



Sustainable Returns

Italian Private Equity and Venture
Capital Market: 2017 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 154 Paesi del mondo con circa 200 mila professionisti. In Italia, KPMG conta circa 4 mila 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 154 countries with 200,000 respected professionals. In Italy, KPMG provides its services thanks to 4,000 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 2017	11
Cosa è successo nel 2017?	12
L'impatto dei Write-Off sulla performance 2017	17
Le performance a 1, 3, 5 e 10 anni	19
Analisi della performance per tipologia di operatore	21
Appendice	22
English Version	23

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 2017 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, ovvero la sommatoria dei flussi di cassa in entrata per ciascun investimento effettuato dal fondo (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, ovvero la sommatoria dei flussi di cassa in uscita per ciascun investimento effettuato dal fondo (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.

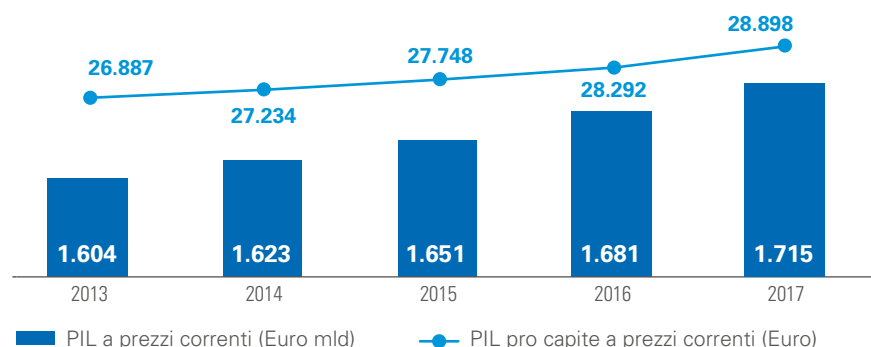
I dati di performance presentati sono espressi in termini di IRR Lordo Aggregato, calcolato sulla base di flussi mensili (sia in entrata che in uscita) degli investimenti in capitale di rischio. Si segnala come tale dato rappresenti la media ponderata dei rendimenti della totalità degli investimenti 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 (2013-2017).

GRAFICO I – Crescita economica in Italia



Fonte: elaborazione KPMG Corporate Finance su dati Economist Intelligence Unit

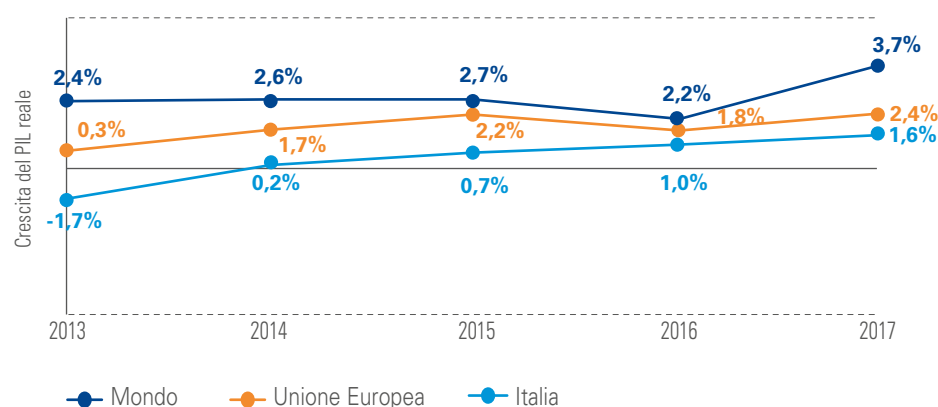
Il Prodotto Interno Lordo (a prezzi correnti) evidenzia, nell'orizzonte temporale 2013-2017, una crescita lieve ma costante (da Euro 1.604 miliardi nel 2013 a Euro 1.715 miliardi nel 2017).

Da quanto emerge dal Bollettino della Banca d'Italia di Gennaio 2018, il PIL del nostro Paese è stato principalmente influenzato dalla domanda interna, dagli investimenti in beni strumentali e da un rialzo delle esportazioni. Il settore dei servizi è rimasto stabile mentre l'industria, trainata da una forte espansione della manifattura e da una ripresa nelle costruzioni, ha dato un forte impulso alla crescita.



Dal 2013 il PIL italiano ha registrato una crescita lieve ma costante

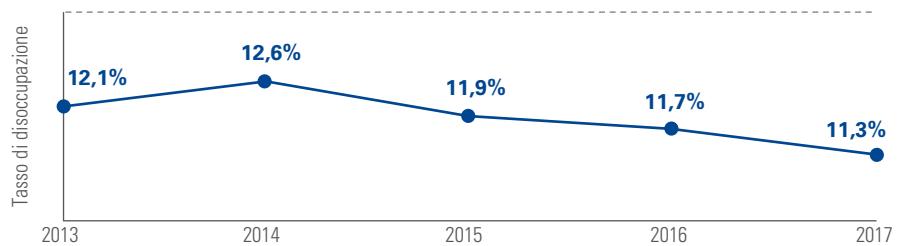
GRAFICO II – Crescita del PIL reale



Fonte: elaborazione KPMG Corporate Finance su dati Economist Intelligence Unit

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 mostra un significativo rialzo (+3,7% nel 2017 vs +2,2% nel 2016), anche l'economia europea ha guadagnato terreno (+2,4% nel 2017 vs +1,8 nel 2016). La crescita del PIL italiano ha confermato il trend positivo iniziato nel 2014 riuscendo a raggiungere l'1,6% nel 2017.

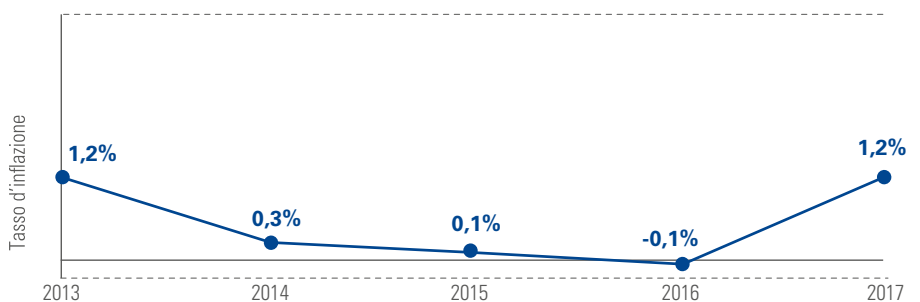
GRAFICO III – Tasso di disoccupazione in Italia



Fonte: elaborazione KPMG Corporate Finance su dati Economist Intelligence Unit

Le condizioni del mercato del lavoro in Italia permangono critiche anche se i dati relativi agli ultimi mesi del 2017 confermano il trend di diminuzione del tasso di disoccupazione totale (11,3% nel 2017 vs 11,7% nel 2016).

GRAFICO IV – Tasso di inflazione in Italia



Fonte: elaborazione KPMG Corporate Finance su dati Economist Intelligence Unit



Nel 2017 l'inflazione raggiunge l'1,2%

Nel 2017 si è verificata una vera e propria inversione di tendenza, l'inflazione è aumentata raggiungendo i livelli dei prezzi del 2013.

La performance del mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2017

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 2017.

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 2017?

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 2017 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'

	2013	2014	2015	2016	2017
Operatori inclusi nella ricerca	95	91	80	75	82
Operatori che presentano operazioni realizzate	55	41	43	40	39
Numero transazioni dismesse	102	95	74	64	91
Dimensione media dell'investimento (Euro mln)	20,7	17,7	18,7	23,6	24,5
Cash Out complessivo (Euro mln)	2.115	1.681	1.382	1.511	2.228
Cash In complessivo (Euro mln)	4.809	3.489	3.333	3.364	4.564
Cash multiple medio	2,3x	2,1x	2,4x	2,2x	2,0x

La performance generale (in termini di IRR aggregato lordo) rimane positiva in linea con i due anni precedenti, anche se lievemente in calo.

