CULTURA FORMAZIONE Assologistica

In collaborazione con: aBCD Consulting · Basso Cav. Angelo Costruzioni Generali · KONTRACTOR · LC Lariza Consulting Insurance Broker · SIMPOOL · SOGEICOM Real Estate Solutions

6.6.2023
Ore 9.30-13.00

CONVEGNO IN PRESENZA

FUSIONI E ACQUISIZIONI (M&A) NELLA LOGISTICA E NEI TRASPORTI

Le potenzialità di uno strumento di aggregazione e crescita del settore

Palazzo Turati
Via Meravigli 9B - Milano

Valorizzazione delle aziende di logistica e ruolo dei fondi di Private Equity: alcune evidenze di mercato

Massimo Insalaco – *Partner*

VITALE

Milano, 6 giugno 2023

Metodologie di valutazione

- **La scelta della metodologia di valutazione di un'azienda è funzione delle caratteristiche intrinseche della stessa e delle finalità della valutazione**
- **In condizioni ideali di equilibrio concorrenziale e in assenza di sinergie, la stima del valore economico del patrimonio netto di un'azienda ("Equity Value") derivante dall'applicazione delle metodologie di valutazione ed il prezzo dovrebbero essere identici per ogni potenziale acquirente**

Metodologia	Descrizione	Limitazioni	Rilevanza
Metodo finanziario (DCF)	▪ Il valore economico dell'azienda ("Enterprise Value" o "EV") è funzione del valore attuale dei flussi di cassa attesi per il futuro ▪ L'Equity Value viene determinato sottraendo all'EV il valore della posizione finanziaria netta ("PFN")	▪ Disponibilità di un piano industriale e finanziario a 3/5 anni ▪ EV fortemente condizionato dalle assunzioni utilizzate (i.e. il tasso di sconto e tasso di crescita di lungo periodo) e dipende prevalentemente dal *Terminal Value*	★★★
Metodo misto patrimoniale reddituale	▪ L'Equity Value è dato dalla somma del valore del patrimonio netto rettificato e del cosiddetto *goodwill* o *badwill*	▪ Richiede una stima del *fair value* delle attività nette dell'azienda oggetto di analisi ▪ Per il calcolo della componente reddituale, è necessaria una stima del reddito netto prospettico depurato di eventuali componenti straordinarie	★☆☆
Metodo dei multipli di Borsa	▪ I multipli di Borsa delle società comparabili quotate vengono applicati alle medesime grandezze economiche della società oggetto di valutazione per stimarne l'EV	▪ Dipendenza dalle fluttuazioni dei mercati finanziari ▪ Difficile comparazione tra le attività svolte dalle società quotate e quelle peculiari della società oggetto di valutazione	★★☆
Metodo dei multipli di transazione	▪ I multipli impliciti di un campione di transazioni comparabili vengono applicati alle medesime grandezze economiche della società oggetto di valutazione per stimarne l'EV	▪ Difficile comparazione tra le attività svolte dalle società e quelle peculiari della società oggetto di valutazione ▪ Caratteristiche peculiari di ogni transazione presa a riferimento nel campione	★★☆

La coincidenza tra Equity Value e prezzo non si realizza mai in concreto, in quanto ogni società *target* presenta delle peculiarità che rendono la stessa più o meno attraente per i diversi potenziali acquirenti: il corrispettivo che si è disposti a riconoscere alla controparte, il prezzo, sarà quindi diverso dall'Equity Value

Min >>> ☆☆☆ *Max >>>* ★★★

Normalizzazione e aggiustamenti tipici dei risultati economico-patrimoniali

- **Per la determinazione dell'EV e dell'Equity Value le poste economico-patrimoniali della società saranno oggetto di *due-diligence* e relative normalizzazioni e/o aggiustamenti**
- **In particolare, ai fini del processo valutativo, verranno normalizzate sia poste di natura economico-reddituale sia di natura patrimoniale della società *target***

