

**Relazione di stima**  
**ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile**  
**della società**

**E - COMMERCE OUTSOURCING S.R.L.**

*Sede Legale: Via Sesia SNC – 20017 - Rho (MI)*  
*Iscritta al Registro Imprese di: Milano*  
*C.F. e Partita IVA: 08576060969*  
*Iscritta al R.E.A. di Milano n. 2034727*

PROFESSIONISTA INCARICATO: **MASSIMO GRAMONDI**  
Ordine dei Dottori Commercialisti di Cuneo n. 146-ASezione A  
Registro dei Revisori Contabili n. 28889 DM 12 aprile 1995  
Corso Marcello Soleri n 3  
Cuneo (CN)  
E-mail: [gramondi@jointsnet.com](mailto:gramondi@jointsnet.com)

## Sommario

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1. PREMESSA</b> .....   | <b>3</b>  |
| <b>1.1 Oggetto e finalità dell'incarico</b> .....  | <b>3</b>  |
| <b>1.2 Premesse: i lineamenti dell'operazione</b> .....  | <b>3</b>  |
| <b>1.3 Obiettivi dell'incarico</b> .....   | <b>5</b>  |
| <b>1.4 Ipotesi e Limiti</b> .....  | <b>5</b>  |
| <b>1.5 Modalità di esecuzione dell'incarico</b> .....  | <b>6</b>  |
| <b>1.6 Documentazione utilizzata</b> .....   | <b>6</b>  |
| <b>1.7 Affidabilità delle informazioni utilizzate</b> .....                                    | <b>7</b>  |
| <i>Affidabilità dei dati consuntivi</i> .....  | <b>7</b>  |
| <b>2. OGGETTO DELLA VALUTAZIONE</b> .....  | <b>8</b>  |
| <b>2.1 Cenni storici e generali della Società</b> .....  | <b>8</b>  |
| <b>2.2 Descrizione dell'attività svolta dalla società</b> .....                                | <b>10</b> |
| <b>2.3 I servizi offerti</b> .....   | <b>11</b> |
| <b>3 I METODI DI VALUTAZIONE</b> .....   | <b>17</b> |
| <b>3.1 I metodi di valutazione universalmente accettati</b> .....                              | <b>17</b> |
| <b>3.2 Il metodo patrimoniale</b> .....  | <b>18</b> |
| <b>3.3 Il metodo reddituale</b> .....  | <b>19</b> |
| <b>3.4 Il metodo misto patrimoniale reddituale con attualizzazione del sovra reddito</b> ..... | <b>22</b> |
| <b>3.5 I metodi finanziari</b> .....   | <b>25</b> |
| <b>3.6 Moltiplicatore dell'EBITDA/EBIT</b> .....   | <b>26</b> |
| <b>4 LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETA'</b> .....                            | <b>28</b> |
| <b>4.1 Il criterio di valutazione adottato</b> .....   | <b>28</b> |
| <b>4.2 Il piano industriale 2019-2023</b> .....  | <b>28</b> |
| <b>4.3 La determinazione del costo del capitale proprio</b> .....                              | <b>30</b> |
| <b>4.4 La determinazione dei redditi netti normalizzati attesi</b> .....                       | <b>31</b> |
| <b>4.5 La determinazione del Terminal Value</b> .....  | <b>32</b> |
| <b>4.6 La determinazione del valore (W)</b> .....  | <b>33</b> |
| <b>4.7 Analisi di sensitività</b> .....  | <b>34</b> |
| <b>4.8 Il metodo dei multipli di mercato</b> .....   | <b>34</b> |
| <b>4.9 La posizione finanziaria netta</b> .....  | <b>37</b> |
| <b>4.10 Il valore del 100% di E-Commerce Outsourcing S.r.l.</b> .....                          | <b>39</b> |
| <b>5 CONCLUSIONI</b> .....   | <b>39</b> |
| <b>5.1 La valutazione</b> .....  | <b>39</b> |

## **1. PREMESSA**

### **1.1 Oggetto e finalità dell'incarico**

Il sottoscritto, Massimo Gramondi, nato a Cuneo (CN), il 26 agosto 1960, C.F. GRMMSM60M26D205B iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti di Cuneo al numero 146 - A sez. A, ha ricevuto, in data 2 settembre 2019, l'incarico dai soci della società E-Commerce Outsourcing S.r.l. (di seguito anche “**E-Commerce Srl**” o “**Società**”) di procedere alla stima del valore delle quote della società oggetto di conferimento E-Commerce Outsourcing S.r.l. nella società Giglio Group S.p.A. con sede in Milano (MI), piazza Diaz, 6, C.F. e P.IVA 07396371002 (di seguito anche “**Giglio**” o “**Conferitaria**”), a fronte della sottoscrizione del relativo aumento di capitale sociale, che verrà stabilito di importo pari ad Euro 2.649.500,00, come meglio specificato nel seguito.

Si rimanda a quanto riportato nei paragrafi seguente per l'esplicitazione degli obiettivi dell'incarico ricevuto e sulle modalità di determinazione del valore economico.

### **1.2 Premesse: i lineamenti dell'operazione**

Premesso che:

- E-Commerce Outsourcing S.r.l. è una società a responsabilità limitata attiva principalmente nel settore della fornitura in outsourcing di servizi di e-commerce, con sede legale in Rho (MI), via Sesia 5, capitale sociale pari ad Euro 37.500,00 (trentasettemila cinquecento/00) interamente versato, iscritta al Registro delle Imprese di Milano, Monza e Brianza, codice fiscale e P. IVA 08576060969;
- Giglio è una società quotata sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., segmento STAR, ed è attiva prevalentemente nell'industria dell'e-commerce di prodotti di moda di alta gamma.
- In data 24 luglio 2019, i soci di E-Commerce Srl e Giglio hanno sottoscritto una lettera di intenti, avente la finalità, inter alia, di regolare, in via preliminare, i termini e le condizioni relativi al conferimento dell'intero capitale sociale della Società nella Conferitaria, a fronte della corresponsione in favore dei soci di E-Commerce Srl (di seguito anche

“**Conferenti**”), nell'ambito di un aumento di capitale della Conferitaria, di azioni ordinarie della Conferitaria;

- tali condizioni sono state successivamente trasposte in uno specifico documento (“**Accordo di Investimento**”) siglato tra Giglio e i Conferenti in data 12 settembre 2019 avente ad oggetto i termini e le condizioni dell'operazione che prevede il conferimento delle quote di E-Commerce Srl da parte dei Conferenti nella Conferitaria nel contesto dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2441, comma 4 e 6, del Codice Civile che sarà deliberato dall'assemblea straordinaria di Giglio e sarà sottoscritto da parte dei Conferenti mediante conferimento in natura della totalità delle quote di E-Commerce Srl a fronte dell'emissione di complessive n. 757.000 (settecentocinquantasettemila) nuove azioni ordinarie di Giglio in considerazione del valore di Euro 3,50 (tre virgola cinquanta) ad azione;
- nell'ambito dell'operazione sopra descritta, l'art. 2343 del Codice Civile al comma 1, stabilisce che “*chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto designato dal tribunale nel cui circondario ha sede la società, contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo e i criteri di valutazione seguiti*”. Il successivo art. 2343-ter, c. 2, c.c. precisa che “*non è [...] richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, qualora il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o crediti conferiti sia pari o inferiore: [...] b) al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, dotato di adeguata e comprovata professionalità*”.

tutto ciò premesso, come già menzionato nel precedente paragrafo, il sottoscritto è stato incaricato di redigere una relazione giurata ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile, i cui obiettivi e le cui caratteristiche sono meglio descritti nei successivi paragrafi.

### **1.3 Obiettivi dell'incarico**

Obiettivo dell'incarico è stimare il valore della totalità delle quote della società E-Commerce Outsourcing S.r.l., con riferimento alla data del 30 giugno 2019. Per valore (o fair value) si intende quel valore che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale economico di una società o di un ramo, valore che può essere negoziato fra compratore e venditore in condizioni di assoluta libertà di agire ed in possesso di un ragionevole grado di conoscenza delle condizioni di mercato e dei fatti rilevanti connessi all'oggetto della negoziazione tenendo in considerazione tutti gli elementi significativi fino al momento del giuramento della presente Perizia. Il valore generale rappresenta quindi un'opinione, sostanzialmente razionale e dimostrabile, connessa all'interpretazione professionale di una realtà complessa.

Si precisa infine che il valore totale delle quote di E-Commerce S.r.l. a cui si fa riferimento nel presente paragrafo rappresenta il valore del capitale economico della società stessa.

### **1.4 Ipotesi e Limiti**

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte nel presente documento devono essere interpretati alla luce di quanto segue:

- le stime effettuate sono riconducibili esclusivamente ai fini dell'incarico ricevuto, ovvero, unicamente nell'ambito della proposta di incarico sottoscritta dai Conferenti in data 2 settembre 2019;
- l'analisi è stata condotta considerando l'oggetto della valutazione in condizioni di normale funzionamento; pertanto le valutazioni sono state effettuate non tenendo conto della possibilità del verificarsi di eventi esterni di natura straordinaria o non prevedibili (nuove normative di settore, ambientali o fiscali, operazioni straordinarie sul capitale) sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o direttamente messe a disposizione dalla Società;
- le valutazioni sono state effettuate considerando come data di riferimento quella del 30 giugno 2019;
- tutte le informazioni utilizzate nell'ambito dell'incarico, ivi incluso il Piano Industriale 2019-2023, sono state fornite dalla Società o dai suoi referenti. Tali informazioni sono state analizzate sotto l'esclusivo profilo della ragionevolezza: lo scopo dell'incarico non include

infatti interventi di revisione o certificazione o verifica formale della documentazione fornita; non si assume, quindi, alcuna responsabilità relativamente alla veridicità e completezza delle informazioni utilizzate;

- sono stati applicati metodi di valutazione comunemente accettati dalla prassi e dalla dottrina professionale;
- si ricorda, infine, che le condizioni dell'incarico non prevedono alcun aggiornamento dei risultati ottenuti per eventi successivi alla data di emissione del presente rapporto.

### **1.5 Modalità di esecuzione dell'incarico**

Lo svolgimento dell'incarico è stato articolato nelle fasi principali descritte di seguito:

- analisi delle caratteristiche operative, economiche, patrimoniali e finanziarie della realtà oggetto di valutazione;
- individuazione delle metodologie valutative ritenute appropriate al caso specifico nell'ambito delle metodologie comunemente accettate dalla prassi e dalla dottrina professionale e ritenute idonee a rappresentare le caratteristiche economiche, patrimoniali e finanziarie caratterizzanti la Società nel suo complesso;
- definizione dei parametri necessari all'applicazione delle metodologie di valutazione prescelte;
- applicazione delle suddette metodologie;
- determinazione del valore delle quote della società oggetto di conferimento;
- presentazione delle analisi svolte e delle conclusioni.

