



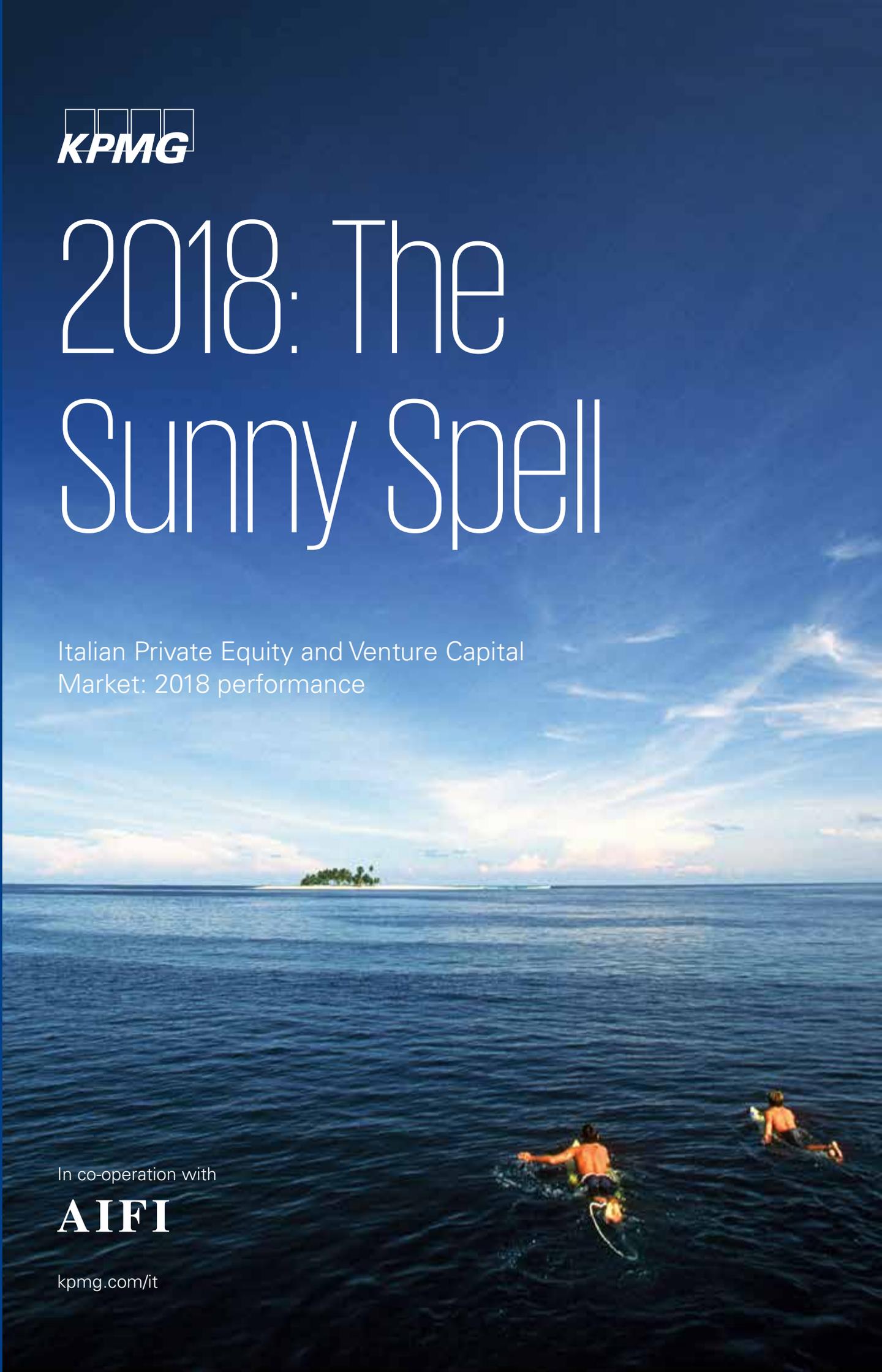
2018: The Sunny Spell

Italian Private Equity and Venture Capital
Market: 2018 performance

In co-operation with

AIFI

kpmg.com/it



KPMG Corporate Finance

KPMG è uno dei principali Network di servizi professionali alle imprese, leader nella revisione e organizzazione contabile, nella consulenza manageriale e nei servizi fiscali, legali e amministrativi. Il Network KPMG è attivo in 152 Paesi del mondo con 207 mila professionisti. In Italia, KPMG conta 4.250 professionisti e 26 sedi sull'intero territorio nazionale. KPMG Corporate Finance è la divisione specializzata nella consulenza indipendente nell'ambito di operazioni di finanza straordinaria: fusioni, acquisizioni e vendite, consulenza strategico-finanziaria, perizie e valutazioni, privatizzazioni, project finance, finanziamenti per acquisizioni, re-financing, consulenza finanziaria sul passivo, Leveraged and Management Buy-out, quotazioni e offerte pubbliche. KPMG offre un servizio completo e integrato per tutte le diverse fasi dell'attività M&A e, grazie alle specifiche competenze di industry, garantisce la piena comprensione delle dinamiche industriali e dei trend di sviluppo dei principali settori produttivi.

Il 'Private Equity Group' comprende un team nazionale di specialisti che, in coordinamento con il Network internazionale, svolge attività indipendente di advisory a supporto degli operatori di Private Equity. Il responsabile del presente lavoro è Maximilian P. Fiani, coadiuvato da Valentina Tedde e Francesco Selleghini.

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt, è stata istituita nel maggio 1986 ed è internazionalmente riconosciuta per la sua attività di rappresentanza istituzionale e di promozione dell'attività di private equity, venture capital e private debt in Italia. AIFI associa e rappresenta istituzioni finanziarie che, stabilmente e professionalmente, effettuano investimenti in imprese, con un attivo coinvolgimento nello sviluppo delle medesime, oltre a radunare un importante network di istituzioni, investitori istituzionali e professionisti che supportano tale attività.

Il sito dell'associazione, www.aifi.it, contiene le directory delle società associate e aderenti, la documentazione di corporate governance, le ricerche, le principali pubblicazioni e un quadro della normativa di riferimento, nonché i comunicati stampa e il materiale di interesse sul settore.

KPMG is a global Network of professional firms providing Audit, Tax and Advisory services. KPMG Network is present in 152 countries with 207,000 respected professionals. In Italy, KPMG provides its services thanks to 4,250 professionals based in 26 offices within National borders. KPMG Corporate Finance is specialized in providing independent consulting services over M&A transactions and in advising clients on financial and strategic options, value assessments, privatizations, project and structured finance, financing for acquisitions, equity and debt capital raising, LBOs, MBOs and Initial Public Offerings. KPMG provides an integrated assistance for the entire M&A process and, thanks to specific industry knowledge, it is able to guarantee a full insight on sector dynamics and developing trends in the main sectors.

The "Private Equity Group" involves a team of national professionals who, in coordination with the international Network, provide an independent advisory activity supporting Private Equity operators. Maximilian P. Fiani headed the team that prepared this paper, assisted by Valentina Tedde and Francesco Selleghini.

AIFI – Italian Private Equity, Venture Capital and Private Debt Association was founded in May 1986 and is internationally recognized for its activity of institutionally representing and promoting the private equity, venture capital and private debt activity in Italy. AIFI associates and represents financial institutions that professionally invest in companies and has developed a significant network of institutions, investors and professionals.

The website, www.aifi.it, contains the directory of full and associate members, corporate governance documents, researches and analyses, the main publications, information about the fiscal and legal framework, press releases and other documents related to the private capital market.



Indice

Introduzione	6
Finalità del rapporto e informazioni utilizzate	6
Definizioni e glossario	7
Nota metodologica	8
Contesto macroeconomico italiano	9
La performance del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2018	11
Cosa è successo nel 2018?	12
L'impatto dei Write-Off sulla performance 2018	17
Le performance a 1, 3, 5 e 10 anni	19
Analisi della performance per tipologia di operatore	22
Appendice	23
English Version	25

Introduzione

Finalità del rapporto e informazioni utilizzate

Dal 1996 KPMG Corporate Finance e l'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI) conducono annualmente un'indagine finalizzata a monitorare le performance registrate dalle operazioni di Private Equity e Venture Capital che coinvolgono i principali operatori attivi in Italia.

Tale ricerca ha consentito, negli anni, di delineare un quadro di sintesi che, a livello aggregato, descrive la performance (in termini di Tasso Interno di Rendimento) registrata dal mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nell'orizzonte di analisi considerato.

Il presente lavoro, mediante l'analisi dei dati trasmessi dagli operatori nel corso delle varie edizioni, partendo dai dati di rendimento, intende verificare empiricamente lo 'stato dell'arte' del settore del Private Equity e Venture Capital in Italia, evidenziandone le principali tendenze in atto, nonché le possibili dinamiche evolutive.

In particolare, il documento fornisce un'overview dettagliata delle performance di mercato registrate nell'anno 2018 proponendo, ove opportuno, eventuali integrazioni e raffronti con i dati storici.

Definizioni e glossario

- **AIFI** – Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt.
- **Attività di Private Equity e Venture Capital** – settore degli investimenti nel capitale di rischio realizzati da investitori professionali.
- **Banca** – impresa che svolge i compiti di fornire alla clientela mezzi di pagamento e di intermediazione tra offerta e domanda di capitali; nel presente documento, si fa particolare riferimento a banche che svolgono, direttamente o tramite strutture dedicate, anche attività di investimento in capitale di rischio.
- **CAGR** – tasso di crescita medio annuo composto (Compound Annual Growth Rate).
- **Cash In** – totale incassato dal fondo nella singola operazione (sommatoria dei flussi di cassa in entrata per ciascun investimento effettuato dal fondo (e.g. distribuzione di dividendi, disinvestimenti parziali, disinvestimenti totali)) registrati lungo la vita dell'investimento, fino alla data di osservazione.
- **Cash Out** – totale investito dal fondo nella singola operazione (sommatoria dei flussi di cassa in uscita per ciascun investimento effettuato dal fondo (e.g. investimento iniziale, investimenti successivi, eventuali aumenti di capitale)) registrati lungo la vita dell'investimento, fino alla data di osservazione.
- **Country Fund** – operatore specificatamente rivolto al mercato italiano.
- **Development** – tipologia di investimento in capitale di rischio effettuato nella fase di sviluppo dell'impresa, finalizzato all'espansione di un'attività già esistente.
- **Early Stage** – tipologia di investimento effettuato nelle prime fasi del ciclo di vita di un'impresa.
- **IRR (Internal Rate of Return)** – rendimento annuo composto di un'attività di investimento, calcolato sulla base dei relativi flussi in entrata e in uscita.
- **MBO/MBI (Management Buy Out/Management Buy In)** – operazione di acquisizione di un'impresa risultante in una struttura proprietaria che vede al suo interno un gruppo di manager; a seconda che il management sia interno o esterno alla società stessa, si parla, rispettivamente, di Buy Out o di Buy In.
- **Pan-European Private Equity firm** – società operante, attraverso un network di advisor, nella raccolta e nella gestione di ingenti capitali sui principali mercati europei.
- **Replacement** – tipologia di investimento in capitale di rischio effettuato essenzialmente allo scopo di sostituire azionisti di minoranza.
- **SGR** – acronimo indicante una Società di Gestione del Risparmio, la quale svolge, in via pressoché esclusiva, l'attività di istituzione e di gestione di fondi (chiusi) di investimento.

Nota metodologica

Le analisi illustrate nel presente documento, nonché le informazioni e i dati utilizzati ai fini del calcolo della performance di mercato, sono stati comunicati ad AIFI e a KPMG Corporate Finance in forma riservata e confidenziale; ove opportuno, i dati trasmessi dagli operatori sono stati integrati con informazioni desunte da fonti pubbliche. Tutte le informazioni qui presentate fanno riferimento a dati aggregati e/o analizzati per macro-categorie.