Il numero dei disinvestimenti effettuati da parte degli operatori del campione oggetto di analisi risulta incrementato da 64 nel 2016 a 91 nel 2017. Il numero di operatori di Private Equity e Venture Capital che hanno realizzato delle dismissioni è rimasto sostanzialmente stabile (da 40 nel 2016 a 39 nel 2017). A seguito del significativo aumento del numero di disinvestimenti rispetto al 2016, il Cash In totale ha raggiunto quota Euro 4.564 mln (rispetto ai 3.364 mln di Euro del 2016).

Il Cash Out totale è passato da Euro 1.511 mln nel 2016 a Euro 2.228 mln nel 2017.

Il Cash In e il Cash Out ritornano ai livelli del 2013, anno significativo in termini di IRR Lordo Aggregato per effetto di tre grandi operazioni (un trade sale e due IPO).

Nel 2017 non si registrano operazioni di portata simile a quelle del 2013 ma è stata completata una delle dismissioni iniziate nel 2013 e l'anno è stato caratterizzato da molteplici buone operazioni di medie dimensioni.



La performance generale nel 2017 è caratterizzata da molteplici buone operazioni di medie dimensioni

Nell'anno di analisi la dimensione media degli investimenti realizzati è cresciuta da 23,6 mln di Euro nel 2016 a 24,5 mln di Euro nel 2017 come dimostra l'incremento del Cash Out.

Il multiplo medio di uscita implicito (cosiddetto 'cash multiple') rimane stabile su valori elevati (2,0x nel 2017 vs 2,2x nel 2016) a riprova della positività dell'anno 2017.

In aggiunta, l'incidenza delle partecipazioni soggette a Write-Off è diminuita sia per numero che per controvalore.

TAB. 2 – La performance 'From Inception'

	2015	2016	2017
IRR Lordo Aggregato	17,8%	14,5%	12,5%
Quartile superiore per performance	61,2%	36,6%	42,2%
Quartile superiore per ammontare investito	17,4%	15,1%	12,3%

12,5%

Performance delle operazioni disinvestite nel 2017

Nel complesso, la performance delle operazioni disinvestite nel 2017 si attesta a 12,5% (i.e. 14,5% nel 2016). La valutazione in termini di IRR lordo aggregato è positiva se si considera che nel 2017 il settore del Private Equity in Italia non è stato interessato da "mega-deals" o "IPO" che, per le caratteristiche del nostro mercato, spostano in maniera significativa il rendimento espresso in questa analisi. 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.

L'analisi della performance per quartile conferma come l'IRR del mercato sia influenzato dai rendimenti delle operazioni di maggiori dimensioni. Se il quartile superiore in termini di performance (il cluster costituito dal 25% dei disinvestimenti con i rendimenti maggiori) ha visto crescere il suo rendimento a 42,2%, il quartile superiore per ammontare investito (il cluster che raggruppa il 25% delle operazioni caratterizzate dai maggiori controvalori investiti) ha evidenziato un rendimento del 12,3%.

TAB. 3 – Breakdown per classe di IRR realizzato

	Cash Out			Cash In			N° transazioni		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Write-Off	7,5%	3,1%	1,4%	0,3%	0,0%	0,0%	24	11	8
Negativo	8,3%	1,6%	11,4%	1,1%	0,2%	0,5%	14	8	11
0% - 10%	7,5%	17,9%	20,5%	4,2%	17,9%	11,0%	18	21	35
10% - 20%	20,8%	20,2%	48,1%	14,2%	20,2%	62,6%	11	7	12
20% - 30%	15,1%	22,3%	6,3%	23,1%	22,3%	7,1%	7	9	11
30% - 40%	4,5%	4,8%	3,6%	6,1%	4,8%	3,7%	11	3	5
40% - 50%	0,0%	6,8%	4,4%	0,0%	6,8%	5,2%	0	1	3
50% - 100%	33,8%	25,4%	4,3%	25,4%	25,4%	9,8%	7	3	6
Totale (Euro mln)	1.382	1.511	2.228	3.333	3.364	4.564	94	64	91

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

I Write-Off e le operazioni con rendimenti negativi nel 2017 rimangono stabili seppur sia cambiata la composizione. Infatti le operazioni con IRR negativo passano da 8 a 11 nel 2017. Un significativo incremento dell'incidenza per Cash Out (i.e. 11,4% nel 2017 vs 1,6% nel 2016).

I Write-Off nel 2017, ridotti da 11 nel 2016 a 8 nel 2017, incidono nel 2017 per l'1,4% del Cash Out nel 2017 (vs 3,1% nel 2016).

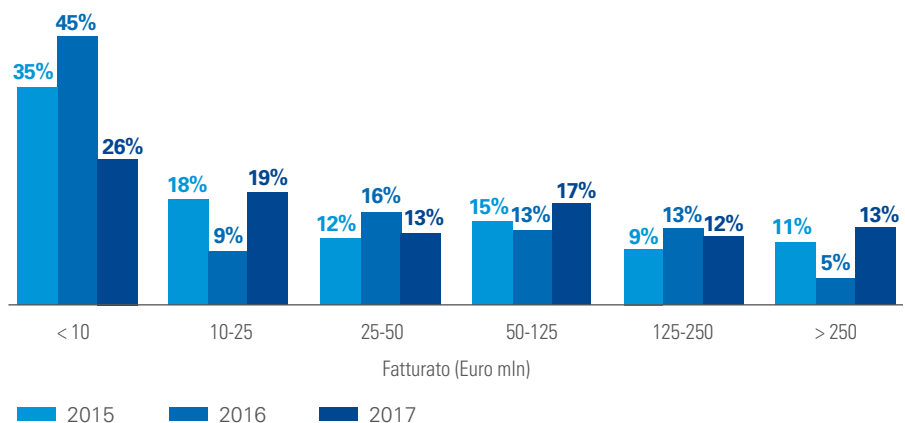
Le operazioni con rendimenti bassi (IRR compreso fra lo 0% e il 10%) sono passati da 21 nel 2016 a 35 nel 2017 con un'incidenza per Cash Out pari a 20,5% (vs 17,9% nel 2016).

La classe di rendimento caratterizzata da un IRR compreso fra il 10% e il 20% include 12 operazioni ed è il cluster maggiormente rappresentativo della performance generale di quest'anno (12 operazioni con incidenza su Cash Out pari al 48,1% vs 7 operazioni con incidenza 20,2% nel 2016).

Nel 2017 pochi sono stati i disinvestimenti con livello di rendimento "outstanding" (IRR compreso tra il 50% e il 100%). Infatti, seppur aumentate per numero le transazioni (i.e. 6 nel 2017 vs 3 nel 2016) sono diminuite per controvalore (incidenza per Cash Out 4,3% nel 2017 vs 25,4% nel 2016).

Il cluster con IRR compresi tra 100% e 500% non presenta alcuna operazione nel 2017 rispetto al 2016 (1 operazione) e al 2015 (2 operazioni).

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



Il 45% dei disinvestimenti riguarda società con fatturato inferiore a 25 milioni di Euro

L'analisi per fatturato delle società target (incidenza relativa per numero) mostra come, nel 2017, i disinvestimenti che hanno riguardato target di dimensioni medio-piccole (con fatturato inferiore ad Euro 50 mln), rappresentano il 58% del campione (12% in meno rispetto al 2016). Le società di dimensioni medio piccole si confermano gli obiettivi di maggiore interesse per i fondi di private equity in Italia, come conferma il trend storico degli ultimi 5 anni (i.e. 71% nel 2013, 68% nel 2014, 65% nel 2015, 70% nel 2016).