### **1.6 Documentazione utilizzata**

Per lo svolgimento dell'incarico ci siamo avvalsi della seguente documentazione tenuta agli atti nei documenti del Perito:

- Bilancio depositato degli esercizi 2015 - 2018 della Società;
- Situazione patrimoniale al 30.06.2019;
- Budget 2019-2020 della Società;
- Piano industriale 2019 – 2023 della Società;
- Relazione tecnica delle attività di ricerca e sviluppo relativa all'anno 2016;

- Visura Camerale;
- Libri Sociali;
- Unici e Modello Irap 2016, 2017, 2018;
- Dettagli contabili e informazioni relativi a talune voci di bilancio necessarie alla determinazione del reddito netto della Società, forniti dal CFO della Società, dott. Daniele Testa;
- Studio denominato “*Luxury goods worldwide market study, fall-winter 2018*” redatto dalla società di consulenza Bain & Company;
- Report denominato “*Giglio Group, the digital partner of Italian brands*” redatto da Midcap Partners e datato 5 settembre 2019;
- Report denominato “*Giglio Group, the the e-commerce Gateway for Fashion*” redatto da Banca IMI e datato 21 marzo 2019;
- Accordo di Investimento sottoscritto in data 12 settembre 2019;
- Report di Due Diligence contabile e fiscale sulla Società predisposto da Mascherpa e Associati;
- Notizie e informazioni di dettaglio fornite dai responsabili della Società.

## **1.7 Affidabilità delle informazioni utilizzate**

### Affidabilità dei dati consuntivi

È stata esaminata la documentazione sopra indicata e non sono emersi elementi di criticità tali da destituire di fondatezza il sistema amministrativo-contabile, nonché l’affidabilità dello stesso a rappresentare in modo corretto i fatti di gestione.

È stato dato conto dell’attendibilità:

- del sistema amministrativo dal quale sono stati estrapolati i dati oggetto di analisi;
- dei risultati del processo di controllo della gestione;
- dell’adeguatezza della struttura organizzativa della Società e del rispetto dei principi di corretta gestione.

Dalle attività di controllo svolte è stata rilevata l’attendibilità dei dati e delle informazioni rese disponibili. Sulla scorta delle considerazioni anzi svolte riteniamo di potere fare affidamento sui

dati contabili consuntivi, nei limiti e per le finalità che essi rivestono nell'ambito del presente parere valutativo.

Questa conclusione comunque non deve in alcun modo essere considerata quale giudizio professionale di revisione contabile dei suddetti dati.

## **2. OGGETTO DELLA VALUTAZIONE**

### **2.1 Cenni storici e generali della Società**

E-Commerce Outsourcing è una società costituita nel 2014, specializzata principalmente sull'offerta di soluzioni evolute nell'ambito E-Commerce. I servizi offerti da E-Commerce Outsourcing consentono alle aziende clienti di aprirsi a nuovi mercati nazionali ed internazionali, vendendo on line i propri prodotti e servizi, fidelizzando la propria clientela, motivando la forza vendita diretta ed indiretta, incentivando e premiando il trade.

La Società apparteneva al gruppo Banzai (ora Eprice), principale operatore nazionale sul mercato italiano dell'e-Commerce. La società Banzai viene fondata nel 2008 da Paolo Ainio, imprenditore italiano attivo nel business di internet da circa vent'anni. In questo contesto E-Commerce Outsourcing è la componente flessibile, focalizzata e specializzata nelle attività E-Commerce e Incentive del Gruppo.

Attualmente il capitale sociale della Società, pari ad Euro 37.500,00 è suddiviso tra i seguenti soci:

- Gedeone WEB S.r.l. in liquidazione, con sede legale in Milano (MI), Corso Genova 6, 20123, iscritta al Registro delle Imprese di Milano, Monza e Brianza, codice fiscale n. 08256310965 titolare di una quota di nominali Euro 19.201,00 (diciannovemila duecentouno/00), pari al 51,2% (cinquantuno virgola due per cento) del capitale sociale della Società;
- Barni Carlo S.p.A., con sede legale in Busto Garolfo (MI), Via Arconate 63, 20020, iscritta al Registro delle Imprese di Milano, Monza e Brianza, codice fiscale n. 10635290157 titolare di una quota di nominali Euro 12.000,00 (dodicimila/00), pari al 32,0% (trentadue per cento) del capitale sociale della Società;
- Parravicini Giorgio, nato a Milano (MI), il 30 maggio 1966, residente in Milano (MI), via Fatebenefratelli 22, 20121, codice fiscale PRRGRG66E30F205B titolare di una quota di

nominali Euro 1.800,00 (mille ottocento/00), pari al 4,8% (quattro virgola otto percento) del capitale sociale della Società;

- Cuccarese Vincenzo, nato a Stigliano (MT) il 30 agosto 1980, residente in Sesto San Giovanni (MI), via Podgora 60, 20099, codice fiscale CCCVCN80M30I954F titolare di una quota di nominali Euro 750,00 (settecentocinquanta/00), pari al 2,0% (due percento) del capitale sociale della Società;
- Canegrati Andrea, nato a Rho (MI) il 28 settembre 1980, residente in Pregnana Milanese (MI), viale Lombardia 12, 20010, codice fiscale CNGNDR80P28H264K titolare di una quota di nominali Euro 750,00 (settecentocinquanta/00), pari al 2,0% (due percento) del capitale sociale della Società;
- Fumagalli Marco, nato a Mariano Comense (CO), residente in Ruvigliana-Lugano (Svizzera), via Ceresio di Suvigliana 18, codice fiscale FMGMRC70H27E951P titolare di una quota di nominali Euro 562,00 (cinquecentosessantadue/00), pari all'1,5% (uno virgola cinque percento) del capitale sociale della Società;
- Napoleone Marco Antonio, nato a Milano (MI) il 27 gennaio 1982, residente in Milano (MI), via Mauro Macchi 42, codice fiscale NPLMCN82A27F205D titolare di una quota di nominali Euro 562,00 (cinquecentosessantadue/00), pari all'1,5% (uno virgola cinque percento) del capitale sociale della Società;
- Testa Daniele, nato a Busto Arsizio (VA) il 31 dicembre 1975, residente in San Barotomé de Tirajana (Las Palmas), Calle Puerto del Carmen 33 (Spagna), codice fiscale TSTDNL75T31B300Y titolare di una quota di nominali Euro 1.875,00 (mille ottocento settantacinque/00), pari al 5,0% (cinque percento) del capitale sociale della Società.

Il Consiglio di amministrazione della Società è composto da quattro membri, nelle persone di:

- Parravicini Giorgio, nato a Milano (MI) il 30 maggio 1966, domiciliato per la carica a Rho (MI), via Sesia 5, 20017, codice fiscale PRRGRG66E30F205B, in qualità di Presidente del Consiglio di amministrazione;
- Lembo Antonio, nato a Milano (MI) il 3 dicembre 1968, domiciliato per la carica a Rho (MI), via Sesia 5, 20017, codice fiscale LMBNTN68T03F205T, in qualità di Amministratore Delegato;
- Barni Luigi, nato a Inveruno (MI) l'8 gennaio 1963, domiciliato per la carica a Rho (MI), via Sesia 5, 20017, codice fiscale BRNLGU63A08E313K, Consigliere;

- Fumagalli Marco, nato a Mariano Comense (CO) il 27 giugno 1970, domiciliato per la carica a Rho (MI), via Sesia 5, 20017, codice fiscale FMGMRC70H27E951P, Consigliere.

E' stato inoltre nominato un procuratore speciale, nella persona di Squellerio Lorena, nata a Milano (MI) il 6 ottobre 1967, residente a Buccinasco (MI), via Isonzo 20, 20090, codice fiscale SQLLRN67R46F205G.

Nel corso del 2018 la Società ha avuto 31 addetti (valore medio), di cui:

- n. 7 quadri e
- n. 24 impiegati

oltre a n. 4 soggetti che collaborano stabilmente con la Società in qualità di lavoratori autonomi.

## **2.2 Descrizione dell'attività svolta dalla società**

E-Commerce Srl è uno dei più importanti outsourcer di servizi di e-commerce in Italia, con grandi competenze nell'ambito della tecnologia in area e-commerce, il vero punto di forza della società.

La Società è un E-Commerce outsourcer (come agente del cliente) e un E-Commerce integrator (come consulente ai clienti per il supporto della loro gestione dell'E-Commerce) la cui attività è basata sulla propria piattaforma software, sviluppata internamente.

L'Azienda ha inoltre una struttura organizzata in modo tale da garantire le adeguate risorse alle attività di ricerca, attraverso una rete di collaboratori professionisti e di personale tecnico qualificato in grado di realizzare progetti con tempestività e competenza.

La specializzazione sul campo le consente di rispondere alle richieste applicative più complesse, con progettazione e sperimentazione applicativa, finalizzata a realizzare soluzioni dedicate a risolvere problematiche tecniche specifiche. In tal modo è in grado di cogliere e rispondere alle nuove richieste provenienti dalla grande varietà dei settori di impiego degli strumenti informatici proposti.

E-Commerce Outsourcing è uno dei principali enabler del mondo E-Commerce, supportando le aziende della GDO/GDS ad approcciare l'ambito della vendita digitale. In quest'ottica l'obiettivo principale di un operatore della GDO/GDS è quello di rispondere alle esigenze del cliente con un approccio omnicanale, garantendo alla propria clientela di migrare fra il canale online e il punto di vendita fisico secondo le sue esigenze.

Grazie ad una consolidata esperienza nel settore (è infatti dal 1999 che opera nel mondo dell'E-Commerce) E-Commerce Outsourcing è in grado di costruire diverse soluzioni create e disegnate appositamente sui bisogni e le necessità del cliente, riuscendo così a far transitare nel corso degli anni centinaia di migliaia di transazioni nel settore dell'elettronica, fashion, casalinghi, food e servizi sulla propria piattaforma.

La Società è stata pioniera nella omnicanalità, riuscendo ad integrare vari modelli di business: vendita on line, consegne al punto vendita, totem, supportare flash sales, utilizzare coupon, etc. e fornendo indistintamente servizi di tipo B2B, B2C, B2E.

Oggi E-Commerce Srl vanta svariate decine di relazioni commerciali, la gestione in outsourcing di molti e-commerce e offre altresì molteplici servizi in cloud e soluzioni integrate di operatività tra sistemi, presentandosi così come un player completo, in grado di fornire/gestire in outsourcing ai propri clienti i seguenti servizi principali:

- sito E-Commerce e relativi aggiornamenti (prodotti, prezzi, disponibilità);
- ordini e customer care per consegne a domicilio;
- coordinamento della consegna nel Pdv;
- call center 18x6;
- logistica e spedizioni worldwide;
- fatturazione (anche conto terzi) e gestione dei pagamenti dei clienti;
- budget marketing;
- sviluppo strategico.