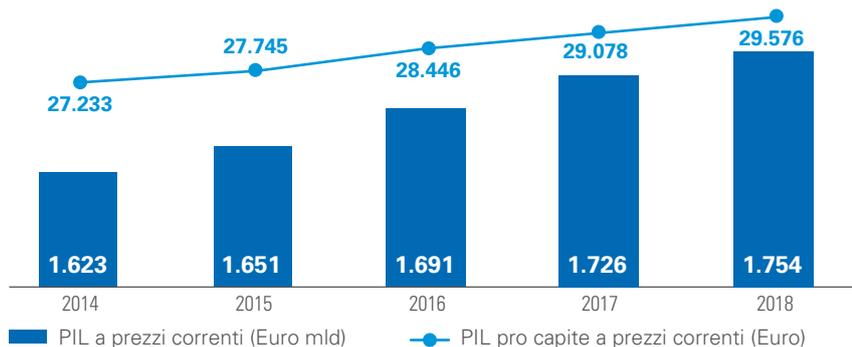
I dati di performance presentati sono espressi in termini di IRR Lordo Aggregato, calcolato sulla base di flussi mensili (sia in entrata che in uscita) degli investimenti in capitale di rischio. Si segnala come tale dato rappresenti la media ponderata dei rendimenti della totalità degli investimenti realizzati dagli operatori e non la media dei rendimenti dei singoli operatori. In termini generali, si considera il mercato italiano come un unico fondo di Private Equity, il cui rendimento complessivo è calcolato sul totale dei flussi in entrata e in uscita, considerati su base mensile, derivanti dall'insieme delle operazioni monitorate.

È opportuno evidenziare che le analisi illustrate nel seguito considerano esclusivamente le operazioni per le quali sono stati resi disponibili, in forma completa, tutti i dati necessari alla stima dell'IRR; di conseguenza, eventuali operazioni caratterizzate da dati parziali e/o incompleti sono state escluse dalle analisi.

Contesto macroeconomico italiano

Al fine di contestualizzare l'attività del settore del Private Equity e Venture Capital nel quadro economico di riferimento, sono di seguito illustrati i principali indicatori macroeconomici che hanno caratterizzato l'economia italiana nell'ultimo quinquennio (2014-2018).

GRAFICO I – Crescita economica in Italia



Fonte: elaborazione KPMG Corporate Finance su dati Economist Intelligence Unit

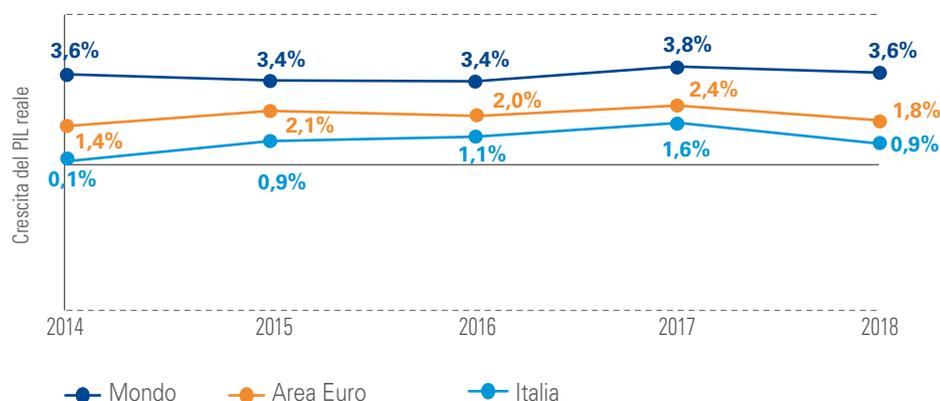
Il Prodotto Interno Lordo (a prezzi correnti) evidenzia, nell'orizzonte temporale 2014-2018, una crescita lieve ma costante (da Euro 1.623 miliardi nel 2014 a Euro 1.754 miliardi nel 2018).



Dal 2014 il PIL italiano ha registrato una crescita lieve ma costante

Da quanto emerge dal Bollettino della Banca d'Italia di Aprile 2019, pur in presenza di una contrazione del commercio mondiale, l'Italia ha avuto un andamento positivo dall'interscambio con l'estero. Questo spiegherebbe la crescita del PIL, anche se in rallentamento rispetto al 2017. Gli ultimi trimestri del 2018 sono stati caratterizzati da una flessione negli investimenti, nella manifattura e nei servizi. Per l'anno in corso dalle informazioni congiunturali pervenute nel primo trimestre i previsori privati e istituzionali hanno rivisto al ribasso le loro previsioni di crescita.

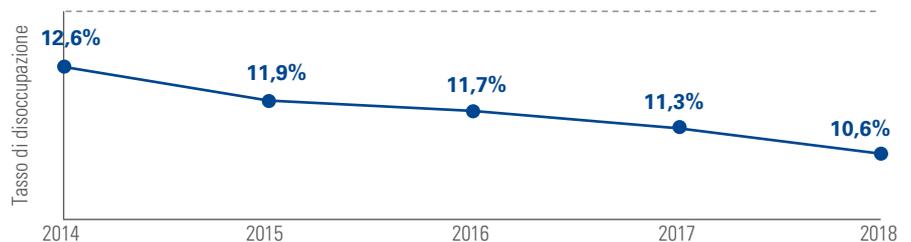
GRAFICO II – Crescita del PIL reale



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, Aprile 2019

L'analisi del tasso di crescita del PIL reale evidenzia andamenti differenti a seconda delle diverse aree geografiche analizzate: nell'orizzonte temporale di riferimento si osserva infatti come l'Italia abbia cominciato il suo percorso di crescita in ritardo rispetto al resto dell'economia europea e al resto del mondo. A livello globale, il tasso di crescita del PIL 2018 decresce leggermente (+3,6% nel 2018 vs +3,8% nel 2017), l'Area Euro subisce un significativo calo (+1,8% nel 2018 vs +2,4% nel 2017). Il tasso di crescita del PIL italiano risulta allineato con il trend dell'area Euro (+0,9% nel 2018 vs +1,6% nel 2017).

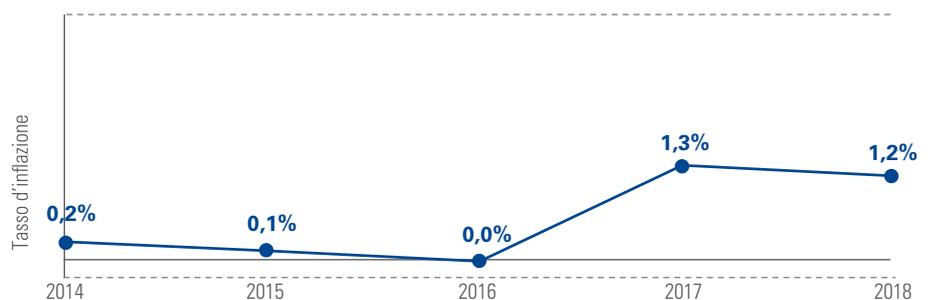
GRAFICO III – Tasso di disoccupazione in Italia



Fonte: elaborazione KPMG Corporate Finance su dati Economist Intelligence Unit

Le condizioni del mercato del lavoro in Italia permangono critiche. Nel settore privato le posizioni permanenti sono tornate a crescere sotto l'impulso degli incentivi alla trasformazione dei contratti a tempo determinato avviate nel 2017. Sebbene il tasso di disoccupazione nel 2018 si attesti al 10,6%, in calo rispetto al 2017 (i.e. 11,3%) nelle ultime fasi dell'anno il tasso di disoccupazione è tornato a crescere, di circa lo 0,3%.

GRAFICO IV – Tasso di inflazione in Italia



Fonte: Bollettino Banca d'Italia

**Nel 2018
l'inflazione rimane
superiore all'1%**

Il tasso di inflazione del 2018 è rimasto superiore alla soglia dell'1%. Si stima che l'inflazione aumenterà fino all'1,5% nel 2019, per effetto dell'incremento delle retribuzioni private e dell'allineamento delle aspettative di inflazione.

La performance del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2018

Le analisi illustrate nel seguito riguardano esclusivamente le performance (esprese in termini di IRR Lordo Aggregato) relative ad investimenti effettuati, da parte degli operatori di Private Equity e Venture Capital, durante il 2018.

Nello specifico, le analisi considerano due tipologie principali di indicatori di performance:

- **IRR Lordo Aggregato 'From Inception'** (definito anche, nella terminologia internazionale, 'Gross Pooled IRR on Realised Investments'), che esprime le performance relative ai disinvestimenti realizzati nel corso dell'anno di riferimento, indipendentemente dal periodo in cui è stato effettuato l'investimento iniziale;
- **IRR Lordo Aggregato 'By Horizon'** (definito anche, nella terminologia internazionale, 'Gross Pooled IRR on All Investments'), che indica le performance relative agli investimenti realizzati nell'orizzonte temporale di riferimento (1, 3, 5 e 10 anni), indipendentemente dal fatto che essi siano stati successivamente disinvestiti o risultino ancora in portafoglio; in quest'ultimo caso, ai fini del calcolo della performance, si prende a riferimento la valorizzazione della partecipazione a fine periodo (fornita dagli operatori).

Cosa è successo nel 2018?

IRR Lordo Aggregato 'From Inception'

Le elaborazioni illustrate nel seguito esprimono la performance misurata considerando tutti i flussi di cassa, in uscita (Cash Out) e in entrata (Cash In), relativi ai disinvestimenti realizzati nell'anno di riferimento; in caso di dismissione parziale, i flussi relativi sono considerati 'pro-quota'.

Tale metodo di indagine, focalizzandosi esclusivamente sui disinvestimenti realizzati nel 2018 ed escludendo eventuali riferimenti alle performance implicite delle partecipazioni ancora in portafoglio, favorisce l'oggettività della rappresentazione e dei risultati desunti.

TAB. 1 – Il campione 'From Inception'

	2014	2015	2016	2017	2018
Operatori inclusi nella ricerca	91	80	75	82	83
Operatori che presentano operazioni realizzate	41	43	40	39	40
Numero transazioni dismesse	95	74	64	91	105
Dimensione media dell'investimento (Euro mln)	17,7	18,7	23,6	24,5	9,6
Cash Out complessivo (Euro mln)	1.681	1.382	1.511	2.228	1.009
Cash In complessivo (Euro mln)	3.489	3.333	3.364	4.564	2.204
Cash multiple medio	2,1x	2,4x	2,2x	2,0x	2,2x



La performance generale nel 2018 è caratterizzata da molteplici buone operazioni di medie dimensioni

La performance complessiva, in termini di IRR aggregato lordo, risulta positiva ed in crescita rispetto ai due anni precedenti.

Il numero dei disinvestimenti effettuati da parte degli operatori del campione oggetto di analisi risulta incrementato (105 nel 2018 vs 91 nel 2017). Nonostante l'aumento del numero dei disinvestimenti nel 2018, il Cash In totale è diminuito a Euro 2.204 mln (rispetto ai 4.564 mln di Euro del 2017).

Anche il Cash Out totale è dimezzato rispetto al 2018 (Euro 1.009 mln nel 2018 vs Euro 2.228 mln nel 2017).

Il mercato in uscita degli operatori di Private Equity è stato caratterizzato da numerose operazioni di taglio medio, contraddistinte da Cash Out iniziali contenuti ma Cash In e rendimenti elevati.

Il mercato nel 2018 non è stato impattato da grandi deal o IPO, che nel contesto italiano tendono, tipicamente, ad influenzare in modo significativo i rendimenti e le performance.

