

M&A Piccole e medie imprese sottovalutate a Piazza Affari ma premiate da private equity e investitori. Disposti a pagare multipli doppi rispetto al mercato. Come invertire la tendenza? Lo studio di Electa Group

Il paradosso delle pmi

Che Piazza Affari valorizzi poco le aziende quotate di piccole e medie dimensioni non è una novità. Ma vedere così chiaramente, mettendo in fila i numeri delle società, quanto valore intrinseco c'è apre alcuni interrogativi. Non solo al fatto che una borsa così piccola deve trovare nuovi equilibri, ma anche al fatto che vada immaginato qualcosa di diverso e «disruptive» rispetto alle soluzioni studiate sinora per attrarre investitori sulle piccole e medie, compreso l'ultimo progetto nato, cioè quello del Fondo di Fondi governativo, per quanto benvenuto e assolutamente positivo per il mercato. Forse ci vuole più private investment in public equity (Pipe), così come lo chiamano gli anglosassoni, cioè investimenti in società quotate che vengano condotti con una logica di private equity. Sembra un paradosso, ma nella realtà c'è chi lavora in questo modo da anni anche in Italia con risultati molto interessanti.

Valutazioni e arbitraggi evidenti. Un caso emblematico è l'opa annunciata da Banca CF+ su Banca Sistema, con parte del corrispettivo rappresentato da azioni di Kruso Kapital. Al momento dell'annuncio (30 giugno), Kruso scambiava a un multiplo P/E di circa 6,6 volte, mentre la valutazione implicita dell'offerta si attestava appena sopra il prezzo di mercato (1,95 euro per azione). In confronto, operazioni recenti sul credito su pegno in Ue e Usa, come l'acquisizione di H&T Group da parte di FirstCash, si sono concluse a multipli ben superiori, fino a 12 volte, con premi del 70-80% sulle medie ponderate di borsa.

Ma queste enormi differenze non si vedono soltanto facendo un raffronto con titoli quotati su borse diverse da quella italiana. La differenza, a scapito delle quotate italiane, c'è anche quando le operazioni avvengono fuori dalla borsa, quando gli acquirenti sono investitori di private equity e ancora di più quando sono soggetti industriali. Uno studio condotto da Electa Group (gruppo Azimut) evidenzia come attualmente le

pmi di molti settori trainanti e solidi siano quotate a meno di 6 volte l'ebitda, contro una media di 8-10 volte per le non quotate degli stessi settori e dimensioni acquistate da fondi di private equity. E addirittura le oltre 12 volte per le operazioni condotte da investitori strategici industriali, come emerge anche dal database di BeBeez. A parità di fondamentali, il listino italiano penalizza quindi sistematicamente le imprese, sia in termini di pricing che di liquidità. La differenza tra valutazioni di mercato e private deals non si limita al tipico «premio di controllo». Secondo Simone Strocchi, fondatore di Electa Group, «si tratta di una vera e propria catena alimentare dove la borsa rappresenta l'anello debole, spesso vivaio di caccia di take-private. Il fondo acquisisce il flottante dell'azienda, spesso in opa lanciate in accordo con l'imprenditore, con l'obiettivo di valorizzarla fuori mercato e successivamente rivenderla a un multiplo ben superiore». Il fenomeno è amplificato dalla leva finanziaria, che consente ritorni doppi o tripli sul capitale investito.

Strocchi porta due esempi di società quotate che a suo tempo aveva contribuito a portare a Piazza Affari a seguito di operazioni con veicoli strutturati da Electa: Sesa e Italian Wine Brands. La prima, attiva nel settore software & Ict, è quotata sul segmento Star con multipli inferiori a 5 volte l'ebitda, mentre asset comparabili in portafoglio di fondi private equity internazionali superano le 10 volte. Engineering, valutata nel 2020 da Bain Capital tra 9,5 e 10 volte l'ebitda del 2019, è un precedente eloquente. Anche Lutech, ceduta nel 2021 ad Apex Partners per oltre 11 volte l'ebitda, potrebbe oggi valere 1,4 miliardi se si applicasse un multiplo simile agli ultimi dati disponibili.

«Lo stesso discorso vale per Italian Wine Brands, scambiata in borsa a circa 5,5 volte», sottolinea Strocchi, che si confrontano con un multiplo di 14,5 volte sulla base del quale nel 2020 Fantini Group (ex Farnese Vini) era

passato sotto il controllo di Platinum Equity; ma anche Argea, la piattaforma di aggregazione di vino costruita da Clessidra Private Equity partendo dall'integrazione di Botter e Mondovino viaggia oggi su valutazioni attorno alle 10 volte. Le pmi quotate, quindi, seppur con fondamentali solidi, risultano sistematicamente scontate rispetto ai benchmark internazionali e ai prezzi che il mercato privato è disposto a riconoscere.