### **2.3 I servizi offerti**

La società è attiva nelle seguenti 3 linee di business:

1. E-Commerce
2. Loyalty e Incentive Programs
3. Technology

#### PREMESSE

La piattaforma ad oggi gestisce 3 tipologie di prodotti: standard (ad es. uno smartphone), prodotti con taglia e colore (ad es. scarpe o abbigliamento), prodotti venduti in packs (tipicamente food).

Tale piattaforma, unitamente alle figure professionali che la gestiscono e la sviluppano, costituisce l'asset fondamentale e il vero valore aggiunto della Società, nel quale quest'ultima ha investito notevoli risorse in ricerca e sviluppo negli ultimi esercizi.

Con riferimento ai contenuti innovativi derivanti dell'attività di ricerca e sviluppo sulla piattaforma si segnala quanto segue.

In un contesto di strumenti di vendita sempre più eterogeneo e flessibile, il cliente moderno è sempre più esigente ed infedele e acquista attraverso tutti i canali di vendita. L'approccio multicanale all'E-Commerce di E-Commerce Srl si concretizza nella progettazione e continua ottimizzazione di un sistema di loyalty card completamente integrato ed in grado di garantire alla propria clientela di migrare fra il canale online e il punto di vendita fisico secondo le sue esigenze, semplificando in modo significativo la circolazione dell'utente tra negozio e sito di commercio elettronico.

L'approccio multicanale di fidelizzazione di E-Commerce Srl comprende inoltre anche strumenti rivolti alla forza vendita e al trade, quali la progettazione e sviluppo di una piattaforma di redenzione dei premi da offrire ai propri clienti, con focus posto sulla loyalty del trade.

Il comparto tecnico della Società si è dedicato nei precedenti esercizi anche alla creazione di database specifici, unitamente all'affinamento ed efficientamento dei flussi operativi necessari a gestire il crescente carico di output derivanti dalle soluzioni di loyalty e rewarding in continua evoluzione.

La Società ha inoltre completato lo sviluppo di strumenti che consentono un'approfondita conoscenza del cliente, raccogliendo dati statistici per la geolocalizzazione della clientela rispetto ai negozi fisici, la classificazione della tipologia di acquisti e della loro frequenza. Queste informazioni risultano chiave nella gestione del business delle aziende clienti nell'ottica di individuare una strategia commerciale multicanale e nell'ottimizzazione dell'operatività delle piattaforme E-Commerce sviluppate.

Seguendo un trend incrementale, la Società si dedica con costante impegno a tematiche di ricerca e sviluppo applicato mirate a creare nuovi prodotti e innovare gli esistenti, per consentire alle aziende clienti di aprirsi a nuovi mercati nazionali ed internazionali, vendendo on line i propri prodotti e servizi, fidelizzando la propria clientela, motivando la forza vendita diretta ed indiretta, incentivando e premiando il trade.

E-Commerce si concentra nello sviluppo di strumenti evoluti per piattaforme di E-Commerce sia in full outsourcing sia disponibili in modalità cloud, che garantiscono un servizio completo per il business, studiato ad hoc sulla specifica realtà aziendale.

Gli strumenti inizialmente sviluppati nel corso degli anni subiscono evoluzioni, per arrivare a soluzioni via via sempre più integrate, in risposta alle esigenze flessibilità e multicanalità dettate da un mercato sempre più dinamico e mutevole.

In quest'ottica la creazione di una soluzione di loyalty card è centrale e diventa il centro della politica omnicanale di E-Commerce Srl.

La gestione multicanale richiede in particolare di:

- consolidare il complesso numero di informazioni e richieste che giungono dal cliente, via web, telefono, fisso e mobile, posta;
- gestire i diversi canali di vendita - internet, negozio, distributori - attraverso politiche commerciali e distributive di prezzo, di assortimento, iniziative promozionali e di comunicazione integrate. Le attività di ricerca e sviluppo relative alla realizzazione della loyalty card omnicanale sono finalizzate allo studio e sviluppo di tutta la serie di applicativi che permettono una gestione completa della card:
- Motore di Loyalty card;
- Ws esposti verso il sito internet o verso i negozi che consentono il caricamento dei punti;
- Pannello PdV, il pannello messo a disposizione dei negozi per l'emissione delle card, la gestione dei punti, il controllo dell'anagrafica clienti e per le statistiche;
- Sperimentazione finalizzata all'integrazione con la piattaforma di E-Commerce tramite l'utilizzo di code di messaggi su Rabbit MQ.

Il sistema di loyalty card che era già operativo a livello embrionale da fine 2015, è stato fortemente implementato delle features mancanti, soprattutto al fine di semplificarne l'operatività quotidiana, introducendo le specifiche funzionalità di seguito descritte:

- Pannello PDV \_ possibilità di caricare le righe scontrino che possono portare all'accelerazione dell'accumulo punti associati alla tessera loyalty;
- Pannello PDV \_possibilità di generare buoni in automatico sulla base degli acquisiti, usato come motore marketing promozionale;
- Funzionalità di ricerca e verifica stato buoni;

- Costruzione di un motore di gestione campagne marketing che consenta ai singoli negozi di contattare i partecipanti/cardisti che si sono registrati presso il proprio negozio via email o sms;
- Costruzione di un importante modulo statistico di business intelligence;
- Integrazione dei flussi con sistemi di fatturazione dei negozi, per la gestione automatica dei punti e buoni;
- Creazione di un motore di accelerazioni dell'accumulo punti;
- Miglioramenti dei web Services;
- Introduzione di buoni non spendibili sull'intera rete ma in un numero limitato di negozi;
- Geolocalizzazione del cliente (quando il cliente inserisce i dati, viene geolocalizzato in modo da conoscere la distanza cliente dal punto vendita più vicino, informazione importante a livello statistico per conoscere la distanza media dei negozi dai clienti).

Viene inoltre svolto un attentissimo lavoro di valutazione procedure. E-Commerce Srl è infatti gestisce milioni di card di scontrini che consentono accumulo punti. Il conseguente carico di output richiede necessariamente lo sviluppo di database specifici, unitamente all'affinamento ed efficientamento dei flussi operativi, anche valutando sul piano teorico e sperimentale il ricorso a tecnologie diverse rispetto alle iniziali, per la continua ricerca di migliorate performance.

Il cliente moderno è intelligente, esigente, infedele e acquista attraverso tutti i canali di vendita. Le vendite via web possono essere attività indipendenti o il primo passo di una strategia commerciale multicanale finalizzata ad attrarre ed entrare in una profonda relazione con i clienti. In quest'ottica affiancare al sistema di loyalty card un sistema di analisi statistico e di clusterizzazione della clientela è essenziale.

All'interno della presente tematica, è stato condotto lo studio per la costruzione del motore statistico BI (Business Intelligence). Viene definito un set di report che permettono di comprendere l'andamento del sistema di loyalty card, riguardanti l'andamento dell'emissione delle card, l'emissione dei punti, il fatturato, gli status. BI consente di fornire ai negozi finalmente una serie di dati sui propri clienti funzionali alla valutazione del loro grado di fedeltà (cohort analysis), in termini di ripetitività degli acquisti, correlazioni tra la tipologia degli acquisti, i reparti in cui si concentrano gli acquisti e l'abitudine del cliente all'acquisto di un determinato prodotto rispetto alla tendenza ad acquisti diversificati e non ordinari.

Al contempo, è studiato ed elaborato un sistema di sincronizzazione dei dati tramite Microsoft SSIS e sono stati implementati numerosi report tramite SSRS.

La costruzione di BI è assolutamente utile sia a E-Commerce Outsourcing per la creazione e gestione efficiente della piattaforma sia al negozio per un'approfondita conoscenza dei propri clienti.

E-Commerce Outsourcing è inoltre attenta anche allo sviluppo di evoluti sistemi per la fidelizzazione ed incentivazione della forza vendita e del trade.

I dipartimenti di marketing digitale delle brand aziendali e le agenzie realizzano campagne digitali che coinvolgono community e consumatori in esperienze sempre più coinvolgenti.

### E-COMMERCE

In sintesi, si riportano di seguito le principali caratteristiche e funzionalità della piattaforma di E-Commerce (già in parte descritte nelle precedenti premesse) attraverso cui la Società opera sono le seguenti:

- Gestione web del sito E-Commerce;
- Catalogo prodotti e CMS: i due software costituiscono il backend del sito E-Commerce. Il catalogo prodotti permette di inserire e codificare nuovi prodotti, modificare le descrizioni, i prezzi e le disponibilità dei prodotti, mentre il CMS permette di gestire tutta la parte di contenuti presente sul sito (banner, contenuti testuali, landing pages);
- Modulo call center: permette al call center di inserire ordini telefonici; questo modulo utilizza il carrello del sito E-Commerce ed è integrato nel modulo di gestione ordini;
- Modulo di gestione ordini: permette di gestire tutto il percorso dell'ordine, la fatturazione, la spedizione, eventuale drop shipping ed eventuali resi;
- Il modulo di gestione ordini, quello di call center e il catalogo prodotti sono multi tenant. Quindi, ad esempio, lo stesso prodotto può essere venduto su più di un sito e il modulo ordini può ricevere ordini da più di un singolo sito;
- La piattaforma offre anche una serie di reportistiche standard accessibili da pannello dedicato.

E-Commerce Outsourcing è inoltre integrato con CommandersAct, piattaforma che propone un sistema di tagging universale attraverso un contenitore di tag: l'Universal Tag Container.

Quest'ultimo permette agli utilizzatori non tecnici di gestire le soluzioni partner utilizzate su un sito attraverso un'interfaccia web. Grazie a questa interfaccia, un utilizzatore è in grado di aggiungere, eliminare, e interagire direttamente con qualsiasi tag senza bisogno di modificare il codice del sito.

Ogni attività web marketing infatti è legata ad un'implementazione tecnica sul sito che ha lo scopo di tracciare utenti e/o ordini. All'interno della piattaforma CommandersAct è già presente una libreria di tag e partner certificati.

Oltre ad una rapida implementazione dei diversi partner marketing, lo strumento permette uno studio accurato delle performance di ogni singolo partner.

Infine, un ruolo importante è svolto dal Modulo Pick up and collect.

