

DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT  
CATTEDRA DI OPERAZIONI STRAORDINARIE E VALUTAZIONE D'AZIENDA

***Il valore del food nel travel retail:  
il caso Dufry – Autogrill***

Prof. Eugenio Pinto

---

RELATORE

Lavinia Teppati Matr. 758721

---

CANDIDATA

Prof.ssa Rosella Santella

---

CORRELATRICE

**Anno accademico 2023/2024**



# INDICE

<b>Introduzione</b> .....	5
<b>Capitolo 1 – L’industria del <i>travel retail</i> e della ristorazione</b> .....	8
<b>1.1 Il settore del <i>travel retail</i></b> .....	<b>8</b>
1.1.1 Dimensioni e <i>performance</i> economiche.....	9
1.1.2 Impatto del Covid-19 e del conflitto russo-ucraino .....	13
1.1.3 Trend futuri .....	17
<b>1.2 Il settore della ristorazione</b> .....	<b>20</b>
1.2.1 Dimensioni e performance economiche.....	22
1.2.2 Attrattività del settore.....	28
1.2.3 Impatto della pandemia di Covid-19.....	30
1.2.4 Trend futuri .....	32
<b>1.3 La ristorazione nel <i>travel retail</i></b> .....	<b>33</b>
<b>Capitolo 2 – La creazione di valore nel <i>travel retail</i></b> .....	36
<b>2.1 Operazioni di M&amp;A</b> .....	<b>36</b>
2.1.1 Classificazione .....	37
2.1.2 Stima del valore di acquisizione.....	41
2.1.3 Sinergie.....	43
2.1.4 Valutazione delle sinergie .....	46
2.1.5 <i>Value driver</i> .....	47
<b>2.2 Ultimi <i>trend</i></b> .....	<b>50</b>
<b>2.3 Determinanti del valore delle M&amp;A nel <i>travel retail</i></b> .....	<b>55</b>
2.3.1 Il valore della ristorazione.....	63
<b>Capitolo 3 – L’operazione Dufry - Autogrill</b> .....	66
<b>3.1 Autogrill S.p.A.</b> .....	<b>66</b>
<b>3.2 Dufry AG</b> .....	<b>73</b>
3.2.1 Strategia – <i>Destination 2027</i> .....	79
<b>3.3 L’operazione di acquisto</b> .....	<b>82</b>
3.3.1 Motivazioni strategiche .....	83
<b>3.4 Valutazione delle società</b> .....	<b>87</b>
3.4.1. <i>Discounted cash-flow analysis</i> .....	87
3.4.2 Analisi delle Società comparabili.....	92
<b>3.5 Considerazioni sul corrispettivo</b> .....	<b>95</b>
<b>3.6 Performance post-integrazione</b> .....	<b>100</b>
<b>Conclusioni</b> .....	104

<b>Bibliografia</b> .....	108
<b>Sitografia</b> .....	111

## INTRODUZIONE

Profondi cambiamenti hanno interessato, negli ultimi anni, lo scenario ambientale e competitivo nel quale le imprese sono chiamate ad operare e, proprio in un contesto estremamente complesso e mutevole, le stesse si sono trovate a dover declinare nuove soluzioni, ossia azioni volte a conservare la coerenza con il proprio ambiente di riferimento e a raggiungere la finalità ultima della sopravvivenza.

Tuttavia, il contesto in questione, la cui complessità è stata accentuata da una serie di *shock* mondiali di diversa portata, dalle mutate esigenze della clientela e da nuovi vincoli normativi, prefigura, per le imprese in grado di adattarsi, nuove opportunità e sfide strategico-operative per il conseguimento di un vantaggio competitivo ovvero di una redditività di medio-lungo termine.

Il mutato contesto competitivo ha richiesto dunque alle imprese di avviare un processo di innovazione strategica che, dopo un'attenta analisi delle risorse disponibili (attuali e prospettiche) e delle dinamiche attese della domanda e dell'offerta, individui possibili alternative di sviluppo in termini di prodotto (nuovi prodotti nei mercati attuali) e/o di diversificazione sul mercato (nuovi prodotti in nuovi mercati).

Sulla scorta di approfondite riflessioni prodotto-mercato, le imprese hanno formulato delle decisioni di investimento, tanto efficaci quanto rapide, volte a conservare e acquisire, in un tempo inevitabilmente breve, le risorse e le competenze necessarie per affrontare qualsiasi sfida.

Orbene, data la complessità dell'ambiente e la rapidità richiesta per mantenere la necessaria coerenza con quest'ultimo, le fusioni e le acquisizioni sono state i principali mezzi con cui le imprese, di alcuni settori in particolare, hanno avviato tale processo di estensione della dimensione e della gamma delle proprie attività.

Nel mercato italiano, caratterizzato dalla ridotta dimensione delle aziende *target* e di un tessuto industriale piuttosto frammentato, i settori maggiormente interessati da tali dinamiche sono stati quelli che rientrano nei *consumer markets* e, in particolare, il Food and Beverage (F&B), il *retail* e il settore dei viaggi e turismo.

Il presente elaborato intende soffermarsi, in via principale, sul settore del *travel retail*.

In questo settore, l'evoluzione ambientale ha infatti progressivamente accentuato la ricerca da parte della clientela di servizi e prodotti ad elevato valore aggiunto, con la

conseguente necessità da parte delle imprese di ridefinire il proprio posizionamento di mercato. La componente del servizio è divenuta dunque un elemento ineludibile nella complessiva *value proposition*, sempre più concepita come *taylor-made* da parte della clientela. Tutto ciò ha richiesto un ripensamento della struttura organizzativa, ovvero di un suo ampliamento, sia attraverso strumenti che integrino i beni e i servizi, sia attraverso la costituzione di raggruppamenti e reti di imprese, sia tramite la ricerca di un equilibrio tra attività svolte internamente ed esternamente.

Orbene, il presente elaborato intende approfondire le suddette dinamiche di contesto e di settore oltretutto analizzare una delle operazioni maggiori avvenute nel recente passato, ossia l'acquisizione di Autogrill da parte di Dufry: operazione mediante la quale Dufry ha sostanzialmente avviato un processo di diversificazione sul mercato della ristorazione, ovvero di introduzione di nuovi prodotti in nuovi mercati.

\* \* \*

Il presente lavoro si articola in tre capitoli che riflettono un approccio al tema volto, dapprima, ad affrontare il contesto settoriale e competitivo, con l'obiettivo di fornire un inquadramento concettuale del caso in esame che risulti coerente con le dinamiche dello stesso, e, al contempo, consenta altresì di individuare profili rilevanti per l'indagine successiva, incentrata sull'esame dell'operazione in un'ottica finanziaria, compatibilmente con i generali profili teorici in merito alla valutazione delle M&A.

Il primo capitolo presenta, in via preliminare, una disamina approfondita del settore del *travel retail*, descrivendone le dimensioni e le *performance* economiche, le mutazioni conseguenti al particolare contesto macroeconomico di questi ultimi anni, con riferimento alla crisi Covid-19 e al conflitto russo-ucraino, e gli sviluppi futuri compatibili con l'emersione di nuovi *trend*. In secondo luogo, si delineano le caratteristiche principali del settore della ristorazione, evidenziandone, altresì, la potenziale attrattività da parte di investitori appartenenti ad altri settori e i cambiamenti di natura congiunturale e strutturale scaturiti dal suddetto quadro macroeconomico. Il capitolo si concluderà con talune considerazioni in merito al crescente interesse degli operatori del *travel retail* di espandere il loro *business* nel comparto della ristorazione, rappresentando la necessità di subentrarvi in risposta alle nuove istanze della clientela, sempre più alla ricerca di

un'offerta completa e diversificata.

