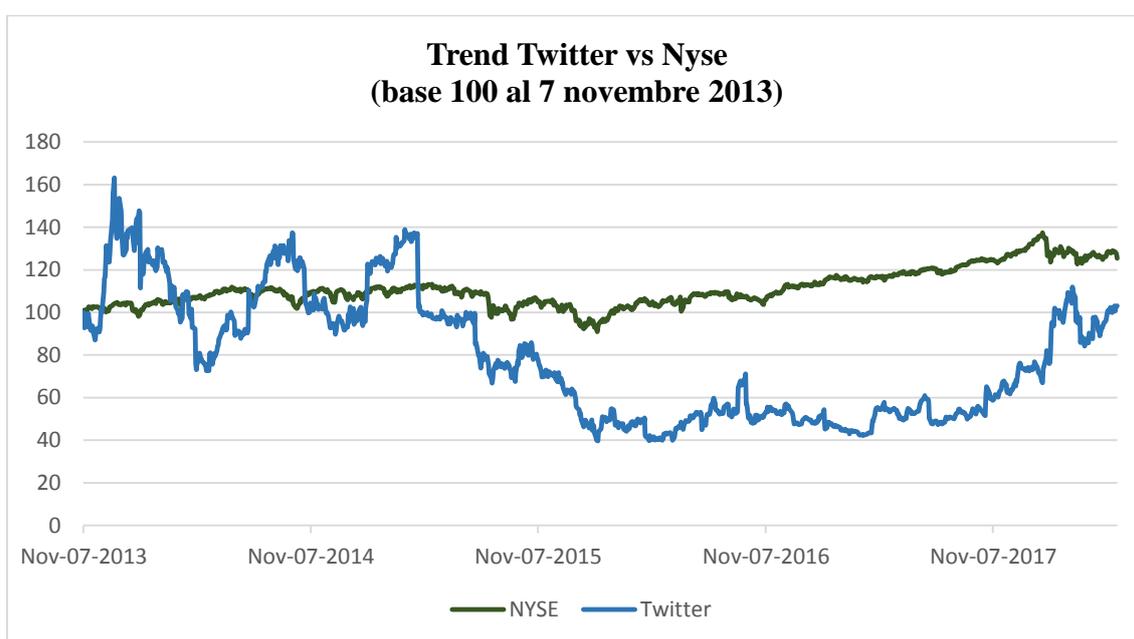


Tabella 1: Andamento dei multipli di mercato (media per anno)¹³⁶

For Year Ending	2013	2014	2015	2016	2017	2018
TEV/LTM Total Revenue	50,36x	31,28x	13,64x	4,38x	4,33x	8,00x
TEV/LTM EBITDA	ND	ND	ND	260,43x	113,37x	58,59x
TEV/LTM EBIT	ND	ND	ND	ND	ND	ND
P/LTM EPS	ND	ND	ND	ND	ND	ND
P/LTM Normalized EPS	ND	ND	ND	ND	ND	ND
P/BV	33,09x	11,13x	5,99x	2,73x	2,75x	4,42x
P/Tangible BV	44,71x	14,04x	7,87x	3,82x	3,76x	5,87x
TEV/LTM Unlevered FCF	-	120,32x	162,41x	35,36x	15,03x	30,62x

¹³⁶ Fonte: Capital IQ

L'andamento dei multipli è decisamente diverso rispetto a quanto studiato per Facebook. In primo luogo, alcuni non sono ancora calcolabili, perché l'azienda non ha ancora indicatori positivi collegati ai multipli, che ne rendono impossibile l'utilizzo.

Il multiplo EV/Ricavi ha subito una decrescita continua, non solo a causa dell'andamento (in aumento) dei ricavi, ma bensì dovuto principalmente allo sgonfiarsi del titolo azionario e di conseguenza della fiducia che il mercato ripone verso Twitter. Solo nell'ultimo anno, come immaginabile (visto quanto detto prima sull'andamento della capitalizzazione), abbiamo vediamo il multiplo riprendere quota, passando da 4,3x a 8,0x.