Aggiustamenti-normalizzazioni	Tipologia	Finalità specifica
Aggiustamenti-normalizzazioni generali	▪ Componenti di reddito non ricorrenti e/o straordinarie (positive e negative) ▪ Elementi patrimoniali relativi al capitale circolante netto (i.e. livello medio dei tempi di incasso e pagamento e/o crediti e debiti scaduti) e alla PFN ▪ Elementi patrimoniali (ed eventuali componenti reddituali ad essi collegati) non afferenti al *business* principale dell'azienda e/o fuori dal perimetro della transazione	▪ Presentare grandezze economiche (i.e. Ricavi, EBITDA, EBIT) normalizzate da elementi straordinari e/o non ricorrenti e/o *non cash,* coerenti con il perimetro della transazioni ▪ Presentare il capitale circolante netto e la PFN normalizzati, coerenti con il perimetro della transazione
Aggiustamenti-normalizzazioni specifici del settore	▪ Principali normalizzazioni/aggiustamenti riscontrati nel settore dei trasporti e della logistica: ✓ Dinamiche legate a fenomeni congiunturali e non riproducibili/sostenibili nel futuro ✓ Capex e plusvalenze relative alla flotta ✓ Plusvalenze relative al patrimonio immobiliare ✓ Agevolazioni	▪ Normalizzare l'impatto sui risultati non ricorrenti legati alla congiuntura 2020-2022 ▪ Determinare il livello normalizzato di Capex (investimenti di espansione vs investimenti di mantenimento) ▪ Neutralizzare l'impatto a conto economico di dinamiche non ricorrenti relative alle agevolazioni (i.e. parziale mancato rimborso accise nel 2022)

Equity Value vs prezzo

- **La determinazione dell'Equity Value di un'azienda è solo la prima fase del complesso processo che porta alla determinazione del prezzo**
- **Nella definizione del prezzo subentrano degli elementi di soggettività che dipenderanno, non soltanto dalle specifiche caratteristiche della società *target*, ma anche dal movente strategico del potenziale acquirente, nonché dal valore delle sinergie che quest'ultimo pensa di poter realizzare dalla combinazione con la società oggetto della transazione**

Equity Value	VS	Prezzo
Generalità e razionalità	VS	Soggettività e empiricità
Valore unico e predeterminabile	VS	Valore variabile e non predeterminabile

Prezzo frutto di una serie di fattori riconducibili:

1. **all'acquirente: sinergie potenzialmente realizzabili, numerosità delle controparti interessate, etc.**
2. **alla società target: numerosità di aziende con caratteristiche simili, necessità di tempistiche ristrette, etc.**
3. **all'oggetto dell'acquisizione: 100% del capitale, maggioranza, minoranza, patti parasociali/accordi ancillari, etc.**
4. **al processo seguito: negoziazione in esclusiva, asta competitiva, etc.**
5. **alle condizioni generali di mercato: prospettive macroeconomiche, disponibilità di finanza bancaria, livello dei tassi di interesse, etc.**

La realizzazione di un'operazione straordinaria con il riconoscimento di un prezzo che massimizzi il valore economico per gli azionisti è un attività complessa il cui risultato non è determinabile a priori, e che dipende anche dalla professionalità e dalle competenze, anche di natura negoziale, del *team* di lavoro coinvolto (*advisor* finanziari, *advisor* legali, consulenti incaricati delle *due diligence*, etc.)

Campione di società quotate operanti nel settore logistica e trasporti (1/2)

