



La valutazione delle imprese nel settore della Logistica

Francesco Bollazzi

Milano, 6 giugno 2023



Le possibili matrici delle operazioni di M&A

- ▶ Operazione condotta da **soggetto di matrice «corporate»**
- ▶ Operazione condotta da **soggetto di matrice «finanziaria»**, ovvero fondo di private equity
- ▶ Operazione condotta da **soggetto di matrice «corporate»**, sotto la **regia di un operatore finanziario** (operazione di «add-on», nell'ambito di una strategia di «buy & build»)

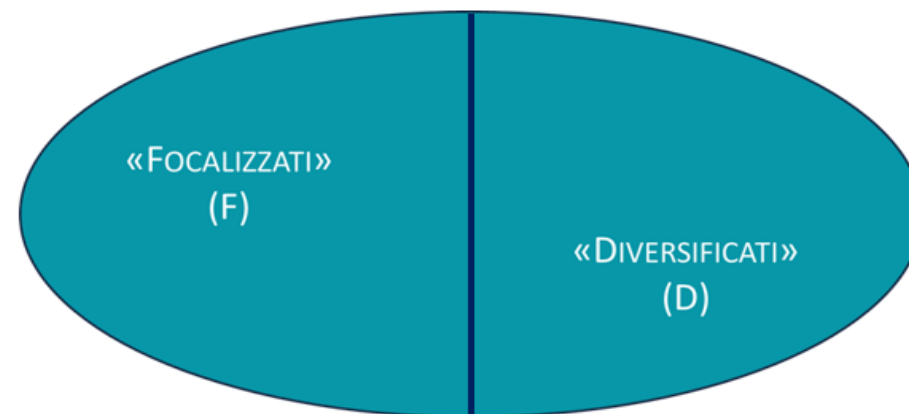
La costruzione del campione per lo studio condotto

Si è proceduto alla costruzione di un campione di aziende, per appartenenza alla medesima *industry* allargata, che sono state oggetto di transazioni. I criteri di selezione sono stati i seguenti:

- ▶ Arco temporale: **2019, 2020, 2021, primi cinque mesi del 2022**
- ▶ Settore industriale di riferimento: **servizi logistici e di trasporto**
- ▶ Fonti dei dati: **MergerMarket, Zephyr, Eikon, Private Equity Monitor – PEM® (LIUC Business School), Fonti primarie dirette**

Si è proceduto quindi ad una classificazione delle aziende costituenti il campione, suddividendole in due aggregati:

- **DIVERSIFICATE:** comprende le aziende, che pur avendo modelli di business diversi (divisioni specializzate, organizzazione su base geografica, ecc.), si strutturano in genere come hub in grado di fornire una vasta gamma di servizi di trasporto e logistica, sia direttamente, sia attraverso aziende controllate, o partner.
- **FOCALIZZATE:** comprende le aziende specializzate in un unico anello della catena del valore. Insieme al campione «ristretto» compongono il campione «allargato».



«D» = campione «ristretto» di aziende diversificate,

«F» = aziende focalizzate/specializzate

«D + F» = campione «allargato»

Il campione: composizione e risultati

L'analisi è stata condotta avendo a riguardo il parametro **EV/EBITDA**, ovvero il rapporto tra *Enterprise Value* ed EBITDA, quello maggiormente considerato, sia dagli operatori di matrice *corporate*, sia da quelli *financial*.

L'analisi ha condotto alle evidenze riassunte nella seguente tabella.

Caratteristiche del campione	
Anni di riferimento	2019, 2020, 2021, 2022 (primi 5 mesi)
Numero di transazioni passate monitorate	48
Suddivisione delle osservazioni per anno	2022: 1 deal
	2021: 15 deal
	2020: 21 deal
	2019: 11 deal
Tipologia di acquirente	Corporate: 36 deal
	Financial: 12 deal
Tipologia di operazione	Maggioranza: 72% dei deal
	Minoranza: 28% dei deal



Tipologia del campione	Multiplo EV/EBITDA
Media campione "allargato"	7,6
Mediana campione "allargato"	6,8
Media "F"	5,9
Mediana "F"	6,1
Media "D", campione "ristretto"	9,9
Mediana "D", campione "ristretto"	9,3