Il secondo capitolo espone il quadro teorico-concettuale su cui poggia la misurazione del valore nelle operazioni di M&A, esplicitando i comuni *driver* che muovono le imprese a perseguire tali strategie di crescita esterna e individuando le macroaree (finanziarie e operative) nelle quali si concretizzano le sinergie che ne derivano.

Dopo un'approfondita indagine sui fattori che generalmente conducono alla creazione di valore e sulle modalità di stima, *ex ante*, e misurazione, *ex post*, delle operazioni in discorso, il capitolo procede nell'inquadrare tale analisi nel settore che qui ci occupa. Detta analisi sarà condotta sulla base dell'osservazione delle più importanti operazioni avvenute nel *travel retail* negli ultimi anni, rendendo evidenza della possibilità per le acquirenti (o, nel caso di fusioni, incorporanti) tanto di valorizzare le potenzialità intrinseche del settore tramite l'ampliamento della propria presenza, quanto di integrarsi con il F&B, settore che, come vedremo, presenta una maggiore resilienza e una domanda più elevata.

Nel terzo e ultimo capitolo si propone un'analisi sia di merito che di metodo del caso Dufry-Autogrill e, in particolar modo, si evidenzieranno le sottese motivazioni strategiche, si effettuerà una valutazione delle due società in un'ottica *stand-alone* e, in ultimo, si cercheranno di misurare le *performance* e l'effettiva realizzazione delle sinergie *post* integrazione. Come si avrà modo di evidenziare, detta operazione risulta essere perfettamente in linea con le tendenze del settore e con le prospettive di medio-lungo termine assunte dagli investitori, nonché creatrice di valore per gli azionisti.

# CAPITOLO 1 – L’INDUSTRIA DEL TRAVEL RETAIL E DELLA RISTORAZIONE

## 1.1 Il settore del *travel retail*

Il *travel retail* rappresenta un segmento strategico nell'industria del commercio al dettaglio, con un fatturato mondiale di oltre 85 miliardi di dollari nel 2023 ed una crescita prevista del 14,1% nel 2024 <sup>(1)</sup>.

La sua singolarità consiste nel rivolgersi a una clientela specifica, i viaggiatori, in un contesto di consumo con tempi limitati e una mentalità propensa all'acquisto. Questo settore offre un'ampia e diversificata gamma di prodotti, tra cui articoli di alta qualità (profumi, cosmetici, liquori), beni di consumo comune (tabacco, generi alimentari), *souvenir* e prodotti tipici locali, mediante l'assortimento di marchi riconosciuti a livello mondiale e prodotti esclusivi, con l'intento di attirare viaggiatori con articoli non facilmente disponibili in altri contesti di vendita al dettaglio.

La suddetta offerta di prodotti esclusivi è altresì sovente accompagnata dalla presenza di prezzi competitivi (ascrivibile anche alla natura *duty-free* dei prodotti) e da formati di uso non comune, ovvero adatti per dimensione e modalità di consumo ai fabbisogni del consumatore/viaggiatore.

Il settore del *travel retail* può essere segmentato con riferimento a:

- (i) tipo di prodotto: profumi e cosmetici, alcolici, elettronica, beni di lusso, cibo, tabacco e altri prodotti;
- (ii) canale: aeroporti, navi, frontiere, negozi di hotel, stazioni ferroviarie, autostrade;
- (iii) età della clientela: bambini (sotto i 18 anni), giovani (18-30 anni), adulti (18-59 anni), anziani (più di 60 anni).

Ciò detto, i principali *driver* di crescita del mercato che qui ci occupa sono ascrivibili:

- (i) alla natura *duty-free* dei prodotti commercializzati;
- (ii) all'incremento del numero dei viaggiatori globali, i cui spostamenti sostengono il tasso di crescita della domanda dei prodotti *duty-free* e di altri servizi di viaggio;

---

<sup>1</sup> “*Travel Retail global Market Report*”, The Business Research Company, 2024

(iii) all'aumento del reddito disponibile, specialmente delle classi medie.

Tuttavia, il mercato in oggetto non è esente da rischi, riconducibili, in via principale, alla forza competitiva dei canali *online*, alle restrizioni negli aeroporti e negli altri *hub* che scoraggiano gli acquisti da parte dei consumatori/viaggiatori e alle fluttuazioni economiche.

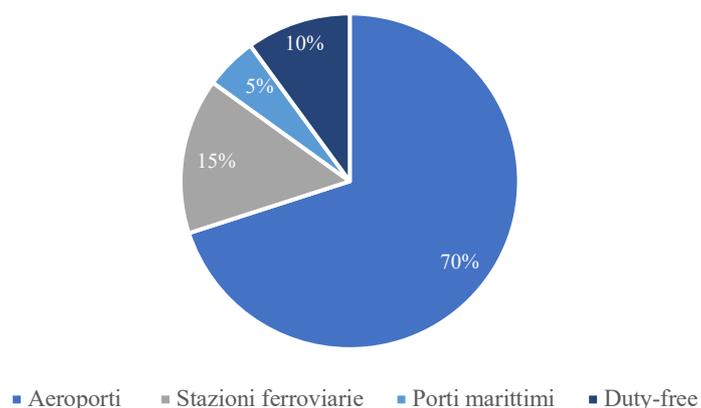
Sul punto, il settore del *travel retail*, per le caratteristiche qualificanti che lo connotano, è sensibile, più di altri settori, alle oscillazioni che interessano il potere di acquisto della domanda (*i.e.* il viaggio in sé non può che intendersi come bene accessorio e facilmente eliminabile dal bilancio delle famiglie) e presenta, più di altri settori, considerevoli costi in termini di oneri di concessione e locazione.

In tal senso, il contenimento dei suddetti profili di criticità non può che passare, in via principale, dalla declinazione di efficaci strategie di *marketing*, in grado di cogliere le istanze e i fabbisogni della clientela (articolata nei diversi segmenti di viaggiatori d'affari, turisti *leisure*, ecc.) e intercettare i viaggiatori durante il processo di acquisto. In questo contesto, tra i diversi elementi chiave per il successo si annoverano: (i) l'integrazione dell'*e-commerce* e della tecnologia digitale per raggiungere i turisti anche prima della partenza, permettendo promozioni personalizzate e ordini in anticipo; (ii) la personalizzazione dell'esperienza di acquisto (offerta *taylor made*); (iii) il lancio di prodotti esclusivi e in *limited edition* per attrarre la clientela.

### **1.1.1 Dimensioni e *performance* economiche**

Passando all'aspetto dimensionale del settore che qui ci occupa, i principali canali di vendita del *travel retail* a livello mondiale sono gli aeroporti, con circa il 70% dei canali distributivi, seguiti dalle stazioni ferroviarie, porti marittimi e centri commerciali *duty-free* (cfr. Grafico 6). Quanto agli aeroporti, l'elevata competitività nel settore aereo e la riduzione dei margini derivanti dalle tariffe aeree, unitamente agli alti costi di gestione, ha spinto le imprese proprietarie di aeroporti ad attribuire una crescente rilevanza ai prodotti collaterali quali quelli del *retail* e della ristorazione.