Attraverso questo modulo, la piattaforma permette lo svolgimento del processo completo:

- L'ordine viene assegnato al negozio fornitore
- Il negozio utilizza il pannello web per confermare la disponibilità dell'ordine ricevuto
- Il cliente, una volta che il negozio ha confermato la disponibilità, riceve immediatamente ed email e sms che gli comunicano che il suo ordine è pronto per il ritiro
- Vengono schedulati dei processi di recall per contattare il cliente automaticamente in caso di mancato ritiro

Quando il cliente va a ritirare l'ordine:

- Il negozio fornitore consegna l'ordine ed emette lo scontrino
- Il negozio fornitore usa il pannello web per indicare che l'ordine è stato ritirato
- Il cliente paga direttamente al ritiro del prodotto

#### LOYALTY E INCENTIVE PROGRAMS

La Società è leader in Italia nella gestione per conto dei più importanti brand italiani nei servizi e nel settore dei *consumer goods* nel management di piani di incentivazione e fidelizzazione del personale e dei clienti tramite i cataloghi premi, attività completamente gestita in outsourcing, dall'approvvigionamento della merce, alla gestione dei profili individuali, alla logistica. E-Commerce Srl controlla oltre 12 milioni di profili, gestisce oltre 400.000 premi e consegna il 90% dei premi entro 5 giorni dalla richiesta.

Il modulo loyalty card è completamente integrato con il sito E-Commerce: il sito è l'interfaccia per la gestione della card per il consumatore finale. Il cardista può registrarsi sia online che offline, può scegliere se avere la card virtuale o fisica.

Effettuando il login sul sito può accedere al suo profilo e:

- Verificare lo stato della card e il saldo punti;
- Richiedere un buono (convertire punti in buoni) e utilizzarlo per gli acquisti sia online che in qualsiasi negozio collegato;
- Visualizzare tutto lo storico ordini , sia online che offline.

Le APPs (IOS e Android) permettono di portare la card sempre con sé.

Eventuali negozi collegati al modulo possono operare attraverso un pannello web (per registrare nuovi utenti, cercare un cliente, visualizzare lo storico acquisti, i movimenti e il saldo punti).

I negozi collegati possono inoltre, tramite il pannello (ora multilingua), gestire le informazioni relative al negozio stesso: orari di apertura, posizione, aperture e chiusure straordinarie ecc..., e programmare azioni marketing (via sms) sui propri client.

Il modulo loyalty comprende anche l'integrazione con I sistemi cassa dei negozi e un set complete di Web Service.

## TECHNOLOGY

Il punto di forza della Società è lo sviluppo tecnologico di soluzioni di E-Commerce e interazione digitale con il cliente finale, soluzioni marketing digitali, database, invio di messaggistica per email e sms.

## **3 I METODI DI VALUTAZIONE**

### **3.1 I metodi di valutazione universalmente accettati**

È noto che le metodologie per valutare un'azienda sono molteplici, potendosi basare su criteri che tengono conto sia dei flussi finanziari, sia del reddito, sia del patrimonio ovvero su altri criteri, cosiddetti misti, che danno rilevanza a un'opportuna combinazione di carattere patrimoniale – reddituale.

Nell'ambito dei criteri applicabili in regime di continuità nella pratica vengono generalmente utilizzati i seguenti:

### **3.2 Il metodo patrimoniale**

Il metodo patrimoniale consente di giungere alla valutazione del capitale economico della società tramite la ri-espressione a valori correnti dei cespiti e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale. Il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato (K) a valori correnti, in base alla seguente formula:

$$W = K$$

Tale metodo, che ha il pregio di consentire una stima del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile, si caratterizza per la stima analitica a valori correnti di sostituzione:

- *analitica*, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio;
- *a valori correnti*, perché basata sui prezzi di mercato del momento;
- *di sostituzione*, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione) per elementi attivi e della ri-negoziazione per quelli passivi.

Nell'ambito dei metodi di valutazione patrimoniali, si distingue tra metodi patrimoniali semplici e metodi patrimoniali complessi:

- nei primi, non sono considerati ai fini della valutazione, i beni immateriali (salvo, eventualmente, valori immateriali per cifre modeste o trascurabili, quali ad esempio disaggi su obbligazioni, costi di aumento di capitale, ecc.);
- nei secondi si considerano, viceversa, anche i beni immateriali.

I valori che si ottengono con questo metodo di valutazione sono rappresentabili dalle seguenti formule:

metodo patrimoniale semplice

$$W = K = P_n + (R_t - I)$$

metodo patrimoniale complesso

$$W = K = P_n + (R_t - I) + B$$

dove

W = valore del capitale economico  
Pn = patrimonio netto contabile  
Rt = rettifiche al patrimonio netto contabile  
I = effetto fiscale delle rettifiche  
B = valore dei beni immateriali

A proposito della valutazione di K dal punto di vista generale si può osservare quanto segue:

- in linea di principio nessun tipo di valutazione viene in genere effettuato per i beni di natura finanziaria (cassa, banche, clienti, fornitori, altri crediti e debiti), salvo rettifiche per realizzi o esborsi in misura diversa da quella contabilizzata; questi valori saranno normalmente assunti in base ai dati contabili;
- la valutazione degli altri beni, con particolare riferimento a quelli materiali, viene basata su dei criteri di realizzo in regime di continuità aziendale, oppure attraverso una stima analitica a valori correnti di sostituzione.
- le spese pluriennali, quali spese di costituzione e impianto o manutenzioni incrementative, è opportuno che siano soppresse ove non cedibili separatamente e considerando che, per le prime, si può ritenere siano comprese nel valore dell'avviamento, per le seconde, se ne sia tenuto conto nella valutazione delle immobilizzazioni cui ineriscono.

Dopo avere concluso tali operazioni, il patrimonio netto è rideterminato in base ai valori sostitutivi di quelli contabili, generando la cosiddetta grandezza del *patrimonio netto rettificato*.

Resta a questo punto da determinare l'effetto fiscale relativo alle plusvalenze potenziali, se espresse. Considerando che il realizzo di dette plusvalenze è meramente ipotetico, e la probabilità è tanto più ridotta quanto più detti maggiori valori sono relativi a beni difficilmente smobilizzabili, in considerazione della loro natura e funzione all'interno dell'azienda (immobili strumentali e altri beni produttivi), il calcolo del carico fiscale potenziale non dovrà essere effettuato considerando le ordinarie aliquote, ma potrà essere effettuato utilizzando aliquote ridotte che tengano conto:

- 1) della potenzialità del realizzo di dette plusvalenze;
- 2) del fatto che le plusvalenze e le conseguenti imposte sono comunque differite nel tempo.

### **3.3 Il metodo reddituale**

Il metodo reddituale fonda il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare un flusso reddituale riproducibile nel futuro.

Il valore del capitale economico (W) viene dunque stimato, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (R).

Per ciò che riguarda l'orizzonte temporale di riferimento, entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito, è anche possibile ricorrere alla durata indefinita.

In questo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante (R), calcolata al tasso (i), determinato in base alla seguente formula:

$$W = R / i$$

*La configurazione del reddito (R) rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione è quello:*

- *prospettico*, idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda;
- *medio*, vale a dire quello che l'impresa è stabilmente in grado di produrre,
- *normalizzato*, depurato cioè dei fattori anomali rispetto all'andamento ordinario, in base a criteri razionali e comunemente accettati dal punto di vista tecnico.

La determinazione del reddito medio prospettico deve partire necessariamente dai redditi prodotti in un passato più o meno prossimo, depurati sia da eventuali componenti straordinari sia da altri componenti non direttamente collegati alla gestione caratteristica, in modo da ottenere una sua normalizzazione. Una volta ottenuta la serie storica dei redditi normalizzati e calcolato un valore medio si dovrà valutare, prospetticamente, se essa sarà mantenuta o subirà aumenti o diminuzioni. Si tratterebbe, in sostanza, di costruire dei conti economici prospettici, in modo da individuare un reddito normalizzato attribuibile agli esercizi futuri.

Secondo parte della dottrina, che ritiene di utilizzare un approccio particolarmente prudente, in considerazione dell'incertezza del risultato cui si può pervenire mediante una siffatta analisi prospettica, è ritenuto opportuno considerare come reddito medio prospettico il valore medio del reddito normalizzato ottenuto in base all'analisi della serie storica, senza quindi effettuare alcuna proiezione sul futuro.

Altri, pur riconoscendo la difficoltà di ottenere risultati incontrovertibili, suggeriscono di utilizzare un metodo empirico, che porti a configurare il reddito prospettico in base ai dati desumibili dalla programmazione aziendale ovvero utilizzando criteri di proiezione che tengano conto anche della

realità aziendale dei periodi più recenti. Così facendo, si potrebbe costruire il reddito medio prospettico prendendo a base, ad esempio, il reddito normalizzato degli ultimi tre esercizi e i redditi normalizzati prospettici dei due esercizi immediatamente futuri.

*Il tasso di attualizzazione (i)* utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio), ed altresì l'adeguata remunerazione del rischio sopportato.

In particolare, *il tasso di puro interesse*, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, è determinato sostanzialmente in riferimento a titoli di debito pubblico a scadenza non breve; peraltro, in periodi di inflazione, il medesimo deve essere depurato dall'erosione monetaria creata dalla componente inflazionistica e, pertanto, assunto nella sua configurazione di *tasso reale*.

La maggiorazione del tasso di puro interesse a titolo di *premio per il rischio di impresa* è commisurata all'intensità del rischio generale d'impresa gravante sul capitale proprio, la cui stima dipende dalla valutazione dei seguenti fattori:

- condizioni generali: congiuntura economica, inflazione, situazione politico-sociale del paese ecc.
- condizioni settoriali: struttura del mercato di appartenenza, condizioni varie di instabilità del settore, ecc.
- condizioni aziendali: solidità patrimoniale, livello e composizione dell'indebitamento, situazione di liquidità con annesse condizioni di pagamento e di incasso, variabilità dei risultati operativi della gestione, parco clienti, ecc.

La migliore dottrina suggerisce, per il settore dell'industria, di applicare un tasso variabile da un minimo del 8% al 9% in cui i valori dipendono sia dal settore di attività che dalla rischiosità dell'investimento. In altre parole, a settori a basso rischio corrisponderebbe il tasso all'estremo inferiore dell'intervallo, mentre a settori a rischio elevato corrisponde il tasso posizionato all'estremo superiore<sup>1</sup>.

Il metodo reddituale, pur trovando un limite nell'aleatorietà delle stime sulle capacità reddituali dell'impresa che non sono altrettanto riscontrabili quanto le verifiche di valore corrente dei cespiti che compongono il patrimonio sociale, è indispensabile ad integrazione e confronto di stime

---

<sup>1</sup> Si fa rinvio a L. Guatri, M. Bini, La valutazione delle aziende, ed. EGEA, Milano, 2011, pag. 169 tabella 7.10.

effettuate con altri metodi, che spesso attribuiscono, ingiustificatamente, maggior rilievo al capitale investito piuttosto che alle capacità reddituali future di quel medesimo capitale.

