

ANALISI E VALUTAZIONE NEL MERCATO DEI VIDEOGAMES: ELECTRONIC ARTS

Introduzione

1. Lineamenti di teoria dell'analisi di bilancio e della valutazione d'impresa

1.1 Tratti essenziali della valutazione e dell'analisi

1.2 Studio della creazione di valore attraverso gli indici di bilancio

1.3 La valutazione d'impresa attraverso le metodologie più moderne: cenni di teoria

2. Analisi del mercato dei videogames

2.1 Aspetti generali del mercato dei videogames: composizione, segmentazione e prospettive

2.2 I principali operatori

3. L'analisi di bilancio e la valutazione di Electronic Arts

3.1 Storia dell'impresa: passaggi fondamentali

3.2 Analisi di bilancio di Electronic Arts

3.2.1 Analisi della redditività di Electronic Arts: approfondimenti

3.3 Valutazione della Electronic Arts attraverso i flussi di cassa: cenni

Conclusioni

Bibliografia e sitografia

INTRODUZIONE

Nel presente lavoro si intende concentrarsi su di uno dei settori che negli ultimi anni ha dimostrato maggiore dinamismo in generale, ma anche e soprattutto nell'ambito di quelli tecnologici. Il settore dei videogiochi.

Si tratta di un settore che ovviamente è relativamente giovane, ma che ormai vanta attori internazionali che possono essere valutati diversi miliardi di dollari e che possono a tutti gli effetti essere considerati delle multinazionali.

L'attenzione del lavoro, come scopo meramente esemplificativo, è quello di esercitarsi nel tentativo di procedere alla stima del *capitale economico*, ovvero il valore, di una delle principali aziende attive nel settore: la Electronic Arts.

Le fonti impiegate sono state per lo più testi di tipo universitario, ma anche relative ai siti delle aziende, a quelli della stampa specializzata e alle basi di dati dove poter selezionare i valori rilevanti allo studio.

Il primo capitolo è dedicato agli aspetti teorici dell'analisi e della valutazione. In esso una prima parte si concentra sullo studio degli indici di bilancio, suddividendo la stessa secondo la logica delle aree di gestione e di equilibrio che l'impresa deve soddisfare per potere essere ritenuta sana. Una seconda parte invece sposta l'attenzione sulla teoria della valutazione e lo fa descrivendone la logica di fondo e andando a vedere, in modo molto piano, la metodologia relativa alla stima del *capitale economico* per mezzo dei flussi di cassa.

Il secondo capitolo si concentra invece sull'analisi del mercato dei videogiochi, sulla sua evoluzione sia storica che tecnica. Il mercato dei videogiochi viene analizzato dal punto di vista delle sue segmentazioni, delle sue evoluzioni e della sua composizione. In questa prospettiva viene data descrizione di quelle che sono le principali realtà del mercato e vengono altresì raccontate le più recenti operazioni di concentrazione che hanno interessato il settore.

Il terzo ed ultimo capitolo riguarda invece la fase di analisi e valutazione della Electronic Arts. Una prima parte è dedicata alla descrizione della società. I suoi prodotti, il suo management e la sua storia. La seconda parte del capitolo descrive l'analisi di bilancio della stessa e poi infine nella terza parte viene svolta un'esercitazione di valutazione finalizzata quindi a definire il prezzo obiettivo della singola azione così come avrebbe dovuto essere nel corso del 2020.

CAPITOLO PRIMO

LINEAMENTI DI TEORIA DELL'ANALISI DI BILANCIO E DELLA VALUTAZIONE D'IMPRESA

1.1 Tratti essenziali della valutazione e dell'analisi

La documentazione contabile d'impresa ha come primaria rappresentazione il *bilancio d'esercizio* che come è noto è composto, per legge, da *stato patrimoniale* e *conto economico*¹. Sebbene non sia previsto per legge la pratica finanziaria ha fatto sì che sia oggi imprescindibile per qualsiasi impresa, perlomeno di medie dimensioni, di produrre anche ulteriore documentazione finalizzata a dare rappresentazione anche di altri aspetti gestionali. Per fare degli esempi possiamo citare in primo luogo la rendicontazione² e la pianificazione finanziaria, ma anche, secondariamente, il bilancio di responsabilità sociale, in tutte le sue componenti, e altre documentazione tese ad informare la comunità finanziaria di quella che è la reale situazione dell'impresa anche in chiave prospettica.

Tornando al bilancio d'impresa, come detto esso è imposto, almeno in Italia, da precise norme del codice civile, in particolare è disciplinato dagli articoli compresi dal 2423 al 2435. Essi ne descrivono la struttura ed i contenuti informativi minimi anche se oggi la redazione è disciplinata da una serie di regolamenti internazionali che sono stati formulati col fine di rendere armonici i bilanci delle imprese nei differenti ordinamenti.

Nonostante queste specificazioni la struttura di fondo rimane quella disciplinata e introdotta dal codice civile ai succitati articoli. Per quello che concerne lo *stato*

¹ I principali riferimenti bibliografici del presente paragrafo sono ravvisabili nei seguenti: CARAMIELLO C. (2003) GHIRINGHELLI P. (2019)

² In realtà il D. Lgs. n. 139 del 2015 ha introdotto anche la rendicontazione finanziaria come parte obbligatoria e finalizzata a rendere note tutte le movimentazioni finanziarie dell'impresa.

patrimoniale esso costituisce una rappresentazione istantanea della situazione patrimoniale dell'impresa alla data dell'ultimo giorno dell'esercizio. Quasi sempre, anche se non è valido per tutte le imprese, corrispondente al 31 di dicembre. Secondo il codice civile lo *stato patrimoniale* è strutturato in due parti: l'*attivo* e il *passivo*. Nel primo caso trovano elencazione gli impieghi, per dirlo col più risalente gergo aziendalistico, nel secondo invece trovano elencazione le fonti. Come dire quindi che nell'attivo l'impresa elenca ciò che ha, mentre nel passivo elenca come fa ad averlo.

La parte relativa al *conto economico* è invece dedicata solo a misure di flusso relative all'esercizio cui il bilancio fa riferimento. La struttura in questo senso è di tipo *scalare* e partendo dai *ricavi* è organizzato in modo da pervenire all'*utile* o *perdita* di esercizio.

Lo scopo della rendicontazione, sia essa contabile o finanziaria, è come già detto quello di fornire informazioni a tutta la comunità di operatori che a vario titolo può esservi interessata. Chiaramente nella pluralità degli *stakeholders* i soggetti che più di altri ci si aspetta che siano sensibili alle informazioni riguardanti sono certamente gli investitori, siano essi finanziatori che sottoscrittori di capitale di rischio, gli azionisti.

Il punto di partenza del ragionamento della presente dissertazione è che nonostante la ricchezza e la varietà della documentazione relativa alla situazione dell'impresa, questi documenti non sono di per sé sufficienti a rendere un'idea vera, precisa ed attendibile della situazione dell'impresa, né dal punto di vista degli equilibri che la riguardano, né tanto meno dal punto di vista della prospettiva futura. Non va dimenticato infatti che sebbene la redazione di questi documenti sia disciplinata da norme e regolamenti, la componente soggettiva è sempre presente e alle volte può esserlo ad un livello tale da rendere la lettura degli stessi fuorviante per il determinato fruitore³. In somma alle problematiche di soggettività ne esistono anche altre di natura tecnica. In sintesi possiamo rilevare che il *bilancio di esercizio* e la documentazione che definiamo aggiuntiva costituiscono sì una valida fonte di informazioni sulla condizione dell'impresa, ma che per potere esprimere un'opinione più informata e consapevole l'analista ha bisogno di rivolgere la propria attenzione anche a delle fonti di tipo alternativo e perlopiù autoprodotte.

³ MELIS A. (2008)

Quelle esposte sono le principali motivazioni per le quali la prima fase di un'analisi di una società inizia sì dalla consultazione della documentazioni descritte, ma prosegue poi inevitabilmente con lo studio di altre misure. Tra queste dobbiamo menzionare certamente quelle che prendono il via tramite specifiche rielaborazioni dei dati di bilancio e che proseguono con un confronto. Le due note fasi di:

- Riclassificazione;
- Comparazione.

La riclassificazione attiene alla riorganizzazione dei dati contenuti nel bilancio con il fine di metterne in luce determinati aspetti. Uno dei più tipici esempi che possono essere fatti di riclassificazione del bilancio è quello del criterio di *liquidità* e consiste nel rielaborare le scritture tenendo conto del grado di esigibilità, appunto liquidità, delle poste. Relativamente allo *stato patrimoniale* questo genere di riclassificazione distingue ad esempio tra poste di breve periodo e poste di lungo periodo a seconda del fatto che la liquidità della stessa non vada, oppure vada, oltre l'anno solare.