Tabella 2: Andamento multiplo EV/Utenti attivi (Fotografie al 31/12 di ogni anno indicato)¹³⁷

	Utenti attivi mensilmente (mln)	EV (\$/mln)	Multiplo EV/Utenti attivi
2013	241	36630	152,0
2014	288	20300	70,5
2015	305	13790	45,2
2016	318	9550	30,0
2017	330	15640	47,4
marzo 2018	336	19090	56,8

La crescita degli utenti di Twitter è molto più lenta rispetto a quella di Facebook, oltre che in termini assoluti, anche in termini relativi, il che non fa altro che aumentare il gap. La crescita degli utenti procede ad un ritmo medio negli ultimi 5 anni del 7,1% (contro il 12,5% di Facebook, che anche in termini assoluti si ritrova con ben 1,9 miliardi di utenti attivi in più. Il valore implicito di ogni utente è circa un terzo di quello che il mercato fattorizzava nel 2013, ma è in ripresa dal 2016, anno in cui ha toccato il punto più basso (30\$).

Tabella 3: Indicatori della performance per utente di Facebook (Fotografie al 31/12 di ogni anno indicato)¹³⁸

¹³⁷Fonti: Report trimestrale di esercizio IQ 2018 Twitter;

Statista. Com: <https://www.statista.com/statistics/282087/number-of-monthly-active-twitter-users/>

¹³⁸Fonti:

	Ricavi Twitter (\$/mln)	Ricavo per utente (\$)	Tx attualizzazione implicito ricavi
2013	664,9	2,76	2%
2014	1403	4,87	7%
2015	2218	7,27	16%
2016	2529,6	7,95	26%
2017	2443,3	7,40	16%
Normalizzato 2018	2559,9	7,62	13%

j) Snapchat (Snap. Inc.)

Snapchat si autodefinisce come una “camera company”, fondata nel 2010, che opera a livello internazionale ed al 1 giugno 2018 conta 3.069 dipendenti ed ha come sede centrale il proprio headquarter a Venice, California. L’idea è partita da tre studenti dell’università di Stanford, Evan Spiegel, Bobby Murphy e Reggie Brown (poi escluso nel 2011 dai primi due). La società offre agli utenti un’App che permette la condivisione di contenuti foto e video tra gli iscritti. La differenza con un App di messaggistica è che i messaggi sono quasi sempre scambiati con l’ausilio o in risposta a contenuti grafici.

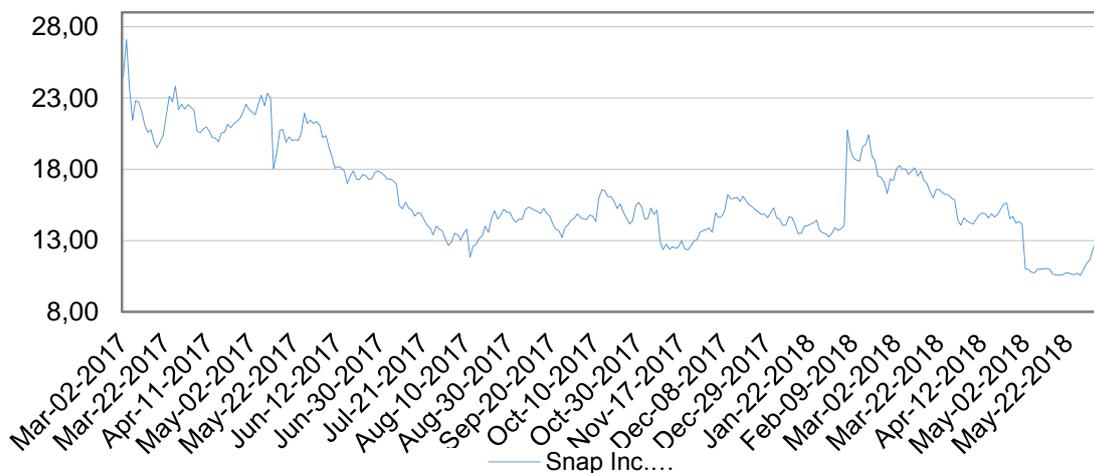
Snapchat è stata quotata con offerta di 230.000.000 azioni (più 30.000.000 come greenshoe ai sottoscrittori) ad un prezzo di circa 17\$ per azione.¹³⁹ Tramite le azioni offerte, la società ha raccolto circa 3,91 \$/mld (valutando l’azienda circa 24 \$/mld in totale). Viene indicato, nel grafico seguente, il prezzo del titolo azionario al primo giorno di emissione, da cui emerge come il titolo abbia avuto un’immediata crescita fino a 24,48\$ (+44%), toccando al secondo giorno di quotazione il picco storico, mai più raggiunto, pari a 27,09\$ per azione.¹⁴⁰