Il numero di operatori di Private Equity e Venture Capital che hanno realizzato delle dismissioni è rimasto sostanzialmente stabile (40 nel 2018 vs 39 nel 2017).

Nell'anno di analisi la dimensione media degli investimenti realizzati è significativamente diminuita a 9,6 mln di Euro nel 2018 da 24,5 mln di Euro nel 2017. Le operazioni di grandi dimensioni non sono mancate ma sono state realizzate principalmente sul fronte degli investimenti. Diversi operatori esteri hanno scommesso sull'Italia nonostante le incertezze del quadro politico ed il contesto macro-economico in rallentamento.

Il multiplo medio di uscita implicito (cosiddetto 'cash multiple') cresce ulteriormente a 2,2x (vs 2,0x nel 2017), a riprova della positività dell'anno 2018.

Per contro, il 2018 è stato caratterizzato, anche, da un incremento dei Write-Off, sia in termini di numerici che di volumi.

TAB. 2 – La performance 'From Inception'

	2016	2017	2018
IRR Lordo Aggregato	14,5%	12,5%	16,9%
Quartile superiore per performance	36,6%	42,2%	49,3%
Quartile superiore per ammontare investito	15,1%	12,3%	16,4%

Ai nostri fini, coerentemente con quanto effettuato negli anni precedenti, si è tenuto conto solo del rendimento ottenuto attraverso l'investimento in equity, e non anche quello ottenuto attraverso i diversi strumenti di investimento utilizzati.

Nel complesso, la performance delle operazioni disinvestite nel 2018 si attesta a 16,9%, registrando una crescita significativa rispetto al 2017 (i.e. 12,5%). Concorrono alla determinazione di tale risultato, da un lato, alcuni disinvestimenti con performance particolarmente positive e, dall'altro, le operazioni fortemente (i.e. Write Off parziali) o totalmente (i.e. Write Off totali) svalutate¹. L'incidenza relativa (sia per numero che per controvalore) risulta in aumento rispetto al 2017. In particolare, in termini relativi, l'incidenza dei Write Off per numero passa dal 9% del 2017 al 23% nel 2018 e quella per Cash Out passa dall'1% nel 2017 al 16% del 2018. (Si veda pag.17)

16,9%

Performance delle operazioni disinvestite nel 2018

¹ Ai fini della stima dell'IRR Lodo Aggregato 'From Inception' sono stati considerati sia i Write Off totali, sia i Write Off parziali; per Write Off parziali si intendono quelli per i quali la svalutazione segnalata è pari ad almeno l'80% del valore complessivo dell'investimento.

TAB. 3 – Breakdown per classe di IRR realizzato

	Cash Out			Cash In			N° transazioni		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Write-Off	3,1%	1,4%	16,2%	0,0%	0,0%	0,9%	11	8	24
Negativo	1,6%	11,4%	6,9%	0,2%	0,5%	1,5%	8	11	11
0% - 10%	31,7%	20,5%	21,9%	17,9%	11,0%	14,5%	21	35	29
10% - 20%	26,3%	48,1%	12,9%	20,2%	62,6%	12,6%	7	12	10
20% - 30%	17,7%	6,3%	10,9%	22,3%	7,1%	10,8%	9	11	7
30% - 40%	3,4%	3,6%	11,7%	4,8%	3,7%	16,0%	3	5	12
40% - 50%	2,7%	4,4%	8,6%	6,8%	5,2%	15,0%	1	3	5
50% - 100%	12,5%	4,3%	8,5%	25,4%	9,8%	18,2%	3	6	5
100% - 500%	1,0%	0,0%	2,4%	2,3%	0,0%	10,3%	1	0	2
Totale (Euro mln)	1.511	2.228	1.009	3.364	4.564	2.204	64	91	105

Il breakdown per classe di IRR realizzato illustra con maggior dettaglio la distribuzione dei rendimenti nell'anno.

I Write-Off e le operazioni con IRR negativo nel 2018 crescono significativamente. I Write Off sono stati 24 nel 2018 vs 8 nel 2017, le operazioni con IRR negativo rimangono costanti a 11 anche se l'incidenza per ammontare investito diminuisce (i.e. 6,9% nel 2018 vs 11,4% nel 2017).

Le operazioni con rendimenti bassi (IRR compreso fra lo 0% e il 10%) sono diminuite in termini numerici (i.e. 29 nel 2018 vs 35 nel 2017) ma hanno avuto un maggiore impatto in termini di Cash Out (i.e. 21,9% nel 2018 vs 20,5% nel 2017).

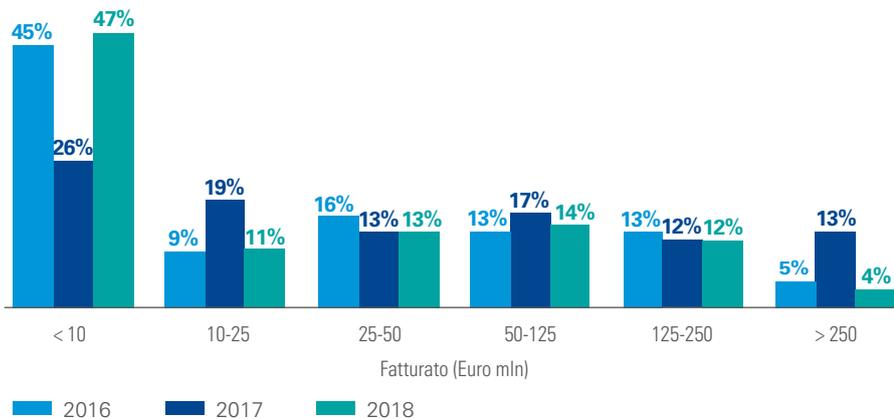
La classe di rendimento con IRR tra il 10 e il 20% include 10 operazioni. L'incidenza in termini relativi di queste dieci operazioni diminuisce significativamente rispetto all'anno precedente, il quale era stato influenzato da una singola operazione di grande dimensione.

Andamento inverso registra la classe di rendimento con IRR tra il 20% e il 30%, ossia diminuisce il numero di operazioni (i.e. 7 nel 2018 vs 11 nel 2017) ma cresce in termini di controvalore (i.e. 10,9% nel 2018 vs 6,3% nel 2017).

Le 12 operazioni che rientrano nella classe di rendimento fra il 30% e il 40% che rappresentano l'11,7% in termini di Cash Out e il 16% in termini di Cash In del 2018, sono operazioni che hanno avuto in larga parte un investimento iniziale al di sotto dei 50 milioni di Euro e che sono rimaste in portafoglio un tempo medio di circa quattro anni.

Le operazioni con livelli di rendimento elevati (superiori al 40%) sono state 12 (vs 9 nel 2017), di cui due con rendimenti "outstanding" (IRR maggiore del 100%) e rappresentano in termini di Cash Out il 19,5% e il 43,5% in termini di Cash In.

GRAFICO V – Breakdown per fatturato delle aziende target (incidenza relativa per numero)



L'analisi dell'incidenza relativa per fatturato delle società target (inteso come fatturato al momento del primo investimento) mostra come, nel 2018, i disinvestimenti che hanno riguardato target di dimensioni medio-piccole (con fatturato inferiore ad Euro 50 mln) rappresentano il 70,2% del campione (12,4% in più rispetto al 2017 e in linea con il 2016).

Le società di dimensioni medio piccole si confermano gli obiettivi di maggiore interesse per i fondi di Private Equity in Italia, come dimostra il trend storico degli ultimi 5 anni (i.e. 71% nel 2013, 68% nel 2014, 65% nel 2015).

Le operazioni relative a imprese di grandi dimensioni (target con fatturato superiore ad Euro 250 mln) diminuiscono del 9% portandosi a quota 4% (vs 13% nel 2017 quando, in realtà, una singola operazione aveva coinvolto più fondi).



Il 47% dei disinvestimenti riguarda società con fatturato inferiore a 10 milioni di Euro

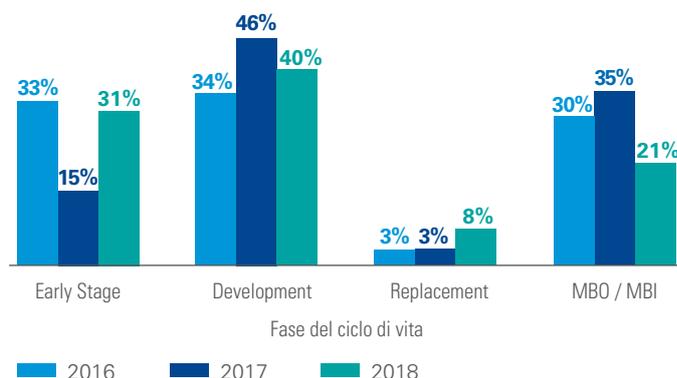
TAB. 4 – Breakdown per fatturato delle aziende target (IRR Lordo Aggregato)

Fatturato (Euro mln)	2016		2017		2018	
	N°	IRR	N°	IRR	N°	IRR
<50	45	11,3%	52	13,6%	73	16,0%
50 - 250	16	12,5%	26	8,6%	27	21,2%
> 250	3	20,8%	12	13,1%	4	12,2%

Il breakdown per fatturato delle aziende target mostra:

- Rendimenti crescenti che riguardano aziende di piccole dimensioni (i.e. 16% nel 2018 vs 13,6% nel 2017). Questa categoria registra il risultato più alto dal 2015 (i.e. 22,0% nel 2015, 11,3% nel 2016, 13,6% nel 2017).
- Rendimenti crescenti anche per aziende di medie dimensioni a parità di numero di operazioni effettuate fra il 2017 e il 2018 (i.e. 21,2% nel 2018 vs 8,6% nel 2017).
- Rendimenti positivi per aziende di grandi dimensioni (con fatturato maggiore di Euro 250 mln) nonostante la forte riduzione del numero delle operazioni (i.e. 4 nel 2018 vs 12 nel 2017).

GRAFICO VI – Breakdown per fase del ciclo di vita delle aziende target (incidenza relativa per numero)



I disinvestimenti riguardano principalmente aziende in fase di Development

Rispetto all'anno scorso, l'interesse degli operatori verso le operazioni riguardanti MBO/MBI appare in diminuzione (21% circa nel 2018 vs 35% nel 2017).

È rimasto stabile, seppur in lieve calo, il numero di operazioni nei confronti delle aziende in fase di Development (40% nel 2018 vs 46% nel 2017).

L'incremento più notevole è registrato dalle aziende in fase di Early Stage, le quali sono aumentate del 16% tornando ai livelli del 2016.

TAB. 5 – Breakdown per fase del ciclo di vita delle aziende target (IRR Lordo Aggregato)

	Early Stage		Development		Replacement		MBO/MBI	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
N° transazioni	14	33	42	42	3	8	32	22
IRR Lordo Aggregato	2,1%	4,4%	6,3%	17,7%	8,6%	24,2%	13,4%	16,9%

In termini di rendimenti, le operazioni di MBO/MBI nel 2018 nonostante siano diminuite in termini numerici crescono in termini di IRR (16,9% nel 2018 vs 13,4% nel 2017).

Le 8 operazioni di Replacement totalizzano un IRR pari a 24,2%, in netto aumento rispetto all'anno precedente in cui 3 operazioni avevano registrato un IRR pari a 8,6%.

Anche le operazioni di Development, pur rimanendo costanti nel numero migliorano significativamente in termini di performance (17,7% nel 2018 vs 6,3% nel 2017) e registrano il rendimento più alto dal 2013 (i.e. 18,4% nel 2013).

La categoria delle imprese in fase di Early Stage è storicamente interessata da elevata volatilità e da rendimenti negativi (-1,6% nel 2013, -0,8% nel 2014, -17,6% nel 2015, 4,1% nel 2016 e 2,1% nel 2017), tuttavia nel 2018 registra un IRR pari a 4,4%, positivo per il terzo anno consecutivo. Si può notare che nel 2018 il cluster Early Stage ha registrato il suo rendimento più alto dal 2009 (i.e. 34,8% nel 2009).