Una volta riclassificato il bilancio l'analista è in grado di procedere con quella importante attività nota come *analisi di bilancio* e consistente nell'identificazione di una serie di misure atte a verificare gli equilibri dell'impresa⁴. L'analisi di bilancio come attività viene svolta attraverso il calcolo e la valutazione di alcuni rapporti, in inglese *ratios*, che servono ad approfondire determinate aree di criticità della gestione e della condizione dell'impresa.

Per potere analizzare la gestione dell'impresa occorre prendere in considerazione alcune specifiche aree di interesse e si tratta di aree che corrispondono alle stesse questioni di equilibrio dell'impresa che abbiamo menzionato più sopra. La prima che vediamo è quella relativa alla *composizione patrimoniale* dell'impresa e serve a verificare appunto che l'impresa stia operando impiegando in modo opportuno le fonti e gli impieghi. Tali indici vengono definiti come *indici di struttura* e servono appunto a verificare che vi sia equilibrio patrimoniale.

Un secondo equilibrio che deve essere verificato è quello relativo alla *redditività* e che, per dirlo in termini semplici, attiene all'equilibrio tra entrate ed uscite. Certo questa è solo la considerazione più generale, questo tipo di verifica infatti serve

⁴ CARAMIELLO C., (2003)

anche ad evidenziare quale sia la capacità della gestione e dell'impresa di generare reddito dalle varie dimensioni patrimoniali. Questa classe di indici viene appunto definita come *indici di redditività*. Appartengono al novero di questi indici misure note come quella del *return on investment* o anche *return on equity*.

Una terza area di interesse è quella relativa all'equilibrio finanziario ed attinente quindi alla capacità dell'impresa di far fronte agli esborsi di cassa. In realtà in questo tipo di indici rientrano anche quelli relativi alla verifica di quanto sia profittevole la gestione. Si tratta quindi di un'area di analisi finalizzata ad individuare l'adeguatezza della gestione dal punto di vista delle scadenze finanziarie e degli impegni assunti.

Parliamo quindi in questo terzo caso di *analisi finanziaria* della gestione.

Oltre all'analisi di bilancio l'analista è anche interessato, spesso, a svolgere una valutazione dell'impresa e in questo senso non deve essere tralasciato il fatto che a ben vedere anche l'analisi di bilancio altro non è che un altro modo per esprimere una valutazione, per certi versi laterale, del valore dell'impresa.

Prima di addentrarci nelle questioni relative la determinazione del *valore* dell'impresa è importante spendere alcune riflessioni sul concetto di *valore* vero e proprio. In letteratura il Prof. Zanda⁵ indica questo concetto a partire dal suo significato etimologico ed ovvero "ciò che è degno di essere preso in considerazione".

Per quello che riguarda il collegamento tra il concetto di valore e quello dell'impresa la questione diviene ancora più complessa di quanto anticipato. L'attività di *valutazione* rappresenta quindi quel processo, appunto complesso, attraverso il quale l'analista intende pervenire ad una misura, indicata come *capitale economico*, che rappresenta, o meglio rappresenterebbe, il valore monetario dell'impresa al momento della valutazione.

Perché questa *valutazione* possa dirsi tale necessita che siano rispettate una serie di caratteristiche che la letteratura individua come necessarie. La prima di queste caratteristiche, nel senso che rappresenta la più importante, è quella denominata come *oggettività* e corrisponde al fatto che si riesce ad operare una valutazione il

⁵ ZANDA G., LACCHINI M., ONESTI T. (2005), pag. 1

meno possibile interessata da aspetti di tipo soggettivo⁶. Perché la valutazione sia *obiettiva* occorre a sua volta che siano presenti le seguenti caratteristiche:

- Generalità;
- Astrattezza.

La prima delle due, la *generalità*, attiene al fatto che i dati fondamentali inseriti nella valutazione e in tutto il processo che la caratterizza siano appunto dati la cui fonte sia attendibile e verificabile. Con la seconda caratteristica invece, l'*astrattezza*, si intende definire che il processo adottato sia replicabile anche da altri soggetti, per le componenti fondamentali, ed anche ad altre realtà. Che sia in sostanza un *modus operandi* corrispondente ad una sorta di procedura standardizzata e replicabile, per lo meno nelle parti fondamentali.

Come detto in precedenza il fine della *valutazione* è quello della determinazione del *capitale economico*, un concetto che a ben vedere può anche assumere una valenza di tipo relativo⁷. In tal senso infatti non va dimenticato che, a parte le società quotate che in sostanza vengono valutate dal mercato ogni istante, una valutazione specifica viene svolta solo in occasione di operazioni di finanza straordinaria che quindi hanno ad oggetto il capitale di rischio dell'impresa stessa.

I due punti relativi alle caratteristiche che deve possedere un processo di valutazione sopra esposti definiscono la parte fondamentale di quello che in letteratura è noto come *paradigma di valutazione*⁸ che deve rimanere fermo qualunque sia il metodo di valutazione che l'analista sceglie di adottare. Da questo punto di vista la letteratura distingue tra due fondamentali metodologie e che possiamo individuare come *metodi diretti* e *metodi indiretti*⁹. Appartengono alla prima tipologia tutte quelle metodologie che fanno ricorso ai cd. *multipli* ovvero dei rapporti che procedono confrontando l'impresa valutanda con un valore, analogo, tratto però da un campione di imprese ritenute similari e quindi confrontabili. Per quello che riguarda la seconda tipologia di metodi vediamo perlopiù quelli che si basano sull'analisi dei cd. *flussi di risultato*. Tra questi il più importante di tutti è il metodo molto *caro alla pratica delle banche di investimento e noto come*

⁶ Ivi, pag. 7

⁷ BALDUCCI D., (2008), pag. 25

⁸ ZANDA G., LACCHINI M., ONESTI T. (2005), pag. 11

⁹ Ivi, pag. 746 e ss.

Discounted cash flow, DCF, e che si basa sull'attualizzazione di una serie di flussi che ci si aspetta l'impresa realizzi nel futuro¹⁰.

1.2 Studio della creazione di valore attraverso gli indici di bilancio

Una premessa importante che occorre fare è che, riprendendo quanto detto al precedente capitolo, l'analisi di bilancio attraverso gli indici serve perlopiù a valutare la qualità della gestione e di conseguenza la condizione dell'impresa dal punto di vista degli equilibri che deve rispettare. Solo indirettamente quindi questo genere di salute si traduce in valore, ma resta comunque saldo il rapporto tra le due questioni e tale per cui possiamo affermare che il valore passa inevitabilmente anche attraverso il rispetto degli equilibri che si impongono alla gestione dell'impresa. Da questo punto di vista quindi l'analisi di bilancio può essere vista come una fase preliminare alla determinazione della creazione di valore da parte della gestione dell'impresa. Non a caso infatti oggi in letteratura si parla di *drivers di valore*.¹¹

Venendo quindi all'analisi di bilancio tesa a verificare la condizione patrimoniale, o strutturale, selezioniamo gli indici noti come *indice di rigidità* ed *indice di elasticità*. Si tratta di due indici che, come suggerisce già il nome che è stato loro dato, da due punti di vista differenti verificano la capacità dell'impresa di saper reagire a cambiamenti repentini dell'ambiente competitivo in cui si trova ad operare. Si tratta di indici che risultano ancora più importanti nei settori ad alto contenuto tecnologico, e quindi di innovazione, come può ad esempio essere quello dei videogiochi.

Dal punto di vista formale questi vengono calcolati come segue:

¹⁰ DALLOCCHIO M., SALVI A. (2004)

¹¹ GHIRINGHELLI P., (2019)

$$IR_t = \frac{\text{Immobiliz.}}{\text{Totale Attivo}} \qquad IE_t = \frac{\text{Attivo Circ.}}{\text{Totale Attivo}}$$

Dove con IR_t indichiamo l'indice di rigidità relativo all'anno t e analogamente, allo stesso anno, con IE_t indichiamo l'indice di elasticità. La prima delle due misure mostra il rapporto tra attivo immobilizzato e totale del capitale investito, laddove la seconda mostra il rapporto tra le attività circolanti ed il totale dell'attivo. Prendendo ad esempio il grado di elasticità possiamo osservare che tanto più risulta maggiore e tanto più l'impresa è in grado di effettuare cambiamenti in relazione alla struttura patrimoniale ed organizzativa che si rendessero necessari. Cero è che, come osservato, non si tratta di una misura che può essere valutata a prescindere dal settore di appartenenza, esistono chiaramente settori in cui è più delicata e altri in cui invece è relativamente più trascurabile.