Grafico 1: distribuzione % dei canali di distribuzione del *travel retail* nel 2023 a livello mondiale



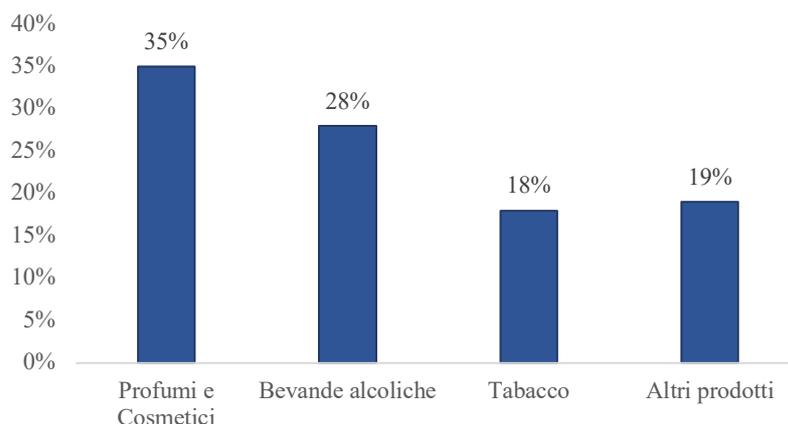
Fonte: The Moodie Davitt Report, 2023

Il settore in questione può ulteriormente essere segmentato per categoria di prodotto. A tal riguardo, il Grafico 7 raffigura la percentuale delle vendite per categoria avvenute nel 2023 nel *travel retail*, evidenziando la particolare rilevanza dei profumi e cosmetici, che dominano il mercato con una quota del 35%. Questi ultimi sono associati a marchi di lusso e premium, primi tra tutti Chanel, Dior, L'Oréal e Lancôme, rendendoli particolarmente ricercati dai viaggiatori, soprattutto da quelli con un reddito disponibile maggiore. Infatti, uno studio condotto da Lagardère Travel Retail <sup>(2)</sup> riporta che i viaggiatori spesso considerano gli aeroporti e gli *hub* di viaggio come luoghi ideali per acquistare prodotti di bellezza di fascia alta. Inoltre, profumi e cosmetici hanno un fascino universale, che trascende le barriere linguistiche e culturali. Queste caratteristiche rendono attraenti tali prodotti per un ampio spettro di viaggiatori, indipendentemente dal paese di origine o di destinazione.

---

<sup>2</sup> “*Travel Retail voices*”, Lagardère Travel Retail, 2022

Grafico 2: distribuzione % delle vendite per categoria di prodotto nel 2023 a livello mondiale



Fonte: elaborazione dell'autore su dati Statista.

Sino alla pandemia Covid-19, il *travel retail* sembrava essere un settore chiave nel quale investire tanto da essere definito un “sesto continente da essere conquistato” (Jean-Paul Agon, CEO di L’Oreal, 2014). In effetti, per anni tale settore ha registrato tassi di crescita notevoli (circa il 6% annuo dal 1995), superando ostacoli e crisi che intaccavano il resto dell’economia.

Tale dato può essere riscontrato alla luce dell’analisi del Grafico 8, dove è rappresentata la crescita del fatturato del settore dal 2013 al 2023, con evidenza della contrazione avvenuta in corrispondenza degli anni della pandemia Covid-19, i cui effetti saranno analizzati dettagliatamente più avanti nel capitolo.

Grafico 3: Fatturato mondiale del Travel Retail dal 2013 al 2023 espresso in miliardi di dollari.



Fonte: The Moodie Davitt Report.

La crescita dell'aggregato negli anni in questione è stata trainata principalmente dal turismo asiatico, che ha registrato tassi di crescita annui considerevoli (circa 16%) <sup>(3)</sup>, e che tutt'ora risulta essere il più importante mercato globale del *travel retail*, con una quota del fatturato mondiale del 46,13% nel 2022 <sup>(4)</sup>.

La rapida crescita del settore asiatico è ascrivibile al combinato disposto di diversi fattori, tra cui: (i) la notevole evoluzione economica negli ultimi decenni, guidata da una classe media in crescita con redditi disponibili più elevati; (ii) un aumento dei viaggi in uscita dalla regione; (iii) la presenza di alcuni dei Paesi più popolosi del mondo e rinomate destinazioni turistiche, che creano una base di clienti sostanziale; (iv) la capacità di riconoscere la potenzialità del settore, espletatasi in enormi investimenti negli aeroporti per l'espansione e il miglioramento delle zone adibite al *retail*.

Di contro, nei mercati più maturi, quali l'Europa e l'America, la crescita è stata stabile ma più contenuta, attestandosi su tassi, rispettivamente, del 2,7% e 4,4%.

Il *travel retail* non costituisce un settore estremamente concentrato ma vi è un'elevata competizione, con la compresenza di grandi *player* globali e di operatori locali.

Ciò detto, la rilevanza del mercato asiatico nel settore non è ascrivibile solamente al mercato della domanda ma anche a quello dell'offerta: come evidenzia il grafico che segue, le prime tre imprese mondiali del settore sono asiatiche.

---

<sup>3</sup> “*Travel retail faces its moment of truth: strategies to reinvigorate the marketplace*”, Kearney, 2023

<sup>4</sup> “*Travel Retail global Market Report*”, The Business Research Company, 2024

Grafico 4: Top 15 *player* mondiali in termini di fatturato nel 2022 in miliardi di dollari.



Fonte: Moodie Davitt report.

Nel 2022 China Duty Free Group è stato il principale *player* a livello mondiale, con un fatturato pari a 9,4 miliardi di dollari. Il secondo e terzo posto trovano la presenza delle sudcoreane Lotte Duty Free e the Shilla Duty Free con ricavi rispettivamente pari a 4 e 3,9 miliardi di dollari.

Quanto al mercato europeo, nell'anno in questione, tra gli operatori *leader* sono ricompresi: Dufry AG, Lagardère SCA, Autogrill S.p.A., e LVMH Group (<sup>5</sup>).

### 1.1.2 Impatto del Covid-19 e del conflitto russo-ucraino

Due sono, in via principale, gli eventi macroeconomici che hanno avuto un impatto dirompente sul settore del *travel retail* negli ultimi anni: la pandemia di Covid-19 e il conflitto russo-ucraino.

Come si è già avuto modo di anticipare, la pandemia di Covid-19 ha profondamente ridimensionato il panorama globale dei viaggi, con impatti considerevoli tanto sulla domanda quanto sull'offerta.