- Bilancio di esercizio IQ 2018 Facebook
- Capital IQ

¹³⁹ <https://investor.snap.com/news-releases/2017/03-07-2017-210448059>

¹⁴⁰ Fonte: Capital IQ

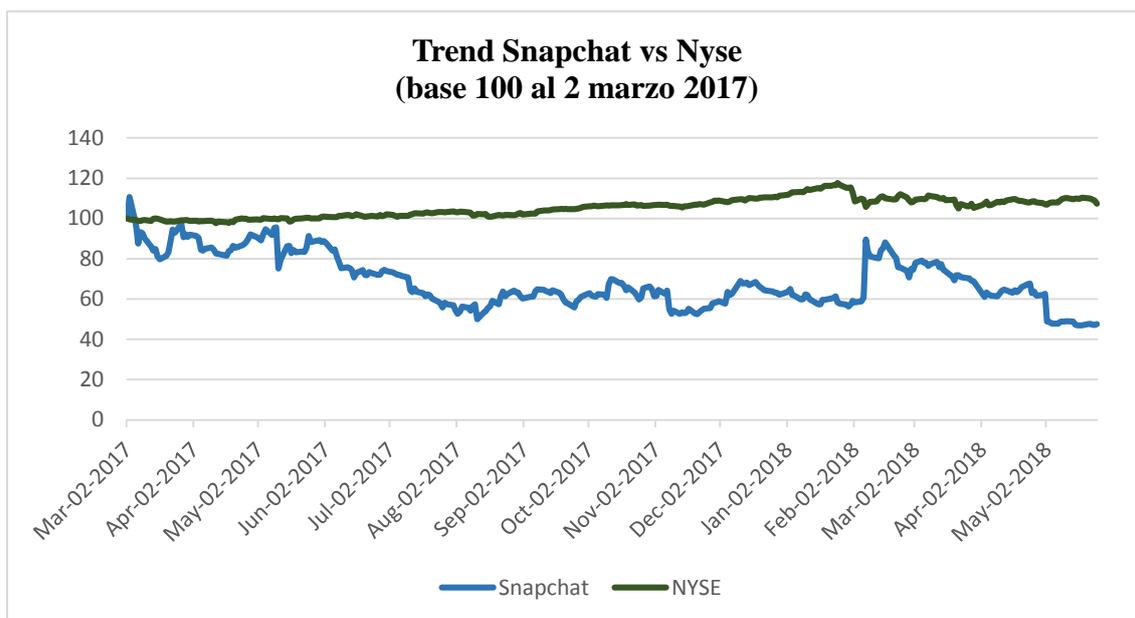
Snap Inc. (NYSE:SNAP) - Share Pricing



Da quanto si può vedere nel grafico precedente, il titolo di Snapchat ha perso il 48% dalla quotazione al 5 giugno 2018, passando da 24,48 \$ a 12,43\$.

Probabilmente l'entusiasmo, sia relativo al successo in termini di popolarità che rispetto a tutto il settore dei social network a inizio 2017, ha portato gli investitori a riporre le proprie speranze eccessivamente sulla startup, che poi nel periodo post quotazione ha fatto emergere dei limiti dai quali ancora non sembra uscire (di fatti a livello di EBITDA i dati non sono molto confortanti: nel 2017 la società ha registrato 3,4 miliardi di rosso ed un net income pari a -3,45 miliardi).

Di seguito, il grafico che mette a confronto il rendimento di Snap.inc, con quello del NYSE, dalla quotazione del titolo al 2 marzo 2017 (posto come base 100), fino al primo giugno 2018.



Snapchat ha un rendimento negativo ed al 25 maggio 2017 ha raggiunto il livello più ampio di spread tra rendimenti del periodo (circa 100 punti).

Tabella 1: Andamento dei multipli di mercato (media per anno)¹⁴¹

For Year Ending	2017	2018
TEV/LTM Total Revenue	34,37x	20,15x
TEV/LTM EBITDA	ND	ND
TEV/LTM EBIT	ND	ND
P/LTM EPS	ND	ND
P/LTM Normalized EPS	ND	ND
P/BV	6,76x	6,08x
P/Tangible BV	8,55x	8,29x
TEV/LTM Unlevered FCF	44,39x	35,32x

Il multiplo EV/Ricavi si è quasi dimezzato a causa dell'andamento della market cap, non confortante. L'aumento dei ricavi al denominatore ha avuto anche una sua parte di effetto sul multiplo.