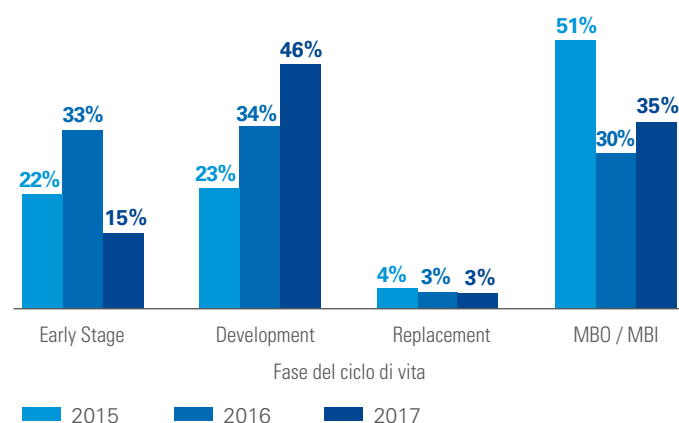
Le operazioni relative a imprese di grandi dimensioni (target con fatturato superiore ad Euro 250 mln) aumentano dell'8% portandosi a quota 13% (vs 4,7% nel 2016) principalmente per effetto di una singola operazione che ha coinvolto più fondi.

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

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

In termini di rendimenti, le operazioni riguardanti target con fatturato inferiore a Euro 50 mln registrano un aumento di circa 2% passando così da 11,3% a 13,6%. Le performance relative alle operazioni di medie e grandi dimensioni registrano un calo rispettivamente del 4% (8,6% nel 2017 vs 12,5% nel 2016) e del 7,7% (20,8% nel 2016 al 13,1% nel 2017).

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



Rispetto all'anno scorso l'interesse degli operatori verso le operazioni di MBO/MBI appare in lieve crescita (35% circa nel 2017 vs 30% nel 2016). L'incremento più notevole è registrato dalle aziende in fase di Development, la cui incidenza nel 2017 è la maggiore degli ultimi 5 anni (46% nel 2017, 34% nel 2016, 23% nel 2015, 35% nel 2014, 31% nel 2013). È calato invece l'interesse nei confronti delle aziende in fase di Early Stage (15% nel 2017 vs 33% nel 2016).



I disinvestimenti riguardano principalmente aziende in fase di Development

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

	Early Stage		Development		Replacement		MBO/MBI	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
N° transazioni	21	14	22	42	2	3	19	32
IRR Lordo Aggregato	4,1%	2,1%	14,3%	6,3%	19,9%	8,6%	14,2%	13,4%

In termini di rendimenti, le operazioni di MBO/MBI nel 2017 aumentano in termini numerici (32 nel 2017 vs 19 nel 2016) ma registrano un IRR in lieve calo rispetto all'anno scorso (13,4% nel 2017 vs 14,2% nel 2016). Le tre operazioni di Replacement totalizzano un IRR pari a 8,6%, in calo rispetto all'anno precedente in cui due operazioni avevano registrato un IRR pari a 19,9%.

Anche le operazioni di Development registrano un aumento significativo in termini numerici non seguito da un incremento in termini di rendimento (42 operazioni per 6,3% di IRR vs 22 operazioni per 14,3% nel 2016).

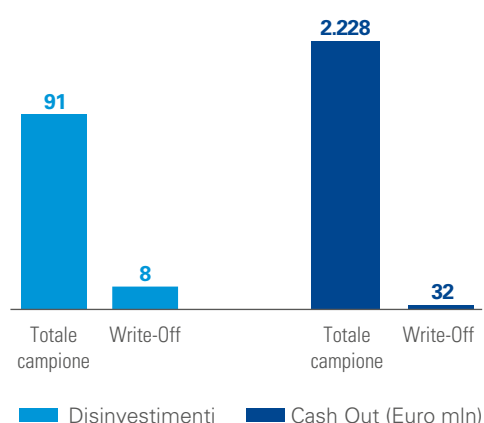
La categoria delle imprese in fase di Early Stage è storicamente interessata da elevata volatilità e da rendimenti negativi (-1,6% nel 2013, -0,8% nel 2014, -17,6% nel 2015 e 4,1% nel 2016), tuttavia nel 2017 registra un IRR pari a 2,1%, positivo per il secondo anno consecutivo.

L'impatto dei Write-Off sulla performance 2017

L'analisi che segue cerca di delineare un quadro più dettagliato dei Write-Off registrati nel corso del 2017 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'.

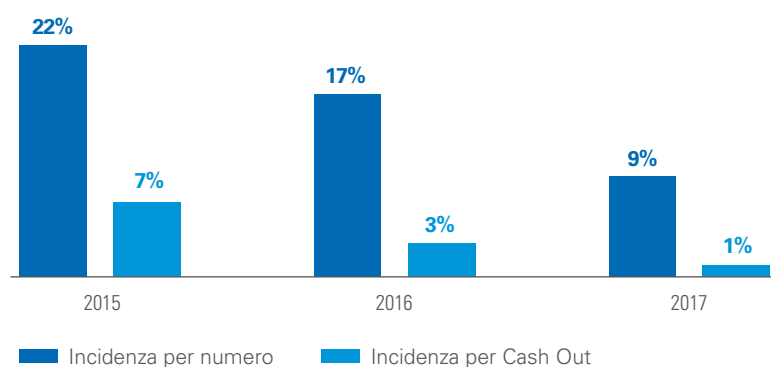
E' opportuno sottolineare che, come indicato precedentemente, ai fini dell'analisi 'From Inception', sono stati considerati sia i Write-Off totali (svalutazione del 100% del valore dell'investimento), sia i Write-Off parziali; ai fini della presente indagine, per Write-Off parziali si intendono quelli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

GRAFICO VII – Write-Off (per Cash Out e per numero) nel 2017



Delle 91 operazioni monitorate nel 2017, circa 8 sono relative a Write-Off totali. Nel 2016 avevamo mappato 11 Write-Off (10 totali e 1 parziale). Infatti nel 2017 l'incidenza dei Write-Off risulta pari al 9% per numero (vs 17,2% nel 2016) e all'1,4% per ammontare investito (vs il 3,1% nel 2016).

GRAFICO VIII – Incidenza (per numero e per Cash Out) dei Write-Off nel triennio 2015-2017





Nel periodo 2015-2017 l'incidenza dei Write-Off si è ridotta sia per numero che per Cash Out

Nel periodo 2015-2017 vi è stata una riduzione dell'incidenza dei Write-Off sia per numero (8,8% nel 2017, 17% nel 2016 e 22% nel 2015) che per Cash Out (1,4% nel 2017, 3% nel 2016 e 7,5% nel 2015).

I dati del 2017 confermano il trend positivo dei Write-Off che dal 2013 sono in costante calo in termini di incidenza sia per numero che per Cash Out.