### **3.4 Il metodo misto patrimoniale reddituale con attualizzazione del sovra reddito**

Questo metodo, che attua una sorta di mediazione tra i pregi e i difetti dei criteri patrimoniali e reddituali, consente di considerare, nel processo valutativo, tanto le prospettive di reddito dell'azienda, quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale: la stima sarà idonea, pertanto, a riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale (valutazione dell'attivo, ivi compresi i beni e i diritti, al netto dei capitali dei terzi investiti in azienda), senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda.

Il medesimo prevede, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio netto della società, mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle corrispondenti passività, a cui si aggiunge *l'avviamento* che rettificcherà in aumento (*goodwill*) o in diminuzione (*badwill*), il predetto valore patrimoniale.

L'avviamento rappresenta, in sostanza, la capacità che viene riconosciuta all'azienda di generare redditi futuri in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore (o minore) rispetto al rendimento offerto da investimenti alternativi. L'avviamento secondo questa accezione è dato dalla capitalizzazione a valore attuale del *sovra reddito*.

Un'azienda ha raggiunto la condizione di *sovra reddito* quando essa è in grado di produrre stabilmente nel tempo un utile tale da remunerare convenientemente il capitale investito, coprire il salario direzionale lasciando ancora una frazione di utile disponibile. Il salario direzionale deve essere considerato solo se, per i proprietari dell'azienda che vi lavorano stabilmente, non si è già provveduto a spendere direttamente a conto economico un compenso per tale attività. In pratica, si dovrà determinare un salario direzionale sempre nelle imprese individuali e, nelle società, quando non siano stati deliberati compensi agli amministratori, ovvero quando si ritiene che questi, pur deliberati, non coprano adeguatamente l'impegno profuso ma solamente, ad esempio, l'impegno meramente amministrativo. Un buon punto di riferimento potrebbero essere i valori determinati dai contratti collettivi per livelli dirigenziali non elevati, aumentati di tutti gli accessori a carico dell'azienda, in modo da ottenere un costo lordo. La formula utilizzata per la valutazione è la seguente:

$$W = K + A$$

W = valore del capitale economico dell'azienda;

K = valore patrimoniale (patrimonio netto rettificato come definito al punto 3.1);

A = avviamento, espresso dalla seguente formula:

$$A = \frac{a (R - iK)}{n/i'}$$

dove

**i** = tasso di remunerazione normale del capitale con riferimento al settore produttivo di appartenenza dell'azienda oggetto di valutazione (per la scelta di questo tasso vedasi le considerazioni effettuate nel paragrafo precedente);

**R** = reddito medio normalizzato prospettico (determinato come indicato al punto precedente);

**a** \_\_\_\_\_

**n / i'** = fattore di attualizzazione per il calcolo di una rendita della durata di n anni al tasso i';

**n** = numero di anni per i quali viene stimato il *sovrareddito*;

**i'** = tasso di attualizzazione.

L'avviamento viene quindi considerato come il valore attuale di una rendita avente per rata il sovrareddito come sopra definito. Si fa cioè l'ipotesi che il *sovrareddito* rappresenti la rata annuale posticipata di una rendita periodica limitata e della durata di n anni, da costituire al tasso di attualizzazione i'.

A proposito di **n** le convenzioni tra gli operatori attribuiscono a tale durata un valore minimo pari a 3, e ciò quando l'avviamento è riconducibile a fattori soggettivi non trasferibili (qualità proprie dell'imprenditore e del gruppo dirigente che non seguono l'azienda presso la nuova proprietà); il valore può salire a un massimo di 10 quando si ritiene l'avviamento dipendente da fattori oggettivi (caratteristiche proprie del mercato, situazioni di monopolio, qualità proprie dei prodotti, cessione di marchi che identificano il prodotto ecc.).

Il presupposto teorico su cui si fonda la determinazione della durata è che “le condizioni generatrici del reddito oltre la norma non possano durare a lungo e siano quindi destinate ad estinguersi o ad attenuarsi nel corso di alcuni anni”<sup>2</sup>. Data l'evoluzione degli studi e la crescente

---

<sup>2</sup> Si rinvia a L. Guatri, M. Bini, La valutazione delle aziende, ed. EGEA, Milano, 2011, pag. 337 paragrafo “Il modello misto con stima autonoma del Goodwill”

rilevanza attribuita agli aspetti reddituali, se l'approccio valutativo è nei confronti di "aziende dotate di *elevata e stabile* redditività, per le quali ragionevoli previsioni e attese possono spingersi in là nel tempo, i valori di  $n$  possono giungere a 10 anni"<sup>3</sup>.

L'attribuzione di un corretto valore al tasso di attualizzazione  $i'$  rappresenta probabilmente il momento centrale del problema in esame. I criteri cui ispirarsi per operare la scelta possono essere molteplici:

- alcuni autori suggeriscono di considerare i tassi relativi a finanziamenti nel periodo medio lungo, eventualmente maggiorati opportunamente per considerare i rischi di impresa;
- altri suggeriscono di considerare i tassi di rendimento dei titoli pubblici;
- ancora non è infrequente l'uso del tasso di sconto in vigore al momento della valutazione o, ancora, il prime/rate ABI ("ABI" – "Associazione Bancaria Italiana").

In sintesi, quindi i ragionamenti più convincenti per operare la scelta sono:

1. "il tasso  $i'$  va inteso come puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo. È dunque un mezzo per trasferire i valori dal tempo  $t_n$  al tempo  $t_0$ : come tale è indipendente da problemi di rischio specifico dell'impresa e si collega a parametri finanziari <<senza rischio>> (ad esempio, al tasso di rendimento dei titoli dello Stato per corrispondenti durate); è dunque un tasso particolarmente contenuto;
2. il tasso  $i'$ , rispetto alla precedente soluzione, va almeno aumentato della componente <<maggiorazione per l'investimento azionario>><sup>4</sup>.

Di conseguenza, avendo creato un ipotetico intervallo di tassi minimi e massimi in base ai criteri di cui ai due punti precedenti, dal punto di vista operativo si può affermare quanto segue:

- la scelta del valore massimo di  $i'$ , conseguente al criterio di cui al punto 2, sta a significare che l'investimento nell'azienda oggetto di valutazione è reputato a rischio relativamente elevato; infatti il significato finanziario dell'operazione può essere così sintetizzato: il valore attuale della rendita è tanto più basso quanto più alto è il valore del tasso di attualizzazione; questo, in termini aziendalistici, vuole dire che, tanto più elevato è il rischio di impresa (tanto più elevato deve

---

<sup>3</sup> Si rinvia a L. Guatri, M. Bini, La valutazione delle aziende, ed. EGEEA, Milano, 2011, pag. 337 paragrafo "Il modello misto con stima autonoma del Goodwill"

<sup>4</sup> Si rinvia a L. Guatri, M. Bini, La valutazione delle aziende, ed. EGEEA, Milano, 2011, pag. 338 paragrafo "Il modello misto con stima autonoma del Goodwill"

essere il tasso di attualizzazione) tanto più basso è il valore dell'avviamento (tanto più basso è il valore attuale della rendita);

- a considerazioni progressivamente opposte si perviene se si giudica l'investimento sempre meno caratterizzato da elevato rischio d'impresa.

Per temperare i possibili scompensi che l'adozione dell'una o dell'altra soluzione potrebbero generare, la scelta di un valore intermedio tra quelli determinati in base alle due soluzioni che precedono può sembrare particolarmente soddisfacente.

Un metodo che attua una mediazione tra i criteri patrimoniali e reddituali che consente nel processo valutativo di considerare tanto le prospettive di reddito dell'azienda quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale consiste nella media aritmetica del capitale netto rettificato (K) e del valore di rendimento (i) del reddito atteso (R), la formula utilizzata è la seguente:

$$W = \frac{(K + R/i)}{2}$$

### **3.5 I metodi finanziari**

I metodi finanziari, di matrice tipicamente anglosassone, si basano sull'attualizzazione del valore dei flussi monetari attesi della gestione aziendale. Tali metodi riposano sull'assunto che il valore di un'azienda sia strettamente correlato alla sua capacità di generare flussi di liquidità.

Secondo tale impostazione l'azienda viene vista come una entità propria che dispone di capitali provenienti da finanziatori esterni. I finanziatori sono accomunati dal desiderio di una remunerazione sui valori investiti che soddisfi il profilo di rischio che hanno stimato essere correlato all'attività dell'impresa e al tipo di investimento realizzato. I finanziatori sono quindi interessati ai flussi finanziari che la gestione rende disponibile.

La teoria aziendalistica ha elaborato due diverse impostazioni teoriche per la determinazione del "valore economico" di una entità complessa come l'azienda:

- "*levered analysis*" che prevede la stima dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti (al netto della remunerazione per i capitali di terzi) e la successiva attualizzazione mediante un tasso che rappresenti l'equa remunerazione per un investimento in capitale di rischio;

- *"unlevered analysis"* che prevede la stima dei flussi di cassa disponibili per tutti gli investitori aziendali (soci e creditori) e la loro successiva attualizzazione ad un tasso definito "costo medio ponderato del capitale"<sup>5</sup> che è costruito come media ponderata dei tassi sui debiti finanziari e del tasso che rappresenta la remunerazione del capitale proprio (in tal caso è necessaria la stima di un numero inferiore di variabili). Per determinare il valore economico del capitale di rischio è necessario sottrarre dal valore globale l'importo complessivo dei finanziamenti "onerosi" aziendali

$$(W = \text{Valore azienda} - \text{Valore della posizione finanziaria netta})$$

L'applicazione del metodo finanziario prevede la determinazione di un valore complessivo d'azienda dato dalla somma dei valori attuali dei flussi di cassa operativi (unlevered) o netti (levered), generati dalla gestione nel periodo prospettico successivo alla data di valutazione, e di un valore finale dell'azienda che dovrebbe rappresentare il possibile incasso, attualizzato ad oggi, realizzabile cedendo l'azienda al termine del periodo prospettico considerato.

### **3.6 Moltiplicatore dell'EBITDA/EBIT**

Una metodologia largamente utilizzata nella prassi valutativa per esprimere un valore in caso di cessione o conferimento risulta essere quello del "moltiplicatore dell'EBITDA/EBIT".

In particolare, il criterio empirico denominato "moltiplicatore dell'EBITDA/EBIT", secondo cui il valore di un'azienda è funzione del flusso che essa è in grado di generare in chiave prospettica.