L'impatto dei Write-Off sulla performance 2018

L'analisi che segue cerca di delineare un quadro più dettagliato dei Write-Off registrati nel corso del 2018 al fine di comprenderne l'evoluzione e l'incidenza, in termini di numero e di volumi di investimento, sui vari cluster esaminati nell'ambito dell'analisi 'From Inception'.

E' opportuno sottolineare che, come indicato precedentemente, ai fini dell'analisi 'From Inception', sono stati considerati sia i Write-Off totali (svalutazione del 100% del valore dell'investimento), sia i Write-Off parziali; ai fini della presente indagine, per Write-Off parziali si intendono quelli la cui svalutazione, benché non totale, risulti comunque particolarmente rilevante (pari ad almeno l'80% del valore complessivo dell'investimento).

TAB. 6 – Trend storico dei Write-Off per numero e Cash Out

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Write Off (No. Transazioni)	17	16	29	34	39	24	24	11	8	24
Totale campione (No. Transazioni)	42	52	85	82	102	95	74	64	91	105
Incidenza per No Transazioni	40%	31%	34%	41%	38%	25%	32%	17%	9%	23%
Write Off (Cash Out) in Euro mln	704	366	274	311	419	183	103	47	32	164
Totale campione (Cash Out) in Euro mln	836	628	1.784	840	2.115	1.681	1.382	1.511	2.228	1.009
Incidenza per Cash Out	84%	58%	15%	37%	20%	11%	7%	3%	1%	16%

Il trend in calo costante dei Write-Off, sia in termini numerici che di Cash Out, che ha interessato il campione dal 2013, è stato interrotto nel 2018.

Delle 105 operazioni monitorate nel 2018, circa 24 sono relative a Write-Off di cui 18 totali e 6 parziali. Nel 2017 e nel 2016 erano state registrati Write-Off rispettivamente per 8 (tutti totali) e 11 (10 totali e 1 parziale).

Nel 2018 l'incidenza dei Write-Off per ammontare investito (Euro 164 mln di Cash Out) risulta del 16% del totale, in netto aumento rispetto ai Euro 32 mln evidenziati nell'indagine 2017 rappresentanti l'1% del Cash Out totale.



Il trend calante dei Write-Off viene interrotto nel 2018 da una forte crescita sia in termini di numero che di Cash Out

GRAFICO VII – Incidenza (per numero e per Cash Out) dei Write-Off nel triennio 2016-2018

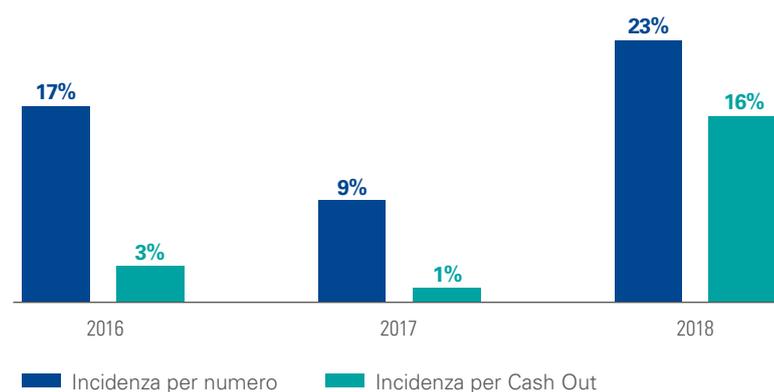
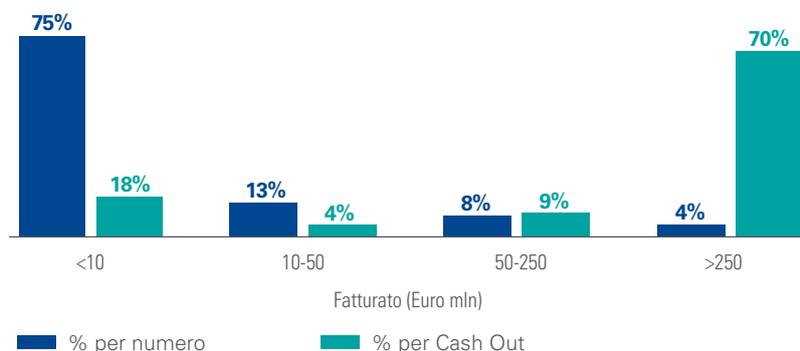
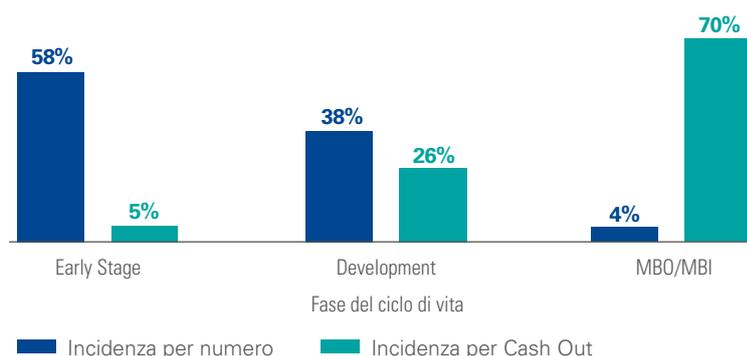


GRAFICO VIII – Write-Off 2018: breakdown per fatturato delle aziende target (incidenza relativa per numero e per Cash Out)



Nel Grafico VIII si evidenzia che nel 2018 i Write-Off in termini numerici hanno interessato per il 75% imprese di piccole dimensioni (< Euro 10 mln di fatturato), mentre in termini di Cash Out hanno principalmente riguardato poche aziende (i.e. 4%) con fatturato superiore a Euro 250 mln.

GRAFICO IX – Write-Off 2018: breakdown per fase del ciclo di vita delle aziende target (incidenza relativa per numero e per Cash Out)



L'analisi per fase del ciclo di vita delle aziende target evidenzia che oltre la metà dei Write-Off (i.e. il 58%) riguarda aziende inquadrare come Early Stage, con un'incidenza in termini di Cash Out del 5%.

Il cluster di transazioni categorizzate come Development rappresentano il 38% dei Write-Off, equivalenti al 26% del Cash Out in Write-Off.

I Write-Off riguardanti target MBO/MBI hanno coinvolto il 70% del Cash Out in Write-Off e appena il 4% in termini numerici.

Le performance a 1, 3, 5 e 10 anni

IRR Lordo Aggregato 'By Horizon'

Differentemente dalle elaborazioni precedentemente illustrate, il presente livello di analisi considera tutti gli investimenti effettuati nell'orizzonte temporale di riferimento (1, 3, 5 e 10 anni), indipendentemente dal fatto che essi siano stati (totalmente o parzialmente) disinvestiti o risultino ancora in portafoglio ('Gross Pooled IRR on All Investments').

In relazione alle partecipazioni ancora in portafoglio, si precisa che la valorizzazione a fine anno delle stesse è stata fornita direttamente dagli operatori; è peraltro opportuno evidenziare come i dati desunti dall'analisi 'By Horizon' siano soggetti al meccanismo della 'media rolling', applicato all'orizzonte temporale di riferimento.

- 1 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel 2018;
- 3 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2016-2018;
- 5 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2014-2018;
- 10 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2009-2018.

TAB. 7 – Il campione 'By Horizon'

2018	1YR	3YR	5YR	10YR
Operatori che presentano investimenti	50	70	84	130
Numero di transazioni	105	301	511	1.115
<i>di cui: - partecipazioni disinvestite</i>	-	19	78	410
<i>- partecipazioni ancora in portafoglio</i>	105	282	433	705
Dimensione media dell'investimento (Euro mln)	42,5	24,3	21,3	18,4
Cash Out complessivo (Euro mln)	4.467	10.051	13.994	23.652
Cash In complessivo (Euro mln)	4.467	10.637	16.111	32.312
Cash multiple (implicito) medio	1,0x	1,1x	1,2x	1,4x

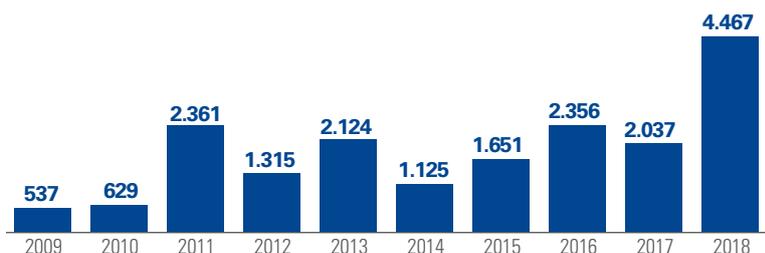
La struttura e la composizione dei campioni (in termini di operatori coinvolti, numero di transazioni e volumi di investimento), trasversalmente ai diversi orizzonti temporali considerati, dovrebbe essere tale da assicurare un buon grado di affidabilità e di rilevanza statistica alle analisi condotte.

Focalizzando l'attenzione sull'orizzonte 1YR (contenente tutti i nuovi investimenti effettuati nel corso del 2018), si registrano 105 nuovi investimenti contro i 93 dell'1YR2017. La dimensione media degli investimenti risulta in forte aumento (Euro 42,5 mln nel 2018 vs Euro 21,9 mln nel 2017) a causa di un elevato numero di mega-deals e grandi acquisizioni eseguite nel 2018 (vedi dettaglio nel grafico X).

Il multiplo medio di uscita implicito ('cash multiple') con riferimento all'orizzonte 5YR mostra una leggera diminuzione (i.e. 1,2x nel 5YR 2018 vs 1,3x nel 5YR 2017) mentre registra una sostanziale stabilità sull'orizzonte 10YR (i.e. 1,4x nel 10YR 2018 vs 1,4x nel 10YR 2017).

Anche se meno significativi, il cash multiple realizzato sugli orizzonti 1YR e 3YR rimangono stabili sui valori registrati per il 2017 ovvero 1,0x per il 1YR e 1,1x per il 3YR.

GRAFICO X – Analisi storica degli investimenti 1YR per volumi



L'analisi del 1YR evidenzia l'elevatissimo Cash Out investito dagli operatori di Private Equity nel corso del 2018, il più alto registrato dal 2009 ovvero da quando gli investimenti in 1YR vengono monitorati in questa Survey. Questo risultato è attribuibile ad un elevato numero di mega-deals e di investimenti di medie/grandi dimensioni effettuati nel corso del 2018.

Il 2018, anche secondo quanto riportato dai dati di settore di AIFI è stato l'anno record per ammontare investito dai fondi di Private Equity in Italia.

Anche i fondi stranieri, sia europei che extra-europei, hanno mostrato crescente interesse per le imprese italiane.

L'iniezione di questi volumi molto significativi, insieme alla consolidata prassi di valorizzare al costo gli investimenti effettuati nell'anno influenzerà notevolmente l'analisi dei rendimenti nei prossimi anni.

Deve essere notato che la maggior parte di questi investimenti non coinvolge altri operatori di Private Equity o Venture Capital in termini di uscita e pertanto non vi è specifica connessione con l'analisi From Inception.

TAB. 8 – Le performance 'By Horizon'

2018	3YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato	5,1%	9,0%	12,8%
Quartile superiore per performance	13,0%	28,2%	33,7%
Quartile superiore per ammontare investito	3,1%	6,9%	12,8%
2017	3YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato	7,0%	18,0%	12,5%
Quartile superiore per performance	37,6%	34,8%	29,1%
Quartile superiore per ammontare investito	4,8%	18,2%	13,1%

Focalizzando l'attenzione sull'orizzonte 10YR (il più significativo dal punto di vista statistico), possiamo osservare un lieve aumento in termini di IRR (12,8% nel 2018 vs 12,5% nel 2017), principalmente dovuto all'uscita dall'orizzonte degli investimenti effettuati nel 2008 caratterizzati da bassi rendimenti.