GRAFICO IX – Write-Off 2017: breakdown per fatturato delle aziende target (incidenza relativa per numero e per Cash Out)

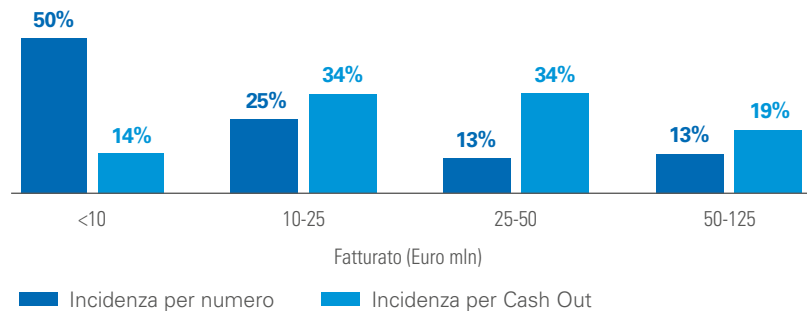
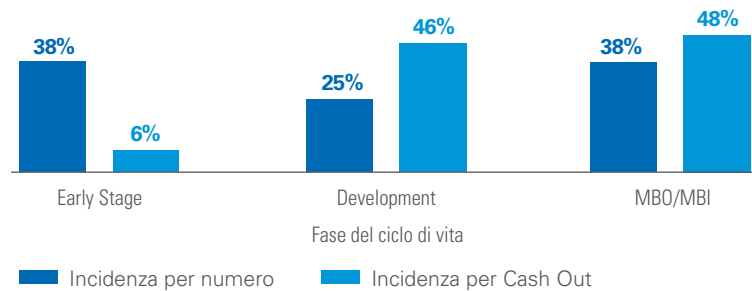


GRAFICO X – Write-Off 2017: breakdown per fase del ciclo di vita delle aziende target (incidenza relativa per numero e per Cash Out)



L'analisi per fase del ciclo di vita delle aziende target evidenzia che circa la metà dei Write-Off (i.e. il 50%) riguarda aziende di piccole dimensioni, con un'incidenza in termini di Cash Out del 14%.

La restante parte significativa dei Write-Off riguarda aziende con fatturato compreso fra 10 e 50 milioni di Euro, che incidono per il 64% circa del Cash Out totale.

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 2017;
- 3 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2015-2017;
- 5 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2013-2017;
- 10 YR: IRR Lordo Aggregato analizzato nel periodo 2008-2017.

TAB. 6 – Il campione 'By Horizon'

2017	1YR	3YR	5YR	10YR
Operatori che presentano investimenti	45	71	87	130
Numero di transazioni	93	294	512	1143
<i>di cui:</i> - partecipazioni disinvestite	-	14	80	420
- partecipazioni ancora in portafoglio	93	280	432	723
Dimensione media dell'investimento (Euro mln)	21,9	24,3	21,3	18,4
Cash Out complessivo (Euro mln)	2.037	7.139	10.918	21.002
Cash In complessivo (Euro mln)	2.037	7.766	14.145	30.434
Cash multiple (implicito) medio	1,0x	1,1x	1,3x	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 2017), si registrano 93 nuovi investimenti contro gli 88 dell'1YR2016. La dimensione media degli investimenti risulta in calo di circa il 20% (Euro 21,9 mln nel 2017 vs Euro 26,8 mln nel 2016).

Il multiplo medio di uscita implicito ('cash multiple') con riferimento all'orizzonte 5YR e 10YR mostra una sostanziale stabilità (i.e. 1,3x nel 5YR 2017 vs 1,3x nel 5YR 2016) e (i.e. 1,4x nel 10YR 2017 vs 1,3x nel 10YR 2016).

TAB. 7 – Le performance ‘By Horizon’

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%

2016	3YR	5YR	10YR
IRR Lordo Aggregato	2,6%	15,0%	8,6%
Quartile superiore per performance	11,2%	28,0%	26,9%
Quartile superiore per ammontare investito	1,0%	16,7%	9,0%

I prospetti relativi alle performance del biennio 2016-2017 evidenziano trend differenti. Focalizzando l'attenzione sull'orizzonte 10YR (il più significativo dal punto di vista statistico), possiamo osservare un aumento in termini di IRR (12,5% nel 2017 vs 8,6% nel 2016).

Il quartile superiore per performance mostra un miglioramento (29,1% nel 2017 vs 26,9% nel 2016) così come quello per ammontare investito risulta in crescita (13,1% nel 2017 vs 9,0% nel 2016).

Concentrando l'attenzione sull'orizzonte 5YR il trend della performance è positivo e crescente (i.e. 18,0% nel 2017 vs 15,0% nel 2016 e 12,2% nel 2015).

TAB. 8 – Valorizzazione delle partecipazioni in portafoglio (incidenza relativa per numero e per Cash Out)

10YR	N° transazioni			Cash Out		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Partecipazioni valutate al 'valore di carico'	51,8%	53,4%	58,5%	30,7%	45,2%	55,2%
Partecipazioni rivalutate	28,6%	29,1%	26,8%	42,8%	36,5%	28,7%
Partecipazioni svalutate	19,6%	17,5%	14,7%	26,6%	18,3%	16,1%
Investimenti ancora in portafoglio (N° e Euro mln)	685	701	723	10.339	11.420	12.769

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 2017 si osserva un ulteriore incremento delle partecipazioni valutate al "valore di carico": tale fenomeno risulta crescente nel triennio in esame (2015-2017) sia in termini numerici (i.e. 58,5% nel 2017, 53,4% nel 2016, 51,8% nel 2015) sia in termini di volumi d'investimento (55,2% nel 2017, 45,2% nel 2016, 30,7% nel 2015).

Le partecipazioni rivalutate mostrano invece un calo significativo sia in termini numerici (26,8% nel 2017 vs 29,1% nel 2016), sia in termini di Cash Out (28,7% nel 2017 vs 36,5% nel 2016).

Le partecipazioni svalutate sono diminuite anche nel 2017, sia in termini numerici (14,7% nel 2017 vs 17,5% nel 2016) sia in termini di Cash Out (16,1% nel 2017 vs 18,3% nel 2016). 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.

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. 9 – Performance 'From Inception' per tipologia di operatore

	N° transazioni		Cash In (Euro mln)		Cash Out (Euro mln)		IRR Lordo Aggregato	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
Country Fund/SGR	49	84	984	1.786	984	1.027	7,0%	10,5%
Banche	5	0	161	0	161	0	10,6%	0,0%
Pan-European PE firm	10	7	2.219	2.778	2.219	740	19,1%	13,3%

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 il 90% 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.

In termini di volumi di investimento, nel 2017 i fondi Pan Europei sono stati la categoria di fondi che ha investito maggiormente in termini relativi (attestandosi a circa il 54% del totale Cash Out).

In termini di rendimenti, i Country Fund/SGR registrano una performance positiva e in lieve aumento rispetto all'anno precedente, ottenendo un rendimento del 10,5% nel 2017 (i.e. 7,0% nel 2016). I fondi internazionali conseguono performance in calo rispetto all'anno precedente (13,3% nel 2017 vs 19,1% nel 2016).

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.

92%

Transazioni effettuate da Country Fund/SGR

Appendice

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

TAB. 10 – Breakdown IRR 'From Inception' per modalità di way out

	Trade Sale	
	2016	2017
N° transazioni	53	83
IRR Lordo Aggregato	15,0%	12,7%

Nota: la tabella mostra il rendimento realizzato dal campione negli anni 2016 e 2017 senza tenere in considerazione i Write-Off.