¹⁴¹ Fonte: Capital IQ

Tabella 2: Andamento multiplo EV/Utenti attivi (Fotografie al 31/12 di ogni anno indicato)¹⁴²

	Utenti attivi mensilmente (mln)	EV (\$/mln)	Multiplo EV/Utenti attivi
2016	220	27000	122,7
2017	246	15310	62,2
marzo 2018	255	17450	68,4

Tabella 3: Indicatori della performance per utente di Facebook (Fotografie al 31/12 di ogni anno indicato)¹⁴³

	Ricavi Snapchat (\$/mln)	Ricavo per utente (\$)	Tx attualizzazione implicito ricavi
2016	404,5	1,84	1%
2017	824,9	3,35	5%
Normalizzato 2018	906	3,55	5%

k) LinkedIn

LinkedIn è nata come piattaforma internet per connettere i professionisti in tutto il mondo, al fine di facilitarne lo sviluppo professionale ed il networking. L'azienda si è sviluppata notevolmente nel corso degli anni ed è diventata una fonte innovativa che permette alle aziende di fare scouting di talenti, assumere persone e condividere traguardi o articoli e post con un'audience più selezionata ed orientata al lavoro.

La società, quotata in borsa fino a dicembre 2016, oggi è al 100% partecipata da Microsoft.

¹⁴²Fonti: Report trimestrale di esercizio IQ 2018 Snapchat;

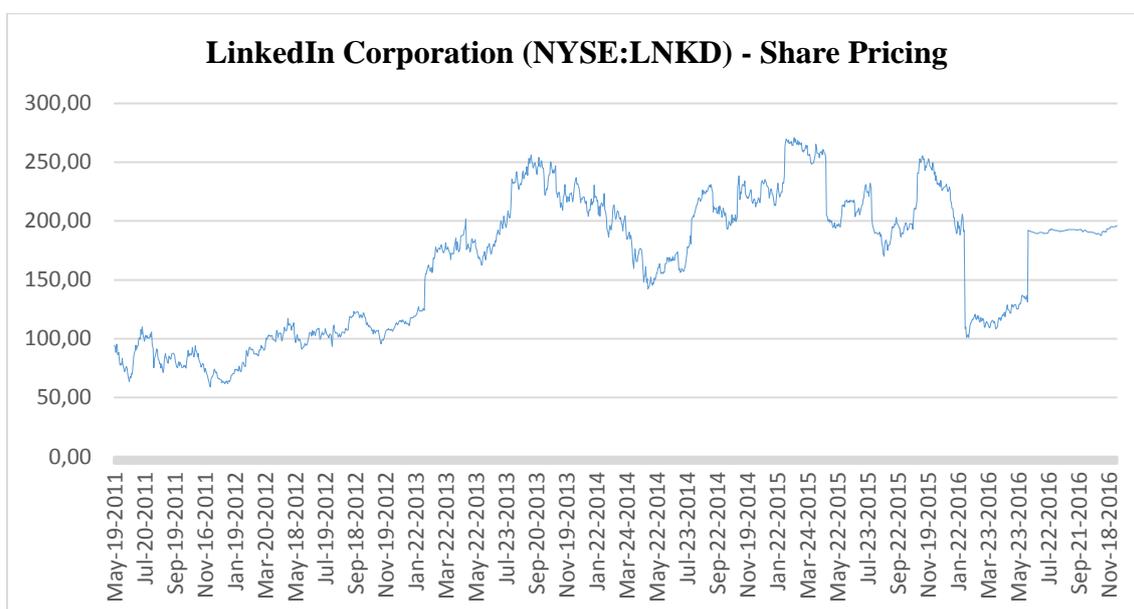
Statista. Com: <https://www.statista.com/statistics/282087/number-of-monthly-active-twitter-users/>

¹⁴³Fonti:

- Bilancio di esercizio IQ 2018 Snapchat
- Capital IQ

LinkedIn è stata quotata con offerta di 7.840.000 azioni ad un prezzo di circa 45\$ per azione.¹⁴⁴ Tramite le azioni offerte, la società ha raccolto circa 352,8 \$/mln (valutando l'azienda circa 9 \$/mld in totale). La chiusura del prezzo delle azioni alla fine del primo giorno di quotazione a Wall Street, osservabile nel grafico a pagina seguente, è stata a 94,25\$ (+109,4%).