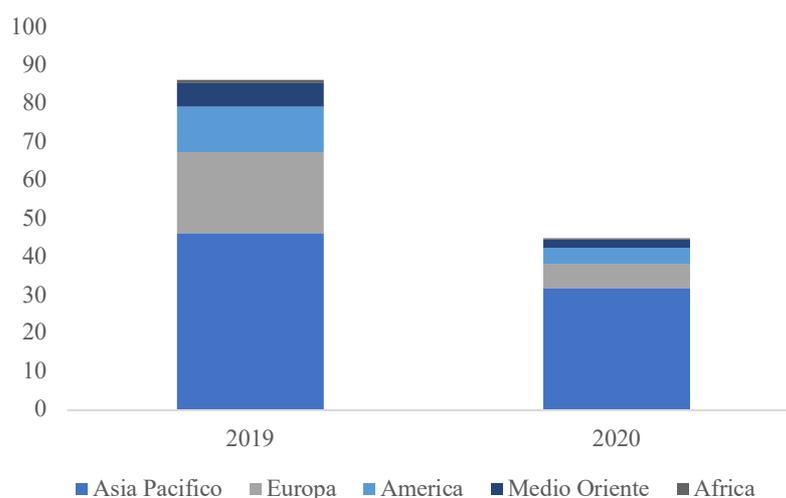
Le politiche restrittive adottate dal legislatore hanno determinato un declino nel traffico

---

<sup>5</sup> “Duty free and travel retail industry – statistics & facts”, Statista, 2024

aereo internazionale nel 2020 (-76% rispetto al 2019) e nel 2021 (-74% rispetto al 2019) (6), con effetti negativi sui ricavi delle vendite mondiali generati dal *duty-free* e dal *travel retail* (-50% rispetto al 2019). Nel grafico che segue si rappresenta il confronto tra il valore delle vendite nel *travel retail* tra il 2019 e il 2020 dando evidenza delle singole aree geografiche interessate.

Grafico 5: valore delle vendite nel *travel retail* nel 2019 e 2020 con evidenza delle singole aree geografiche.



Fonte: Tax Free World Association.

Dal grafico che precede si evidenzia come le perdite registrate non si distribuiscono in modo omogeneo tra le diverse regioni geografiche: in Asia, per esempio, il declino è stato parzialmente mitigato dal traffico domestico cinese. Invero, l'area dell'Asia Pacifico ha mostrato una buona resilienza, considerato che la contrazione del fatturato (-31%) è stata nettamente inferiore a quella registrata da Europa (-70%) e America (-65%).

Ciò detto, a seguito dell'allentamento delle restrizioni imposte dal legislatore e la ripresa del traffico aereo, il settore in oggetto ha registrato una rapida ripresa, raggiungendo, rispetto al 2019, un valore del 61% nel 2021 e del 74% nel 2022.

Il settore del *travel retail* ha registrato un considerevole ridimensionamento alla luce delle modifiche nelle abitudini dei consumatori scaturite dalla pandemia e dai conseguenti interventi legislativi.

---

<sup>6</sup> Airports Council International

Innanzitutto, i consumatori di oggi sono più attenti all'igiene e alla sicurezza, prediligendo negozi con elevati *standard* di pulizia, e richiedono esperienze di acquisto maggiormente personalizzate e coinvolgenti, quali negozi che offrono una consulenza personalizzata, una prova virtuale dei prodotti e/o in grado di sfruttare la digitalizzazione per diversificare il servizio che offrono. In aggiunta, non può non rilevarsi la crescente attenzione circa i profili sostenibili dei viaggi e degli acquisti, con consumatori che prediligono prodotti eco-sostenibili e le imprese che si impegnano a ridurre l'impatto ambientale.

La pandemia Covid-19, e gli effetti economico-sociali conseguenti, ha indotto le imprese del settore *travel retail* a rivedere la propria offerta di valore, ricalibrando strategie esistenti e declinandone di nuove. Le imprese, come manifestano i dati relativi alla crescita del mercato a seguito della ripresa e accelerazione del traffico aereo, hanno registrato un incremento della spesa media *pro-capite* dei consumatori/viaggiatori ascrivibile, anche, all'adozione di strategie di c.d. "premiumizzazione", ossia a elevato margine.

In aggiunta ai suddetti elementi, la ripresa del settore in oggetto è altresì ascrivibile al fenomeno sociale del c.d. "*revenge travel*", ossia il desiderio da parte dei consumatori/viaggiatori di recuperare le esperienze di viaggio venute meno con le restrizioni adottate dal legislatore in risposta alla pandemia Covid-19.

Ciò nonostante, l'effetto rimbalzo del tasso di crescita del settore a seguito della pandemia ha dispiegato i propri effetti solo per un tempo estremamente limitato in quanto frenato dagli effetti (inflattivi e non solo) scaturenti dal nuovo scenario macroeconomico e geopolitico.

L'incremento dell'inflazione e la riduzione del potere di acquisto dei consumatori, ha spinto quest'ultimi a essere maggiormente sensibili alle politiche di prezzo, adottando, dunque, comportamenti d'acquisto più conservativi (*i.e.* incremento della elasticità della domanda al prezzo di mercato). Al riguardo, si noti che nel 2023 si è registrata una diminuzione della spesa media *pro-capite* per consumatore/viaggiatore del 19% rispetto al 2019 <sup>(7)</sup>.

---

<sup>7</sup> "Travel retail faces its moment of truth: strategies to reinvigorate the marketplace", Tax Free World Association, 2023

Il combinato disposto dei fenomeni descritti, unitamente all'affermarsi di canali alternativi più economici per i consumatori, quali *l'e-commerce*, ha indotto le imprese del settore a focalizzarsi maggiormente su strategie di prezzo sfruttando la natura *duty-free* dei prodotti, ossia ponendo maggiore attenzione a strategie *product-driven* anziché *market-driven*.

Come anticipato, l'altra sfida che ha dovuto affrontare il settore in discorso negli ultimi anni è stata quella del conflitto russo-ucraino, il cui impatto è tuttora dirompente.

Una prima ripercussione si è avuta con riguardo al crollo del turismo russo, che rappresentava una quota importante del *travel retail* in Europa e in alcune zone dell'Asia, e alla chiusura di negozi *duty-free* in Russia e Ucraina. Sul punto, l'aeroporto di Helsinki nel 2022 ha visto un calo del 70% del traffico passeggero russo, con una significativa riduzione delle entrate derivanti dal settore in questione.

In aggiunta, molteplici effetti indiretti si sono manifestati, quali i rincari del carburante, che hanno aumentato i costi di trasporto e logistica, e l'interruzione delle *supply chain* globali, che hanno reso difficile l'approvvigionamento di taluni prodotti, gravando sui margini di profitto dei *retailer*.

L'effetto principale della riduzione del turismo si è verificato soprattutto con riferimento ai paesi limitrofi alla Russia e all'Ucraina, con conseguente contrazione della spesa nel *duty-free* di tali mercati geografici. Tanto è vero che, come riportato nel *report* European Tourism Trends & Prospects <sup>(8)</sup>, nonostante il turismo internazionale in Europa a fine 2023 si attesti al 91% rispetto ai livelli pre-pandemici, con una crescita di oltre il 10% rispetto al 2022, i paesi dell'Est Europa hanno registrato un marcato declino. Tale declino si è verificato maggiormente in Lituania (-33%), Lettonia (-30%) ed Estonia (-27%) e, secondo ETC, questa situazione è dovuta in via principale alla dipendenza di tali paesi dal flusso turistico proveniente dalla Russia.