Non intendiamo tuttavia completare la rassegna degli indici patrimoniali con i due presentati ed in questo senso vediamo anche degli indici importanti per verificare la situazione di indebitamento dell'impresa.

Tra questi indici quelli che prendiamo in considerazione sono l'*indice di indebitamento di breve periodo* e l'*indice di indebitamento di lungo periodo*.

$$IDB_t = \frac{\text{Passività correnti}}{\text{Totale Passivo}} \qquad IDL_t = \frac{\text{Passività consolidate}}{\text{Totale Passivo}}$$

Dove chiaramente con IDB intendiamo l'indice relativo al breve periodo e con IDL quello a lungo periodo. In sostanza i due indici mostrano il peso delle passività, dell'uno e l'altro tipo di scadenza, sul totale delle passività.

Gli ultimi indici patrimoniali che mostriamo sono anche quelli ritenuti maggiormente significativi in letteratura e sono il *rapporto di indebitamento*, anche noto come *leverage*, e *l'indice di autonomia finanziaria*.

Il primo dei due rappresenta il rapporto tra il livello del debito complessivo, che può essere selezionato a seconda delle esigenze dell'analista e mostra in modo importante il peso che potrebbero avere le eventuali perdite sul capitale proprio. In equazione:

$$\text{Leverage} = \frac{(\text{Pass. Correnti} + \text{Pass. Consolidate})}{\text{Patrimonio Netto}}$$

L'ultima area che consideriamo è quella relativa all'analisi della *redditività* ed ovvero alla capacità della gestione e del capitale investito di creare *utile operativo* ed *utile netto*.

In questo senso ci limitiamo a vedere i due più noti indici in letteratura: il *return on equity*, *ROE*, ed il *return on investment*, *ROI*.

Si tratta di due indici molto noti e molto importanti, in primo luogo per il loro valore sintetico e segnaletico in ordine alla gestione complessiva dell'impresa.

Il primo dei due in equazione viene definito come di seguito:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Utile netto}}{\text{Capitale Proprio}}$$

Si tratta di un indice con un forte potere segnaletico dato che riesce a sintetizzare la gestione complessiva in un solo valore, ma pecca per il fatto di non essere in grado di rendere evidenti gli aspetti di forza e di debolezza della gestione. Chiaramente si tratta di un valore che tanto più è alto e meglio è, e che può essere

posto a confronto con le altre realtà presenti nel settore di competenza dell'impresa in analisi.

L'altro indice di redditività ha la seguente equazione:

$$ROI = \frac{Utile\ netto}{Attivo\ Totale}$$

Questo secondo indice rappresenta la capacità di generare reddito da parte del capitale operativo dell'impresa. Si tratta di un indice che, laddove scomposto nelle sue parti minori, esprime in modo importante alcuni aspetti della gestione dell'impresa.

Anche il confronto tra il *ROI* ed il *ROE* è molto importante e consente di esprimere alcune considerazioni in ordine al livello di indebitamento complessivo dell'impresa. Se ad esempio la situazione dell'indebitamento è buona allora tra i due indici esiste una corrispondenza di segno dal punto di vista dell'incremento.

La terza area di interesse, ovvero quella finanziaria, la approfondiamo solo dal punto di vista di quegli indici che prendono in esame la situazione di breve periodo e che quindi vanno a vedere quanto le attività correnti siano in grado di coprire le passività correnti. Tale aspetto nella pratica aziendale viene analizzato da differenti punti di vista. Dove ognuno di questi punti di vista prende in esame una porzione sempre più stretta delle attività correnti andando di volta in volta a depurare questa misura di quelle poste che sono meno liquide.

Il primo che vediamo è il *Current Ratio* che studia la solidità finanziaria a breve. Viene ritenuto accettabile quanto esprime valori superiori ad uno.

$$CR = \frac{Attività\ Correnti}{Passività\ Correnti}$$

La misura che viene tolta dal numeratore per rendere ancora più attendibile questa verifica è quella delle *rimanenze* che sono tipicamente poste meno liquide delle altre comprese nelle attività correnti. Si ottengono in questo modo altri indici che rappresentano ancora meglio la capacità di essere solvibile dell'impresa nel breve periodo, ma che omettiamo dalla trattazione per questioni di sintesi.

Vediamo infine, sempre dal punto di vista dell'analisi dell'area finanziaria e della solvibilità un indice noto come *Indice di Copertura degli Oneri Finanziari* la cui equazione è la seguente:

$$ICOF_t = \frac{\text{Reddito Operativo}}{\text{Oneri Finanziari}}$$

Tale indice rappresenta quanto l'impresa sia in grado di ripagare gli interessi sulla sua consistenza di debito attraverso il reddito derivante dalla gestione caratteristica. In pratica serve assicurare l'analista sul fatto che l'impresa non sarà costretta a ricorrere a nuovo debito per pagare gli interessi su quello già esistente.

1.3 La valutazione d'impresa attraverso le metodologie più moderne: cenni di teoria

Come è già stato introdotto in precedenza, in relazione al tema delle differenti metodologie della valutazione d'azienda in questa sede prenderemo in esame solo quello più impiegato, nell'ambito delle metodologie dirette, quello più impiegato dalle banche di investimento: il DCF. Questa scelta è dettata anche dal fatto che tale metodologia sarà anche quella applicativa nella terza parte del lavoro dove si prenderà in esame la società statunitense Electronic Arts.

Qualunque sia il metodo selezionato l'obiettivo dell'analista rimane chiaramente quello della stima del *capitale economico*¹².

La differenza tra il metodo che denominiamo DCF e quello reddituale, in passato maggiormente impiegato in Italia, è proprio relativa alla differenza tra la competenza e l'effettivo flusso di cassa. Due misure che sebbene nel lungo periodo debbano coincidere, l'esigenza di maggiore efficienza in termini di analisi, ha portato a preferire l'attenzione ai flussi di cassa effettivi e determinando questo approccio come lo standard della valutazione d'azienda¹³.

In questo senso però è importante riportare anche le parole di uno dei maggiori studiosi di valutazione d'azienda, il Prof. Luigi Guatri, il quale sosteneva che “tra i vari metodi per valutare un'azienda, ne vanno evidenziati due: il *DCF* e l'attualizzazione del profitto economico. Quando siano applicati correttamente, ambedue i metodi valutativi conducono agli stessi risultati; tuttavia ciascun modello presenta in pratica alcuni benefici. Il *DCF* rimane il favorito di molti analisti ed accademici in quanto si basa solo sui flussi di cassa che entrano ed escono dall'azienda, piuttosto che su utili basati sulla contabilità che possono risultare fuorvianti. (...) una carenza del *DCF* tuttavia consiste nel fatto che il flusso di cassa annuale non consente di rendersi conto della performance aziendale. Un flusso di cassa decrescente può segnalare una performance modesta, oppure investimenti per il futuro”.

Nella procedura applicativa del *DCF*, l'analista prende le mosse dallo studio del business che l'impresa svolge e lo fa suddividendolo in singole *business unit*¹⁴ ovvero tutti i mercati in cui essa partecipa. Il secondo passaggio è quello di analizzare la catena del valore, le domande dei differenti mercati e il management stesso. Diciamo che gli aspetti qualitativi, o semi – quantitativi dell'analisi sono numerosi ed importanti, ma in questa sede si sceglie di concentrarsi solo su quelli prettamente quantitativi ed attinenti alla determinazione dei flussi di cassa e della loro attualizzazione.

¹² GUATRI L. (2006), pag. 234 e ss.

¹³ Ivi, pag. 235

¹⁴ MASSARI M., ZANETTI L. (2004), pag. 161

Quest'ultimo aspetto è ricco di passaggi complessi dei quali la sommità può essere vista nella stima dei cosiddetti *flussi di cassa operativi*. Si tratta infatti di flussi di cassa futuri e quindi attesi.¹⁵

Una volta ottenuto il vettore dei flussi di cassa attesi, che definiamo di matrice analitica, occorre determinare un'altra misura che gli analisti definiscono come *terminal value*. Essa altro non è che il valore attuale dei flussi di cassa che si possono ritenere perpetui dalla data dell'ultimo flusso analitico in poi.

Il DCF può essere adottato impiegando due distinte prospettive di determinazione dei flussi di cassa: *equity side* o *asset side*.

La differenza tra queste due prospettive sta nel fatto che mentre la prima riporta i flussi determinati al capitale di rischio, la seconda lo fa con riferimento al capitale tutto. Dal punto di vista tecnico infatti nel primo caso i flussi di cassa vengono definiti come *free cashflow from equity*, nel secondo invece come *free cashflow from operations*.