Di seguito, uno storico del titolo azionario di LinkedIn dalla IPO a fine 2016, anno dell'acquisto del 100% della società da parte di Microsoft, che ne ha decretato la rimozione del titolo dal mercato regolamentato.¹⁴⁵



Il titolo di LinkedIn ha vissuto una crescita stabile a partire dalla quotazione, fino al 2014, anno in cui il trend del titolo di è stabilizzato fino ad inizio 2016 quando è crollato (-55% dal 31 dicembre 2015 al 2 febbraio 2016, visti i risultati negativi in termini di EBIT del 2015 (-121,8 \$/mln) ed in vista dei risultati attesi per il 2016 (poi conclusosi con un EBIT pari a -20,1 \$/mln ed un net income pari a -165 \$/mln). Nei mesi finali del 2016, prima dell'acquisto da parte di Microsoft, il titolo si è rinvigorito, riportandosi a ridosso dei 200 \$ per azione.

¹⁴⁴ <https://news.linkedin.com/2011/05/linkedin-corporation-prices-initial-public-offering>

• ¹⁴⁵ Capital IQ

Nel grafico seguente, viene confrontato il trend di rendimento del titolo LinkedIn rispetto al NYSE dal 7 novembre 2013 (posta come base 100) al 7 dicembre 2016, giorno dell'acquisto da parte di microsoft.