Ad oggi, tuttavia, i grandi *brand* operanti nel *travel retail* dichiarano di non risentire eccessivamente delle ripercussioni della guerra, con poche eccezioni per quanto riguarda il mercato del lusso, di ampio interesse per i viaggiatori russi più abbienti. In ogni caso, un report di Bloomberg Intelligence <sup>(9)</sup> rivela un impatto diretto limitato della guerra, con

---

<sup>8</sup> “European Tourism: Trends & Prospects (Q3/2023)”, ETC Market Intelligence, 2023

<sup>9</sup> Cfr. reperibile presso: [www.watchpro.com](http://www.watchpro.com)

una minima perdita di fatturato e svalutazioni di attività leggere, dovuto al fatto che gli acquirenti russi nel 2021 hanno rappresentato meno del 3% del fatturato delle aziende. Orbene, nonostante a livello economico, fatta eccezione per i paesi dell'Est Europa poc'anzi menzionati, l'impatto del conflitto sia sotto controllo, il settore si è dovuto adattare alle modifiche nelle abitudini dei consumatori declinando strategie di risposta. Infatti, un primo segnale di adattamento è stato il *focus* sul turismo domestico, volto a compensare la perdita del turismo internazionale. In tale contesto, *l'e-commerce* e il *click-and-collect* hanno assunto un ruolo di primaria importanza, offrendo ai consumatori nuove modalità di acquisto e di fruizione dei prodotti. Parallelamente, si è assistito a una diversificazione dei mercati di riferimento, con l'obiettivo di ridurre la dipendenza dal turismo russo e di esplorare nuove opportunità in aree emergenti come l'Asia-Pacifico e il Medio Oriente.

### **1.1.3 Trend futuri**

Come anticipato, con la fine delle restrizioni e la ripresa del turismo dopo la pandemia il settore ha mostrato notevoli segni di resilienza.

Ciò nonostante, non possono trascurarsi gli effetti che le succitate condizioni di contesto hanno avuto sulle abitudini di acquisto dei consumatori/viaggiatori e, dunque, sulla necessità da parte delle imprese di ricercare una nuova coerenza con l'ambiente esterno. In altri termini, la trasformazione radicale dell'ambiente esterno (sia del contesto ampio sia del contesto competitivo), il suo dinamismo crescente e le nuove istanze della clientela hanno determinato la necessità da parte delle imprese di declinare nuove risposte strategico-operative volte a ricercare nuovi punti di equilibrio, ossia nuove opportunità e nuovi mercati.

Innanzitutto, i dati demografici giocano un ruolo fondamentale per il successo del settore in discorso, in quanto i cambiamenti nei profili e nelle preferenze dei clienti possono avvenire rapidamente. Per questo motivo, le aziende devono porre la massima attenzione all'*intelligence consumer*, ovvero una conoscenza approfondita del consumatore che avviene estrapolando dati da informazioni operative interne, sondaggi periodici e ricerche esterne. Grazie a questo ascolto continuo dei clienti, le imprese del *travel retail* possono affinare costantemente la propria offerta.

In tal senso, uno studio condotto da Lagardère <sup>(10)</sup> identifica tra le più grandi sfide del settore nei prossimi anni la modifica delle caratteristiche del consumatore medio, che viaggia più per piacere che per affari. Sul punto, Bain & Company <sup>(11)</sup> identifica uno spostamento verso un passeggero più giovane e meno abbiente, con i viaggi d'affari che non sono destinati a tornare ai livelli pre-pandemici. Infatti, lo studio in questione rileva che entro il 2025 questo gruppo di consumatori costituirà il 50% di tutti i passeggeri, mentre la quota di viaggi d'affari, dei voli su lunga distanza e del turismo cinese sarà destinata a diminuire.

Ciò non potrà non ripercuotersi sull'inefficacia della sopraccitata strategia di "premiumizzazione". Le imprese dovranno concentrarsi maggiormente sulla convenienza dei loro prodotti rispetto agli altri canali di vendita in risposta all'aumentata elasticità della domanda al prezzo di mercato e, soprattutto, sull'offerta di una più ristretta varietà di prodotti tipici e locali piuttosto che una estremamente differenziata.

In aggiunta, lo studio in questione pone l'accento sulla crescente attenzione rivolta dal consumatore circa la sostenibilità, considerato che il 64% dei passeggeri è disposto a pagare di più per un prodotto sostenibile. Al riguardo, le imprese hanno già avviato una rivisitazione del proprio modello operativo, includendo la sostenibilità nell'alveo degli obiettivi economici (redditività, produttività e competitività) ovvero nelle fasi fondamentali dello sviluppo strategico e del processo di pianificazione con il fine di contenere il proprio impatto ambientale e sociale nei singoli momenti della catena del valore.

In aggiunta, tra le nuove tendenze volte a migliorare l'esperienza d'acquisto c'è sicuramente da annoverare l'impatto delle nuove tecnologie: (i) l'Intelligenza Artificiale, che ottimizza le interazioni con gli utenti e la fidelizzazione; (ii) la realtà aumentata e la realtà virtuale che possono migliorare la creazione di contenuti promozionali; (iii) la *blockchain*, che garantisce la tracciabilità dei prodotti e pagamenti sicuri; (iv) esperienze *phygital*, consistenti nell'integrazione di tecnologie immersive nell'acquisto.

In ultimo, le imprese dovranno agire per offrire un'esperienza *omnichannel* al viaggiatore, combinando l'offerta di servizi di diversi settori per studiarne meglio i

---

<sup>10</sup> "Travel Retail voices", Lagardère Travel Retail, 2022

<sup>11</sup> "The 2022 Global Private Equity Report: Market Overview", Bain & Company, 2023

comportamenti. Infatti, il cliente moderno desidera un'offerta di prodotti e servizi più personalizzata, che soddisfi le sue esigenze e preferenze individuali in ogni momento del viaggio. A tal fine, già prima della pandemia i *retailer* avevano iniziato ad affiancare attività di *retail* e F&B, per consentire al consumatore di acquistare in un'unica occasione prodotti di diverso tipo.

Il cliente è disposto a interagire e spendere se l'offerta è rilevante per lui, caratterizzata da un alto grado di personalizzazione e comodità. Questo apre nuove opportunità per ridefinire e combinare l'esperienza di acquisto in negozio con quella digitale, creando un ecosistema coerente e *omnichannel*.

Gli operatori si sono mossi in questa direzione anche sponsorizzando nuovi *concepts* e servizi innovativi per offrire un'esperienza più unica anche al di fuori degli acquisti, quali *showroom* di macchine, moto o anche appartamenti.

La necessità degli aeroporti di integrare tali nuovi concetti nelle proprie strutture ha spinto quest'ultimi ad affidare a *retailer* di diversi settori degli spazi quanto più differenziati. A tal fine, i maggiori operatori del settore stanno perseguendo una strategia di espansione per mezzo di operazioni straordinarie e *partnership* (i.e. Alibaba e Dufry, JD.com e Lagardere), con il fine di aumentare la propria quota di mercato. Mercato che, come verrà dinnanzi dettagliatamente argomentato, sta registrando e registrerà nel prossimo futuro un crescente grado di concentrazione.

In sintesi, mentre la ripresa è in corso, i modelli di viaggio e le preferenze dei clienti stanno cambiando non solo a livello congiunturale, ma anche a livello strutturale.

Dalla prospettiva delle destinazioni, i viaggi internazionali a corto e lungo raggio sono ripartiti più tardi rispetto a quelli nazionali, ma stanno mostrando un recupero più rapido. Si prevede che il numero di passeggeri supererà i livelli del 2019 entro il 2025, offrendo un ulteriore potenziale di crescita.

Dalla prospettiva delle compagnie aeree, l'ascesa delle compagnie aeree *low cost* continua a rendere il volo più accessibile a una fascia di popolazione più ampia, consentendo a chi non poteva permetterselo di volare prima di farlo ora, o di volare più spesso.