Nella fattispecie l'applicazione di tale metodologia ha comportato l'utilizzo della seguente formula:

$$W = (\text{EBITDA} \times c)$$

dove:

W = valore del capitale economico dell'azienda oggetto di valutazione;

EBITDA = flusso di EBITDA prospettico medio producibile;

---

<sup>5</sup> Il costo medio ponderato del capitale, o WACC (Weighted Average Cost of Capital), è inteso come il costo che l'azienda deve sostenere per raccogliere risorse finanziarie presso soci e terzi finanziatori. Si tratta di una media ponderata tra il costo del capitale proprio ed il costo del debito, con "pesi" rappresentati dai mezzi propri e dai debiti finanziari complessivi.

c = moltiplicatore, estrapolato dalla media delle transazioni effettuate sul mercato mondiale nel settore di appartenenza delle società oggetto di valutazione (prezzi fatti sul mercato);

## 4 LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA SOCIETA'

### 4.1 Il criterio di valutazione adottato

Sulla base delle informazioni suddette e considerando le caratteristiche dell'Azienda oggetto della presente perizia e il settore in cui la stessa opera, si è ritenuto opportuno fare uso del *metodo reddituale* nella sua variante con durata della vita limitata e determinazione del valore finale, secondo la seguente formula:

$$W = \sum_{t=i}^n R_i * (1 + k_e)^{-i} + TV * (1 + k_e)^{-n}$$

dove:

W = valore del capitale economico dell'azienda;

R<sub>i</sub> = redditi netti attesi nel periodo di proiezione esplicita del piano 2019-2023;

k<sub>e</sub> = costo del capitale proprio;

n = periodo esplicito di pianificazione (espresso in numero di anni, nel caso specifico n = 4,5 – si attualizza al 30.06.2019);

TV = *Terminal Value*

La prima parte dell'equazione ( $\sum_{t=i}^n R_i * (1 + k_e)^{-i}$ ) è la sommatoria dei redditi attesi attualizzati degli anni di pianificazione esplicita (2019-2023), mentre la seconda parte dell'equazione, che rappresenta il *Terminal Value*, è il reddito medio sostenibile atteso per tutti gli anni successivi al periodo di pianificazione esplicita (dal 2024), anch'esso attualizzato.

### 4.2 Il piano industriale 2019-2023

Il sottoscritto, al fine di poter svolgere le analisi e ricavare le informazioni necessarie alla valutazione della Società oggetto di conferimento ha ottenuto ed analizzato il piano industriale 2019-2023 redatto dal management di E-Commerce Srl.

Con riferimento a tale piano, si riportano di seguito alcune delle principali assunzioni ricavate dallo stesso, la cui ragionevolezza è stata valutata dal sottoscritto, nei limiti del proprio incarico e della documentazione messa a disposizione fino alla data del presente documento.

Si segnala che i primi due anni di previsione esplicita (2019-2020) sono stati stimati in modo analitico, mentre il budget per il triennio 2021-2023 è stato determinato assumendo un tasso di crescita della redditività dell'impresa pari al tasso di crescita medio della stessa nel triennio 2017-2019, ovvero pari al 16%.

Dall'analisi della redditività stimata nel periodo esplicito, si nota in particolare il valore dell'EBITDA 2019 che si attesta sui medesimi livelli del 2018. Tale scelta deriva da un approccio prudenziale del management in quanto non è stato valorizzato l'impatto dell'attività di ricerca e sviluppo (in parte già effettuata nel presente esercizio). Il valore dell'EBITDA degli esercizi successivi al 2018 non considera pertanto tale componente che molto probabilmente impatterà positivamente sui bilanci della Società, ma al momento non è stata ritenuta quantificabile dai redattori del Piano Industriale.

Il tasso di crescita della redditività nel periodo 2021-2023 del 16% è determinato su base storica e pare infine ragionevole e sostenibile se comparato ai tassi di crescita (CAGR) del settore online. A conforto di ciò, dal report "*Luxury goods worldwide market study, fall-winter 2018*" predisposto da Bain & Company, emerge un trend di crescita per il canale online nel periodo 2013-2017 pari al +24% e nel biennio 2017-2018 del +22% (ancorché lo studio sia riferibile al settore luxury).

Gli ammortamenti del periodo 2021-2023 sono stati ipotizzati costantemente in crescita, al fine di riflettere gli investimenti che la Società sarà tenuta ad effettuare per tutto l'arco di utilizzo della piattaforma.

Si rileva infine che gli oneri finanziari nel triennio 2021-2023 sono stati ipotizzati in crescita con il medesimo tasso individuato nel periodo 2019-2020, ossia pari a circa il 9% annuo.

Si riporta di seguito un estratto del piano 2019-2023, il quale riporta inoltre anche i valori consuntivi relativi al 2017 e al 2018, oltre a mostrare l'evoluzione di EBITDA ed EBIT, parametri essenziali ai fini di questa valutazione.

|                              | Consuntivo 2017  | Consuntivo 2018  | Budget 2019      | Budget 2020      | Budget 2021      | Budget 2022      | Budget 2023      |
|------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>EBITDA</b>                | <b>502.543 €</b> | <b>254.223 €</b> | <b>254.054 €</b> | <b>357.549 €</b> | <b>414.756 €</b> | <b>481.118 €</b> | <b>558.096 €</b> |
| Ammortamenti e svalutazioni  | 112.592 €        | 118.879 €        | 116.315 €        | 128.617 €        | 140.919 €        | 153.220 €        | 165.522 €        |
| <b>EBIT</b>                  | <b>389.951 €</b> | <b>135.344 €</b> | <b>137.738 €</b> | <b>228.932 €</b> | <b>273.838 €</b> | <b>327.897 €</b> | <b>392.574 €</b> |
| Gestione finanziaria         | 5.235 €          | 2.007 €          | 11.291 €         | 12.349 €         | 13.460 €         | 14.672 €         | 15.992 €         |
| Gestione straordinaria       | 625 € -          | 46.718 € -       | 16.572 € -       | 16.572 € -       | 16.572 € -       | 16.572 € -       | 16.572 € -       |
| <b>EBT</b>                   | <b>384.091 €</b> | <b>180.055 €</b> | <b>143.019 €</b> | <b>233.155 €</b> | <b>276.949 €</b> | <b>329.797 €</b> | <b>393.154 €</b> |
| Imposte                      | 85.616 €         | 23.134 €         | - €              | - €              | - €              | - €              | - €              |
| <b>RISULTATO D'ESERCIZIO</b> | <b>298.475 €</b> | <b>156.921 €</b> | <b>143.019 €</b> | <b>233.155 €</b> | <b>276.949 €</b> | <b>329.797 €</b> | <b>393.154 €</b> |

### 4.3 La determinazione del costo del capitale proprio

Il costo del capitale proprio è stato calcolato in conformità ad un approccio del tipo *Capital Asset Pricing Model*, considerando l'attuale struttura dei tassi d'interesse di mercato e dello specifico settore di riferimento. In particolare,  $k_e$  è composto dal tasso di rendimento nominale delle attività prive di rischio a cui si aggiunge un premio al rischio che rifletta la rischiosità del settore di riferimento e dei rischi specifici legati all'operatività delle società oggetto di valutazione. La formula utilizzata per il calcolo è la seguente:

$$k_e = R_f + \beta * (R_{mkt} - R_f)$$

dove:

$R_f$  = tasso di rendimento delle attività prive di rischio, coincidente con il rendimento medio dei BTP a 10 anni (rendimento medio relativo al triennio 2016-2018), pari al 2,03%<sup>6</sup>;

$\beta$  = coefficiente di volatilità beta, calcolato come media dei beta di un campione di società operanti in Europa nei settori (i) *Retail (Online)* e (ii) *Software (Internet)*, pari a 1,03<sup>7</sup>;

$(R_{mkt} - R_f)$  = premio medio di mercato per il rischio azionario, ovvero rendimento differenziale richiesto dagli investitori per un investimento in titoli azionari rispetto ad un investimento privo di rischio; tale premio al rischio è stato individuato al 9,02%<sup>8</sup>;

Sulla base di quanto sopra esposto, il costo del capitale proprio  $k_e$  è stato stimato pari all'11,32%.

<sup>6</sup> Fonte: [dt.tesoro.it/it/debito\\_pubblico/dati\\_statistici/principali\\_tassi\\_di\\_interesse/](http://dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/principali_tassi_di_interesse/)

<sup>7</sup> Fonte: <http://www.damodaran.com>

<sup>8</sup> <http://www.damodaran.com>

#### 4.4 La determinazione dei redditi netti normalizzati attesi

La normalizzazione dei risultati economici relativi agli esercizi esaminati ha richiesto un esame delle seguenti poste di bilancio ai fini della determinazione di eventuali rettifiche sul reddito netto:

- proventi straordinari;
- oneri straordinari;
- plusvalenze;
- accantonamento svalutazione crediti;
- accantonamento magazzino;
- accantonamento f.do rischi;
- perdite su crediti.

Si è voluto in questo senso normalizzare i risultati degli esercizi presi in considerazione limitandosi esclusivamente a quegli elementi di straordinarietà.

Al fine di determinare correttamente l'impatto sul risultato dell'esercizio i valori delle rettifiche sono già stati espressi al netto del relativo carico fiscale.

|   | 2019             | 2020             | 2021             | 2022             | 2023             |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>EBITDA</b>                               | <b>270.625 €</b> | <b>374.120 €</b> | <b>433.980 €</b> | <b>503.416 €</b> | <b>583.963 €</b> |
| <b>EBT</b>                                  | <b>143.019 €</b> | <b>233.155 €</b> | <b>276.949 €</b> | <b>329.797 €</b> | <b>393.154 €</b> |
| <i>Componenti straordinari</i>              | - €              | - €              | - €              | - €              | - €              |
| Normalizzazione dei componenti straordinari | 143.019 €        | 233.155 €        | 276.949 €        | 329.797 €        | 393.154 €        |
| Altri correttivi per la normalizzazione     |                  |                  |                  |                  |                  |
| <i>accantonamento svalutazione crediti</i>  | - €              | - €              | - €              | - €              | - €              |
| <i>accantonamento fondo rischi</i>          | - €              | - €              | - €              | - €              | - €              |
| <i>perdite su crediti</i>                   | - €              | - €              | - €              | - €              | - €              |
| <b>EBT Normalizzato</b>                     | <b>143.019 €</b> | <b>233.155 €</b> | <b>276.949 €</b> | <b>329.797 €</b> | <b>393.154 €</b> |
| Imposte stimate su reddito normalizzato     | 39.902 €         | 65.050 €         | 77.269 €         | 92.013 €         | 109.690 €        |
| <b>REDDITO NORMALIZZATO</b>                 | <b>103.117 €</b> | <b>168.105 €</b> | <b>199.680 €</b> | <b>237.784 €</b> | <b>283.464 €</b> |

Come si evince dalla tabella precedente, le uniche normalizzazioni apportate al Piano Industriale predisposto dalla Società sono relative alla stima delle imposte sul reddito di ciascun esercizio. Si segnala, infine, che agli EBITDA 2019 e 2020 indicati nel piano industriale riportato al paragrafo 4.2 si è ritenuto opportuno risommare la componente riclassificata come "gestione straordinaria", in quanto riconducibili a componenti ordinarie e ricorrenti di reddito. La differenza tra EBITDA

indicato in piano e EBITDA da prospetto utilizzato per la normalizzazione è da imputarsi pertanto a tale riclassifica.