Un'altra fondamentale differenza è che le due prospettive impongono l'impiego di differenti saggi di interesse di valutazione: nel caso dell'*equity side* esso è quello relativo al costo del capitale di rischio, mentre nel caso dell'*asset side* il riferimento è al costo medio del capitale ponderato, noto con l'acronimo inglese di *wacc*.

Facendo un esempio molto banale, e particolarmente esemplificato rispetto alla situazione che abbiamo introdotto in teoria, il *capitale economico* W può essere determinato immaginando una serie di flussi di cassa, di tipo *equity side*, ritenuti perpetui, crescenti ad un tasso g ed attualizzati al saggio del costo del capitale k_E :

$$W = \frac{FCFE}{k_E - g} \quad (1.1)$$

¹⁵ Ivi, pag. 180

CAPITOLO SECONDO

ANALISI DEL MERCATO DEI VIDEOGAMES

2.1 Storia del settore dei videogame e odierna catena del valore.

Quando parliamo di videogiochi il riferimento è a qualunque prodotto informatico in grado di rendere possibile un'esperienza ludica attraverso un dispositivo di tipo elettronico.

Negli ultimi anni questo aspetto non può dirsi certamente modificato, al più profondamente arricchito. Il riferimento è alle esperienze multimediali e crossmediali che i nuovi videogiochi mettono a disposizione oltre che alle nuove modalità di tipo *hardware* come ad esempio i più nuovi visori tridimensionali che sono in grado di trasformare le esperienze videoludiche in qualcosa di molto più immersivo di quanto non fosse in precedenza.

Nella sede del presente lavoro tuttavia non è interesse di approfondire gli aspetti tecnologici e sensoriali coinvolti con il mondo dei videogiochi, ma concentrarsi sugli aspetti commerciali ed economici coinvolti con gli stessi. Ciò tuttavia non rende meno importante fare per lo meno qualche fondamentale menzione ad altre dimensioni del medesimo fenomeno.

Tornando alle questioni relative al mercato in oggetto è interessante anche vedere i passaggi fondamentali che, nel corso dei decenni, hanno portato alla sua emersione e alla sua crescita. Volendo stabilire una data orientativa di inizio del mercato dei videogiochi possiamo, insieme a quello che fa la stampa specializzata, fissare questo momento con gli anni '50 anche se quello che in quegli anni costituiva il concetto di videogioco era chiaramente profondamente diverso non solo da quello

odierno, ma anche con quello di una ventina di anni fa. Uno dei più iconici dei primi videogiochi è certamente il famoso *ping pong* degli anni '70.

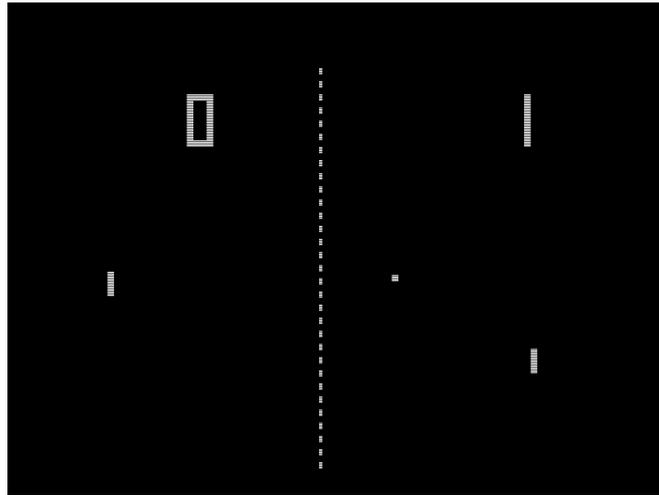


Figura 2.1: Immagine relativa al videogioco *ping pong* dei primi anni '70
Fonte: wikipedia

Col trascorrere dei decenni i videogiochi, rispetto agli anni '70, operarono una crescita sbalorditiva. In quegli anni infatti si passò da una dimensione per lo più esclusiva dei bar e delle sale giochi, ad una dimensione soprattutto casalinga. Questo fu reso possibile dall'espansione di periferiche specifiche, come le console e come i personal computer.

Negli anni '80 fece la comparsa il famoso Atari e poi a seguire fu l'epoca della Amiga 500 prodotta dalla tedesca Commodore.

Fu soprattutto negli anni '90 che comparvero le prime console come la PlayStation di Sony la quale nello specifico fece la sua comparsa nel 1994.

Per quello che riguarda i videogiochi *arcade*, ed ovvero quelli a pagamento e tipici dei bar e delle sale giochi, la sopravvivenza nel mercato perdurò fino a quando il livello tecnico di quelli delle piattaforme utilizzabili in casa non ne eguagliò e superò il livello.



Figura 2.2: Sala giochi tipa degli anni '80 e '90

Fonte: www.eravintage.it

Quello odierno è quindi un mercato dei videogiochi estremamente complesso e non solo dal punto di vista del prodotto, anche la catena del valore è abbastanza frastagliata e globalizzata da rendere il quadro di non semplice interpretazione ed analisi. Basi pensare che oggi esiste un'offerta dedicata alle piattaforme principali, come ad esempio console e computer, ma anche un'offerta che si rivolge a smartphone, tablets e console di tipo portatile. A volte esistono prodotti che sono multi piattaforma, e che quindi possono essere giocati su due o più delle tipologie di piattaforma indicate, ed a volte invece no. Insomma, come detto, il quadro non è di semplice lettura.

Il livello dei videogiochi odierni, sia per qualità grafica, sia per giocabilità, ma anche per cura posta nella storia che essi intendono raccontare e per tutto il merchandising che può girare intorno al prodotto stesso è molto alto. Si tratta di veri e propri fenomeni industriali e di comunicazione. Esistono anche delle realtà di valutazione internazionale che realizzano dei premi, come fossero degli oscar.

La più importante di tutte è certamente il VideoGame Awards che ogni anno, nel mese di dicembre, assegna i premi al mondo dei videogiochi e al pari di quello che avviene con gli Oscar nel mondo del cinema non viene semplicemente premiato il

videogioco votato come il più bello, ma anche tutte le diverse categorie in corsa. Tra queste esistono le colonne sonore, le società di sviluppo e così via.



Figura 2.3: Una delle immagini più iconiche di Ellie, protagonista di *The Last of Us 2*, gioco prodotto da Sony e sviluppato da Naughty Dog che ai Game Awards del 2020 ha vinto il premio come migliore videogioco dell'anno.

Fonte: Eurogamer.it

Come si diceva in precedenza il mercato dei videogiochi non può essere limitato all'attenzione delle vendite dei videogiochi e basta, la catena del valore che riguarda la loro fruizione è molto complessa ed articolata sia nella parte hardware, sia in quella software.

Questo secondo punto di vista è quello che nel presente lavoro risulta meno attenzione e ciò in virtù del fatto che nel terzo capitolo il caso applicativo ha ad oggetto una *publisher*, che quindi compete nella dimensione *software* del mercato.

La considerazione appena fatta tuttavia non deve impedire di svolgere almeno una descrizione della dimensione *hardware* della catena del valore. Quando si parla di questa infatti si intendono tutte quelle imprese che producono componenti e supporti vari per la fruizione dei videogiochi. Un esempio tipico è quello dei microprocessori dei quali le più importanti realtà del mondo sono le statunitensi

Intel ed *AMD*. Quello dei microprocessori in realtà è un settore molto profittevole e dinamico, tanto è che la nota azienda *Apple* recentemente, e precisamente nel 2020, ha annunciato che smetterà di acquistare tali prodotti presso la *Intel* e inizierà una produzione proprietaria finalizzata a integrare i propri prodotti finali.

Un'altra componente hardware molto importante nel settore dei videogiochi è quella delle schede video. In questo settore sono presente alcune delle realtà imprenditoriali più dinamiche ed in crescita del panorama mondiale. Tra queste certamente deve essere menzionata la statunitense *Nvidia* che negli ultimi anni è stata una delle società facenti parte dell'indice azionario *Nasdaq 100* che ha realizzato una delle performance di crescita più marcate.

Spostando a questo punto la nostra attenzione sulla parte software vediamo che la catena del valore, volendola semplificare al massimo, è caratterizzata dalla presenza di due realtà: il *developer* ed il *publisher*. Sebbene non sia sempre così in modo che si definirebbe rigido, si può semplificare il loro funzionamento dicendo che la prima è la società che realizza il videogioco dal punto di vista informatico. In altri termini è la realtà che lo idea, lo scrive e lo rende giocabile. La seconda invece è la società che perlopiù finanzia e paga la *developer*, si occupa di tutto ciò che è promozione e marketing ed è infine anche quella che ne realizza i supporti fisici, laddove previsti, e li distribuisce ai differenti canali di vendita.