Durante la ripresa, i passeggeri hanno viaggiato prima per svago e poi per lavoro. In merito a ciò, si prevede che i viaggi di piacere continueranno a crescere con forza nei prossimi anni e, allo stesso modo, nonostante le nuove tecnologie di videoconferenza, la

necessità di viaggi d'affari e la relativa presenza in loco o di incontri di persona raggiungeranno presto nuovamente i livelli del 2019.

## 1.2 Il settore della ristorazione

La ristorazione rappresenta una componente fondamentale del settore dell'ospitalità, con una vasta gamma di servizi volti a soddisfare le esigenze di una clientela fortemente diversificata.

Due sono, in via principale, i profili qualificanti il settore che qui ci occupa: si tratta, da un lato, di un aspetto inerente alla sfera sociale; dall'altro, di un profilo afferente alla sfera economica.

Quanto alla sfera sociale, il settore in oggetto si caratterizza per la sensibilità nel cogliere le tendenze e le evoluzioni della domanda, anticipando anche i cambiamenti socioeconomici più profondi: la stretta relazione con il cliente, consente infatti agli operatori di godere di uno sguardo privilegiato sulle mutevoli preferenze del pubblico.

Quanto alla sfera economica, il settore in esame si contraddistingue per il consistente contributo economico all'attività produttiva generale in termini di PIL e occupazione, anche mediante la promozione del turismo. Sul punto, si consideri che a livello globale nel 2024 ci si attende un incremento del volume di vendite sino a 1 trilione di dollari e la creazione di oltre 200 mila posti di lavoro <sup>(12)</sup>.

Venendo al contesto nazionale, la ristorazione, nonostante la contrazione generale riguardante trasversalmente l'economia, rappresenta un settore trainante in termini di produttività e occupazione, con un fatturato stimato di circa 82 miliardi di euro nel 2023 e con 1,3 milioni di persone impiegate <sup>(13)</sup>.

Ciò detto, il settore della ristorazione ricomprende tutte quelle attività in cui è prevista la preparazione e la distribuzione dei pasti nei confronti del pubblico e si articola in due comparti: la ristorazione collettiva e la ristorazione commerciale.

La ristorazione collettiva si riferisce ai servizi di preparazione e fornitura di pasti rivolti a consumatori organizzati in comunità e ricomprende: (i) la ristorazione scolastica e

---

<sup>12</sup> , National Restaurant Association, (2024), "2024 State of the Restaurant Industry"

<sup>13</sup> Fipe (2024), "Rapporto ristorazione 2023", *Confcommercio*, 3 aprile 2023

universitaria; (ii) la mensa ospedaliera e assistenziale; (iii) la ristorazione aziendale; (iv) la ristorazione comunitaria. In termini sociali, economici e occupazionali è il sub-settore più rilevante, soprattutto con riguardo al comparto ospedaliero e scolastico.

La ristorazione commerciale, invece, si rivolge ai consumatori non organizzati in comunità e include: (i) il canale tradizionale, comprensivo di bar, ristoranti, etc.; (ii) la ristorazione veloce, riferita a *fast-food* e *take-away*; (iii) la ristorazione alberghiera e viaggiante, tra cui si annoverano i servizi autostradali, ferroviari, aerei e navali; (iv) il *vending*, ovvero la distribuzione automatica di bevande e alimenti.

Sotto un profilo generale, il settore in esame è ricompreso nella più ampia industria del Food&Beverage (F&B), ossia a tutte le attività legate alla produzione, distribuzione e vendita di cibo e bevande destinati al consumo umano. Industria che registra nel 2023 un fatturato stimato di oltre 8 trilioni di dollari <sup>(14)</sup>.

All'interno del campo dei servizi inerenti alla distribuzione e alla vendita nel F&B, possono annoverarsi le seguenti categorie di *business*:

- (i) ristoranti, che includono *fast food*, servizi di *casual* e *fine dining*;
- (ii) bar, tra cui troviamo *pub*, *cocktail* e *wine bar*;
- (iii) *catering*, per eventi privati (feste, matrimoni, ricevimenti) e aziendali;
- (iv) negozi di alimentari, che si articolano in supermercati, ipermercati e discount;
- (v) industria alimentare, riferita alla distribuzione e vendita al dettaglio di beni alimentari.

Oltre alle summenzionate categorie, esiste un'ampia varietà di modelli ibridi che combinano componenti di diverse tipologie. L'adozione di un modello piuttosto che di un altro dipende da una serie di fattori, tra cui il tipo di prodotto o servizio offerto, il target di clientela, il panorama competitivo e la disponibilità di risorse.

Tornando all'originaria articolazione delle cinque categorie di modello di business, le prime tre (i.e. ristoranti, bar e *catering*) appartengono al settore della ristorazione. Elemento, questo, che evidenzia la centralità della ristorazione nel più ampio contesto dell'industria del F&B.

I tre *business model* della ristorazione presentano al contempo vantaggi, quali la compatibilità del servizio con le necessità della clientela e le possibilità per la crescita, e

---

<sup>14</sup> *Food and beverage service*, OECD, 2023

minacce, come l'elevata concorrenza, che deprime notevolmente i margini di profitto soprattutto per le piccole imprese. La competizione nella ristorazione è la causa principale dell'elevato *turnover* imprenditoriale che, alla luce degli shock economici degli ultimi anni, ha registrato un'elevata accelerazione. In Italia nel 2022, infatti, a fronte della costituzione di 9.688 nuove imprese, 20.384 unità hanno interrotto la propria attività <sup>(15)</sup>. Ne risulta un saldo fortemente negativo, influenzato, anche, dagli effetti conseguenti alla crisi pandemica Covid-19, i cui effetti saranno analizzati analiticamente più avanti nel capitolo.

Ciò detto, tra i principali fattori potenzialmente in grado di contrastare l'elevato tasso di mortalità delle imprese e, al contempo, favorire il grado di competitività delle stesse si ricomprendono: (i) un'adeguata varietà nei menu; (ii) l'equilibrio tra qualità e prezzo; (iii) un servizio in grado di garantire un'esperienza ottimale al cliente; (iv) il marchio; (v) la sostenibilità e la responsabilità sociale; (vi) la posizione geografica del locale commerciale.

### **1.2.1 Dimensioni e performance economiche**

Il mercato globale dei servizi di ristorazione, nel 2023, ha raggiunto un fatturato di 2,9 trilioni, e ci si aspetta una crescita del 10,8% annuo fino ad un valore di oltre 5 trilioni di dollari nel 2030 <sup>(16)</sup>.

Il settore in esame, come emerge dal Grafico 1, che illustra il fatturato negli ultimi 10 anni, è cresciuto considerevolmente, guidato dall'aumento della popolazione e alle mutate abitudini di consumo, parallelamente allo sviluppo di nuove tendenze quali la digitalizzazione.

Tuttavia, il settore in questione negli ultimi anni ha attraversato un periodo piuttosto turbolento ascrivibile al combinato disposto di diversi fattori esogeni, quali, in via principale, l'emergenza sanitaria, la crisi energetica e l'inflazione.