Il quartile superiore per performance mostra un miglioramento (33,7% nel 2018 vs 29,1% nel 2017) tuttavia il quartile superiore per ammontare investito risulta in leggero calo (12,8% nel 2018 vs 13,1% nel 2017).

Concentrando l'attenzione sull'orizzonte 5YR il trend della performance è in forte calo (i.e. 9,0% nel 2018 vs 18,0% nel 2017). Questo risultato è frutto della combinazione di due fattori: da un lato, l'uscita dall'orizzonte temporale di riferimento degli investimenti eseguiti nel 2013, caratterizzati da significativi volumi ed elevati rendimenti; e dall'altro da investimenti effettuati nel 2018, pari a Euro 4.467 mln e più che raddoppiati rispetto alla media degli investimenti degli ultimi 10 anni, pari a Euro 1.860 mln, ed iscritti al valore di carico e quindi con un IRR implicito pari a 0,0%.

TAB. 9 – Valorizzazione delle partecipazioni in portafoglio (incidenza relativa per numero e per Cash Out)

10YR	N° transazioni			Cash Out		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Partecipazioni valutate al 'valore di carico'	53,4%	58,5%	61,7%	45,2%	55,2%	70,0%
Partecipazioni rivalutate	29,1%	26,8%	26,5%	36,5%	28,7%	21,0%
Partecipazioni svalutate	17,5%	14,7%	11,8%	18,3%	16,1%	9,0%
Investimenti ancora in portafoglio (N° e Euro mln)	701	723	705	11.420	12.769	16.650

Analizzando le partecipazioni ancora in portafoglio, con particolare attenzione all'orizzonte temporale più ampio e significativo (10YR), si conferma la consolidata prassi degli operatori di valorizzare le partecipazioni detenute al loro valore di carico.

Nel 2018 si osserva un ulteriore incremento delle partecipazioni valutate al "valore di carico": tale fenomeno risulta crescente nel triennio in esame (2016-2018) sia in termini numerici (i.e. 61,7% nel 2018, 58,5% nel 2017 e 53,4% nel 2016) sia in termini di volumi d'investimento (70,0% nel 2018, 55,2% nel 2017, 45,2% nel 2016). Questo trend è stato ulteriormente incrementato dagli elevati volumi di investimento del 2018 che, per prassi, sono stati principalmente valutati al costo dagli operatori di Private Equity e Venture Capital.

Le partecipazioni rivalutate mostrano invece un calo sia in termini numerici (26,5% nel 2018 vs 26,8% nel 2017), sia in termini di Cash Out (21,0% nel 2018 vs 28,7% nel 2017).

Le partecipazioni svalutate sono diminuite anche nel 2018, sia in termini numerici (11,8% nel 2018 vs 14,7% nel 2017) sia in termini di Cash Out (9,0% nel 2018 vs 16,1% nel 2017).

È opportuno ricordare che il cluster 'partecipazioni svalutate' non include, ai fini dell'analisi in oggetto, i Write-Off, in quanto questi ultimi sono considerati come disinvestimenti. Per questa ragione il forte calo delle partecipazioni svalutate registrato è dovuto, oltre alle ragioni precedentemente spiegate, al forte aumento dei Write-Off che coinvolgono aziende target che già negli anni precedenti erano stati parzialmente svalutati e che rientravano quindi in questo cluster.

Analisi della performance per tipologia di operatore

In linea con le precedenti edizioni, si propone una specifica analisi della performance per tipologia di operatore. In sostanza, tale focus di analisi mira a segmentare il panel di riferimento in tre sotto-campioni (Country Fund/SGR, Banche e Pan-European Private Equity firm), al fine di analizzarne le relative dinamiche in termini sia di volumi di investimento, sia di IRR Lordo Aggregato 'From Inception'.

TAB. 10 – Performance 'From Inception' per tipologia di operatore

	N° transazioni		Cash In (Euro mln)		Cash Out (Euro mln)		IRR Lordo Aggregato	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Country Fund/SGR	84	84	1.786	956	1.027	578	10,5%	10,0%
Banche	0	6	0	304	0	128	0,0%	29,5%
Pan-European PE firm	7	15	2.778	944	1.201	302	13,3%	25,5%

80%
Transazioni effettuate
da Country Fund/SGR

L'analisi "From Inception" per tipologia di operatore mette in luce come, il mercato del Private Equity e Venture Capital in Italia, sia composto per l'80% circa da operatori rientranti nella categoria Country Fund/SGR. Si evince inoltre che i fondi Pan Europei si concentrano, in Italia, su poche operazioni ma di grande dimensione.

A differenza del 2017, sia in termini di volumi di investimento che in termini di rendimento, nel 2018 i Country Fund/SGR registrano una performance positiva e sostanzialmente stabile rispetto all'anno precedente, ottenendo un rendimento del 10% nel 2018 (i.e. del 10,5% nel 2017) e un volume di investimento pari al 58% del totale investito.

Anche se meno significativi in termini numerici e di volumi, i fondi legati ad operatori bancari tornano ad effettuare circa 6 operazioni con un rendimento pari a 29,5%.

I fondi internazionali registrano un incremento della performance media aggregata di circa 25,5%, riassetandosi in linea con il trend degli anni precedenti (i.e. 20,9% nel 2013, 23,0% nel 2014, 31,8% nel 2015, 19,1% nel 2016 e 13,3% nel 2017).

Per quanto riguarda i fondi internazionali, è opportuno tenere in considerazione che l'indagine effettuata non comprende la totalità delle operazioni realizzate da Pan-European Private Equity firm non stabilmente basate in Italia; a tal riguardo, le analisi su tale categoria di operatori potrebbero non risultare pienamente significative, anche per effetto di un numero di transazioni rientranti in tali cluster ancora non sufficientemente rappresentativo.

Appendice

Si riportano nel seguito alcuni prospetti che sintetizzano ulteriori analisi di dettaglio sviluppate sul campione 'From Inception'.

TAB. 11 – Breakdown IRR 'From Inception' per modalità di way out

	Trade Sale	
	2017	2018
N° transazioni	83	81
IRR Lordo Aggregato	12,7%	19,8%

Nota: la tabella mostra il rendimento realizzato dal campione negli anni 2017 e 2018 senza tenere in considerazione i Write-Off.

TAB. 12 – Breakdown IRR 2018 'From Inception' per time gap compreso tra il primo investimento e la dismissione

2018	< 2	2-3	3-4	4-5	5-7	> 7
N° transazioni	5	15	13	12	35	25
IRR Lordo Aggregato	-17,0%	90,3%	8,1%	24,0%	17,1%	3,3%

TAB. 13 – Breakdown IRR 2018 'From Inception' per settore delle aziende target

Settore	N° transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	8	50,1%	459	124
Produzioni industriali e collegate	15	29,3%	382	107
Chimico-Energetico	19	11,5%	297	180
ICT	15	15,3%	182	75
Produzione beni di consumo	18	18,2%	529	286
Farmaceutico-Sanitario	7	6,4%	214	132
Trasporti-Infrastrutture	3	-15,4%	4	12
Altro	20	7,1%	137	94

TAB. 13 – Breakdown IRR 2018 'From Inception' per quota di capitale

Quota detenuta	N° transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	7	13,5%	40	13
5% - 10%	15	19,7%	218	89
10% - 25%	34	11,0%	495	293
25% - 50%	21	8,3%	356	257
>50%	25	23,2%	1.095	354



English Version

Contents

Background	28
Aim of the report and information used	28
Definitions and glossary	29
Methodology	30
The Italian macroeconomic framework	31
Italian Private Equity and Venture Capital market performance in 2018	33
How did 2018 perform?	33
The impact of Write-Offs on 2018 performance	39
1, 3, 5 and 10 year performance	41
Analysis of performance by Private Equity House category	44
Appendix	45

Background

Aim of the report and information used

Since 1996, on an annual basis, KPMG Corporate Finance and the Italian Private Equity, Venture Capital and Private Debt Association (AIFI) have analysed the performance of Private Equity and Venture Capital transactions undertaken by Private Equity Houses operating in Italy over the analysed period.

This survey shows, on an aggregate level, the performance of the Italian Private Equity and Venture Capital market in terms of Internal Rate of Return (IRR) over the years.

It is an empirical study of the current status of the Private Equity and Venture Capital sector. The analysis is based on the information provided by the Private Equity Houses.

This paper provides an in depth snapshot of the market performance in 2018, with references and comparisons to historical data where appropriate.

Definitions and glossary

- **AIFI** – Italian Private Equity, Venture Capital and Private Debt Association.
- **Bank** – institution where one can deposit and borrow money and take care of financial affairs; in this document, there is a particular focus on banks which make investments in equity.
- **CAGR** – Compound Annual Growth Rate.
- **Cash In** – Total cash inflows since the beginning of the investment (e.g. dividends, partial and total divestments).
- **Cash Out** – Total cash outflows since the beginning of the investment (e.g. initial investment, further investments, potential capital increases).
- **Country Fund** – player mainly focused on the Italian market.
- **Development** – type of investment in Venture Capital made during a company's development stage, intended to expand an existing business.
- **Early Stage** – type of investment made during the early life of a company.
- **IRR (Internal Rate of Return)** – the annual compound return on an investment calculated on the basis of cash inflows and outflows.
- **MBO/MBI (Management Buy Out/Management Buy In)** – acquisitions resulting in a shareholding structure which includes a group of managers. The terms Buy Out or Buy In depend on whether the group of managers is internal or external to the target company.
- **Pan-European Private Equity firm** – players that manage or advise, through a network of advisors, a significant amount of money, mainly raised from European or worldwide mega funds, often without any specific geographical allocation.
- **Private Equity and Venture Capital activities** – sector of investments in equity made by professional investors.
- **Replacement** – type of investment in risk capital mainly made in order to replace minority shareholders.
- **SGR** – a management company authorised by Italian Law to solely manage closed-end funds.

Methodology

The analyses presented in this document and all the information and data used to calculate the market performance were provided to AIFI and KPMG Corporate Finance on a confidential basis; the data provided by Private Equity Houses have been integrated with publicly available information. All the information presented in this paper refers to aggregated data and/or data analysed by macro category.

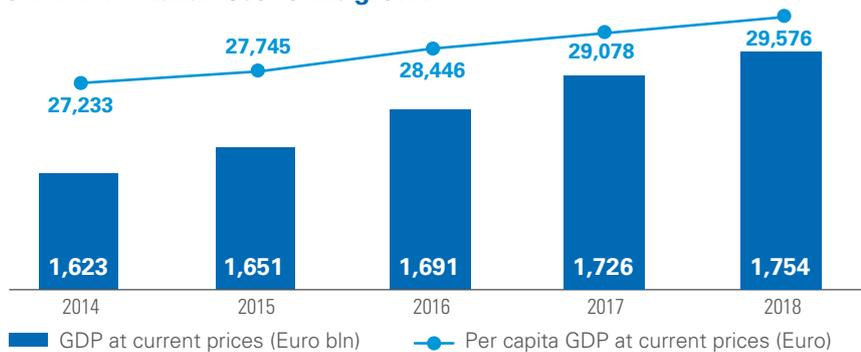
Performance data are expressed in terms of Gross Pooled IRR, calculated using monthly flows regarding equity investments only. In particular, this return represents the weighted average performance of the total transactions carried out by Private Equity Houses and not an average of the performance of each Private Equity House. In practice, the Italian market is considered as a combined Private Equity House, where total return is given by the total amount of inflows and outflows, considered on a monthly basis, related to the monitored transactions.