TAB. 11 – Breakdown IRR 2017 'From Inception' per time gap compreso tra il primo investimento e la dismissione

2017	< 2	2-3	3-4	4-5	5-7	> 7
N° transazioni	3	16	12	15	22	23
IRR Lordo Aggregato	0,2%	45,3%	26,0%	24,1%	8,1%	10,9%

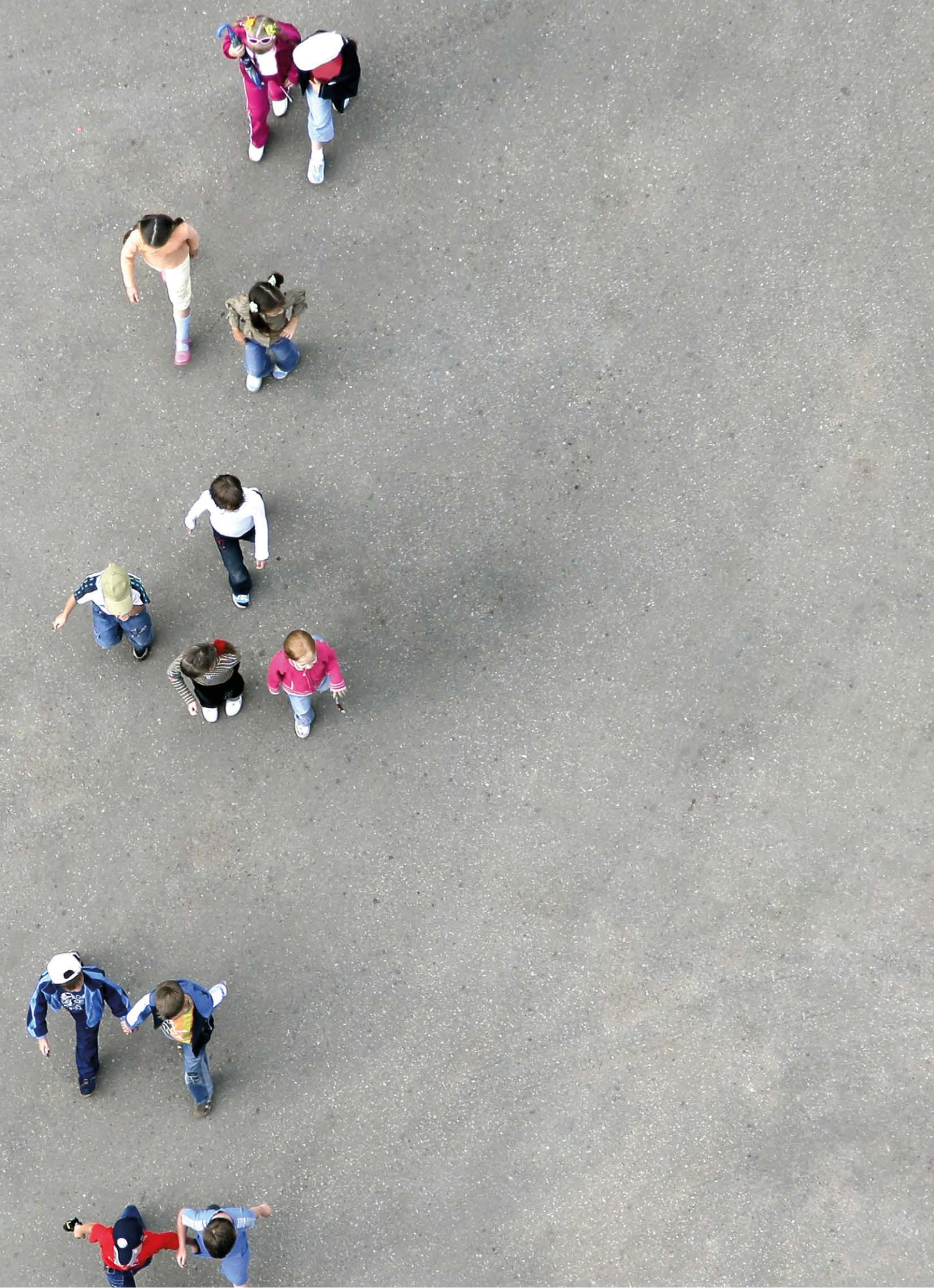
TAB. 12 – Breakdown IRR 2017 'From Inception' per settore delle aziende target

Settore	N° transazioni	IRR Lordo Aggregato	Cash In (Euro mln)	Cash Out (Euro mln)
Agroalimentare	8	6,1%	227	158
Produzioni industriali e collegate	24	10,8%	420	251
Chimico-Energetico	13	13,1%	471	255
ICT	9	13,8%	13	8
Produzione beni di consumo	9	9,5%	304	216
Finanziario	3	50,1%	295	87
Farmaceutico-Sanitario	2	0,2%	2	2
Altro	23	12,5%	2.832	1.251

TAB. 13 – Breakdown IRR 2017 'From Inception' per quota di capitale

Quota detenuta	N° transazioni	IRR Lordo Aggregato	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

English Version



Contents

Background	26
Aim of the report and information used	26
Definitions and glossary	27
Methodology	28
The Italian macroeconomic framework	29
Italian Private Equity and Venture Capital market performance in 2017	31
How did 2017 perform?	31
The impact of Write-Offs on 2017 performance	36
1, 3, 5 and 10 year performance	38
Analysis of performance by Private Equity House category	40
Appendix	41

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 period analysed.

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 2017, 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** – an international 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.

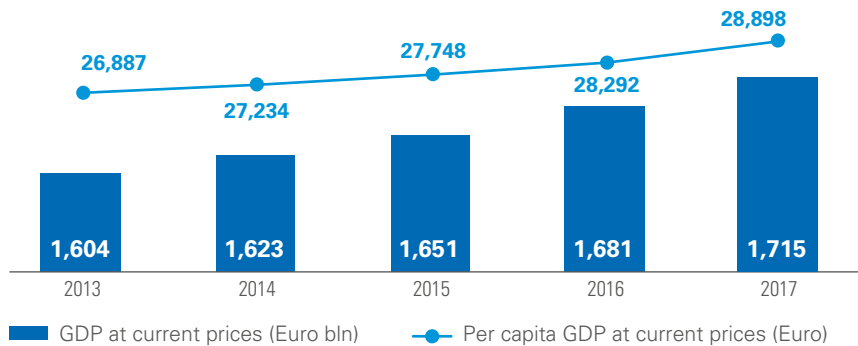
Performance data are expressed in terms of Gross Pooled IRR, calculated using monthly flows regarding equity investments only. In particular, this return represents the weighted average performance of the total transactions carried out by Private Equity Houses and not an average of the performance of 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 2013 to 2017, to provide a framework for the Private Equity Houses activity in the market.

CHART 1 – Italian economic growth



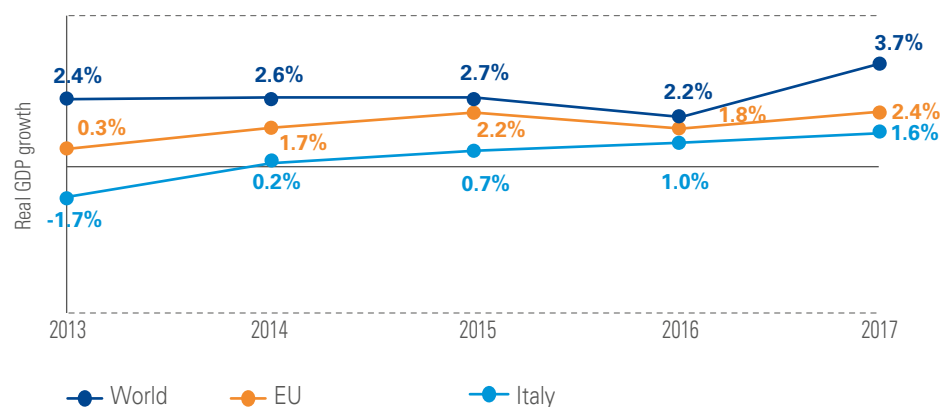
Source: KPMG Corporate Finance calculations based on Economist Intelligence Unit data

During the time-frame 2013-2017, Italian GDP (at current prices) registered a positive trend, rising from Euro 1,604 billion in 2013 to Euro 1,715 billion in 2017. According to the Italian Central Bank bulletin issued on January 2018, 2017 Italian GDP trend is mainly influenced by the domestic demand, investments in capital goods and growth in export. During the period tertiary sector remained stable and secondary growth, mainly due to the strong expansion in manufacturing and the recovery in constructions.