Tali fattori, se da un lato hanno dato luogo a una drastica contrazione del fatturato e

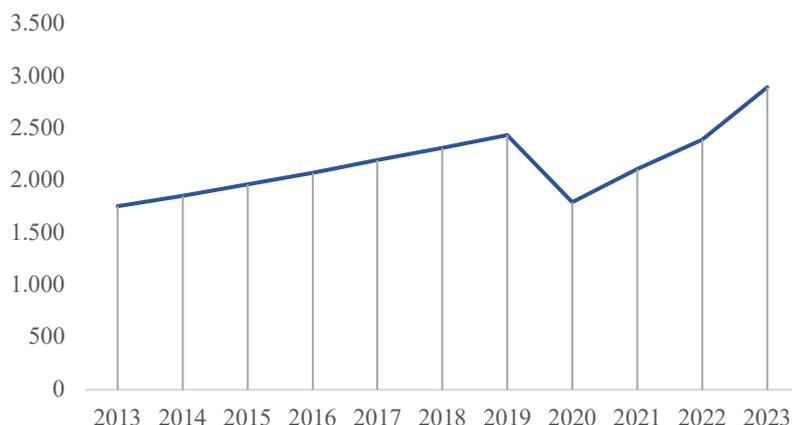
---

<sup>15</sup> "Fipe (2024), "Rapporto ristorazione 2023", *Confcommercio*, 3 aprile 2023

<sup>16</sup> "Food Service Market Size, Share & Covid Impact Analysis, By Type, and Regional Forecast", *Fortune Business Insights*, 2023

dell'occupazione, come verrà dinnanzi analiticamente rappresentato, dall'altro, hanno avuto il merito di esaltare l'estrema resilienza del settore, ossia la capacità di ripresa in termini di consumi.

Grafico 6: Fatturato mondiale del settore della Ristorazione dal 2013 al 2023 in miliardi di euro.



Fonte: elaborazione dell'autore su dati Statista.

Con riferimento al suddetto grafico, risulta evidente la stabile dinamica della crescita dell'aggregato fino al 2019 con un conseguente crollo del 26% come risultato degli eventi poc'anzi menzionati. In ogni caso, il settore ha dimostrato una notevole resilienza, con una ripresa di oltre il 35% negli ultimi due anni, attestandosi a un valore più elevato di quello pre-pandemia. Tale considerevole ripresa del settore è ascrivibile, in via principale, all'aumento del turismo internazionale e al cambiamento delle abitudini alimentari della domanda, che sono riusciti a garantire la sopravvivenza delle imprese nonostante l'erosione dei margini di profitto causata dall'aumento dei costi delle materie prime.

Orbene, lo sviluppo del settore non è stato uniforme in tutte le aree geografiche. Infatti, negli ultimi 10 anni la regione dell'Asia ha registrato un tasso annuo di crescita del 6,2%, seguita dall'Europa con il 3,8% e dal Nord America con il 3,1%. L'Asia, regione che più di tutte è stata in grado di adottare modelli innovativi, tuttora detiene la quota maggiore del mercato mondiale, pari a 944,7 miliardi di dollari <sup>(17)</sup>.

Quanto al contesto italiano, il Codice Ateco di riferimento dei servizi di ristorazione è il

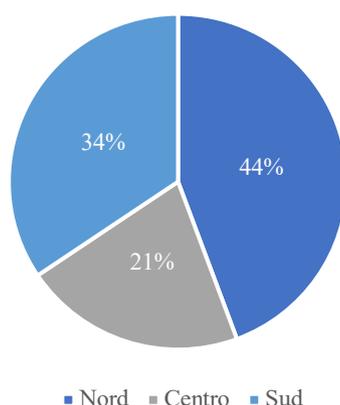
---

<sup>17</sup> "Food Service Market Size, Share & Covid Impact Analysis, By Type, and Regional Forecast", Fortune Business Insights, 2023

56, che a sua volta comprende i ristoranti e attività di ristorazione mobile (codice 56.1), la fornitura di pasti preparati (catering) e altri servizi di ristorazione (codice 56.2), bar e esercizi simili senza cucina (codice 56.3).

A fine 2022, ultimo esercizio di cui si dispone dei bilanci approvati, le imprese attive con questo codice in Italia erano 335.817, così geograficamente distribuite:

Grafico 7: Imprese attive per territorio 2022.

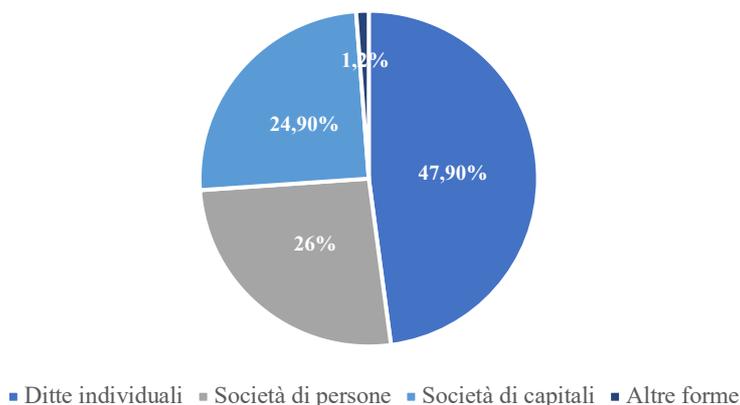


Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Istat.

Osservando il suddetto grafico, si rileva che la concentrazione maggiore è nel Nord Italia, con 148.920 imprese attive, seguono il Sud e le isole con 115.621 attività e il Centro con 71.276. In aggiunta, non può non rilevarsi una considerevole concentrazione di attività nelle province ad elevata densità abitativa, quali Roma (8,8%) e Milano (5,2%). Elemento, questo, indice di un'elevata dipendenza del settore non tanto dalle variabili economiche (quali il reddito e i consumi) quanto da quelle demografiche (ovvero la popolazione residente).

Venendo al tessuto imprenditoriale del settore, dal seguente grafico è possibile riscontrare la predilezione per la forma dell'impresa individuale, che rappresenta quasi il 50% delle attività, a cui fa seguito quella delle Società di persone e infine quella di capitali, nel cui ambito troviamo pochi ma grandi *player*.

Grafico 8: Distribuzione percentuale delle imprese attive per forma giuridica.



Fonte: elaborazione dell'autore su dati Istat.

La ditta individuale risulta la forma prevalente soprattutto nel Sud Italia, dove rappresenta il 66% delle imprese attive. Di contro, le Società di persone sono concentrate nell'Italia Settentrionale. Le Società di capitali, invece, sono particolarmente diffuse solo nelle regioni con una grande densità abitativa, prime tra tutte il Lazio e la Lombardia.

Ciò detto, si rileva un'elevata frammentazione della ristorazione, con una moltitudine di piccoli e medi operatori che coesistono accanto a un numero molto ridotto di grandi catene e brand internazionali. Tale caratteristica è accentuata nel contesto italiano, ma è generalizzabile con riferimento al mercato mondiale. In quest'ultimo, infatti, soprattutto in America, un grado più elevato di concentrazione è riscontrabile nel settore dei *fast food*, dominato da grandi *player* quali McDonald's, Starbucks, KFC Corporation e Restaurant Brands International Inc..