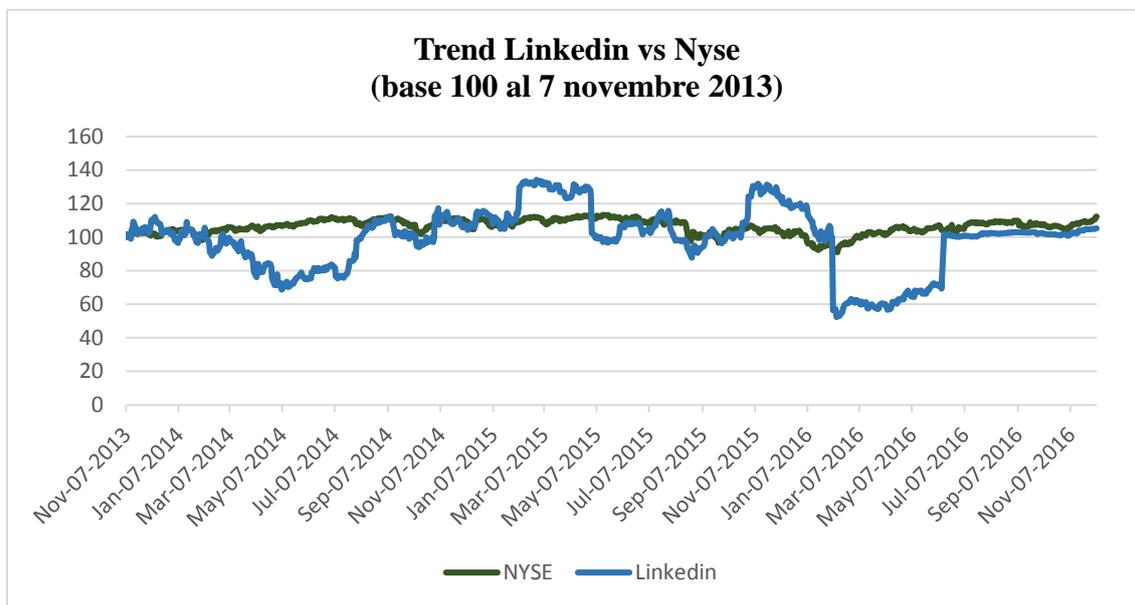


Tabella 1: Andamento dei multipli di mercato (media per anno)¹⁴⁶

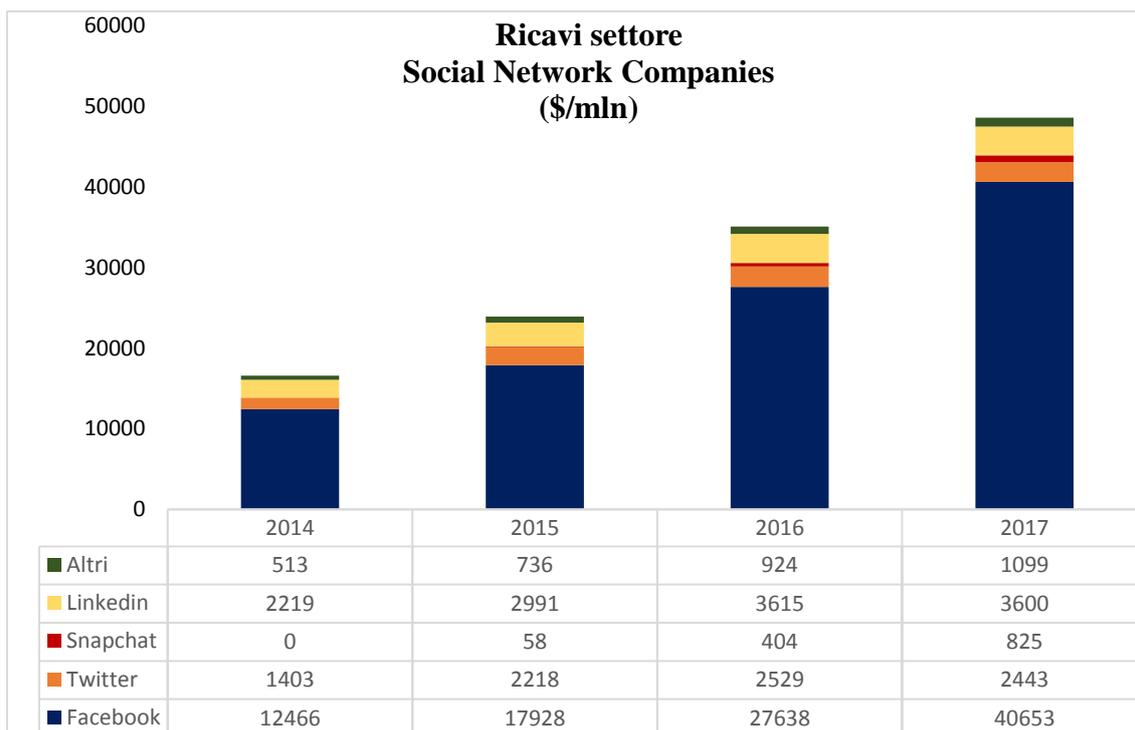
For Year Ending	2011	2012	2013	2014	2015	2016
TEV/LTM Total Revenue	21,92x	15,72x	18,45x	12,65x	10,97x	6,23x
TEV/LTM EBITDA	12,24x	9,71x	12,46x	9,21x	8,27x	5,10x
TEV/LTM EBIT	268,99x	276,25x	275,04x	NM	NM	NM
P/BV	32,25x	15,46x	19,14x	8,59x	7,84x	4,80x
P/Tangible BV	33,52x	17,15x	22,65x	9,67x	11,06x	8,18x
TEV/LTM Unlevered FCF	144,36x	179,84x	176,43x	183,42x	272,38x	28,32x

I) Considerazioni finali

Suddividendo la crescita del fatturato di settore per azienda, si delinea il seguente grafico¹⁴⁷, che rende ben chiaro il dominio di Facebook, che si dimostra sempre più l'azienda leader di settore, nonostante l'arrivo di nuovi player a competere.

¹⁴⁶ Fonte: Capital IQ

¹⁴⁷ <https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/Financial/IncomeStatement.aspx?CompanyId=20765463&fromSearchProfiles=true>
<https://www.statista.com/statistics/562397/worldwide-revenue-from-social-media/>