Società del *Panel*	Paese	*Market Cap.* (€m)	EV (€m)	Ricavi			Δ Ricavi	EBITDA			EV/EBITDA
				2021A	2022A	2023E	22A-'23E %	2021A	2022A	2023E	2022A
UPS	US	124.451	141.287	91.050	93.701	90.656	-3%	15.043	15.133	14.631	9,3x
FedEx	US	52.805	86.413	83.799	86.230	85.344	-1%	9.563	9.273	9.511	9,3x
DSV	DK	38.551	42.475	24.398	31.509	23.550	-25%	2.661	3.931	3.047	10,8x
Old Dominion Freight Line Inc	US	33.898	33.773	4.924	5.864	5.534	-6%	1.585	2.013	1.818	16,8x
KUEHNE+NAGEL	CH	32.513	30.471	33.742	40.529	29.237	-28%	3.793	4.647	2.779	6,6x
J.B. HUNT	US	17.129	18.243	11.398	13.876	12.851	-7%	1.558	1.906	1.806	9,6x
Expeditors	US	16.006	14.295	15.477	15.991	10.616	-34%	1.837	1.763	1.075	8,1x
C.H. ROBINSON	US	11.068	12.949	21.640	23.133	17.630	-24%	1.099	1.273	748	10,2x
TFI International	CA	9.316	10.768	6.214	7.876	7.248	-8%	901	1.220	1.165	8,8x
KNIGHT SWIFT	US	8.564	9.976	5.618	6.958	6.374	-8%	1.416	1.594	1.314	6,3x
SAIA	US	6.903	6.883	2.144	2.615	2.553	-2%	443	588	570	11,7x
LANDSTAR	US	5.997	5.785	6.124	6.966	5.418	-22%	517	586	422	9,9x
GXO	US	5.737	9.220	7.437	8.424	9.213	9%	552	622	684	14,8x
NIPPON EXPRESS	JP	4.804	5.262	15.741	17.532	15.993	-9%	1.132	1.868	1.252	2,8x
XPO	US	4.323	7.040	6.746	7.229	7.108	-2%	704	881	840	8,0x
Ryder	US	3.867	10.359	9.051	11.251	11.499	2%	2.257	2.739	2.584	3,8x
WERNER ENTERPRISES	US	2.715	3.317	2.561	3.082	3.140	2%	483	575	525	5,8x

Fonti: FactSet al 30/05/2023, Bilanci societari, Broker report, Informazioni pubbliche; Note: Tassi di cambio al 30/05/2023, Market Cap – media prezzo ultimi tre mesi precedenti il 30/05/2023

Campione di società quotate operanti nel settore logistica e trasporti (2/2)