I risultati dell'analisi: commenti di sintesi

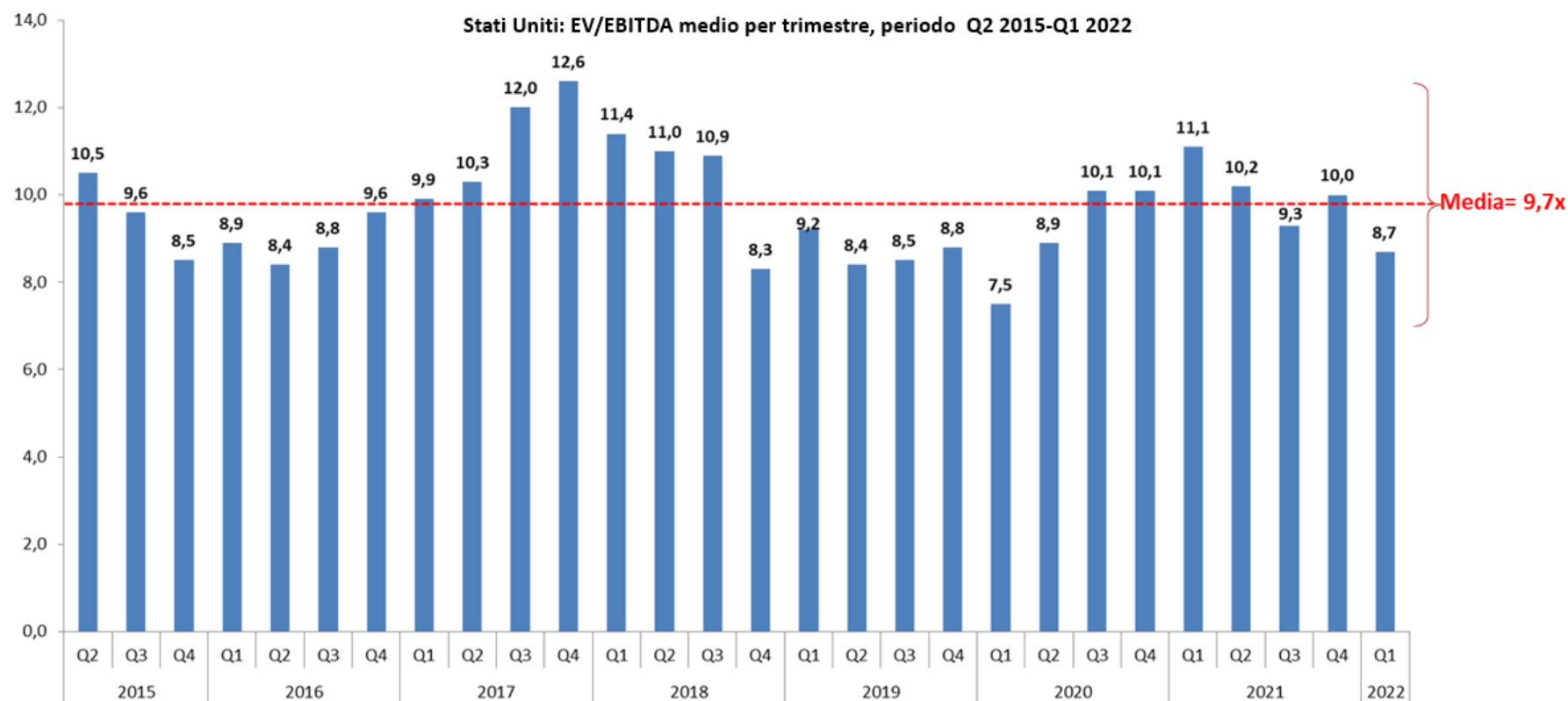
Dall'analisi delle transazioni censite è possibile trarre alcune considerazioni:

- ▶ Il comparto dei trasporti e della logistica presenta multipli medi di settore inferiori rispetto al mercato complessivo M&A, incluso il *private equity*.
- ▶ È però da rilevare, sulla base delle transazioni censite, come siano chiaramente identificabili, nel comparto industriale in esame, due categorie distinte di imprese, a fronte delle quali è possibile individuare due diversi approcci valutativi:
 - Le imprese che si specializzano in **un solo anello della catena del valore** hanno valutazioni decisamente più contenute in termini di multiplo EV/EBITDA, soprattutto per la facilità di sostituzione da parte del cliente (si pensi ad esempio all'autotrasporto).
Possono fare parzialmente eccezione le aziende specializzate in servizi che richiedono rilevanti investimenti fissi e particolari know-how (es. trasporti di prodotti medicali, catena del freddo, ecc.)
 - Le aziende che si strutturano come **«hub» di servizi diversificati** per il cliente evidenziano valutazioni decisamente più elevate, proprio in virtù della complessità del business model costruito e, dunque, della maggiore difficoltà nell'essere sostituito da altri concorrenti.
Esistono poi gli elementi contingenti della singola operazione, che possono influenzare il multiplo effettivo del *deal*, tra cui ricordiamo l'evoluzione stessa della trattativa, il potere contrattuale delle parti, le sinergie ottenibili per l'acquirente grazie all'operazione, nonché l'importanza che l'acquisizione assume nell'ambito della strategia del compratore.
- ▶ Da ultimo, va considerata la fase di *due diligence* dell'azienda «preda», la cui finalità è proprio quella di individuare i suoi punti di forza/debolezza, sia di mercato, sia economico-finanziari, in grado d'incidere sul multiplo conclusivo del *deal*, come ad esempio l'anzianità della flotta, la qualità degli immobili, la durata dei contratti in portafoglio, la longevità delle relazioni con i clienti più rilevanti in termini di contribuzione al fatturato, nonché elementi contingenti frutto delle condizioni specifiche di mercato.

Un confronto internazionale

Per quanto riguarda il **mercato del Nord America**, Greenwich Capital Group (GCG) ha fornito il trend dei multipli (EV/EBITDA), dal II° trimestre del 2015 al I° trimestre del 2022, delle aziende quotate del comparto T&L.

Dall'analisi del trend emerge un valore medio del multiplo di **9.7x**, in linea con quello medio del campione italiano «ristretto» (9,9x).



Un confronto internazionale

- Nel report di GCG vengono forniti anche i multipli per tipologia di operatore relativi al I° trimestre 2022, da cui emergono significative scostamenti rispetto al valore medio del periodo (8,7x).
- I multipli maggiori si osservano nel caso degli operatori ferroviari, la cui attività merci è cresciuta considerevolmente nel Nord America a seguito delle criticità emerse nel settore dell'autotrasporto, in particolare la carenza di autisti.
- Un problema speculare a quello che sta vivendo il settore in Europa, dove la mancanza di autisti è ormai drammatica. A questo va aggiunta la spinta allo *switch* modale imposta dalla transizione *green*.

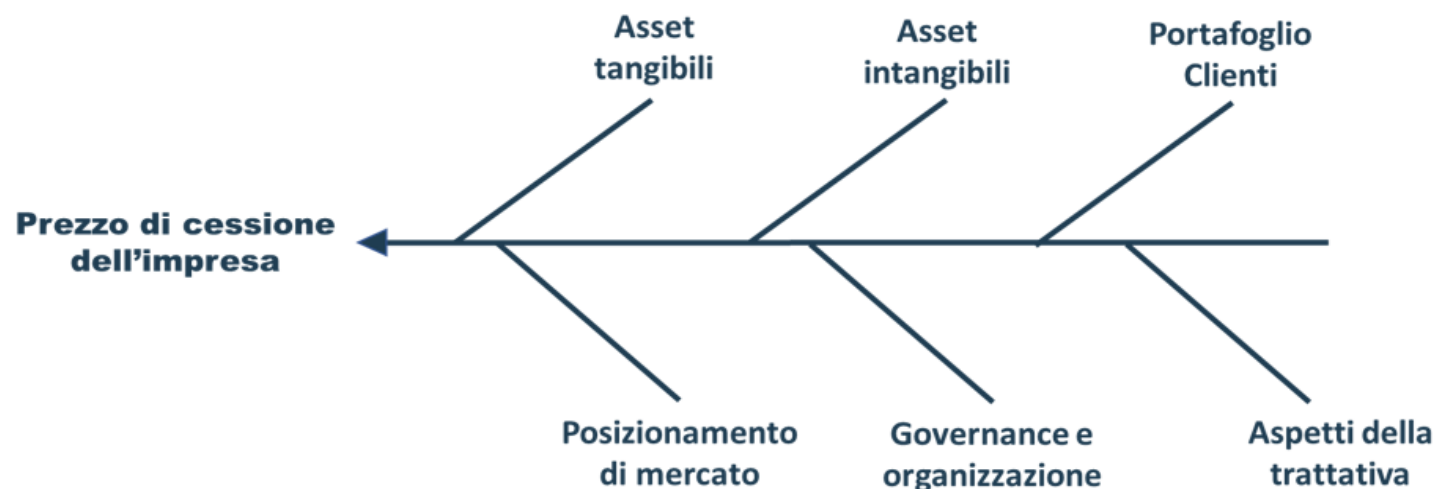
USA: EV/EBITDA medio per tipologia di operatore, 1Q 2022