A completamento della predetta analisi, si segnala che il sottoscritto ha preso visione del report di Due Diligence contabile e fiscale predisposto da Mascherpa e Associati, dal quale non sono emerse criticità tali da influire sulla normalizzazione dei redditi oggetto del presente paragrafo.

#### **4.5 La determinazione del *Terminal Value***

I redditi netti attesi calcolati, che dovranno essere attualizzati al tasso  $k_e$  sopra definito, non si esauriscono al termine del periodo di previsione esplicita, in quanto l'azienda continuerà a generare reddito anche oltre tale limite temporale.

Il calcolo del TV ha pertanto lo scopo di tener conto di tutti quei redditi che l'impresa sarà in grado di generare stabilmente nel lungo periodo, oltre il periodo esplicito di previsione.

Uno degli approcci più utilizzati nella pratica è quello che determina il TV come valore attuale di un reddito normale "a regime" che, solo per finzione, è ipotizzato replicarsi in perpetuo dall'anno  $n$  in avanti, ed è calcolato mediante la seguente formula:

$$TV = \frac{R_s}{k_e - g}$$

dove:

$R_s$  = reddito medio sostenibile atteso dopo il periodo di pianificazione esplicita;

$g$  = tasso di crescita di lungo periodo atteso, impattante sui redditi dopo il periodo di pianificazione esplicita.

Con riferimento al reddito "a regime" è stato considerato il reddito netto normalizzato medio degli ultimi due anni di previsione esplicita del Piano Industriale, ossia il 2022 e 2023, pari ad Euro 260.624.

Il tasso di attualizzazione utilizzato è invece il medesimo applicato ai redditi di periodo, individuato nel 11,32% sulla base delle considerazioni svolte precedentemente.

Per quanto riguarda la determinazione del tasso di crescita  $g$  che è possibile mantenere nel medio-lungo periodo, lo stesso è stato assunto pari al 3%, coerentemente con le prospettive di crescita dei prossimi anni delle società operanti nel settore occupato dalla Società.

Ne consegue che il valore terminale può essere determinato come segue:

$$TV = \frac{260.624}{11,32\% - 3\%} = 3.132.272 \text{ €}$$

Tale valore sarà successivamente oggetto di attualizzazione, come meglio esposto nel successivo paragrafo.

#### 4.6 La determinazione del valore (W)

Tutto quanto sopra premesso, il valore W, mediante l'applicazione del metodo analitico reddituale duale, risulta in prima approssimazione pari ad Euro 2.665.062, come di seguito esplicitato.

|                                   | 2019            | 2020             | 2021             | 2022             | 2023             | Terminal Value     |
|-----------------------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|--------------------|
| Risultato d'esercizio atteso      | 103.117 €       | 168.105 €        | 199.680 €        | 237.784 €        | 283.464 €        | 3.132.272 €        |
| Tasso di attualizzazione ke       | 11,32%          | 11,32%           | 11,32%           | 11,32%           | 11,32%           | 11,32%             |
| Fattore di attualizzazione        | 0,947790237     | 0,851405972      | 0,764823377      | 0,687045684      | 0,617177489      | 0,617177489        |
| <b>Reddito netto attualizzato</b> | <b>97.733 €</b> | <b>143.125 €</b> | <b>152.720 €</b> | <b>163.368 €</b> | <b>174.948 €</b> | <b>1.933.168 €</b> |

|                       |                    |
|-----------------------|--------------------|
| <b>VALORE AZIENDA</b> | <b>2.665.062 €</b> |
|-----------------------|--------------------|

Tale valore deve essere rettificato per l'importo degli oneri fiscali calcolati sulle plusvalenze latenti. Nella pratica tale carico fiscale è considerato in base ad aliquote non piene ma ridotte; tali riduzioni sono, nella prassi, comprese tra 1/3 e 2/3 dell'aliquota piena. Nella presente valutazione si è ritenuto opportuno ipotizzare carichi fiscali sulle plusvalenze ad aliquota ridotta di 1/3 (8%).

Si espongono nel seguito i calcoli effettuati.

|  |                    |
|--|--------------------|
| <b>EV</b>                                      | <b>2.665.062 €</b> |
| PN 30.06.2019                                  | 912.163 €          |
| Plusvalenza latente                            | 1.752.899 €        |
| Fondo imposte latenti (8%)                     | 140.232 €          |
| <b>EV al netto degli oneri fiscali latenti</b> | <b>2.524.830 €</b> |

Sulla base del parere valutativo sopra esposto, *si ritiene ragionevole determinare l'Enterprise Value per Euro 2.524.830.*

#### 4.7 Analisi di sensitività

Di seguito si riporta un'analisi di sensitività riferita al valore (W) della Società, il cui valore è stato individuato in Euro 2.665.062 nel precedente paragrafo, in relazione alle due principali variabili considerate nella predisposizione della valutazione con il metodo reddituale. In particolare, la tabella sottostante riporta il valore del capitale economico abbinato a diverse coppie di valori del costo del capitale proprio Ke e del tasso di crescita attesa dei ricavi g, considerando uno scostamento dello 0,6% per entrambe le variabili (Ke considerato è compreso tra 11,02% e 11,62%, mentre il tasso g varia da 2,70% a 3,30%). I dati esposti sono in migliaia di euro.

|            |       | Ke +/- 0,1% |        |        |              |        |        |        |
|------------|-------|-------------|--------|--------|--------------|--------|--------|--------|
|            |       | 11,02%      | 11,12% | 11,22% | 11,32%       | 11,42% | 11,52% | 11,62% |
| g +/- 0,1% | 2,70% | 2.711       | 2.666  | 2.622  | 2.579        | 2.539  | 2.499  | 2.461  |
|            | 2,80% | 2.754       | 2.707  | 2.662  | 2.618        | 2.576  | 2.535  | 2.496  |
|            | 2,90% | 2.799       | 2.750  | 2.704  | 2.658        | 2.615  | 2.573  | 2.532  |
|            | 3,00% | 2.768       | 2.733  | 2.699  | <b>2.665</b> | 2.633  | 2.601  | 2.570  |
|            | 3,10% | 2.893       | 2.841  | 2.791  | 2.743        | 2.697  | 2.652  | 2.608  |
|            | 3,20% | 2.943       | 2.889  | 2.837  | 2.787        | 2.739  | 2.693  | 2.648  |
|            | 3,30% | 2.995       | 2.939  | 2.885  | 2.833        | 2.784  | 2.736  | 2.689  |

Dal confronto dei valori riportati nella tabella si può notare come gli scostamenti nel valore della Società siano relativamente bassi nell'intorno del dato di riferimento, confermando la scarsa sensibilità del modello valutativo ai fattori considerati, a riprova dell'attendibilità dei risultati ottenuti.

#### 4.8 Il metodo dei multipli di mercato

L'applicazione del metodo in esame si articola nelle seguenti fasi:

1. Determinazione del campione di riferimento: ai fini della scelta del campione delle società comparabili, il giudizio deve essere effettuato sulla base di una serie di fattori essenziali che, nella prassi, vengono principalmente individuati nei seguenti: (i) appartenenza allo stesso settore; (ii) dimensione; (iii) rischi finanziari della società; (iv) omogeneità effettiva delle

grandezze utilizzate; (v) tipo di governance adottata; (vi) stadio di vita della società; (vii) trasparenza; (viii) ecc.

2. Scelta dei multipli significativi: in questa sede si sono scelti i seguenti, utilizzati più frequentemente per le valutazioni d'azienda: (i) EV/EBITDA, rapporto tra *enterprise value* e margine operativo lordo; (ii) EV/EBIT, rapporto tra *enterprise value* e reddito operativo.
3. Calcolo dei multipli prescelti per le società del campione: in generale i multipli vengono calcolati sulla base dei dati finanziari dell'anno corrente e di quello successivo, tuttavia è possibile scegliere intervalli temporali diversi in base alle specifiche realtà del settore e del contesto di valutazione. In questo caso, sono stati utilizzati i multipli calcolati su 2019 e 2020.
4. Applicazione dei multipli alla società oggetto di valutazione: i rapporti così ottenuti sono applicati alle grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie della società che si intende valutare.

\*\*\*

Il campione di riferimento utilizzato per il calcolo dei multipli è il seguente<sup>9</sup>:

| Peers            | Ticker  | Price | Market cap | EV/CA 19 | EV/CA 20 | EV/CA 21 | EV/EBITDA 19 | EV/EBITDA 20 | EV/EBITDA 21 | EV/EBIT 19 | EV/EBIT 20 | EV/EBIT 21 | PE 19 | PE 20 | PE 21 |
|------------------|---------|-------|------------|----------|----------|----------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|------------|-------|-------|-------|
| ASOS plc         | ASC-GB  | 25.6  | 2148       | 0.7      | 0.6      | 0.5      | 18.0         | 12.5         | 12.5         | 63.1       | 33.5       | 21.8       | 77.4  | 40.4  | 26.7  |
| boohoo group Plc | BOO-GB  | 2.6   | 3009       | 2.3      | 1.8      | 1.4      | 23.8         | 18.5         | 18.5         | 29.1       | 22.4       | 17.2       | 49.0  | 38.3  | 30.8  |
| SRP Groupe SA    | SRP-FR  | 1.3   | 64         | 0.1      | 0.1      | 0.1      |              | 16.1         | 16.1         |            |            | 34.2       |       |       | 31.0  |
| Start today      | 3092-JP | 17.7  | 5523       | 4.6      | 3.9      | 3.4      | 16.9         | 13.4         | 13.4         | 18.2       | 14.2       | 11.9       | 26.2  | 21.1  | 18.2  |
| Stitch Fix       | SFIX-US | 16.5  | 824        | 1.1      | 0.8      | 0.6      | 39.8         | 24.9         | 24.9         | 63.6       | 36.3       | 17.7       | 56.8  | 60.6  | 35.4  |
| Zalando SE       | ZAL-DE  | 44.5  | 11201      | 1.6      | 1.4      | 1.2      | 30.2         | 24.3         | 24.3         | 63.1       | 48.5       | 37.8       | 120.6 | 88.4  | 68.2  |

