

CASE-02 · PRIVATE EQUITY & M&A

Comprare «NovaPack» a 11 volte gli utili: 340 milioni per il packaging sostenibile

Un'azienda che cresce del 25% l'anno, in un settore spinto dalla sostenibilità. Il prezzo è alto — 11 volte gli utili annui — ma «la traiettoria lo giustifica».

IL GIUDIZIO

11x → rinegoziato

CONFIDENZA CALIBRATA

38%

SETTORE

Private Equity

76

Δ - CSI

Non stai pagando il 25% di crescita: stai pagando un contratto in scadenza.

IL GIUDIZIO

11x → rinegoziato

CONFIDENZA

38%

IN UNA RIGA

Oltre **€60 mln** di capitale protetti: una crescita momentanea non pagata come se fosse per sempre.

§ IL PROTAGONISTA & IL CONTESTO

Il partner responsabile dell'operazione, con il mandato di chiudere entro il trimestre e un comitato di investimento che ha già approvato la tesi in linea di principio.

Un fondo di private equity mid-market con un orizzonte di cinque anni. NovaPack opera nel packaging a base di materiale riciclato — un segmento in forte espansione normativa e commerciale. L'operazione è competitiva: un secondo offerente è pronto ad accelerare.

§ BACKGROUND

Il mercato del packaging sostenibile ha attratto capitali importanti negli ultimi tre anni, spinto da regolamenti sull'imballaggio e dalla pressione dei grandi distributori sulla supply chain. Le aziende del settore trattano a multipli elevati proprio perché il mercato sconta una crescita strutturale. NovaPack ha comunicato un CAGR del 25% negli ultimi tre esercizi, con margini EBITDA al 18%. La qualità degli utili, però, è raramente scomposta nei suoi componenti: crescita organica, acquisizioni, contratti one-off. In un mercato dove la commodity verde rischia di essere regolata come qualsiasi altra, la differenziazione di margine è temporanea quanto il vantaggio normativo.

§ SCENARIO CONTROINTUITIVO

Togli **un solo cliente** e la storia cambia. Gran parte di quel 25% arriva da un unico grande contratto, in scadenza fra 18 mesi, più un'acquisizione fatta una volta sola. Pulita da questi due fattori, la crescita vera è circa il **9%**. E la spinta «green» è già nel prezzo: se una norma rende il riciclato una merce qualunque, i margini si comprimono proprio mentre stai pagando 11 volte.

ASSUNZIONI IMPLICITE

- ◆ Quel 25% è crescita vera e ripetibile, non un colpo di fortuna.
- ◆ I margini reggono se la materia prima riciclata rincarà.
- ◆ Fra cinque anni qualcuno la ricomprerà allo stesso prezzo.

PROVE DI FALSIFICAZIONE

- ◆ Quanto cresce davvero senza il cliente numero uno?
- ◆ I primi tre clienti quanto pesano sui ricavi, e quando scadono i contratti?
- ◆ Se la materia prima rincarà del 20%, che fine fanno i margini?

DOMANDE CHE ALZANO L'ONERE

- ◆ Se quel contratto non si rinnova, quanto valgono gli utili — e quante volte li stiamo pagando?
- ◆ Della crescita degli ultimi tre anni, quanta è vera e quanta è solo altre acquisizioni?

CONFIDENZA CALIBRATA & PROVENIENZA

che il 25% regga una volta tolto il cliente principale

Provenienza: documenti riservati dell'operazione (data room) · verifica della qualità degli utili · aziende comparabili · base red-team.

Crescita dichiarata vs crescita depurata

DATI ILLUSTRATIVI

CAGR dichiarato (3 anni)

25%

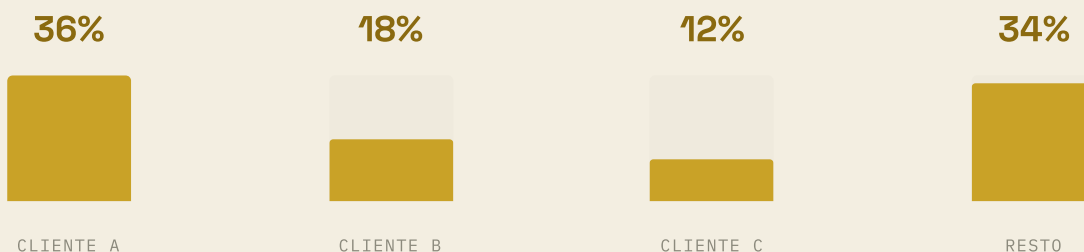
Crescita organica depurata

9%

CAGR riportato dal management confrontato con la crescita organica ricorrente stimata una volta esclusi il contratto principale e l'acquisizione (dati illustrativi).

Concentrazione ricavi per cliente

DATI ILLUSTRATIVI



Peso percentuale dei primi tre clienti sui ricavi totali — il cliente principale da solo supera un terzo del fatturato; il suo contratto scade fra 18 mesi (dati illustrativi).

ESITO

Prezzo rinegoziato da 11 a **9,2 volte** gli utili, con una parte del pagamento legata al rinnovo del contratto chiave: il rischio torna sul venditore.

VALORE

Oltre **€60 mln** di capitale protetti: una crescita momentanea non pagata come se fosse per sempre.

NOTA METODOLOGICA — LEGGERE PRIMA

Casi compositi, nel metodo della Harvard Business Review: ricostruzioni basate su situazioni reali e ricorrenti in ciascun settore, fuse e anonimizzate per tutelare la riservatezza. Le dinamiche decisionali sono autentiche; nomi, cifre e dettagli sono modificati e non riferibili a un singolo cliente o caso. Le indicazioni di «provenienza» descrivono la tipologia di evidenza che il motore cita con tracciabilità in produzione. I valori Δ-CSI illustrano l'intensità della pressione esercitata dal contraddittorio sulle assunzioni.