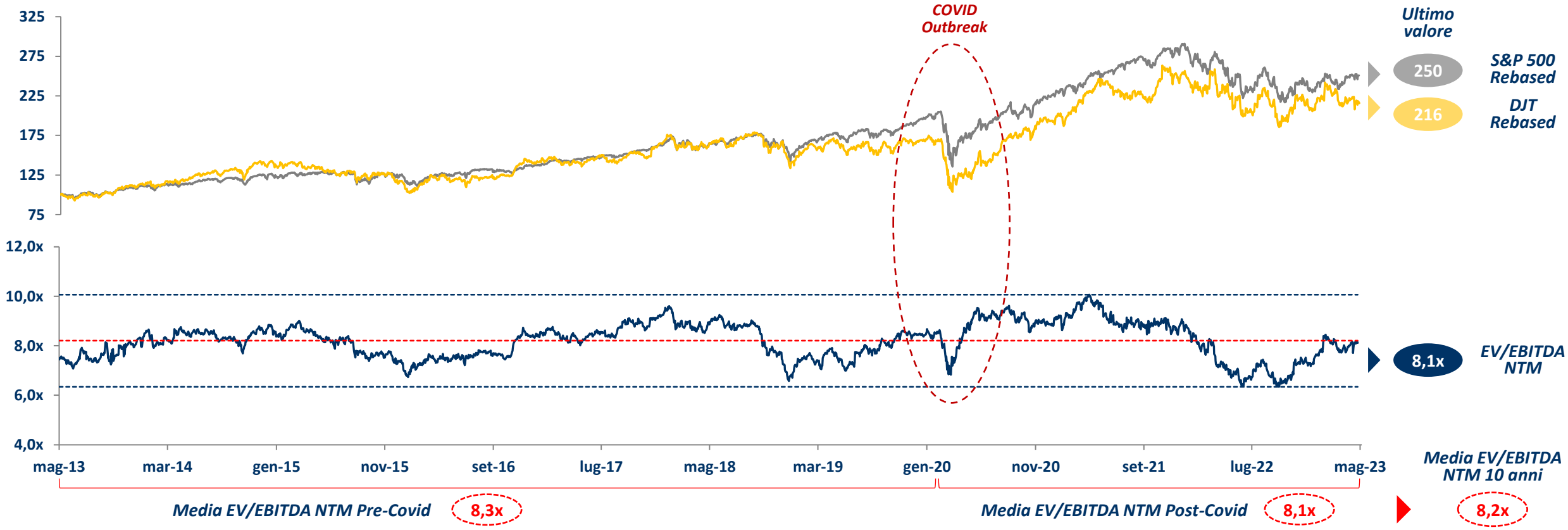
Società del *Panel*	Paese	*Market Cap.* (€m)	EV (€m)	Ricavi			Δ Ricavi	EBITDA			EV/EBITDA
				2021A	2022A	2023E	22A-'23E %	2021A	2022A	2023E	2022A
Kerry Logistics		2.545	2.988	9.441	10.361	8.673	-16%	884	829	620	3,6x
Forward		2.539	2.823	1.557	1.848	1.706	-8%	186	294	254	9,6x
Hub Group		2.530	2.695	3.964	5.002	4.382	-12%	346	592	430	4,6x
Schneider		2.427	2.213	5.254	6.186	5.543	-10%	789	895	803	2,5x
RXO		2.159	2.617	4.392	4.492	3.998	-11%	259	287	179	9,1x
ArcBest		2.138	2.217	3.728	4.987	4.207	-16%	371	510	372	4,3x
ID Logistics		1.611	2.682	1.881	2.481	2.763	11%	261	369	413	7,3x
Marten		1.593	1.503	912	1.184	1.180	0%	185	226	234	6,7x
Stef		1.362	2.395	3.507	4.264	4.464	5%	357	401	425	6,0x
Heartland		1.151	1.457	569	907	1.236	36%	161	210	278	6,9x
Universal		684	1.061	1.640	1.888	1.676	-11%	184	325	248	3,3x
Covenant		462	516	980	1.140	793	-30%	110	129	109	4,0x
Wincanton		322	413	1.588	1.681	1.662	-1%	118	131	128	3,2x
Daseke		320	894	1.458	1.661	1.530	-8%	173	174	197	5,1x
Radiant		278	323	822	1.105	1.205	9%	39	59	64	5,5x
Yellow Logistics		95	1.556	4.798	4.913	4.469	-9%	232	284	211	5,5x
Xpediator PLC		66	187	343	448	n.d.	n.s.	21	28	n.d.	6,7x

Fonti: FactSet al 30/05/2023, Bilanci societari, Broker report, Informazioni pubbliche; Note: Tassi di cambio al 30/05/2023, Market Cap – media prezzo ultimi tre mesi precedenti il 30/05/2023

Andamento storico del multiplo EV/EBITDA NTM

- Il *trend* storico decennale del multiplo EV/EBITDA NTM, che compara le quotazioni di Borsa alle aspettative degli analisti per i prossimi 12 mesi, mostra una tendenziale correlazione con l'andamento economico e un sostanziale allineamento con il valore registrato ad oggi (8,2x vs. 8,1x)

Andamento giornaliero del multiplo EV/EBITDA NTM (maggio 2013 – maggio 2023) del campione di società quotate e confronto con i principali indici di Borsa