Fattori strutturali. Alla base della scarsa attrattività vi è anche un problema di liquidità e scalabilità. I fondi Ucits che sono i principali connettori di risparmio retail indirizzato sui listini di borsa e sono di grandi dimensioni e condizionati da regole di compliance orientate a ricerca di liquidità giornaliera raramente investono in società con capitalizzazione inferiore al miliardo, anche per questioni di flottante. «Se una società capitalizza 300 milioni con 100 di flottante, anche un investimento da 10-15 milioni può alterare significativamente il prezzo, compromettendo la possibilità di un'uscita efficiente. Questo disincentiva l'ingresso di investitori istituzionali, contribuendo all'effetto trappola di illiquidità che blocca la rivalutazione», dice ancora Strocchi, che aggiunge: «Di fronte a questa distorsione sistemica, i fondi di private equity hanno buon gioco nel proporre delisting, spesso con premi apparentemente generosi, ma in realtà modesti rispetto al valore potenziale dell'azienda. E una volta cresciuta e valorizzata fuori listino, la società viene rivenduta, spesso a player esteri, chiudendo il ciclo. Con un paradosso finale: i compratori finali sono talvolta grandi gruppi esteri quotati finanziati dagli stessi risparmiatori italiani, attraverso i fondi Ucits che investono nei mercati internazionali, più efficienti e attraenti delle nostre pmi quotate».

Pipe come possibile alternativa. Per interrompere questo circolo vizioso servono meccanismi che permettano agli azionisti di riferimento di non cedere

prematuramente il controllo. Ed è qui che il modello Pipe può giocare un ruolo strategico, soprattutto se realizzato da operatori specializzati, in grado di coniugare logiche di private equity e visione industriale. Tamburi Investment Partners è stato il pioniere in Italia, attraverso club deal diretti su società quotate o holding di controllo. Anche Azimut, con Electa, opera con logiche simili con la successione di fondi Ipo Club e anche con operazioni che la stessa Timone Fiduciaria, holding dei soci Azimut, ha sostenuto sullo stesso titolo Azimut. Lavorano su modelli misti Pipe/Pe, ancorché su scala inferiore, anche First Capital, Smart Capital e **Abc Company**, così come strutture non quotate come Hoop Club. L'auspicio è che altri asset manager alternativi colgano l'opportunità di affiancare a strategie tradizionali una nuova linea di business focalizzata su investimenti Pipe strutturati. Potrebbe essere la chiave per ridare efficienza al mercato dei capitali italiani e valorizzare le pmi laddove ancora oggi restano sistematicamente sottovalutate. (riproduzione riservata)

di Stefania Peveraro



Simone Strocchi
Electa Group

MULTIPLI DI VALUTAZIONE DI ALCUNI M&A ITALIANI (ULTIMI 5 ANNI)

Azienda	Settore	Data operazione	Tipo Operazione	Ev	Ev/Ebitda
Forno d'Asolo	Alimentare	feb-24	Private Equity	1.100,0	14,7
La Doria	Alimentare	ott-21	Private Equity	621,0	6,9
Dolciaria Acquaviva	Alimentare	mag-24	m&a	313,0	12,1
Ambrosi	Alimentare	lug-22	m&a	300,0	20,8
Centrale del Latte	Alimentare	lug-20	opa	118,0	18,1
Witor's	Alimentare	lug-21	Private Equity	100,0	17,2
Mantua Surgelati	Alimentare	ott-22	m&a	80,5	15,8
Industria Casearia Silvio Belladelli	Alimentare	ago-24	m&a	61,0	8,5
Savini Tartufi	Alimentare	ott-23	Private Equity	12,0	11,8
Farnese Vini	Beverages	gen-20	Private Equity	170,0	14,5
Compagnia dei Caraibi	Beverages	lug-21	m&a	65,0	6,4
Recordati	Pharma	feb-25	Abb	12.500,0	14,4
Kedrion	Pharma	gen-22	Private Equity	2.000,0	20,1
Althea Italia	Pharma	mag-22	Private Equity	1.000,0	36,0
Hippocrates Holding	Pharma	nov-20	Private Equity	600,0	52,0
Bianalisi	Pharma	giu-21	Private Equity	400,0	17,6
Labomar	Pharma	lug-23	opa	212,0	11,6
Società e Salute (Santagostino)	Pharma	dic-22	m&a	150,0	23,1
Pierrel	Pharma	gen-24	opa	40,7	8,4
Raffaello srl Unilabs Italia	Pharma	mag-21	Add-on private equity	20,0	19,0
Kolinpharma	Pharma	ago-23	Private Equity	17,1	28,0
TeamSystem	Software & Ict	gen-21	Private Equity	2.931,0	16,3
InfoCert	Software & Ict	ott-21	Private Equity	621,0	23,2
Be Shaping the Future	Software & Ict	set-22	Add-on private equity	502,0	27,0
Cy4Gate	Software & Ict	dic-21	Club Deal	248,0	29,0
Translated	Software & Ict	giu-21	Private Equity	155,3	22,0
Relatech	Software & Ict	giu-24	opa	131,0	17,0
Growens	Software & Ict	dic-23	opa	109,0	26,6
Reevo	Software & Ict	lug-23	opa	85,0	19,7
VedrAI	Software & Ict	lug-21	Club Deal	50,0	19,2
Alps Blockchain	Software & Ict	mar-23	Club Deal	26,0	17,8

Fonte: Elaborazioni Electa su dati BeBeez

Withub