Since 2013, Italian GDP has recorded a slight but constant growth

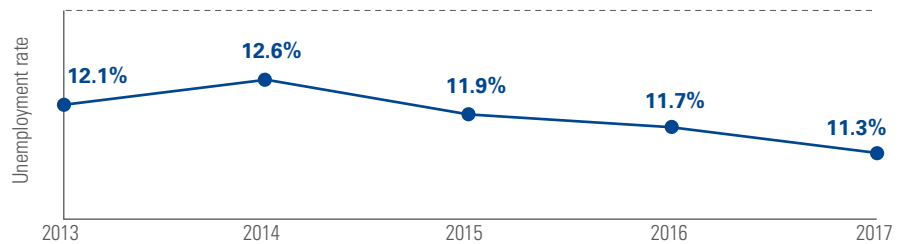
CHART 2 – Real GDP growth



Source: KPMG Corporate Finance calculations based on Economist Intelligence Unit data

Real GDP growth rates showed different trends among the various geographical areas: in particular, Italy started its recovery later compared to both the European Union and the world economy. At a global level, the GDP growth rates showed a significant increase (+3.7% in 2017 vs +2.2% in 2016), while the EU continued to gain ground (+2.4% in 2017 vs +1.8% in 2016). The Italian GDP confirmed the positive trend that started back in 2015 and reached at 1.6% positive growth in 2017.

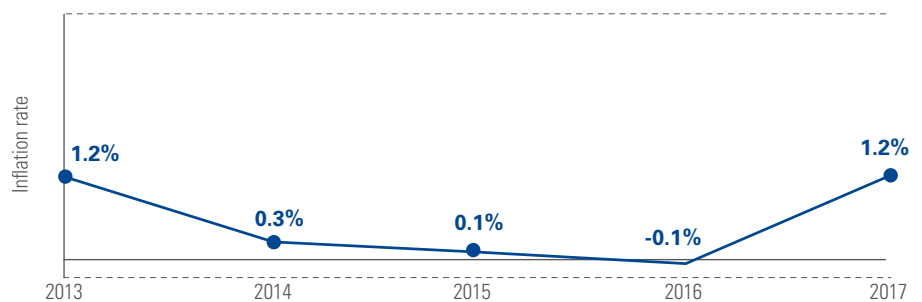
CHART 3 – Italian unemployment rate



Source: KPMG Corporate Finance calculations based on Economist Intelligence Unit data

The Italian labour market condition remained critical, however data concerning the latter quarter of 2017 confirmed the negative trend in the total unemployment rate (11.3% in 2017 vs 11.7% in 2016).

CHART 4 – Italian inflation rate



Source: KPMG Corporate Finance calculations based on Economist Intelligence Unit data



Inflation reaches
1.2% in 2017

In 2017, the national inflation rate registered a trend reversal reaching the highest five year level at +1.2%. The inflation rate returned positive, recovering from the 2016 situation.

Italian Private Equity and Venture Capital performance in 2017

The following analyses cover only the performance (in terms of Gross Pooled IRR) of the investments made by Private Equity Houses during the year 2017.

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, 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 portfolio; for the investments still in the portfolios, operators' year-end valuations are used.

How did 2017 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 2017; flows are considered on a pro quota basis for partial divestments.

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

TAB. 1 – 'From Inception' main sample

	2013	2014	2015	2016	2017
No. of PE included in the research panel	95	91	80	75	82
No. of PE presenting realised investments	55	41	43	40	39
No. of realised investments 'From Inception'	102	95	74	64	91
Average investment size (Euro mln)	20,7	17,7	18,7	23,6	24,5
Total Cash Out (Euro mln)	2,115	1,681	1,382	1,511	2,228
Total Cash In (Euro mln)	4,809	3,489	3,333	3,364	4,564
Average cash multiple	2.3x	2.1x	2.4x	2.2x	2.0x

The overall performance (in terms of Gross Pooled IRR) remained positive, in line with the last three years results despite if reflecting a slight decrease.

The number of recorded realised investments strongly increased from 64 in 2016 to 91 in 2017.

The number of Private Equity and Venture Capital Houses realising investments, remained more or less stable (from 40 in 2016 to 39 in 2017). According with the increasing in the number of divestments, Total Cash In grew from Euro 3,364 mln in 2016 to Euro 4,564 mln in 2017.

Total Cash Out increased from Euro 1,511 mln in 2016 to Euro 2,228 mln in 2017.

Cash In and Cash Out reached similar levels of 2013 when volumes were strongly affected by three large transactions (a trade sale and two IPOs). In 2017 similar transactions were not recorded but figures were influenced by the completion of a divestment started in 2013 and volumes were characterized by several positive medium size transactions.

The average investment size slightly increased from Euro 23,6 mln in 2016 to Euro 24,5 mln in 2017.

The average cash multiple (2.0x in 2017 vs 2.2x in 2016) remained stable at high levels, an additional evidence of the positivity of 2017 results.

Moreover, the Write-Offs' incidence decreased both in terms of Cash Out and volumes.

TAB. 2 – 'From Inception' performance

	2015	2016	2017
Yearly Pooled IRR	17.8%	14.5%	12.5%
Upper quarter (by performance)	61.2%	36.6%	42.2%
Upper quarter (by investment size)	17.4%	15.1%	12.3%

12.5%

The Yearly Pooled IRR realized on divestments made in 2017

The Yearly Pooled IRR realized on divestments made in 2017 is 12.5% (compared to 14.5% in 2016).



The overall performance is characterized by several positive medium size transactions

The result in terms of Yearly Pooled IRR remained positive considering in 2017 the sample did not include “mega-deals” or “IPOs” which contributed significantly this in the past to the returns expressed in this analysis.

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 investment and not returns from different investment instruments.

The analyses by upper quartile confirm that the whole market trend is influenced 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 42.2% 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 12.3%.

TAB. 3 – Performance distribution by IRR class

	Cash Out			Cash In			No. of transactions		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Write-Off	7.5%	3.1%	1.4%	0.3%	0.0%	0.0%	24	11	8
Negative	8.3%	1.6%	11.4%	1.1%	0.2%	0.5%	14	8	11
0% - 10%	7.5%	17.9%	20.5%	4.2%	17.9%	11.0%	18	21	35
10% - 20%	20.8%	20.2%	48.1%	14.2%	20.2%	62.6%	11	7	12
20% - 30%	15.1%	22.3%	6.3%	23.1%	22.3%	7.1%	7	9	11
30% - 40%	4.5%	4.8%	3.6%	6.1%	4.8%	3.7%	11	3	5
40% - 50%	0.0%	6.8%	4.4%	0.0%	6.8%	5.2%	0	1	3
50% - 100%	33.8%	25.4%	4.3%	25.4%	25.4%	9.8%	7	3	6
Total (Euro mln)	1,382	1,511	2,228	3,333	3,364	4,564	94	64	91

The performance distribution by IRR classes (see Table 3) better explains the 2017 performance.

In 2017 Write-Offs and transactions with negative returns remained stable changing composition. The number of transaction with negative return grew from 8 in 2016 to 11 in 2017 establishing an increase of incidence in terms of Cash Out from 1.6% in 2016 to 11.4% in 2017.