Ora chiaramente la relazione tra le due realtà è complessa, e questo nel senso che i due ruoli non è detto siano così distinti come li abbiamo indicati più sopra. Spesso infatti accade che i *publisher* più grandi siano a capo di un gruppo nel quale compaiono anche uno o più *developer*. Questo chiaramente favorisce sia le economie di scala, sia le attività strategiche nel settore. Non a caso infatti è proprio la relazione tra *publisher* e *developer* che negli ultimi anni ha infiammato l'attività di concentrazione nel settore¹⁶.

Parlare di videogiochi nel secondo decennio del XX secolo significa prendere in esame un mercato la cui offerta è suddivisa in prodotti di tipo multi piattaforma, infatti essi possono essere destinati agli smartphone, ai computer così come alle console.

Anche il tipo di supporto non è standardizzato, infatti oggi, perlomeno per le console ed i computer, molto spesso un videogioco viene distribuito sia in forma di

¹⁶ Si veda il *paragrafo 2.2*

supporto fisico, tipicamente un disco, sia in modalità digitale dove l'utente deve semplicemente scaricarlo sul suo supporto di memoria fissa una volta acquistata la chiave digitale. Non a caso la console di Sony di ultima generazione, ovvero la PlayStation 5, viene oggi commercializzata in due versioni: una con lettore di supporto fisico, ovvero in grado di leggere classico disco, ed una sprovvista di tale lettore.

Il mercato appare oggi particolarmente competitivo e le importanti operazioni di concentrazione che lo hanno caratterizzato negli ultimi anni sono lì a confermarlo. È un settore industriale nel quale il *know how* gioca un ruolo molto importante e a conferma di ciò il fatto che in passato dei colossi Big Tech come ad esempio Alphabet, attraverso la sua famosa controllata Google ed Amazon abbiano tentato di entrare nel settore, ma con scarso successo e tanto è che dovettero abbandonare. Come dire quindi che non è un settore nel quale si può improvvisare ma occorrono, oltre che importanti investimenti, precise competenze professionali che sono tutt'altro che semplici da reperire.

Ad esempio, vedendo meglio il tentativo di Amazon¹⁷, quello che era allora il Ceo dell'impresa, il fondatore Jeff Bezos, aveva voluto personalmente che uno dei suoi manager di punta, ovvero Mike Frazzini, si occupasse della divisione videogiochi. Purtroppo non si sono mai visti risultati apprezzabili e secondo molti analisti la ragione fondamentale è proprio quella relativa alla scarsa reperibilità sul mercato delle professionalità necessarie per poter condurre questo genere di business in modo profittevole e con successo.

2.2 Aspetti generali del mercato dei videogames: composizione, segmentazione¹⁸

¹⁷ www.lastampa.it

¹⁸ Le informazioni contenute nel presente paragrafo sono tratte da una pluralità di fonti tra le quali soprattutto i seguenti siti che riguardano alcune tra le realtà specializzate tra le più interessate al mondo dei videogiochi:

www.everyeye.it

www.multiplayer.it

Una realtà presente online e specializzata nelle analisi del mercato dei videogiochi è *newzoo*¹⁹.

Secondo gli analisti tutto il settore dei videogiochi nel 2020 il settore ha generato un giro d'affari complessivo di circa 160 miliardi di dollari. In aumento di oltre il 9% rispetto a quello del 2019.

Da questo punto di vista il confronto con il 2021, che si è appena concluso, è premiante per il settore dato che il superamento della situazione pandemica ha visto un aumento del giro d'affari complessivo tra il 2020 ed il 2021 pari al 10,35%. Chiaramente il dato in questione può essere analizzato e studiato a livello regionale.



Figura 2.4: Mercato mondiale dei videogame per area geografica
Fonte: Report NewZoo 2021

L'area del mondo nella quale il settore genera il maggiore giro d'affari è quella del continente asiatico che, come si vede dalla statistica mostrata in *figura 2.4*, rappresenta circa il 50% del totale. L'Europa invece costituisce solo il 31,5% del totale.

¹⁹ www.newzoo.com

Il confronto più interessante tra il 2020 ed il 2021 può tuttavia essere condotto sulla base della segmentazione del mercato.

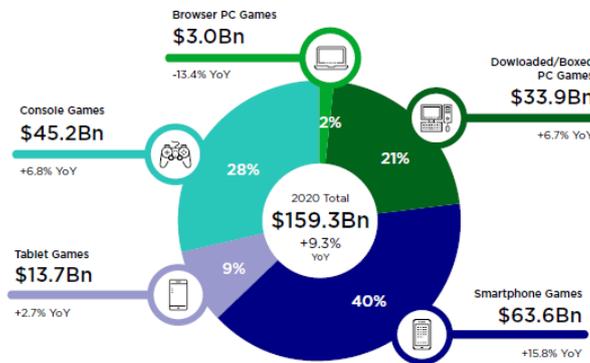


Figura 2.5: Mercato mondiale dei videogame per segmento
Fonte: Report NewZoo 2020



Figura 2.6: Mercato mondiale dei videogame per segmento
Fonte: Report NewZoo 2021

Si osserva dalle due statistiche mostrate che il segmento che ha registrato la maggiore crescita nell'ultimo biennio è quello dei videogiochi per gli smartphone che è passato da un volume 63,8 miliardi di dollari a 79 miliardi di dollari,

equivalente ad una crescita del 23,8%. Dunque sensibilmente maggiore di quella dell'intero comparto industriale.

2.3 I principali operatori

Per quello che riguarda il segmento delle console le due aziende più importanti sono sicuramente due tra i principali colossi dell'informatica e della tecnologia: la giapponese Sony e la statunitense Microsoft. Solo per avere un'idea della dimensione si può tenere presente che le due imprese alla fine di gennaio del 2021 registravano una capitalizzazione di borsa di rispettivamente 118 miliardi di euro e 152 miliardi di euro²⁰ e alla data di gennaio del 2022 il loro valore era rispettivamente di circa 128 miliardi di dollari e di circa 2.650 miliardi di euro.

Negli ultimi due anni la Microsoft è anche stata particolarmente attiva nell'attività di concentrazione perché aveva sempre subito la forza della Sony in ordine alle esclusive che riusciva ad avere con alcune *software house* sia interne che esterne.

Nel 2020 in questo senso ha acquisito la Bethesda e sul finire del 2021 ha avviato le fasi di perfezionamento per l'acquisizione di uno dei colossi del settore la Activision Blizzard, per circa 70 miliardi di dollari.

Anche la Electronic Arts si è resa protagonista di un'operazione straordinaria: l'acquisizione della Codemaster, nota società di sviluppo.

La seguente figura 2.7 mostra un'istantanea delle principali *publisher* del mondo alla fine del 2020.

²⁰ www.morningstar.com

Valori calcolati con il cambio euro/dollaro esistente alla fine di gennaio 2021 e circa pari a 1,13. Questo perché il dato presente sul sito della nota banca d'investimento era espresso in dollari.

Rank	Company	HQ	Q1 (\$M)	Q2 (\$M)	Q3 (\$M)	Q4(\$M)	2019 (\$M)	YoY Growth
1	Tencent	CN	5,096	4,936	5,213	5,300	20,545	10%
2	Sony	JP	3,452	2,865	3,047	3,769	13,133	-8%
3	Apple	US	2,435	2,564	2,946	2,887	10,832	14%
4	Microsoft	US	2,243	1,980	2,219	2,831	9,273	-4%
5	Google	US	1,737	1,788	1,948	1,877	7,350	13%
6	NetEase	CN	1,725	1,665	1,680	1,690	6,759	16%
7	Activision Blizzard	US	1,706	1,279	1,107	1,749	5,841	-15%
8	EA	US	1,238	1,209	1,348	1,593	5,388	2%
9	Nintendo	JP	885	769	1,109	2,191	4,954	13%
10	Bandai Namco Entertainment	JP	909	632	726	701	2,968	2%

Figura 2.7: Lista delle principali *publisher* del mondo

Fonte: Report NewZoo 2020

La più importante società attiva anche come *publisher* di videogiochi è la cinese Tencent. Occorre tuttavia precisare che la stessa è perlopiù impegnata nel segmento dei videogiochi per smartphone e questa è la ragione per la quale al pubblico europeo è tipicamente molto meno conosciuta.

Tra quelle elencate la più importante, che possiamo definire come *publisher* pura è la statunitense Activision Blizzard, ovvero quella famosa nel mondo per essere la società che ha creato la serie di videogame nota come *Call of Duty*. Un videogioco che in italiano verrebbe classificato come “sparatutto” e cioè dove in scenari completamente differenti, in funzione dell’edizione del gioco, il protagonista deve sopravvivere in scenari di combattimento. Da qualche anno tutte le edizioni della serie consentono anche, tramite una trasmissione, di giocare in ambiente multiplayer ed ovvero con altre persone reali che sono connesse da altri luoghi del mondo²¹.