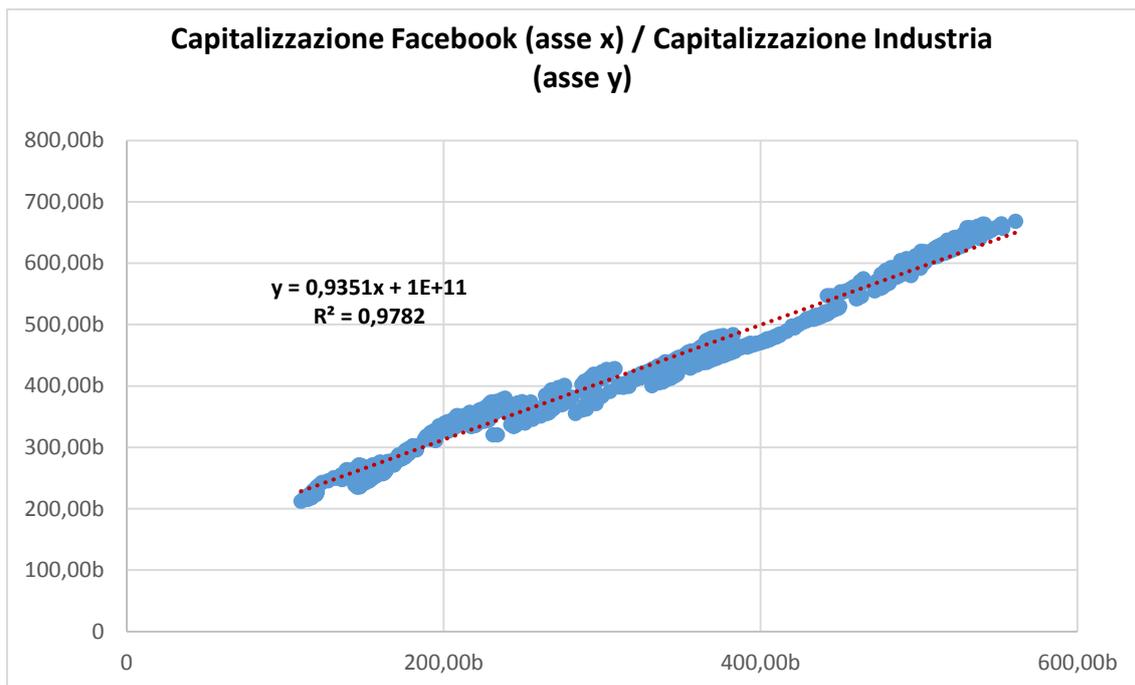


Sono infatti cresciute dal punto di vista numerico le aziende competitor di Facebook, che però non ne sono riuscite a scalfire la leadership, che al contrario in questi anni è aumentata.

Mentre nel 2014 il fatturato di Facebook sul totale di industria era pari al 75%, al 31/12/2017 questo è arrivato all'84% e continua ad essere in forte crescita.

La correlazione tra fatturato di industria e fatturato di Facebook è infatti altissima, pari a 0,9976, dato che rende ancora più chiara l'importanza dell'azienda nel settore (ed il livello di concentrazione).

Nel seguente grafico mettiamo a confronto la capitalizzazione di Facebook e quella di industria (data dalla somma delle aziende quotate nel perimetro delineato nel primo grafico del capitolo relativamente agli utenti attivi, sempre ad esclusione di alcune aziende cinesi per cui non sono reperibili dati).



Mentre la correlazione tra Facebook ed il settore è massima anche in termini di market cap, ciò non si può affermare per Snapchat (circa -0,7) o per Twitter (circa 0,5). Ciò accade perché al momento, al contrario di quanto si possa pensare, il settore è Facebook, ancor di più ora che sono entrati nuovi player, rispetto al 2014.

Conclusioni

Lo studio dell'evoluzione del settore nella sua globalità rende chiaro il trend di forte crescita che lo contraddistingue, anche se confrontato con un mercato azionario generale che, come abbiamo visto nel primo capitolo, sta vivendo ancora un periodo di ripresa dopo la crisi che ha colpito i mercati finanziari alla fine dello scorso decennio.

Ciò che si comprende però scavando nei dati delle singole aziende è che non si possa fare di tutta l'erba un fascio.

In primo luogo, dallo studio dei quattro casi presi in considerazione (Facebook, Twitter, Snapchat e LinkedIn) emerge un'evoluzione totalmente diversa delle

aziende, sia da un punto di vista delle performance, che dalla prospettiva dei mercati finanziari. Si sono scelti questi esempi in particolare proprio perché delineano le diverse strade che un'azienda in competizione nel mercato dei social network può intraprendere.

In particolare:

- Facebook da un lato ha avuto il vantaggio del first mover, ha creato un mercato e rivoluzionato il modo di intendere i rapporti umani. Inoltre, inizialmente forse senza volontarietà, ha avuto modo di accedere a dati prima di milioni, poi di miliardi di persone, che costituiscono un patrimonio inestimabile per la società. Oltre alla capacità di aumentare la base utenti a dimensioni così grandi, è stata in grado anche di capire come ricavare fatturato da questi, aumentando sempre più, come si è visto, il ricavo medio per utente.
- Twitter è stata tra le prime a muoversi dopo Facebook. L'azienda è riuscita a raggiungere una massa critica ed un ricavo per cliente sufficiente per arrivare al breakeven point e cominciare a generare cash. Il mercato azionario ha apprezzato l'inversione di segno nei bilanci ed il titolo sembra ora in ripresa convinta. La società, al contrario di Facebook, sembra però aver in parte arrestato la sua crescita a ritmi rapidi in termini di ricavi dal 2016, al netto di eventuali ulteriori modifiche al modello di business nei prossimi anni.
- Snapchat ha finora vissuto in controtendenza con le aziende precedenti, partendo benissimo nei mercati finanziari, che si aspettavano crescite esponenziali dei ricavi non ancora arrivate. La società appare in caduta libera in borsa, visto anche il prezzo di mercato sceso stabilmente al di sotto di quello di collocamento, soprattutto a causa del forte segno meno che continua a caratterizzare il proprio conto economico e cash flow. Il problema principale in questo caso è la non redditività degli utenti, dai quali non riesce ad ottenere ricavi a sufficienza.
- LinkedIn ha avuto una storia di successo ben diversa dalle aziende precedenti. La società si è infatti ritagliata una nicchia ben precisa di

mercato e non ha provato a competere contro lo strapotere dimostrato da Facebook. Il modello ha dimostrato una sua redditività ed è poi stato premiato dall'acquisto da parte di Microsoft nel 2016.

Come osservato nel terzo capitolo, nonostante il notevole entusiasmo dimostrato sia al momento del collocamento, che nei giorni subito a valle delle quotazioni di Twitter, Snapchat e LinkedIn (con tassi di crescita vertiginosi), l'unica IPO di grande successo nel medio-lungo periodo si è dimostrata essere Facebook, che dopo un inizio deludente, è andata ben oltre le aspettative.

Dal confronto dei rendimenti dei titoli studiati con il NYSE si rende ancor più chiaro come Facebook sia stata in realtà l'unica delle aziende studiate che ha overperformato rispetto all'indice.

Dalle analisi effettuate emerge come la correlazione tra l'andamento di Facebook e la performance di industria sia prossima ad 1, il che rende ben chiaro come in realtà la bolla del settore delle social network companies sia strettamente legata alla crescita esponenziale di Facebook, che però appare sempre meno una bolla e sempre più un'azienda solida. L'impressione deriva anche dallo sgonfiarsi dei multipli non per una diminuzione della capitalizzazione (che al contrario cresce convinta), ma per un forte aumento degli indicatori di performance.

Ad oggi sembra difficile immaginare Facebook in calo, anche qualora dovessero rallentare i tassi di crescita (cosa che non sembra) degli utenti e degli indicatori di performance. Per questa ragione è comunque difficile ipotizzare il settore in crisi nel giro di poco tempo, in quanto questo è strettamente collegato alle performance di Facebook, che ne ha il dominio totale.

Discorso diverso si può fare con la maggior parte delle altre società del settore, che devono invece dimostrare di avere un modello di business redditizio per rimanere in vita e ripagare la fiducia del mercato verso di loro.

Relativamente ai metodi di valutazione discussi nel corso del capitolo 2 ed al dibattito circa quale fosse il migliore da applicare sulle aziende giovani del

settore social network, si è giunti alla conclusione, che i multipli non siano il metodo più preciso per la valutazione delle società del settore social network per tre ragioni principali:

- La grande variabilità dei multipli osservata per le società oggetto di studio nel capitolo 3 (sia per ciò che concerne i multipli classici che i peculiari delle startup del settore);
- L'esposizione degli stessi a periodi di eccessivo entusiasmo del mercato, che ha caratterizzato il settore dei social network;
- La difficile (a volte impossibile) applicazione in aziende con flussi di cassa e reddituali negativi.

Al contrario, in linea con i pensieri di Damodaran e dello studio di McKinsey citati nel secondo capitolo, il metodo migliore è sembrato dimostrarsi il DCF.

Con l'ausilio del DCF il valutatore è infatti in grado di analizzare i possibili andamenti della società, anche a partire dal business plan di questa e dall'andamento futuro del settore in cui opera, distaccandosi dai momenti di entusiasmo caratterizzanti alcuni settori (come quello dei social network).

Nella soggettività del metodo, che abbiamo posto come limite dello stesso nel secondo capitolo, sorge invece la possibilità per il valutatore di cogliere i punti di forza della società oggetto di valutazione, aggiustando di conseguenza i flussi attesi.