It is worth noting that the following analyses consider solely the transactions for which all the details required for estimating the performance were available; consequently, transactions with just partial and/or incomplete data available were not considered.

The Italian macroeconomic framework

Below is a brief overview of the Italian economy key indicators over the last five years, from 2014 to 2018, to provide a framework for the Private Equity Houses activity in the market.

CHART 1 – Italian economic growth



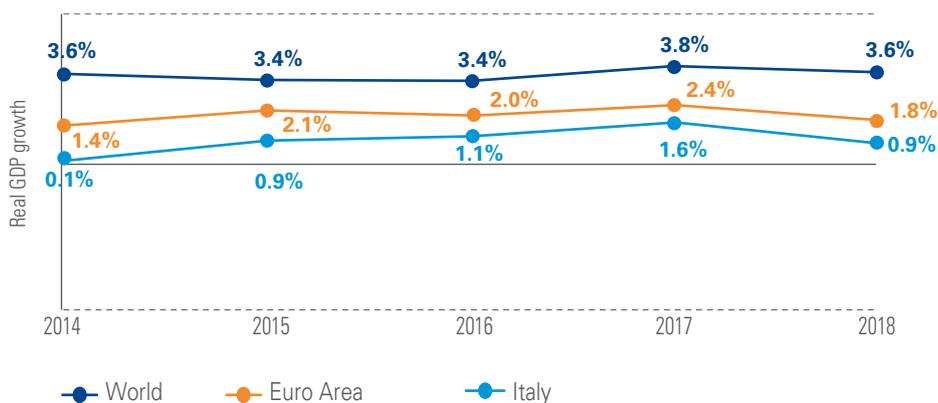
Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

During the time-frame 2014-2018, Italian GDP (at current prices) registered a slightly positive trend (from Euro 1,623 billion in 2014 to Euro 1,754 billion in 2018). As reported on the Statistical Bulletin provided by Banca D'Italia in April 2019, despite the world trade contraction, Italy delivered a positive trend in foreign trade, this explains the increase in terms of GDP even if at a lower pace with respect to 2017. The last quarter of 2018 was characterized by a downturn in investments, manufacturing and services. For the current year, private and institutional operators reduced their growth estimates due to the economic trend achieved in the first quarter of 2019.



Since 2014-2018, Italian GDP has recorded a slight positive trend

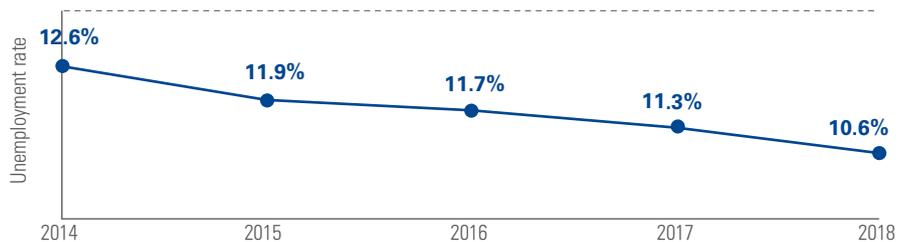
CHART 2 – Real GDP growth



Source: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2019

Real GDP growth rates showed different trends among various geographical areas. Italy, in particular, started its recovery later compared to both the Euro Area and the rest of the world economy. At a global level, the GDP growth remained stable at +3.6%, while in the Euro Area growth rate decreased (+1.8% in 2018 vs +2.4% in 2017). The Italian GDP trend is aligned with to the Euro Area experiencing a decrease to 0.9% (vs 1.6% in 2017).

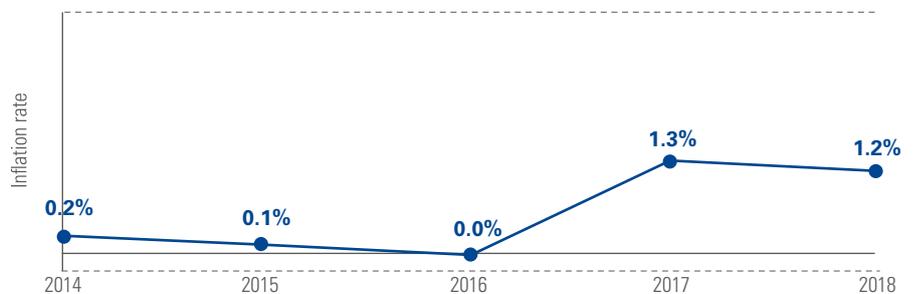
CHART 3 – Italian unemployment rate



Source: ViewsWire Economist Intelligence Unit

The Italian labour market conditions remained critical. In the private sector permanent job contracts increased due to government incentives for the transformation of temporary job contracts into permanent ones. Despite the overall decrease in the unemployment rate in 2018, which decrease to 10.6% in 2018 from 11.3% in 2017, in the last quarter of 2018 the unemployment rate increased by approximately 0.3%.

CHART 4 – Italian inflation rate



Source: Banca D'Italia Bulletin



Inflation confirmed itself over the threshold of 1% 2018

In 2018, the national inflation rate confirmed itself over the threshold of 1%. Operators are expecting an inflation increase to 1.5% for 2019, due to the rise of salaries in the private sector and to the alignment of inflation expectations.

Italian Private Equity and Venture Capital performance in 2018

The following analyses cover only the performance (in terms of Gross Pooled IRR) of the investments made by Private Equity Houses during the year 2018.

Specifically, the analyses include two main performance indicators:

- **'From Inception' Gross Pooled IRR** (also defined, according to international standards, as 'Gross Pooled IRR on Realised Investments'), showing the performance of divestments realised in the year 2018, regardless of when the initial investment was made;
- **'By Horizon' Gross Pooled IRR** (also defined, according to international standards, as 'Gross Pooled IRR on All Investments'), showing the performances of investments made during the analysed periods (1, 3, 5 and 10 years), regardless of whether they were divested or they are still in portfolios; for the investments still in the portfolios, the operators' year-end valuations are used.

How did 2018 perform?

'From Inception' Gross Pooled IRR

We measured the performance using all cash outflows (Cash Out) and inflows (Cash In) related to divestments realised during 2018; flows are considered on a pro quota basis for partial divestments.

This analysis, which focuses only on divestments realised during the year, excludes any valuation of investments still in portfolio and provides clear and objective results.

TAB. 1 – ‘From Inception’ main sample

	2014	2015	2016	2017	2018
No. of PE included in the research panel	91	80	75	82	83
No. of PE presenting realised investments	41	43	40	39	40
No. of realised investments 'From Inception'	95	74	64	91	105
Average investment size (Euro mln)	17.7	18.7	23.6	24.5	9.6
Total Cash Out (Euro mln)	1,681	1,382	1,511	2,228	1,009
Total Cash In (Euro mln)	3,489	3,333	3,364	4,564	2,204
Average cash multiple	2.1x	2.4x	2.2x	2.0x	2.2x



The overall performance is characterized by several positive medium size transactions

The overall performance (in terms of Gross Pooled IRR from Inception) remained substantially in line compared to the previous two years.

The number of recorded realised investments increased from 91 in 2017 to 105 in 2018.

Despite the increase in the number of divestments, Total Cash In decreased to Euro 2,204 mln in 2018 from Euro 4,564 mln in 2017 and Total Cash Out decreased to Euro 1,009 mln in 2018 from Euro 2,228 mln in 2017.

The Private Equity and Venture Capital market was characterized by several divestments of medium size companies, classified as “good transactions”; developed with low initial Cash Out and high Cash In returns.

The number of Private Equity and Venture Capital Houses realising investments, remained stable (40 in 2018 compared to 39 in 2017).

The result in terms of Yearly Pooled IRR remained very positive, considering in 2018 the sample did not include “mega-deals” or “IPOs” which contributed, significantly, in the past few years, to the positive returns expressed in this analysis.

In 2018, the average investment size strongly decreases to Euro 9.6 mln from Euro 24.5 mln in 2017. In 2018 larger transactions being recorded were mainly on the investment side. Several foreign Private Equity Houses have invested in Italy despite the political uncertainty and a weakening macro-economic scenario.

The average cash multiple increased to 2.2x in 2018 from 2.0x in 2017, an additional positive result.

In contrast with the previous positive evidence, Write-Off increased in 2018, both in terms of number and Cash Out.

TAB. 2 – ‘From Inception’ performance

	2016	2017	2018
Yearly Pooled IRR	14.5%	12.5%	16.9%
Upper quarter (by performance)	36.6%	42.2%	49.3%
Upper quarter (by investment size)	15.1%	12.3%	16.4%

For the purpose of these analyses, coherently with previous years, it has been considered appropriate to take into consideration only returns obtained on the equity investments and not additional returns that may have been obtained from different investment instruments.

The Yearly Pooled IRR realized on divestments made in 2018 is 16.9% recording a significant increase compared to the 12.5% for 2017. The current performance was affected, on one hand, from extremely positive transactions and on the other hand, transactions entirely or partially written off¹.

The analyses by upper quartile confirm that the whole market trend is strongly impacted by the returns on larger deals. In particular, if returns in the upper quartile by performance (the cluster which includes the top 25% of transactions with the highest returns) show an IRR of 49.3%, the top quartile performance by investment size (the cluster which includes the top 25% of transactions with the highest investment amount) reflects an IRR of 16.4%, a result very close to the overall performance.

16.9%

The Yearly Pooled IRR realized on divestments made in 2018

TAB. 3 – Performance distribution by IRR class

	Cash Out			Cash In			No. of transactions		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Write-Off	3.1%	1.4%	16.2%	0.0%	0.0%	0.9%	11	8	24
Negative	1.6%	11.4%	6.9%	0.2%	0.5%	1.5%	8	11	11
0% - 10%	31.7%	20.5%	21.9%	17.9%	11.0%	14.5%	21	35	29
10% - 20%	26.3%	48.1%	12.9%	20.2%	62.6%	12.6%	7	12	10
20% - 30%	17.7%	6.3%	10.9%	22.3%	7.1%	10.8%	9	11	7
30% - 40%	3.4%	3.6%	11.7%	4.8%	3.7%	16.0%	3	5	12
40% - 50%	2.7%	4.4%	8.6%	6.8%	5.2%	15.0%	1	3	5
50% - 100%	12.5%	4.3%	8.5%	25.4%	9.8%	18.2%	3	6	5
100% - 500%	1.0%	0.0%	2.4%	2.3%	0.0%	10.3%	1	0	2
Total (Euro mln)	1,511	2,228	1,009	3,364	4,564	2,204	64	91	105

The performance distribution by IRR classes (see Table 3) better explains the 2018 performance.

Write-Offs and transactions with negative returns rose in 2018. Write-Offs increased markedly from 8 to 24, however transactions performing a negative IRR remained stable to 11, even if recording a lower Cash Flow incidence (i.e. 6.9% in 2018 vs 11.4% in 2017).

¹ Total and partial Write Offs were considered to compute the 'From Inception' Gross Pooled IRR; Write Offs are partial when transactions are written down by more than 80% of the original investment value.

Lower performance divestments (0%-10% IRR) registered a decrease by number (29 in 2018 vs 35 in 2017) and an increase by Cash Out incidence (21.9% in 2018 vs 20.5% in 2017).