Andando a vedere quest’ultimo segmento allora le tre più importanti sono Sony, Microsoft ed Activision Blizzard. Quest’ultima che prima non abbiamo nominato è la società che tra le tante altre cose produce i famosi videogame della serie *Call of Duty*.

Spostiamo quindi la nostra attenzione alle sole *publisher* dedicate al segmento dei videogame per console e computer e su queste poniamo una lente tesa ad avere più informazioni.

²¹ Una caratteristica questa che in realtà è oggi comune a molti videogiochi di nuova commercializzazione.

Di seguito ordiniamo la selezione di *publisher* che abbiamo detto, ovvero quelle attive nel segmento di mercato dei *videogame* per console e computer e analizziamole dal punto di vista della capitalizzazione di borsa.

Relativamente ad alcune tra le più importanti *publisher* degli Stati Uniti si sceglie di svolgere anche una breve e sintetica analisi di alcuni dei principali indici visti al capitolo primo.

	ROE	ROI	Leverage	Current Ratio	P/E	P/BV
Activision Blizzard	16,63%	11,25%	0,25	4,12	27,2	4,98
Electronic Arts	19,11%	11,37%	0,13	2,75	23,2	5,05
Take Two Interactive	18,66%	8,90%	0,06	1,69	35,1	7,99

Tabella 2.1: Alcuni indici di bilancio e multipli per le tre principali *publisher* statunitensi

Fonte: Analisi da dati Morningstar

La selezione ha tenuto conto solo delle principali tre realtà degli Stati Uniti per avere una sorta di uniformità geografica che, sebbene in modo superficiale, rendesse più agevole e verosimile il confronto²².

Dall'analisi di *tabella 2.1* possiamo rilevare che il ROE esibisce valori compresi tra il 16,63% ed il 19,37%. Un valore che non può dirsi basso e che dimostra la generale profittabilità del settore in oggetto. Tra le realtà elencate Electronic Arts è quella che mostra il valore maggiore e che appunto risulta significativo anche se ipotizziamo un confronto con altri settori commerciali.

Il secondo indice preso in esame è il ROI e che, come osservato al capitolo precedente, serve ad indicare la redditività di tutto il capitale impiegato. Il valore in relazione a tale indice per le società analizzate risulta essere compreso tra l'8,9% ed l'11,37%.

²² Viene appositamente selezionato il 2020 come anno di riferimento di modo da avere, alla luce delle analisi che verranno condotte al terzo capitolo, la distanza temporale necessaria per poter valutare i risultati ottenuti.

Relativamente al rapporto di indebitamento o *leverage* tutte e tre le realtà elencate mostrano livelli che possono essere ritenuti come buoni, non va infatti dimenticato che gli esperti di solito indicano il due come valore critico e possiamo quindi vedere che in tutti e tre i casi siamo ben lontani da tali valori. Valori così bassi stanno anche ad indicare che tutte e tre le imprese potrebbero ampliare gli investimenti senza pregiudicare la solidità finanziaria e reddituale.

In ultima analisi abbiamo mostrato anche l'analisi della disponibilità a breve, valutata tramite il *current ratio*. In tal senso tutte e tre le imprese esibiscono un valore maggiore di uno e ciò è quindi segno una liquidità sufficiente a garantire solidità.

Per avere un'idea dell'andamento del settore dei videogiochi in generale è interessante osservare che oggi il mercato finanziario ci consente la possibilità di farlo tramite un E.T.F. settoriale che riguarda proprio il settore dei videogiochi.

Si tratta dell'E.T.F. realizzato e lanciato dalla Vaneck nel mese di giugno del 2019. Ad oggi risulta quotato in diverse borse mondiali²³ tra le quali anche quella di Milano e il nome è *Vaneck vectors videogame and esports*. Per potere essere definita attiva nel settore l'impresa in questione deve dimostrare di avere perlomeno il 40% del proprio ricavato derivante dal settore dei videogiochi. È interessante inoltre osservare che si tratta di un E.T.F. molto diversificato a livello geografico, ma un po' meno a livello di imprese detenute in portafoglio, dato che il settore sofferto un po' della rilevante dimensione di alcune realtà cinesi, come ad esempio la già citata Tencent e dato che la strategia di investimento segue la capitalizzazione di borsa a allora si capisce che esistono anche realtà detenute in portafoglio il cui peso sfiora l'8%.

²³ www.justetf.com



Figura 2.8: Andamento dell'ETF di Vaneck che alla borsa di Milano è scambiato come ESPO.MI
Fonte: Borsa Italiana SpA

La figura 2.8 mostra l'andamento dell'E.T.F. citato per tutto il 2020 e i primi mesi del 2021. Un periodo di forte espansione per il settore.

CAPITOLO TERZO

L'ANALISI DI BILANCIO E LA VALUTAZIONE DELLA ELECTRONIC ARTS

1.1 La Electronic Arts: una descrizione della società

L'azienda di videogiochi statunitense Electronic Arts rappresenta una delle più importanti realtà nel panorama delle *publisher* di videogiochi a livello mondiale. Col suo marchio sono in commercio alcune delle più importanti e popolari serie di videogiochi mai realizzate. Tra queste certamente il gioco di simulazione calcistica *Fifa* e la serie di *sparatutto* nota come *Battelfield*.

Si tratta in entrambi i casi di una serie di videogiochi dove la prima delle due riguarda in realtà sempre il medesimo gioco che però, riproducendo anche la realtà,

di anno in anno si aggiorna sia sulla composizione delle squadre e dei tornei anche a livello tecnico. La seconda delle due riguarda invece dei videogiochi che tra di loro condividono solo il genere e lo stile di giocabilità. Per il resto cambiano completamente i contesti e i riferimenti al mondo reale. Si tratta di videogiochi in cui l'esperienza fondamentale è quella di scenari di combattimento.

Per entrambe le linee di giochi, che si ricordano essere solo un esempio dell'attuale produzione Electronic Arts, è ovviamente data anche la possibilità di giocare online e quindi con altre persone reali che sono connesse in giro per il mondo: una modalità nota come *multiplayer*.

Dal punto di vista storico si intende in questa sede indicare solo i passaggi principali che hanno portato l'azienda ad essere quel colosso economico e commerciale che è oggi.

La società venne fondata nel 1982 da Trip Hawkins che era un manager dipendente della Apple. Guidò l'impresa per i primi anni e in quelli che seguirono il management cambiò spesso fino all'arrivo di Larry Probst che era anche un esperto di informatica. Sotto la sua guida l'azienda crebbe molto e stabilì il suo quartier generale in California, presso Redwood Shores.

Oggi l'azienda è a tutti gli effetti una multinazionale con sedi in differenti paesi tra cui anche l'Italia: esiste una sede distaccata anche a Milano.

È quotata alla borsa di New York e figura sia nell'indice S&P 500, sia nel Nasdaq 100 che come è noto annovera le più importanti aziende che operano nel settore tecnologico.

Nel 2020, l'anno che prendiamo a riferimento per la valutazione, l'azienda ha dichiarato un fatturato di 5,4 miliardi di dollari e un numero di dipendenti prossimo alle 10.000 unità.

L'odierno top management dell'azienda è considerato essere uno dei migliori del settore ed è ormai alla guida dell'azienda da diversi anni. Il CEO è Andrew Wilson e prima di approdare in azienda lavorava come manager presso la Intel, una società molto nota del settore della produzione di semiconduttori.

Il CFO è invece Blake Jorgensen.

Per quello che concerne la strategia dell'impresa gli analisti individuano che la stessa negli ultimi anni abbia orientato l'attività alla crescita del valore per gli azionisti e tanto è che negli ultimi anni si è anche resa protagonista di un'importante operazione di incorporazione avente ad oggetto la *software house*, ed ovvero una

realità di sviluppo di videogiochi, *Codemaster*. Si è trattato di un'operazione che ha interessato tutto il settore ed è risultata molto interessante anche nelle modalità dato che fino all'ultimo l'hanno vista in gara con un'altra importante realtà del settore: la statunitense Take Two Interactive. Sebbene la comunità finanziaria sembra avere ormai capito che fosse stata quest'ultima a vincere la partita, proprio sul finire della trattativa la Electronic Arts ha fatto un'offerta di complessivi 1,2 miliardi di dollari e che superava l'ultima della sua concorrente di circa 200 milioni di dollari aggiudicandosi la partita.