Tipologia operatore	Media	Mediana
3PL	6.6	6.8
Operatore ferroviario	16,5	14,9
Autostrasportatore	6,8	5,3
Express Courier	7,7	6,0

Fonte: S&P Capital IQ

I fattori che determinano il valore di un'impresa

- Il valore dell'azienda (*entreprise value-EV*) **non coincide sempre** con l'eventuale prezzo di cessione, che dipende anche da fattori diversi, di tipo qualitativo, che richiedono un'attenta valutazione.
- Se infatti la determinazione dell'EV è il primo step di un processo di cessione/acquisizione, altri fattori devono essere considerati, pur nella difficoltà della loro analisi, spesso non di tipo quantitativo e con un alto contenuto di soggettività. La loro individuazione e la stima del loro peso relativo è importante per valutare la reciproca influenza sulle dinamiche evolutive dell'impresa e sul suo posizionamento competitivo e quindi sul suo «prezzo di mercato».
- A questo fine può essere utile avvalersi del **diagramma di Ishikawa** (o di causa-effetto) per individuare le cause (le singole «lische») che conducono ad un determinato effetto, nel nostro caso il prezzo effettivo di cessione dell'impresa.
- Sono state così selezionate **6 categorie di fattori**, ognuna delle quali articolata in più componenti:



I fattori che determinano il valore di un'impresa

- A seguito di una serie di interviste preliminari ed alle evidenze che emergono in letteratura sono stati selezionati **20 fattori specifici** in grado d'influencare il prezzo finale di un'impresa del settore dei trasporti e della logistica.
- In seguito, al fine di comprendere l'influenza di **ciascun fattore** sulla **variabilità del moltiplicatore** (inteso come rapporto EBITDA/EV) è stata condotta un'indagine, che ha coinvolto **60 imprenditori, esperti e manager** del settore dei trasporti e della logistica coinvolti recentemente in operazioni di M&A.
- A ciascun partecipante è stato chiesto di attribuire un punteggio, **identificando al massimo 5 fattori chiave** (+++), questo al fine di forzare le risposte ed ottenere una scala di priorità (*ranking*).
- In fase di elaborazione delle risposte è stato attribuito un punteggio in base ad una progressione geometrica di «ragione» 2 con primo termine= 1*.

* al simbolo «+» è stato attribuito 1 punto, al simbolo «++» 2 punti, al simbolo «+++» 4 punti

	Importanza		
	+	++	+++
ASSET TANGIBILI			
Qualità e location degli immobili (es. magazzini, uffici)			
Qualità della flotta (es. Euro 6, van elettrici)			
Qualità degli impianti/attrezzature (es. sorter, sistemi robotizzati)			
ASSET INTANGIBILI			
Know how aziendale			
Brand Reputation ("dicono di noi")			
Digital transformation (WMS, TMS, RFID, ecc.)			
Certificazioni opzionali (sicurezza, ambientali, compliance, etc.)			
Orientamento verso Logistica Sostenibile			
PORTAFOGLIO CLIENTI			
Numerosità e "caratura" dei clienti			
Longevità del rapporto (livello di fidelizzazione)			
Durata media dei contratti			
Settore merceologico del cliente			
POSIZIONAMENTO DI MERCATO			
Focalizzata su una nicchia settoriale (es. fashion, farmaceutico, ecc.)			
Focalizzata su servizi specifici (es. trasporti eccezionali, technical courier, ecc.)			
Diversificata su più anelli della catena logistica (magazzinaggio, last mile, air cargo, ecc.)			
Copertura geografica diretta (es. regionale, nazionale, europea, internazionale)			
GOVERNANCE E ORGANIZZAZIONE			
Qualità del management coinvolto nella governance			
Bilancio certificato da primaria società di revisione			
Sistema formalizzato di governance aziendale			
Modello organizzativo (es. lavoratori diretti vs indiretti)			

I fattori che determinano il valore di un'impresa: ranking dei fattori 1/6

Ranking dei fattori qualitativi (min 1 – max 4)