I multipli medi del campione sono pertanto:

| MULTIPLI CAMPIONE |    |
|-------------------|----|
| EV/EBITDA 2019    | 26 |
| EV/EBITDA 2020    | 18 |
| EV/EBIT 2019      | 47 |
| EV/EBIT 2020      | 31 |

Applicando tali multipli alla Società, si ottengono i seguenti risultati:

**E-Commerce Outsourcing Srl**

<sup>9</sup> La scelta del campione di riferimento e i valori indicati sono forniti da MIDCAP Partners – Louis Capital Markets, 05 settembre 2019

**STUDIO COMMERCIALISTI ASSOCIATI**  
**Musso Mariotta Risoli Gramondi**  
 ASSOCIAZIONE PROFESSIONALE

|                                 |                    |
|---------------------------------|--------------------|
| EBITDA 2019                     | 270.625 €          |
| EBITDA 2019 x multiplo campione | 6.965.897 €        |
| EBITDA 2020                     | 374.120 €          |
| EBITDA 2020 x multiplo campione | 6.838.919 €        |
| <b>MEDIA</b>                    | <b>6.902.408 €</b> |

| E-Commerce Outsourcing Srl    |                    |
|-------------------------------|--------------------|
| EBIT 2019                     | 154.310 €          |
| EBIT 2019 x multiplo campione | 7.317.383 €        |
| EBIT 2020                     | 245.503 €          |
| EBIT 2020 x multiplo campione | 7.605.692 €        |
| <b>MEDIA</b>                  | <b>7.461.537 €</b> |

Ai valori determinati come sopra illustrato, nella prassi è solito applicare un fattore di sconto per tenere in considerazione le differenti caratteristiche della realtà oggetto di valutazione. In particolare, in considerazione (i) delle dimensioni più ridotte della Società rispetto a quelle del campione di società comparabili e (ii) del fatto che, al contrario delle *peers*, la Società opera esclusivamente sul mercato domestico e non anche a livello internazionale, si è ritenuto opportuno scontare il valore ottenuto con il metodo dei multipli ad un tasso di sconto adeguato, individuato nel 60%, che tenesse conto appunto di questa differenza dimensionale e qualitativa. A supporto di tale scelta, si illustra di seguito una tabella che compara i margini EBITDA/ricavi e sales growth di E-Commerce Outsourcing Srl con quelli medi del campione.

|                    | E-Commerce Outsourcing Srl | Media campione | Scostamento |
|--------------------|----------------------------|----------------|-------------|
| EBITDA/ricavi 2019 | 2,03%                      | 7,70%          | -73,66%     |
| EBITDA/ricavi 2020 | 2,54%                      | 9,00%          | -71,80%     |
| Sales growth 2019  | 11,02%                     | 18,10%         | -39,11%     |
| Sales growth 2020  | 10,46%                     | 16,70%         | -37,37%     |

Applicando il predetto sconto del 60% rispetto ai parametri del campione, la valutazione dell'EV di E-Commerce Srl risulta così individuata:

- sull'EBITDA pari a 2.760.963;
- sull'EBIT pari a 2.984.615.

In conclusione, il range valutativo di riferimento dell'Enterprise Value di E-Commerce Srl, sulla base del metodo dei multipli di mercato, è compreso tra Euro 2.760.963 e 2.984.615.

#### **4.9 La posizione finanziaria netta**

Al fine di determinare il valore della Società oggetto di conferimento è necessario sommare algebricamente la posizione finanziaria netta (“PFN”) di E-Commerce Srl. Tale grandezza è definita come somma delle attività e delle passività finanziarie che generano interessi espliciti.

La PFN della Società alla data di riferimento (30.06.2019) del presente documento è stata stimata in Euro 883.990, così come emerge dalla situazione patrimoniale a tale data predisposta dalla Società. Tuttavia, ai fini del presente documento, è necessario tenere in considerazione quanto previsto dall’Accordo di Investimento sottoscritto tra Giglio e i Conferenti nel quale, all’articolo 3.6 (Impegni rispetto alla disponibilità di cassa e al capitale circolante netto) è stabilito quanto segue: *“Le Parti si danno atto e convengono che l’attribuzione delle Nuove Azioni a fronte delle Quote è stata convenuta assumendo che alla Data di Esecuzione (la data di sottoscrizione dell’atto di conferimento, ndr) – e pertanto i Conferenti si impegnano a fare sì che – alla Data di Esecuzione, e senza pregiudizio di quanto previsto al successivo Paragrafo 4.1.2:*

*la Cassa alla Data di Esecuzione sia pari ad almeno Euro 200.000,00 (duecentomila/00)”*.

Il medesimo Accordo di Investimento definisce la “Cassa alla Data di Esecuzione” come segue: *“significa la somma algebrica delle seguenti poste:*

*(+) disponibilità liquide alla Data di Esecuzione (ATTIVO C IV)*

*(+) crediti commerciali scaduti alla Data di Esecuzione (se incassati entro 90 giorni dalla Data di Esecuzione), con espressa esclusione dei crediti nei confronti di Gest Due S.p.A.*

*(–) debiti commerciali scaduti (anche se non saldati) alla Data di Esecuzione, purché non oggetto di contestazione da parte della Società, con espressa esclusione dei debiti nei confronti di Grancasa S.p.A. e Gest Due S.p.A.”*. Si precisa inoltre che la Società non espone, alla data del 30.06.2019, debiti finanziari o verso istituti di credito di entità significativa.

Alla luce di tutto quanto sopra esposto e in particolare della previsione contrattuale contenuta nell’art. 3.6 dell’Accordo di Investimento, si ritiene di dover prudenzialmente considerare, ai fini del presente documento, una PFN di E-Commerce Srl pari ad Euro 200.000,00.

|   |                    |
|---|--------------------|
| EV al netto degli oneri fiscali latenti | 2.524.830 €        |
| PFN                                     | 200.000 €          |
| <b>Tot valore quote E-Commerce Srl</b>  | <b>2.724.830 €</b> |

Sulla base di quanto precede, *si ritiene ragionevole determinare delle quote di E-Commerce Srl in Euro 2.724.830.*

\*\*\*

Garanzie e indennizzi

Ai fini del presente documento e con l'obiettivo di conferire ulteriori elementi a supporto delle valutazioni effettuate e dei valori individuati in precedenza, si precisa che nell'Accordo di Investimento siglato tra Giglio e i Conferenti, questi ultimi hanno rilasciato talune specifiche dichiarazioni e garanzie a favore della Conferitaria (rif. articolo 6 dell'Accordo di Investimento). Tra queste, possono essere citate quelle relative alla redazione e approvazione dei bilanci 2017 e 2018 in conformità alle norme di legge e ai principi contabili previsti dalla normativa italiana (paragrafo 6.1.5); all'assenza di debiti o passività nei bilanci e nella situazione patrimoniale della Società al 30 giugno 2019 diversi da quelli già riflessi negli stessi (paragrafo 6.1.6); al fatto che la Società ha sempre operato nel rispetto delle leggi fiscali applicabili e ha sempre adempiuto puntualmente e completamente a tutti gli obblighi in materia fiscale, ivi incluso il tempestivo versamento delle imposte dovute (paragrafo 6.1.15); a tutte le normative di riferimento in ambito previdenziale e in materia giuslavoristica (paragrafo 6.1.16).

Tali dichiarazioni e garanzie sono oggetto di una specifica clausola di indennizzo ai sensi della quale *“i Conferenti si impegnano, pro quota e con espressa esclusione di qualsivoglia responsabilità solidale, a risarcire e tenere indenne Giglio di ogni Perdita effettivamente sostenuta o sofferta dalla Società e/o da Giglio derivante dalla violazione, difformità o non corrispondenza al vero, incorrettezza o carattere fuorviante delle dichiarazioni e garanzie di cui al precedente Articolo 6”* e che *“l'adempimento dell'obbligo di pagamento dell'Indennizzo ai sensi del Paragrafo 7.1.1 dovrà essere eseguito dai Conferenti entro e non oltre 30 (trenta) Giorni Lavorativi dalla data in cui la Perdita (i) sia stata espressamente riconosciuta per iscritto dai Conferenti, ovvero (ii) sia stata accertata con pronuncia giudiziale anche provvisoriamente esecutiva, ovvero (iii) qualora si tratti di pretese di terzi, sia stata pagata dalla Società a seguito di sentenza o provvedimento muniti di formula esecutiva ovvero transazione fra le parti in causa”* (rif. Articolo 7 dell'Accordo di Investimento).

In aggiunta a tutto quanto sopra esposto il sottoscritto, a ulteriore garanzia delle conclusioni raggiunte, come già menzionato, ha preso visione del report di Due Diligence contabile e fiscale effettuato sulla Società da Mascherpa e Associati.

#### **4.10 Il valore del 100% di E-Commerce Outsourcing S.r.l.**

Il valore economico di E-Commerce Outsourcing S.r.l. è stato quindi determinato come somma algebrica dei redditi netti attualizzati, attesi nel periodo esplicito di previsione (€ 731.894), del terminal value attualizzato (€ 1.933.168), al netto dell'effetto fiscale (€ 140.232) e della posizione finanziaria netta della Società (positiva per € 200.000).

Questo procedimento ha determinato il valore complessivo della società E-Commerce Outsourcing S.r.l. di **Euro 2.724.830**.

Si precisa infine che tale valore è stato confermato dalla valutazione effettuata con la metodologia di controllo, ovvero con il metodo del moltiplicatore dell'EBITDA/EBIT, oltre che dai termini e dalle condizioni economiche formalizzate tra Giglio e i Conferenti nell'Accordo di Investimento siglato in data 12 settembre 2019.

## **5 CONCLUSIONI**

### **5.1 La valutazione**

Il sottoscritto, dott. Massimo Gramondi, alla luce delle considerazioni, delle valutazioni e delle risultanze esposte nella presente relazione e tenuto conto delle finalità e della natura dell'incarico assegnato,

**determina**

il valore delle quote della società E-Commerce Outsourcing S.r.l. in un importo, dopo arrotondamenti, pari a Euro **2.720.000,00** e

**attesta**

ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2343-ter, comma 2°, lettera b, del Codice Civile, che il valore del 100% delle quote della società E-commerce Outsourcing S.r.l. alla data del 30.06.2019, è almeno pari a quello ad esse attribuito ai fini della determinazione dell'aumento di capitale sociale di Giglio Group S.p.A. il quale aumento, si ricorda essere pari a complessive n. 757.000 nuove azioni ordinarie del valore di Euro 3,50 ad azione per un totale di Euro 2.649.500,00.

Cuneo, 16/09/2019

Il Perito