L'ambiente in cui opera oggi l'azienda è infatti molto competitivo e negli ultimi anni è caratterizzato da importanti operazioni di concentrazione che sono finalizzate a creare valore dal punto di vista delle economie di scala, ma anche per questioni più specificamente commerciali. È infatti prassi che alcune case di sviluppo, oltre ovviamente ad essere più brave di altre, riescano anche ad ottenere esclusive per determinate piattaforme. È importante in tal senso quindi che le società di produzione, le *publisher* per l'appunto, dispongano di squadre di sviluppo altamente competitive.



Figura 3.1: Il logo di Electronic Arts

Fonte: 1000logos.net

3.2 Analisi per indici della Electronic Arts

Per svolgere tale analisi dal punto di vista logico seguiamo la stessa linea vista al capitolo precedente e che quindi si basa sull'impegno di alcuni specifici indici di bilancio tesi a verificare la situazione dal punto di vista dei differenti equilibri dell'impresa. L'analisi, per ognuno di questi equilibri, e che come sappiamo corrispondono a precise aree gestionali, viene altresì condotta confrontando il biennio del periodo preso in esame. Questo ovviamente al fine di non limitare l'analisi al solo momento della valutazione, ma di avere altresì anche un confronto temporale, seppure minimo.

La prima area gestionale che prendiamo in esame è quella relativa alla *solidità patrimoniale*.

Prendendo a riferimento quindi il biennio 2019 – 2020 prendiamo le mosse relativamente all'analisi della solidità patrimoniale studiando il breve periodo e quindi ricorrendo a quegli indici che abbiamo visto essere utili per verificare se l'impresa appare in grado di fare fronte agli esborsi di cassa di breve periodo.

	2019	2020
Current ratio	2,81	2,83
Quick ratio	2,68	2,73

Tabella 3.1: Analisi patrimoniale di breve periodo: liquidità

Fonte: Elaborazioni personali da bilanci Electronic Arts

Gli indici impiegati sono il *current ratio* ed il *quick ratio* che per entrambi gli anni considerati mostrano valori che, essendo abbondantemente maggiori di uno, ci dicono che il livello di liquidità dell'impresa è tale da far considerare in equilibrio la situazione del breve periodo. In altri termini ci sono evidenze per ritenere che l'impresa sarà in grado di fare fronte agli esborsi di cassa. Di contro però occorre specificare che gli indici mostrati in *tabella 3.1* non devono neanche risultare troppo maggiori di uno altrimenti questo indicherebbe che l'impresa dispone di una

liquidità eccessiva e che non opera nel circolante dell'impresa. Probabilmente è stato proprio in virtù di questa liquidità che l'impresa ha potuto operare quell'acquisizione vista al precedente paragrafo ed avente ad oggetto la *Codemasater*.

Ancora in ambito di analisi patrimoniale la seguente *tabella 3.2* mostra altri due indici che abbiamo visto in precedenza: *indice di rigidità* ed *indice di elasticità*.

	2019	2020
Ind. Rigidità	0,27	0,21
Ind. Elasticità	0,71	0,59

Tabella 3.2: Analisi patrimoniale tramite gli indici di rigidità e di elasticità
Fonte: Elaborazioni personali da bilanci Electronic Arts

I due indici mostrati in *tabella 3.2* fanno vedere che nel corso del biennio la Electronic Arts ha diminuito in modo sensibile il livello di elasticità. Questo vuole dire che l'impresa, rispetto al recente passato, si mostra meno adatta a reagire ad eventuali cambiamenti dell'ambiente competitivo.

La seconda area di gestione che verifichiamo è quella della redditività ed ovvero della capacità dell'impresa di realizzare utile sia in generale, sia dalla gestione maggiormente operativa.

	2019	2020
ROE	19,11%	40,37%
ROI	11,37%	26,18%

Tabella 3.3: Analisi tramite indici della situazione reddituale
Fonte: Elaborazioni personali da bilanci Electronic Arts

In *tabella 3.3* sono contenuti i dati relativi agli indici *return on equity* e *return on investment*.

Entrambi i valori si dimostrano molto alti e indici del fatto che anche la situazione reddituale dell'impresa non presenta assolutamente criticità.

L'ultima area della quale si intende avere evidenza in termini di equilibrio è quella relativa alla gestione finanziaria. In tal senso quindi gli indici mostrati sono quelli della classe della *solidità finanziaria*.

	2019	2020
Debt ratio	0,40	0,35
Equity ratio	0,60	0,65

Tabella 3.4: Analisi solidità finanziaria tramite indici

Fonte: Elaborazioni personali da bilanci Electronic Arts

Sia il *debt ratio* che l'*equity ratio* sono indici il cui fine è quello di mostrare il rapporto esistente tra i mezzi propri ed il debito impiegato nell'attività dell'impresa. La differenza tra i due è perlopiù in termini di misura che si vuole evidenziare, ma possiamo sommariamente osservare che entrambi danno sostanzialmente la medesima informazione. Quindi dalla *tabella 3.4* appare evidente che la situazione di indebitamento complessivo dell'impresa è molto buona e non ci sono elementi per ritenere che l'impresa rischi di trovarsi in situazione di criticità o che un aumento della curva dei tassi di interesse possa mettere in tensione la sua struttura patrimoniale perché sensibilmente esposta.

3.2.1 Analisi della redditività di Electronic Arts: approfondimenti

Dalla letteratura²⁴ si sa che il ROE costituisce un indice in grado di fornire un'idea complessiva della situazione reddituale dell'impresa. Sebbene il suo valore segnaletico sia molto importante è anche vero che proprio la generalità della sua informazione non consente di specificare quali siano le aree di gestione maggiormente in grado di contribuire alla redditività e né tanto meno di capire quali possano essere le eventuali situazioni di criticità. In tal senso infatti la prima questione da vedere è la relazione tra ROE e ROI e di quanto sia il secondo a determinare il valore del primo. Per poter valutare la questione occorre prendere le mosse dalla scomposizione del ROI. I tre elementi di gestione che partecipano alla scomposizione sono l'*utile operativo*, il *capitale investito* e il *valore del prodotto*.

L'equazione della scomposizione è la seguente:

$$ROI = \frac{\text{Utile Operativo}}{\text{Valore del prodotto}} \frac{\text{Valore del prodotto}}{\text{Capitale Investito}} \quad (3.0)$$

Prendendo visione dei bilanci della Electronic Arts la (3.0) relativamente agli esercizi del 2019 e del 2020:

	2019	2020
Capitale Investito	8957	11161
Reddito Operativo	996	1389
Valore del prodotto	4950	5520

Tabella 3.5: Valori per la scomposizione del ROI (dati in milioni di dollari)

Fonte: Elaborazioni personali da bilancio Electronic Arts

²⁴ CARAMIELLO C., (2003)

Tornando all'equazione (3.0), quella relativa alla scomposizione del ROI, al fine di osservare le aree della gestione operativa che possono contribuire alla formazione di reddito, possiamo rilevare che i due fattori prendono in letteratura rispettivamente il nome di *return on sales*, o ROS, e *indice di produttività del capitale investito*. Il primo dei due indica la capacità del capitale investito di generare vendite, mentre il secondo esprime, come dice già il nome, il livello di produttività del capitale investito.

Da un'analisi della (3.0) quindi l'analista intende verificare se si necessita di approfondire la marginalità delle vendite oppure se non sia il caso di approfondire elementi di produttività nella struttura e nell'organizzazione della stessa.

Guardando i dati elencati alla *tabella 3.5* e ricavando i rapporti relativi alla (3.0) emerge che la Electronic Arts non mostra alcun tipo di criticità.

A questo punto dell'approfondimento relativo alla redditività torniamo alla relazione tra ROI e ROE. In particolare vediamo che tale relazione può essere descritta dalla nota equazione:

$$ROE = [ROI + (ROI - r_D)q](1 - tax) \quad (3.1)$$

Dalla (3.1) possiamo derivare l'evidenza del fatto che la relazione tra ROE e ROI si basa su tre funzioni:

- La capacità della gestione caratteristica di generare reddito che è poi quella in base alla quale il ROE dipende direttamente dal ROI
- Costo medio del capitale di debito r_D che rappresenta l'onerosità del capitale e quindi anche da aspetti esogeni alla gestione dell'impresa. Il riferimento è ad esempio all'evoluzione dei tassi di interesse nel mercato dei capitali
- Rapporto di indebitamento, ovvero quanto pesa il capitale in rapporto al capitale proprio

Il punto fondamentale della questione è la differenza tra il ROI e il tasso di debito medio che l'impresa paga. È in base a questo confronto che si può capire se per l'impresa è conveniente richiedere nuovo debito per investire nell'attività. Infatti se il ROI è quello maggiore tra i due allora aumentando il rapporto di indebitamento, che nella (3.1) è indicato con q , si ottiene un aumento della redditività generale ed ovvero del ROE.