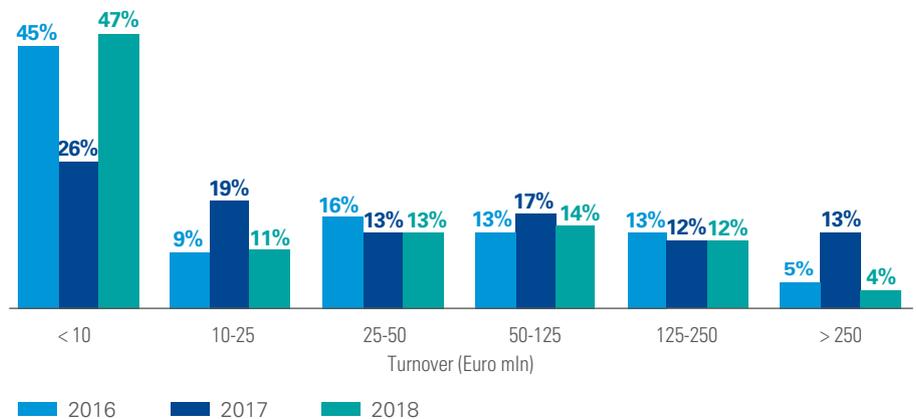
The IRR cluster including transactions between 10% and 20% recorded 10 deals. The incidence in terms of number decreased significantly in 2018 compared to 2017, when the performance was impacted by a single large transaction.

Divestments performing more than a 20% IRR and less than 30% decreased by number (i.e. 7 in 2018 vs 11 in 2017) and increased in terms of Cash Out incidence (i.e. 10.9% in 2018 vs 6.3% in 2017).

The IRR class 30% to 40% accounted for 12 transactions, representing 11.7% of Cash Out incidence and 16% in terms of Cash In. These transactions mostly involved target companies with sales below Euro 50 mln, held in a portfolio for approximately 4 years.

In 2018, the higher returns cluster (with a performance higher than 40%) included 12 transactions (vs 9 in 2017) representing the 19.5% of Cash Out and the 43.5% of Cash In. Out of these twelve, two had "outstanding returns" (IRR higher than 100%).

CHART 5 – Breakdown by target turnover (incidence by number)



47% of the disinvestments concern companies with a turnover of less than 10 million euros

The breakdown by target turnover (meaning the turnover at the time a the first investment) shows a prevailing incidence of divestments related to small-medium sized companies (with turnover lower than Euro 50 million), which represented 70.2% of the total sample (12.4% more compared to 2017 and in line with 2016).

For Private Equity and Venture Capital Houses small-medium companies remain the most interesting target, as reported in the last 5 years historical trend (i.e. 71% in 2013, 68% in 2014 and 65% in 2015).

The incidence of transactions related to larger companies (with a turnover higher than Euro 250 million) decreased to 4% in 2018 (from 13% in 2017, when a single transaction involved several operators).

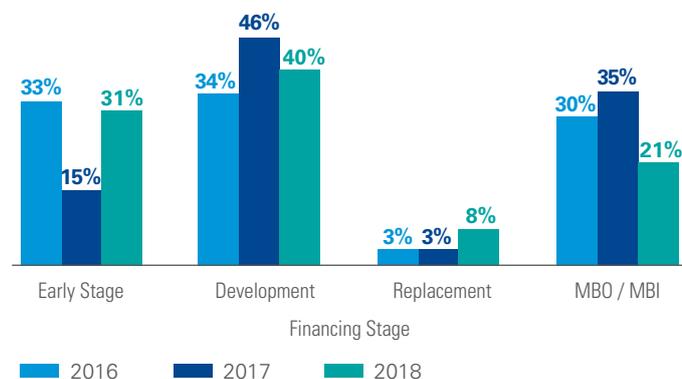
TAB. 4 – Transaction breakdown by target turnover (Yearly Pooled IRR)

Turnover (Euro mln)	2017		2018	
	No.	IRR	No.	IRR
<50	52	13.6%	73	16.0%
50 - 250	26	8.6%	27	21.2%
>250	12	13.1%	4	12.2%

The breakdown by target turnover, highlights, in terms of IRR:

- Increasing returns performed by investments in smaller target companies (i.e. 16% in 2018 vs 13.6% in 2017). This cluster recorded the highest results since 2015 (i.e. 22.0% in 2015, 11.3% in 2016, 13.6% in 2017).
- Increasing returns performed by investments in medium size target companies (i.e. 21.2% in 2018 vs 8.6%), with the number of transactions remaining stable.
- Positive returns for investments in larger companies (i.e. 12.2%) despite the decrease in the number of deals.

CHART 6 – Transaction breakdown by financing stage (incidence by number)



Compared to last year, the MBO / MBI transactions decreased (i.e. 21% in 2018 vs 35% in 2017). The Development cluster remained stable, even if slightly decreasing in terms of incidence, to 40% (vs 46% in 2017).

The most noteworthy increase is recorded in the Early Stage group, its incidence was about 31%, in line with 2016, however in 2017 showed a decrease to 15%.



Development transactions recorded the highest increase for the last five years

TAB. 5 – Transaction breakdown by financing stage (Yearly Pooled IRR)

	Early Stage		Development		Replacement		MBO/MBI	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
No. of transactions	14	33	42	42	3	8	32	22
Yearly Pooled IRR	2.1%	4.4%	6.3%	17.7%	8.6%	24.2%	13.4%	16.9%

In 2018, each financing stage increased their relative Yearly Pooled IRR. The MBO/MBI cluster saw a decrease in terms of number of transactions (i.e. 22 in 2018 vs 32 in 2017) but rose by IRR (16.9% in 2018 vs 13.4% in 2017).

The Replacement cluster (8 deals) performed a return of 24.2%, improving the IRR recorded in 2017 (i.e. 8.6%) relating to 3 transactions.

The Development cluster provided a significant increase in terms of performance, recording the highest return since 2013 (i.e. 17.7% in 2018, 6.3% in 2017 and 18.4% in 2013) with a stable context by number of deals.

Early Stage deals were historically characterized by a higher volatility and negative returns (-1.6% in 2013, -0.8% in 2014, -17.6% in 2015, 4.1% in 2016, and 2.1% in 2017). In 2018 this cluster performed an IRR equal to 4.4% recording a positive result for the third year in a row. It is worth noting, that in 2018 the Early Stage cluster recorded its best performance since 2009 (i.e. 34.8% in 2009).

The impact of Write-Offs on 2018 performance

This section provides a more detailed outline of Write-Offs recorded in 2018, in order to better understand their evolution and their incidence – by number and by investment size – across the various clusters analysed in the ‘From Inception’ analyses.

As already noted, both total Write-Offs (depreciation of 100% of the investment value) and partial Write-Offs are considered in the ‘From Inception’ analysis; for the purposes of this survey, partial Write-Offs refer to those transactions that are significantly written down (by more than 80% of the investment value).

The historical trend since 2013, displayed a constant reduction of Write-Offs both in terms of number and Cash Out that was interrupted in 2018 by a strong increase of Write-Offs number and amount.



The Write-Offs historical decreasing trend was interrupted in 2018 by a strong increase of Write-offs both by number and by Cash Out

TAB. 6 – Write Offs historical trend

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Write Offs (No. Of transactions)	17	16	29	34	39	24	24	11	8	24
Total sample (No. Of transactions)	42	52	85	82	102	95	74	64	91	105
Incidence by number	40%	31%	34%	41%	38%	25%	32%	17%	9%	23%
Write Offs (Cash Out) in Euro mln	704	366	274	311	419	183	103	47	32	164
Total sample (Cash Out) in Euro mln	836	628	1,784	840	2,115	1,681	1,382	1,511	2,228	1,009
Incidence by Cash Out	84%	58%	15%	37%	20%	11%	7%	3%	1%	16%

Among the 105 monitored transactions in 2018, 24 deals were Write-Offs. Of these 18 were total Write-Offs and 6 were considered as partial. In 2017, there were 8 total Write-Offs, in 2016 there were 10 total Write-Offs and 1 partial.

In 2018 Write-Offs Cash Out amounted to Euro 164 mln, equal to 16% of total Cash Out, showing an increase compared to the previous year (Euro 32 mln representing 1% for 2017).

CHART 7 – Incidence of Write-Offs in 2016-2018 (by number and by Cash Out)

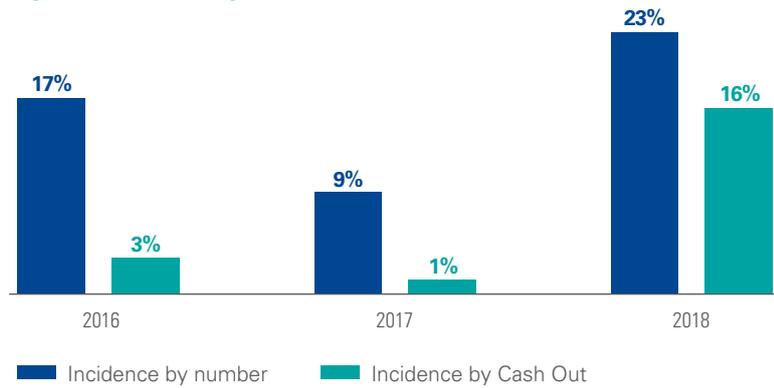


CHART 8 – 2018 Write-Offs: breakdown by target size (incidence by number and by Cash Out)

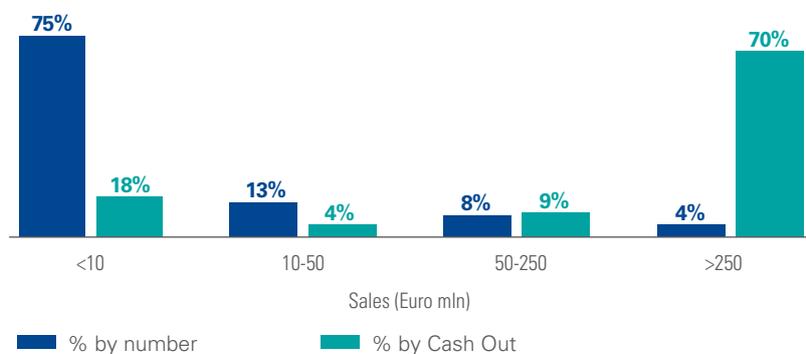
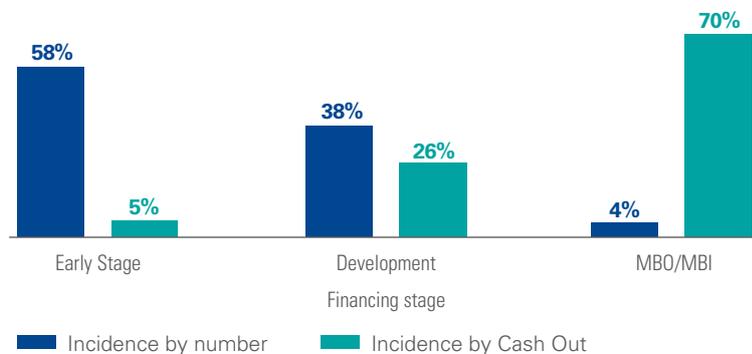


Chart 8 highlights the strong polarisation of Write-Offs in terms of number and Cash Out. Target companies showing a turnover lower than Euro 10 mln represented 75% of the Write-Off sample in 2018. Write-Offs in terms of Cash Out were concentrated in the cluster with the largest turnover (more than 250 mln), accounting for 70% of total Write-Off in terms of Cash Out.

CHART 9 – 2018 Write-Offs: breakdown by financing stage (incidence by number and by Cash Out)



The Write-Off analysis based on the financing stage, highlights that more than half of the Write-Offs (i.e. 58%) concern the Early Stage cluster, with an incidence in terms of Cash Out equal to 5%. The Development cluster accounted for 38% by number and 26% by Cash Out. MBO/MBIs Write-Offs were equal to only 4% by number but represented 70% of Total Cash Out.

1, 3, 5 and 10 year performance

'By Horizon' Gross Pooled IRR

These analyses consider all the investments made in the reference time-frames (1, 3, 5 and 10 years), regardless of whether these investments have been (partially or totally) divested or if they are still in PE's portfolios ('Gross Pooled IRR on All Investments').