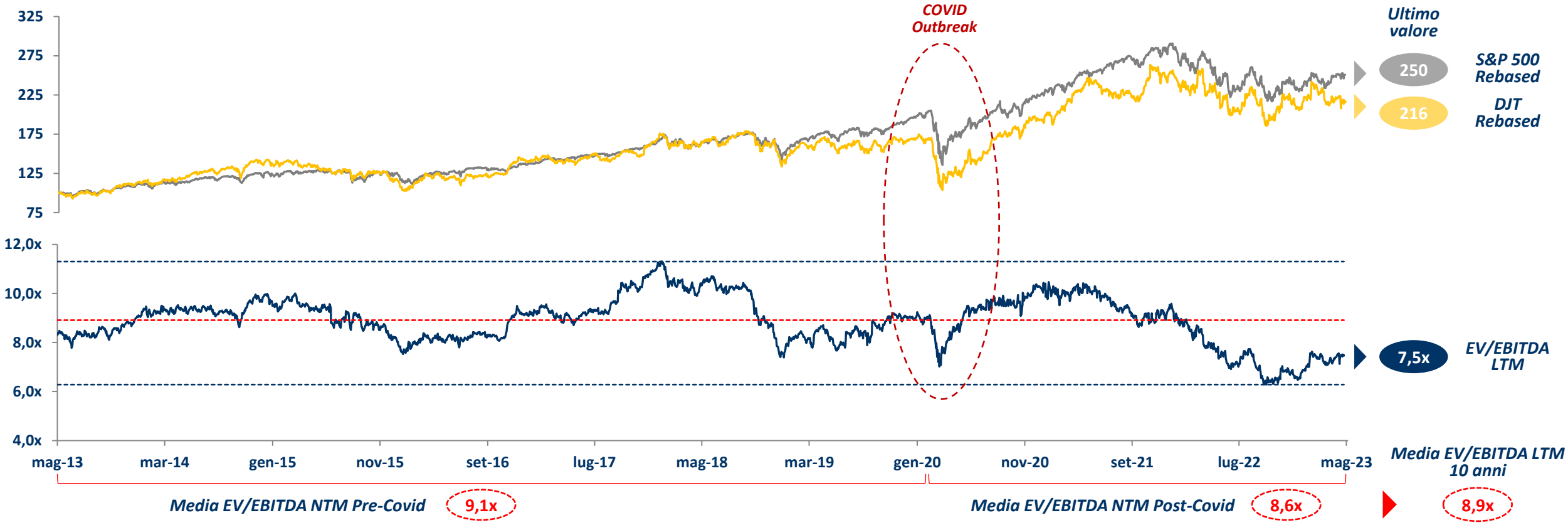


Fonti: FactSet, Broker report; Note: DJT - Dow Jones Transportation Average un indice del mercato azionario statunitense tratto dagli indici S&P Dow Jones del settore dei trasporti

Andamento storico del multiplo EV/EBITDA LTM

- Dall'analisi del *trend* storico decennale del multiplo EV/EBITDA LTM, che compara le quotazioni di Borsa ai risultati consuntivi degli ultimi 12 mesi, emerge che gli analisti hanno delle aspettative negative rispetto alle *performance* registrate nel biennio 2021-2022

Andamento giornaliero del multiplo EV/EBITDA LTM (maggio 2013 – maggio 2023) del campione di società quotate e confronto con i principali indici di Borsa

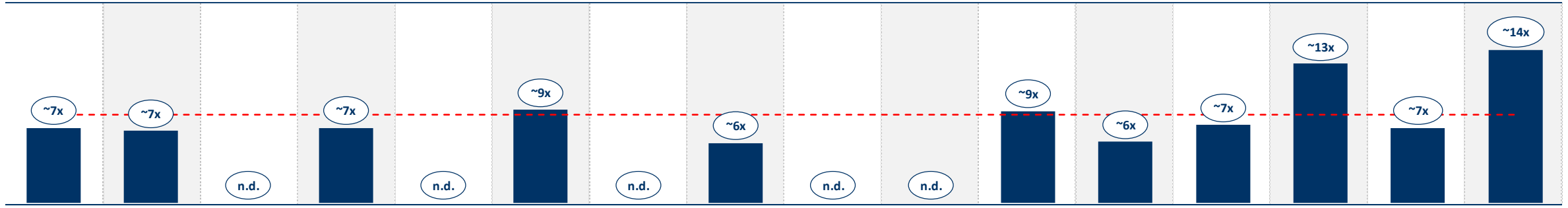


Fonti: FactSet, Broker report; Note: DJT - Dow Jones Transportation Average un indice del mercato azionario statunitense tratto dagli indici S&P Dow Jones del settore dei trasporti