Applicando gli elementi della (3.1) alla Electronic Arts osserviamo che il tasso del costo del debito è stato compreso, negli anni 2019 e 2020, tra il 3,01% ed il 4,9%. Se confrontiamo questi dati con il ROI visto più sopra se ne ricava che il confronto è positivo e chiaramente, cosa che in realtà emergeva anche dall'analisi di bilancio, la società potrebbe profittevolmente espandere il proprio debito.

Si tratta chiaramente di un'affermazione del tutto teorica poiché gli elementi di incertezza, sebbene ravvisabili altrove rispetto all'eccesso di indebitamento, rimarrebbero eccome. Per potere approfondire ulteriormente la questione occorrerebbe svolgere un'analisi anche delle leve di profitto. Un aspetto però che nel primo capitolo non abbiamo trattato nemmeno in termini teorici.

3.3 Valutazione della Electronic Arts attraverso i flussi di cassa: cenni

L'analisi che si svolge al presente paragrafo costituisce il punto di arrivo del lavoro. Si tratta di una valutazione della Electronic Arts tesa a determinare il *capitale economico* della stessa attraverso il metodo del *discounted cash flow*.

Poiché la valutazione, come abbiamo avuto modo di osservare, può essere svolta sia in modalità *asset side* che in modalità *equity side* è bene specificare che dal punto di vista applicativo la simulazione presente nel paragrafo è svolta in modalità *asset side*.

Dal punto di vista analitico l'equazione del valore è la seguente:

$$W = \sum_{k=1}^n FCFo_k v^k + TV \quad (3.2)$$

Nella (3.2) *FCFo* rappresenta il flusso di cassa di tipo operativo e derivante dalla gestione. L'addendo *TV* rappresenta invece il cd. *terminal value*. La differenza tra

le due componenti della somma dell'equazione del valore è che il primo dei due ha una derivazione di tipo analitico e nel senso che i flussi di cassa che la compongono sono ricavati sia da aspetti storici, sia da documentazione analitica e finanziaria prodotta dall'impresa. Questi flussi sono quindi stimati in modo analitico uno per uno. Il secondo termine invece, il *TV*, è basato su di una stima ricavata in modo sintetico, detto in altri termini esso rappresenta il valore attuale dei flussi, ritenuti perpetui, che vanno dall'epoca dell'ultimo flusso ricavato analiticamente all'infinito. I flussi che lo compongono sono quindi ritenuti tutti uguali al netto di eventuali variazioni prevedibili o di eventuali tassi di crescita, o decrescita, degli stessi.

Alla luce di quanto detto riguardo la (3.2) il vettore v^k rappresenta l'insieme dei fattori che vengono impiegati per portare indietro nel tempo i valori. Da quanto visto al secondo capitolo si può stimare, a partire dal 2020, una crescita per il settore prossima al 7% e quindi si sceglie di usare questo dato, in modo approssimativo, per determinare la crescita del fatturato anche della Electronic Arts. Dato questo che viene impiegato per la determinazione dei flussi di cassa.

Un altro elemento che deve essere determinato è il costo del capitale ponderato ed ovvero il *wacc*. Per la sua determinazione si applica un'aliquota fiscale del 21% e otteniamo un valore di circa il 5,91%. L'aspetto difficile della determinazione del *wacc* è stato rappresentato dalla stima del tasso relativo alla componente del capitale di rischio. Per ottenere tale misura si è fatto ricorso al database online del prof. Damodaran²⁵ dove ormai da anni vengono stimati e pubblicati i coefficienti di rischio *beta* di tutti i settori industriali.

Per la stima analitica dei *flussi di cassa operativi* adottiamo una metodologia tipicamente accademica e corrispondente al fatto di attribuire una rapporto di proporzionalità tra i costi, definiti *cogs*, e il ricavo. Lo stesso principio viene adottato tra le differenti voci di costo. Una volta calcolati quindi sia i ricavi che i costi per differenza si determina il *margin operativo lordo* dal quale, sottraendo le voci contabili degli ammortamenti e delle svalutazioni si ottiene l'EBIT. Tramite aggiustamenti, da quest'ultimo otteniamo il NOPAT che rappresenta quello che ci occorre per poter determinare i *flussi di cassa operativi*. Dal NOPAT infatti è sufficiente recuperare quelle voci di conto economico che non costituiscono un

²⁵ www.damodaran.com

effettivo esborso di cassa, come ad esempio gli ammortamenti, e ottenere in questo modo il flusso di cassa della gestione operativa.

A seguente *tabella 3.6* mostra gli aspetti analitici di quanto descritto

	2020	2021	2022	2023	annuity
rev	\$ 5.964,46	\$ 6.424,91	\$ 6.920,92	\$ 6.920,92	\$ 7.455,21
cogs	\$ 1.595,49	\$ 1.718,66	\$ 1.851,34	\$ 1.851,34	\$ 1.994,27
op.exp.	\$ 2.937,49	\$ 3.164,27	\$ 3.408,55	\$ 3.408,55	\$ 3.671,69
EBITDA	\$ 1.431,47	\$ 1.541,98	\$ 1.661,02	\$ 1.661,02	\$ 1.789,25
DA	\$ 160,00	\$ 160,00	\$ 160,00	\$ 160,00	\$ 160,00
EBIT	\$ 1.271,47	\$ 1.381,98	\$ 1.501,02	\$ 1.501,02	\$ 1.629,25
tax	\$ 267,01	\$ 290,22	\$ 315,21	\$ 315,21	\$ 342,14
NOPAT	\$ 1.004,46	\$ 1.091,76	\$ 1.185,81	\$ 1.185,81	\$ 1.287,11
FCFo	\$ 1.164,46	\$ 1.251,76	\$ 1.345,81	\$ 1.345,81	\$ 1.447,11

Tabella 3.6: Schema di valutazione della Electronic Arts

Fonte: Elaborazioni personali da fonti indicate nell'elaborato

Attualizzando il vettore dei flussi di cassa operativi, ovvero quelli dell'ultima riga della *tabella 3.6*, si ottiene un valore del *capitale economico*, pari a circa 45,4 miliardi di dollari. Tale misura riportata per ogni azione ci consente di stimare un valore puntuale per le azioni della Electronic Arts di 154,93 dollari ad azione.

CONCLUSIONI

In sede di conclusioni si può osservare come il risultato della valutazione, sensibilmente più alto di quello che era allora il, valore corrente dell'azione, fosse certamente dovuto ad una serie di aspettative che in quella fase erano determinate da elementi di mercato. Tra questi soprattutto due: gli alti tassi di crescita del settore in cui operava l'impresa e la stabilità dei tassi di interesse a livelli molto bassi. Quest'ultimo fattore se da una parte non è importante per la Electronic Arts dato che, come si è visto nel *paragrafo 3.2*, non ha un livello di debito preoccupante, dall'alto favorisce le operazioni di sconto dei flussi di cassa operativi.

Anche la stessa Electronic Arts ha generato aspettative interessanti per il suo futuro prossimo e di certo anche grazie all'operazione di finanziamento straordinaria che abbiamo descritto.

In ordine ad una verifica importante del lavoro svolto si può andare a vedere come il titolo si sia comportato nel mercato azionario nei mesi seguenti quelli della simulazione di valutazione. Questo viene fatto per vedere se il valore ottenuto dalla valutazione si sia poi discostato di molto da quello che ha determinato il mercato.

La seguente *figura 4.1* mostra per l'appunto l'andamento del titolo nel corso del 2020 e fino all'inizio del 2021.



Figura 4.1: Andamento del titolo Electronic Arts da febbraio 2020 a gennaio 2021

Fonte: www.bloomberg.com

Si può vedere quindi che all'inizio del 2020 il titolo era quotato in un intervallo che andava dai 90 ai 110 dollari. Alla fine del 2020 invece il suo valore si era stabilito in un intervallo che oscillava intorno ai 140 dollari ad azione. Un valore quindi abbastanza prossimo a quello ottenuto con l'esercizio di valutazione svolto al terzo capitolo.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

CARAMIELLO C., *Indici di Bilancio*, Giuffrè, Torino, 2003

GHIRINGHELLI P., *Analisi di Bilancio e Driver di Valore Egea*, Milano, 2019

MELIS A., *La Qualità dell'Informazione Esterna. Principi Contabili ed Evidenze Empiriche*, Giuffrè Editore, Torino, 2008

MASSARI M., ZANETTI L., *Valutazione Finanziaria*, McGraw-Hill, Milano, 2004

ZANDA G., LACCHINI M., ONESTI T., *La Valutazione delle Aziende*, Giappichelli, Torino, 2005