Concerning investments still in portfolios, it is worth noting that the year-end valuation has been provided directly by the Private Equity Houses; furthermore it should be pointed out that the 'By Horizon' figures are subject to the 'average rolling' method relating to the specific time-frames.

- 1 YR: Gross Pooled IRR analysed in the 2018;
- 3 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2016 to 2018;
- 5 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2014 to 2018;
- 10 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2009 to 2018.

TAB. 7 – 'By Horizon' main sample

2018	1YR	3YR	5YR	10YR
Active PE houses	50	70	84	130
No. of transactions	105	301	511	1115
<i>of which: - realised investments</i>	-	19	78	410
<i>- investments still in portfolio</i>	105	282	433	705
Average investment size (Euro mln)	42,5	24,3	21,3	18,4
Total Cash Out (Euro mln)	4,467	10,051	13,994	23,652
Total Cash In (Euro mln)	4,467	10,637	16,111	32,312
Average (implied) cash multiple	1.0x	1.1x	1.2x	1.4x

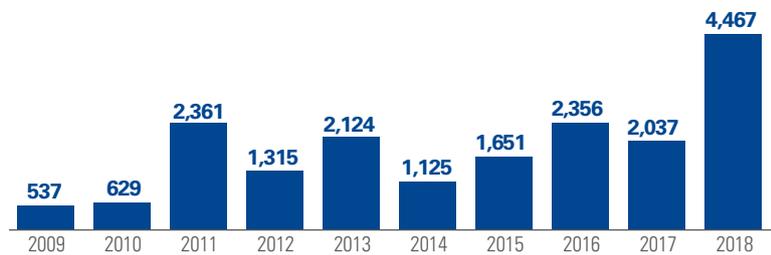
The structure and composition of the samples (in terms of number of active Private Equity Houses involved, number of transactions and investment volumes), across the different time-frames taken into consideration, should ensure reliable and statistically significant analyses.

Focusing on the 1YR Horizon (which includes the investments carried out during 2018), it is possible to observe 105 new investments vs 93 in 2017. The related investment size increased markedly to Euro 42.5 mln in 2018 from Euro 21.9 mln in 2017 due to a higher number of larger investments being carried out (please see Chart 10).

The Average Cash Multiple observed in the 5YR Horizon highlights a slight decrease (i.e. 1,2x in 5YR 2018 vs 1,3x in 5YR 2017), while the 10YR Horizon remained stable (i.e. 1,4x in 10YR 2018 vs 1,4x in 10YR 2017).

Even though time frames of 1YR and 3YR are less significant than the others, Cash Multiples remains stable for both of them (i.e. 1.0x for 1YR and 1.1 for 3YR).

**CHART 10 – Investments 1YR historical analysis by volumes
(Data in Euro mln)**



The 1YR analysis records, for 2018, the highest Cash Out invested by Private Equity Houses, since 2009 when the 1YR Horizon has been monitored for the first time in this survey. This result is attributed to several mega deals and larger investments carried out in 2018.

Industry figures provided by AIFI confirms 2018 as the most important year in terms of invested amount carried out by Private Equity Houses in Italy.

Foreign investors, both European and non-European, increased their interest in Italian companies.

Across the board, performances have been affected by the strong injection of new investments mainly valued at cost, strongly affecting the return analysis for the next years.

It should be noted that the majority of the analysed investments did not involve exits from Private Equity Houses, consequently there is no specific connection between this analysis and the “From Inception” one.

TAB. 8 – ‘By Horizon’ performance

2018	3YR	5YR	10YR
Yearly Pooled IRR	5.1%	9.0%	12.8%
Upper quarter (by performance)	13.0%	28.2%	33.7%
Upper quarter (by investment size)	3.1%	6.9%	12.8%

2017	3YR	5YR	10YR
Yearly Pooled IRR	7.0%	18.0%	12.5%
Upper quarter (by performance)	37.6%	34.8%	29.1%
Upper quarter (by investment size)	4.8%	18.2%	13.1%

Focusing on the 10YR Horizon (the most statistically significant), we observe an increase in the overall performance: 12.8% for 2018 vs 12.5% for 2017, mainly due to the exit from the 10YR Horizon of investments carried out in 2008, characterized by lower returns.

The upper quartile by performance highlights an increase (33.7% in 2018 vs 29.1% in 2017), however the upper quartile by Cash Out shows a slight decrease (12.8% in 2018 vs 13.1% in 2017).

Regarding the 5YR Horizon, the overall performance decreased: (9.0% in 2018 vs 18.0% in 2017), mainly due to the combination of two factors: on one hand the exit from the time frame of 2013 investments characterized by significant volumes and returns, on the other hand investments carried out in 2018 and recorded at cost (with an implicit IRR equal to 0.0%), for a total amounting of Euro 4,467 mln which is more than double the average investments values for the previous 10 years equal to Euro 1,860 mln.

TAB. 9 – Breakdown of the Investments still in portfolios (by number and by Cash Out)

10YR	No. of transactions			Cash Out		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Book value deals	53.4%	58.5%	61.7%	45.2%	55.2%	70.0%
Revalued deals	29.1%	26.8%	26.5%	36.5%	28.7%	21.0%
Devalued deals	17.5%	14.7%	11.8%	18.3%	16.1%	9.0%
Investments still in portfolio (No. and Euro mln)	701	723	705	11,420	12,769	16,650

Focusing on the longest and most statistically significant time-frame (10YR), the analysis on the investments still in portfolios confirms the consolidated practice followed by many Private Equity Houses of valuing their portfolio investments at cost.

Indeed, we observed a further significant increase in the analysed period (2016-2018) both in terms of incidence by number (61.7% in 2018, 58.5% in 2017 and 53.4% in 2016) and by Cash Out (70.0% in 2018, 55.2% in 2017 and 45.2% in 2016). This trend was further impacted by the higher volumes invested in 2018 mainly recorded at cost by Private Equity and Venture Capital Houses.

The revalued deals showed a decrease both by number (26.5% in 2018 vs 26.8% in 2017) and by Cash Out (21.0% in 2018 vs 28.7% in 2017).

Depreciated deals decreased by number (11.8% in 2018 vs 14.7% in 2017) and in terms of Cash Out (9.0% in 2018 vs 16.1% in 2017).

It should be pointed out that the depreciated deals cluster does not include Write-Offs (neither partial, or total), as they are considered, for the purpose of these analyses, within realised investments. This is the reason why the devalued deals suffered a strong decrease in 2018, due to the higher incidence of Write-Offs being recorded.

Analysis of performance by Private Equity House category

In line with the previous years, specific analyses on performance by Fund category are provided. Such analysis provide a breakdown into three categories (Country Funds/SGR, Banks and Pan-European Private Equity), in order to analyse their specific investment volumes and performances in terms of Gross Pooled IRR 'From Inception'.

TAB. 10 – 'From Inception' performance by fund category

	No. of transactions		Cash In (Euro mln)		Cash Out (Euro mln)		Yearly Pooled IRR	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Country Funds/SGR	84	84	1,786	956	1,027	578	10.5%	10.0%
Banks	0	6	0	304	0	128	0.0%	29.5%
Pan-European PE firms	7	15	2,778	944	1,201	302	13.3%	25.5%

80%
Transactions carried out
by Country Fund/SGR

The 'From Inception' analysis by Fund category highlights that, in the Italian Private Equity and Venture Capital market, Country Funds/SGR account for approximately 80% of all transactions. Pan-European PE firms recorded a concentration fewer deals with the highest values.

In contrast with 2017, in 2018 in terms of investment volumes, Country Funds/SGR firms were the category that divested more (reaching approximately 58% of total Cash Out), recording a stable, positive performance equal to 10.0% (vs 10.5% in 2017).

Even if less significant than other clusters in terms of number (i.e. 6 transactions in 2018 vs 0 in 2017) and volumes, banking operators achieved the highest return in 2018, a 29.5% IRR.

Pan-European PE firms recorded an increasing performance compared to 2017, reaching a Yearly Pooled IRR equal to 25.5%, in line with previous years (i.e. 20.9% in 2013, 23.0% in 2014, 31.8% in 2015 and 19.1% in 2016).

The sample does not include all the investments made by Pan – European Private Equity firms, that do not have offices in Italy. Therefore the analysis related to these firms may not be complete and only indicative, considering the smaller number of transactions carried out by these funds.

Appendix

The following tables provide further analysis on the 'From Inception' sample.

TAB. 11 – IRR 'From Inception' distribution by way out

	Trade Sale	
	2017	2018
No. of transactions	83	81
Yearly Pooled IRR	12.7%	19.8%

Note: the table shows the returns obtained by 2016 and 2017 divestments without taking into consideration the impact of Write-Offs.

TAB. 12 – 2018 IRR 'From Inception' distribution by time gap between first investment and divestment

2018	< 2	2-3	3-4	4-5	5-7	> 7
No. of transactions	5	15	13	12	35	25
Yearly Pooled IRR	-170%	90.3%	8.1%	24.0%	17.1%	3.3%

TAB. 13 – 2018 IRR 'From Inception' distribution by target industry

Industry	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Food&Beverage	8	50.1%	459	124
Industrial manufacturing and similar	15	29.3%	382	107
Energy and Chemicals	19	11.5%	297	180
ICT	15	15.3%	182	75
Consumer goods	18	18.2%	529	286
Financial Institutions	7	6.4%	214	132
Pharma-Healthcare	3	-15.4%	4	12
Other	20	5.7%	137	94

TAB. 14 – 2018 IRR 'From Inception' distribution by stake held

Stake held	No. of transactions	Yearly Pooled IRR	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
<5%	7	4.7%	174	122
5% - 10%	6	2.6%	62	51
10% - 25%	27	11.4%	302	179
25% - 50%	24	15.0%	545	296
>50%	24	13.1%	3,475	1,574

Contacts

Maximilian P. Fiani

Partner

KPMG Corporate Finance

Tel. +39 02 6764 3647

Email: mfiani@kpmg.it

Paolo Mascaretti

Partner

Head of KPMG Private Equity Line of Business

Tel. +39 02 6764 3776

Email: pmascaretti@kpmg.it

kpmg.com/it

kpmg.com/app



Le informazioni contenute in questo rapporto sono tratte da fonti pubblicamente disponibili. KPMG Advisory S.p.A. non attesta né garantisce in nessun modo l'accuratezza, la completezza e la correttezza delle informazioni ivi contenute. Tali informazioni vengono analizzate e presentate unicamente allo scopo di descrivere alcune dinamiche del mercato italiano del private equity e venture capital. KPMG Advisory S.p.A. non si assume alcuna responsabilità per la perdita o i danni che potrebbero derivare dall'uso improprio di questo rapporto o delle informazioni ivi contenute.

The information contained in this report comes from publicly available sources. KPMG Advisory S.p.A. does not in any way guarantee the accuracy, completeness and correctness of the information contained herein. This information is analysed and provided solely for the purposes of describing certain of the dynamics of the Italian private equity market. This report is not a sales offer nor a solicitation for purchases of any type. KPMG Advisory S.p.A. will not accept any responsibility for loss and damage deriving from the improper use of this report or the information contained herein.

© 2019 KPMG Advisory S.p.A., è una società per azioni di diritto italiano e fa parte del network KPMG di entità indipendenti affiliate a KPMG International Cooperative ("KPMG International"), entità di diritto svizzero. Tutti i diritti riservati.
Denominazione e logo KPMG sono marchi registrati di KPMG International.

Stampato in Italia
Data di pubblicazione: luglio 2019

© 2019 KPMG Advisory S.p.A., an Italian limited liability share capital company and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved.
The KPMG name and logo are registered trademarks or trademarks of KPMG International.

Printed in Italy
Publication date: July 2019

Grafica: New! srl - www.newadv.com