Operazioni di M&A: diverse tipologie di investitore

Investitore	Descrizione	Caratteristiche
***Partner* industriale**	▪ Operazioni di maggioranza/100% per poter consolidare e realizzare sinergie ▪ In maniera opportunistica operazioni di minoranza con meccanismi di *put&call* da esercitare nel medio periodo (3/5 anni) ▪ Orizzonte temporale dell'investimento è di lungo periodo	▪ Valorizzazione piena e percorso predefinito per l'uscita totale ▪ Soluzione di lungo periodo per l'azienda ▪ Possibilità per il venditore di continuare a gestire la società nel medio periodo con condivisione delle decisioni con l'azionista di maggioranza
Private equity di maggioranza	▪ Operazioni di maggioranza (51% - 100%) con possibile reinvestimento da parte del venditore ▪ Orizzonte temporale dell'investimento è tipicamente di 4-5 anni ▪ *Governance* del fondo di maggioranza ▪ Condivisione con il venditore della gestione ordinaria, straordinaria e dell'*exit* ▪ L'azionista di minoranza preserva le protezioni tipiche della minoranza (i.e. diritti di veto su materie riservate e co-vendita	▪ Valorizzazione piena e percorso predefinito per l'uscita totale ▪ Soluzione di medio periodo per l'azienda ▪ Importanza del piano strategico e finanziario a lungo termine e pieno *commitment* del management
Private equity di minoranza	▪ Orizzonte temporale dell'investimento è tipicamente di 4-5 anni ▪ L'imprenditore venditore resta al timone del progetto ma non in piena libertà dovendo condividere linee strategiche (es. *business plan*) e azioni gestionali con l'investitore ▪ *Governance* del fondo è di minoranza con leve di controllo sulla gestione ▪ Dopo un iniziale periodo di *lockup* (di solito 3 anni) l'azionista di minoranza può attivare la procedura di uscita	▪ Valorizzazione parziale e potenzialmente a sconto ▪ Soluzione di medio periodo per l'azienda ▪ Utile in caso di necessità di uscita di alcuni soci ovvero se necessario AUCAP per lo sviluppo

Multipli di transazioni del settore trasporto e logistica con *focus* Italia (alcune transazioni significative)



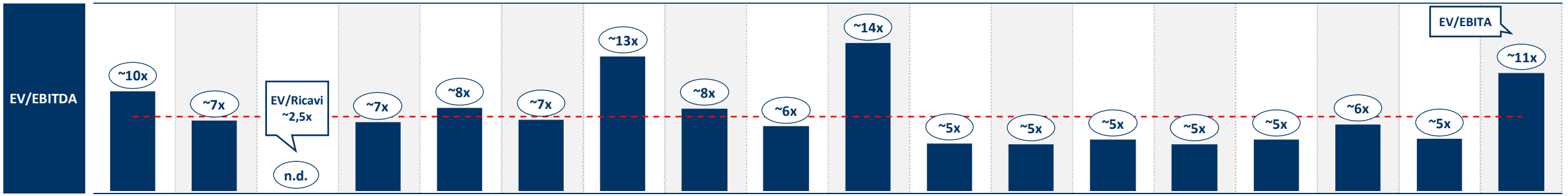
Data	giu 2006	nov 2007	giu 2008	lug 2008	mag 2011	gen 2013	mag 2016	dic 2016	mar 2018	gen 2019	mar 2019	mag 2019	ott 2021	mar 2022	ago 2022	ago 2022
Target	ELIA Servizi di Logistica	Gruppo Mercurio	EDF Eurodifarm	Germani	EDF Eurodifarm	Franco Vago	Bracchi Transport & Logistics	Trasporti Romagna	Traconf Fashion Logistic Group	Plurima	Bomi Group	Dema Service	Svat	Plurima	Trasporti Romagna	Bomi Group
Acquirente	Clessidra Private Equity SGR	PFH Palladio Holding	wise sgr	wise sgr	Deutsche Post DHL Group	Nippon Express	Siparex / IGI SGR SpA Private Equity	Unigrains / Atlante	Nippon Express	Siparex	Archimed	C.H. Robinson	Stef	Posteitaliane	Iter Capital Partners	UPS
Tipo di Acquirente	PE	PE	PE	PE	TB	TB	PE	PE	TB	TB	PE	TB	TB	TB	PE	TB
EV 100% (€m)	195	88	n.d.	60	n.d.	44	n.d.	80	n.d.	n.d.	103	13	36	130	n.d.	600
Quota	100%	70%	100%	100%	100%	100%	90%	68%	100%	31%	100%	100%	100%	70%	70%	100%
Exit	Bertani Trasporti S.p.A.	GEFCO	Deutsche Post DHL Group	*Imprenditore*	-	-	-	Iter Capital Partners	-	Posteitaliane	UPS	-	-	-	-	-