2017 Write-Offs amount to 8 (from 11 in 2016) weighing for the 1.4% of Total Cash Out (vs 3.1% in 2016).

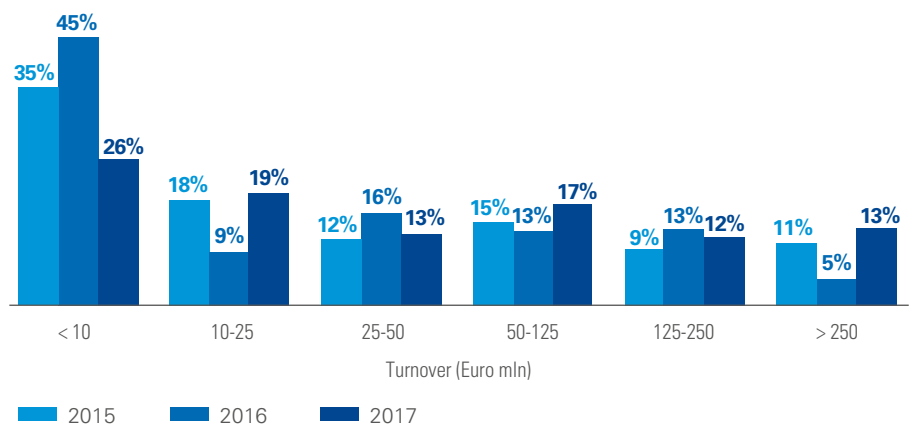
Low performance divestments (0%-10% IRR) registered an increase by number (35 in 2017 vs 21 in 2016) and also by Cash Out incidence (20.5% in 2017 vs 17.9% in 2016).

The 10%-20% IRR cluster included 12 transactions and displayed the most significant cluster in terms of performance, including 12 operations representing an incidence by Cash Out equal to 48.1% in 2017 (vs 7 operations with an incidence by Cash Out of 20.2% in 2016).

In 2017 “outstanding” returns cluster (with a performance included between 50% and 100%) increased by number (6 in 2017 vs 3 in 2016) but decreased in terms of incidence by Cash Out (4.3% in 2017 vs 25.4% in 2016).

The cluster ranging between 100%-500% IRR didn't show any transactions in 2017, compared to 2016 (1) and 2015 (2).

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



The breakdown by target turnover shows a prevailing incidence of divestments related to small-medium companies (with turnover of less than Euro 50 million), which represented 58% of the total sample (12% less compared with 2016). Small medium companies remains the most interesting target for Private Equity and Venture Capital Houses, as reported by last 5 years historical trend (i.e. 71% in 2013, 68% in 2014, 65% in 2013 and 70% in 2016).



45% of the divestments concern companies with a turnover of less than 25 million euros

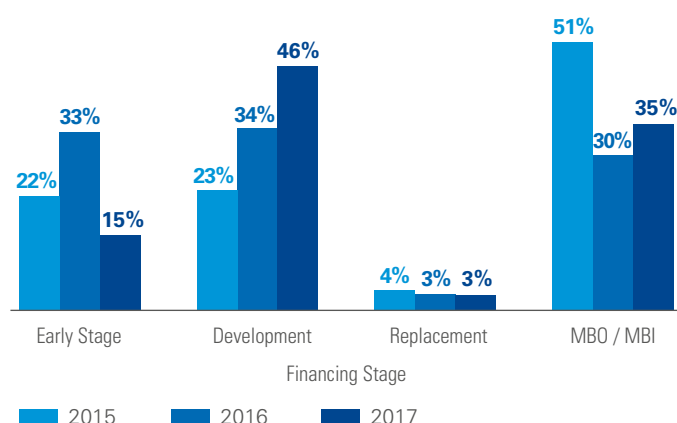
The incidence of transactions related to medium targets (with turnover ranging between Euro 50 million and Euro 250 million) increased compared to the previous year (28.6% in 2017 vs 25.0% in 2016), while the incidence of transactions related to larger companies (with a turnover higher than Euro 250 million) rose to 13.3% in 2017 (from 4.7% in 2016) mainly due to the effect of a single transaction that involved several operators.

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

Turnover (Euro mln)	2016		2017	
	No.	IRR	No.	IRR
<50	45	11.3%	52	13.6%
50 - 250	16	12.5%	26	8.6%
>250	3	20.8%	12	13.1%

The breakdown by target turnover in terms of IRR highlighted that small companies realised an IRR of 13.6% (vs 11.3% in 2016). Medium targets turnover obtained an IRR reduction of 4% (8.6% in 2017 vs 12.5% in 2016), as well as deals involving larger companies decreased by 7% (13.1% in 2016 to 20.8% in 2017).

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



Compared to last year, operators' interest in MBO / MBI transactions appears to be slightly increasing (about 35% in 2017 vs. 30% in 2016). The most noteworthy increase is recorded in Development transactions, whose incidence in 2017 was the highest for the last 5 years (46% in 2017, 34% in 2016, 23% in 2015, 35% in 2014, 31% in 2013). The interest in the Early Stage operations has decreased (15% in 2017 vs. 33% in 2016).



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	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
No. of transactions	21	14	22	42	2	3	19	32
Yearly Pooled IRR	4.1%	2.1%	14.3%	6.3%	19.9%	8.6%	14.2%	13.4%

In 2017 MBO/MBI cluster increased by number (32 in 2017 vs 19 in 2016) but registered a lower performance (i.e. 13.4% in 2017 vs 14.2% in 2016). Replacement transactions are represented by only 3 deals (vs 2 in 2016) and obtained an IRR of 8.6% (vs 19.9% in 2016).

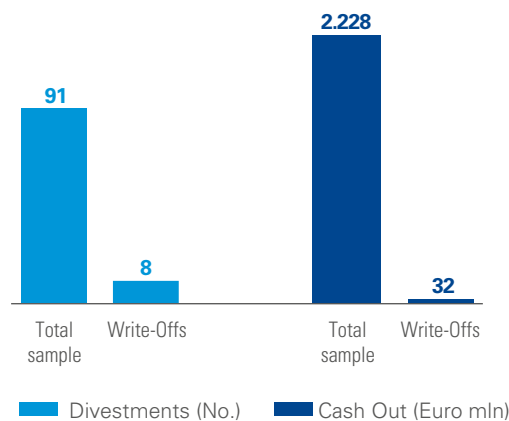
Early Stage deals are historically characterized by high volatility and negative returns (-1.6% in 2013, -0.8% in 2014, -17.6% in 2015 and 4.1% in 2016), in 2017 this cluster perform an IRR equal to 2.1% recording a positive result for the second year in a row.

The impact of Write-Offs on 2017 performance

This section provides a more detailed outline of Write-Offs recorded in 2017, 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.

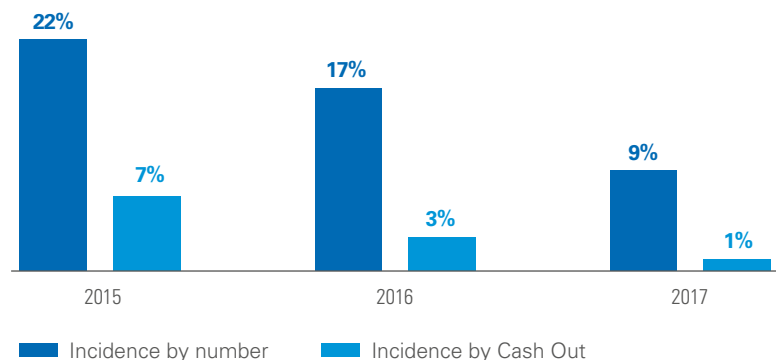
As already noted, both total Write-Offs (depreciation of 100% of the investment value) and partial Write-Offs are considered in the ‘From Inception’ analysis; for the purposes of this survey, partial Write-Offs refer to those transactions that are significantly written down (by more than 80% of the investment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

CHART 7 – Write-Offs (by Cash Out and by number) in 2017



Among the 91 monitored deals in 2017, 8 deals can be classified as Total Write-Offs. The overall incidence of Write-Offs in the 2017 sample stands at about 8.8% by number (vs 17.2% in 2016) and at about 1.4% in terms of Cash Out (vs 3.1% in 2016).

CHART 8 – Incidence of Write-Offs in 2015-2017 (by number and by Cash Out)



During the time-frame 2015-2017 there was a reduction in the incidence of Write-Offs both by number (8.8% in 2017, 17% in 2016 and 22% in 2015) and by Cash Out (1% in 2017, 3% in 2016 and 7% in 2015).