Private Equity *Trade Buyer*

Media EV/EBITDA ~8x

Fonti: Mergermarket, Dealogic, Informazioni pubbliche; Note: Tasso di cambio alla data di annuncio dell'operazione;

Multipli di transazioni del settore trasporto e logistica *worldwide* ultimi 3 anni



Data	lug 2021	dic 2021	dic 2021	feb 2022	feb 2022	apr 2022	apr 2022	giu 2022	giu 2022	giu 2022	lug 2022	ago 2022	ago 2022	nov 2022	dic 2022	gen 2023	mar 2023	apr 2023
Paese *Target*																		
Target	AAA Cooper Transportation	M/M/E	Bolloré Africa Logistics	John Menzies plc	Clipper	GEFCO	日立物流 Hitachi Transport System	EL MOSCA	USA TRUCK	VTG	Gist	Atlas Air Worldwide	TFI International Truckload Asset	noatum	McBurney	Access World	U.S. Xpress	Bolloré Transport & Logistics
Acquirente	Knight Transportation / Swift	Knight Transportation / Swift	msc	Agility	GXO	CMA CGM	KKR	logista	DB Schenker	ADIA / Global Infrastructure Partners	Marks & Spencer	Apollo	Hellmann Worldwide Logistics	Abu Dhabi Ports	DFDS	Global Capital Merchant Ltd	Knight Transportation / Swift	CMA CGM
Tipo di Acquirente	Trade Buyer	Trade Buyer	Trade Buyer	Trade Buyer	Trade Buyer	Trade Buyer	Private Equity	Trade Buyer	Trade Buyer	Private Equity	Trade Buyer	Private Equity	Trade Buyer	Trade Buyer	Trade Buyer	Private Equity	Trade Buyer	Trade Buyer
EV 100% (€m)	1.141	146	5.700	1.076	1.131	2.393	7.859	200	459	6.747	298	4.600	527	660	148	229	750	5.000
Quota	100%	100%	100%	81%	100%	25%	60%	60%	100%	73%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Private Equity *Trade Buyer*

Media EV/EBITDA ~7x(1)

Fonti: Mergermarket, Dealogic, Informazioni pubbliche; Note: Tasso di cambio alla data di annuncio dell'operazione; (1) la media non considera il multiplo EV/EBITA dell'operazione CMA-CGM / Bollorè Logistics

Ruolo dei Fondi di Private Equity

- **Si conferma la crescente importanza dei fondi di Private Equity nel ruolo di partner per supportare le famiglie imprenditoriali italiane**
- **Nel 2022, in Italia, sono state registrate ~440 operazioni → + 14% rispetto al 2021**

Propensione per:	Descrizione	Alcuni esempi in Italia
1 Managerializzazione	▪ Processi ▪ *Network* ▪ Capacità di selezione	ARCHIMED → BOMI GROUP (1) *Managerializzazione, sviluppo per linee esterne*
2 Sviluppo per linee esterne	▪ Scouting ▪ Finanza ▪ *Execution*	IGI PRIVATE EQUITY / SIPAREX → BRACCHI TRANSPORT & LOGISTICS *Sviluppo per linee esterne*
3 Finanza/Controllo di gestione	▪ Struttura finanziaria ottimizzata ▪ Implementazione di sistemi di controllo di gestione ▪ *Reporting* e *monitoring* costante	SIPAREX → Plurima (2) *Managerializzazione, controllo di gestione*
4 Network/relazioni	▪ *Network* strategico ▪ Rapporti con istituzioni finanziarie	ITER CAPITAL PARTNERS → Trasporti Romagna

Fonti: Private Equity Monitor (PEM) Italia 2022; Note: (1) Attualmente controllata da UPS; (2) Attualmente controllata da Poste Italiane