Figures in 2017 confirm a stable decreasing trend in terms of incidence by number and by Cash Out which characterized the last five years.



During the time frame 2015-2017 there is a reduction in the incidence of Write-Offs both by number and by Cash Out

CHART 9 – 2017 Write-Offs: breakdown by target size (incidence by number and by Cash Out)

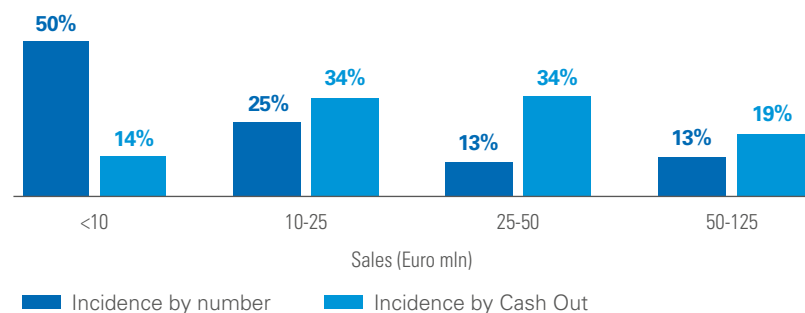
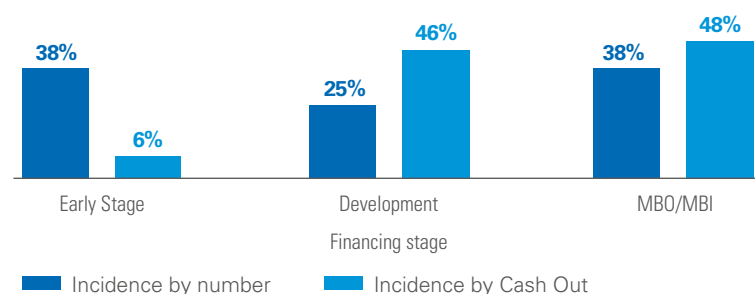


CHART 10 – 2017 Write-Offs: breakdown by financing stage (incidence by number and by Cash Out)



The Write-Off analyses based on the financing stage highlights that about half of the Write-Offs (i.e. 50%) concern small companies, with an incidence in terms of Cash Out of 14% (chart 9).

The remaining significant part of the Write-Off concerns companies with turnovers between 10 and 50 million Euro, which account for about 64% of the 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 portfolio, 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 2017
- 3 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2015 to 2017;
- 5 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2013 to 2017;
- 10 YR: Gross Pooled IRR analysed in the period from 2008 to 2017.

TAB. 6 – 'By Horizon' main sample

2017	1YR	3YR	5YR	10YR
Active PE houses	45	71	87	130
No. of transactions	93	294	512	1143
<i>of which: - realised investments</i>	-	14	80	420
<i>- investments still in portfolio</i>	93	280	432	723
Average investment size (Euro mln)	21,9	24,3	21,3	18,4
Total Cash Out (Euro mln)	2,037	7,139	10,918	21,002
Total Cash In (Euro mln)	2,037	7,766	14,145	30,434
Average (implied) cash multiple	1.0x	1.1x	1.3x	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 made during 2017), it is possible to observe 93 new investments in 2017 (vs 88 in 2016). The related investment size decreased to Euro 21,9 mln (vs Euro 26,8 mln in 2016).

The Average Cash Multiple observed both in 5YR and 10YR horizons remained stable (i.e. 1,3x in 5YR 2017 vs 1,3x in 5YR 2016) and (i.e. 1,4x in 10YR 2017 vs 1,3x in 10YR 2016).

TAB. 7 – ‘By Horizon’ performance

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%

2016	3YR	5YR	10YR
Yearly Pooled IRR	2.6%	15.0%	8.6%
Upper quarter (by performance)	11.2%	28.0%	26.9%
Upper quarter (by investment size)	1.0%	16.7%	9.0%

The comparison of the “By Horizon” performance between 2017 and 2016 highlights different trends.

Focusing on the 10YR Horizon (the most statistically significant), we observe an increase of the overall performance: 12.5% in 2017 vs 8.6% in 2016. The upper quartile by performance showed an increase (29.1% in 2017 vs 26.9% in 2016) and the upper quartile by investment performance rose to 13.1% in 2017 from 9.0% in 2016.

Regarding the 5YR horizon, the overall performance increased: (18.0% in 2017, 15.0% in 2016 and 12.2% in 2015).

TAB. 8 – Breakdown of the Investments still in portfolios (by number and by Cash Out)

10YR	No. of transactions			Cash Out		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Book value deals	51.8%	53.4%	58.5%	30.7%	45.2%	55.2%
Revalued deals	28.6%	29.1%	26.8%	42.8%	36.5%	28.7%
Devalued deals	19.6%	17.5%	14.7%	26.6%	18.3%	16.1%
Investments still in portfolio (No. and Euro mln)	685	701	723	10,339	11,420	12,769

Focusing on the longest and most statistically significant time-frame (10YR), the analyses on the investments still in portfolios confirm the consolidated practice followed by many Private Equity Houses of valuing their investments still in portfolio at cost: indeed we observe a slight increase both in terms of number of incidence (58.5% in 2017 vs 53.4% in 2016) and Cash Out (55.2% vs 45.2%).

The revalued deals showed a decrease both by number (26.8% in 2017 vs 29.1% in 2016) and by Cash Out (28.7% in 2017 vs 36.5% in 2016).

Depreciated deals decreased by number (14.7% in 2017 vs 17.5% in 2016) and in terms of Cash Out (16.1% in 2017 vs 18.3% in 2016). 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.

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. 9 – 'From Inception' performance by fund category

	No. of transactions		Cash In (Euro mln)		Cash Out (Euro mln)		Yearly Pooled IRR	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
Country Funds/SGR	49	84	984	1,786	667	1,027	7.0%	10.5%
Banks	5	0	161	0	104	0	10.6%	0,0%
Pan-European PE firms	10	7	2,219	2,778	740	740	19.1%	13.3%

92%

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 Fund/SGR accounts for approximately 92% of all transactions.

Furthermore, it is clear that the Pan European firms are concentrated in Italy on few but large transactions.

In terms of investment volumes, in 2017 the Pan European firms were the category that invested more (reaching approximately 54% of the total Cash Out). In terms of returns, Country Funds/SGR recorded a higher performance compared to 2016 (10.5% in 2017 vs 7.0% in 2016). International funds achieved the highest returns in the sample, despite decreasing their IRR to 13.3% (vs 19.1% in 2016).

The sample does not include all investments made by Pan – European Private Equity firms that do not have offices in Italy. Therefore the analysis related to these firms is not very meaningful, also considering the small number of transactions carried out by international funds.

Appendix

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

TAB. 10 – IRR 'From Inception' distribution by way out

	Trade Sale	
	2016	2017
No. of transactions	53	83
Yearly Pooled IRR	15.0%	12.7%

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

TAB. 11 – 2017 IRR 'From Inception' distribution by time gap between first investment and divestment

2016	< 2	2-3	3-4	4-5	5-7	> 7
No. of transactions	3	16	12	15	22	23
Yearly Pooled IRR	0.2%	45.3%	26.0%	24.1%	8.1%	10.9%

TAB. 12 – 2017 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	6.1%	227	158
Industrial manufacturing and similar	24	10.8%	420	251
Energy and Chemicals	13	13.1%	471	255
ICT	9	13.8%	13	8
Consumer goods	9	9.5%	304	216
Financial Institutions	3	50.1%	295	87
Pharma-Healthcare	2	0.2%	2	2
Other	23	12.5%	2,832	1,251

TAB. 13 – 2017 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.

© 2018 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: maggio 2018

© 2018 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: May 2018

Grafica: New! srl - www.newadv.com