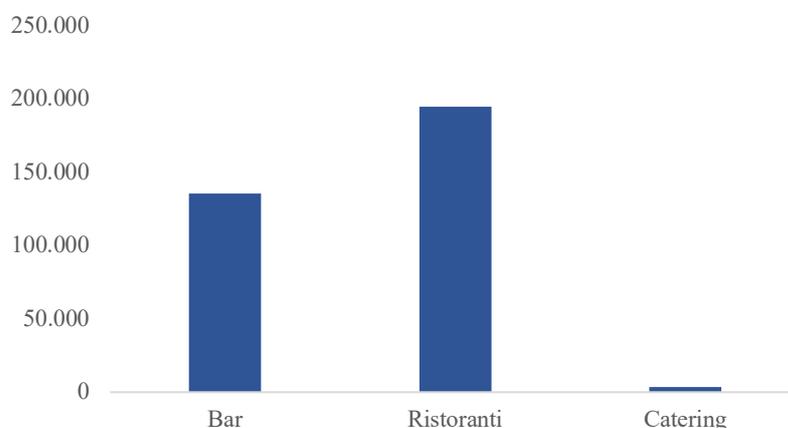
In Italia, il basso livello di concentrazione del mercato risulta evidente considerando che solo lo 0,6% delle imprese ha un fatturato annuo nella fascia 1.000.000 – 4.999.999 di euro. Tra queste sono ricompresi i pochi *player* che dominano il settore e che ricoprono le prime dieci posizioni in termini di grandezza:

- (iv) Autogrill Italia SpA
- (v) Pellegrini SpA
- (vi) Camst soc coop. A.R.L.
- (vii) Cirfood S.C.
- (viii) Elior Ristorazione SpA
- (ix) McDonald's Development Italy

- (x) Sodexo Italia SpA
- (xi) Chef Express SpA
- (xii) Pluxee Italia Srl
- (xiii) Serenissima Ristorazione SpA

Nel Grafico 9 si rappresenta la distribuzione delle imprese attive per comparto economico, ossia quelle imprese dotate dei codici Ateco 56.1 (ristoranti e attività di ristorazione mobile), 56.2 (Mense e Catering) e 56.3 (Bar e altri esercizi simili senza cucina).

Grafico 9: Distribuzione delle imprese attive per comparto economico.

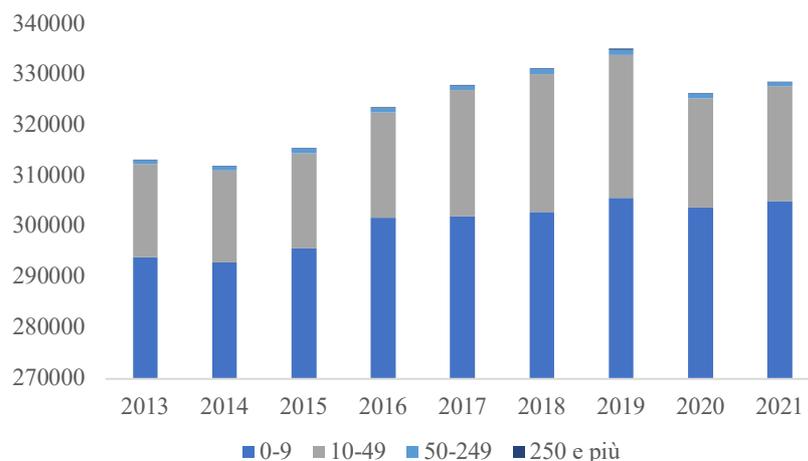


Fonte: elaborazione dell'autore su dati Istat.

Dal grafico che precede si rileva che la quasi totalità del settore italiano è rappresentata dall'esercizio di Bar e Ristoranti, nell'ambito dei quali, rispettivamente, sono attive 136.101 e 195.329 imprese. Per questi due settori le forme giuridiche prevalenti sono quelle della ditta individuale e della Società di persone, mentre, per quanto riguarda il Catering, vi è una sostanziale differenza. Invero, in quest'ultimo sub-settore la forma prevalente adottata è quella delle Società di capitali (45,3%), a testimonianza di un'elevata strutturazione del comparto caratterizzato da un sistema di B2B regolato (tendenzialmente) da gare d'appalto per le quali si richiede la forma della "grande impresa".

La frammentazione del mercato in tanti e piccoli operatori risulta evidente altresì dal Grafico 5, che illustra la suddivisione delle imprese per numero di addetti dal 2013 al 2021.

Grafico 10: Numero di imprese classificate per numero di addetti.



Fonte: elaborazione dell'autore su dati Istat.

Le attività con 0-9 addetti rappresentano, ogni anno, la percentuale maggiore delle imprese attive, mentre le aziende con più di 50 dipendenti costituiscono solo una parte marginale del mercato. Si noti che la prima categoria di imprese è stata quella, in termini di numero, più variabile rispetto alle imprese di più grande dimensione che tendenzialmente sono più stabili, indice della maggiore sensibilità e fragilità delle stesse al considerevole grado di concorrenza qualificante il settore in esame.

Come evidenziato da FIPE in uno studio avente ad oggetto la composizione dell'organico aziendale, la minore dimensione delle imprese nel settore italiano è associata al modello organizzativo adottato: lo studio in questione rileva che il 60% dei ristoranti è a vocazione familiare <sup>(18)</sup>, mentre il restante 40% rientra nel campo nelle imprese strutturate <sup>(19)</sup> (quanto ai bar, quelle a vocazione familiare sono il 44% mentre quelle strutturate il 56%). In aggiunta a tale dato, la suddetta indagine rileva la presenza di un'elevata intensità del ciclo produttivo, con il 68% di attività aperte sette giorni a settimana o aperti sei giorni ma sia a pranzo sia a cena.

---

<sup>18</sup> Imprese che soddisfano uno dei seguenti requisiti: (i) numero di addetti inferiore a 10 e presenza di almeno un coadiuvante familiare; (ii) numero di addetti tra 11 e 20 e almeno 2 coadiuvanti; (iii) numero di addetti superiore a 20 con 3 o più coadiuvanti familiari.

<sup>19</sup> Imprese che soddisfano uno dei seguenti requisiti: (i) numero di addetti inferiori a 10 senza coadiuvanti familiari; (ii) numero di addetti tra 11 e 20 con un solo coadiuvante; (iii) numero di addetti superiore a 20 e con non più di 2 coadiuvanti familiari.

In ultimo, è opportuno precisare che la produttività delle imprese in questo mercato, intesa come rapporto tra ricchezza prodotta e input di lavoro, si attesta su valori piuttosto contenuti rispetto ad altri settori, con livello inferiore di circa il 42% rispetto al valore medio. A ciò si aggiunga che il capitale e il lavoro sono remunerati con molta difficoltà data l'elevata intensità del settore: l'eccesso di offerta rispetto alla domanda ha quale effetto un'eccedenza della forza lavoro.

### 1.2.2 Attrattività del settore

Nonostante il periodo di crisi attraversato, la ristorazione è un settore di interesse per numerosi investitori. Invero, l'Osservatorio Imprenditoria Retail 2023 riporta le preferenze degli imprenditori in diversi settori, concludendo che quello della ristorazione è il più richiesto, con il 36% degli intervistati che manifesta una chiara propensione all'investimento. Tale interesse, come evidenziato dallo studio in esame, si rivolge, in via principale, verso catene di *franchising* con un marchio già noto, ossia verso quelle realtà imprenditoriali dotate di un forte avviamento legato all'insegna. Sul punto, le motivazioni principali per entrare a far parte di un network di ristoranti risultano essere il prestigio e la notorietà del marchio per il 75% degli intervistati, seguiti da coloro che valutano maggiormente la fiducia negli interlocutori dell'azienda e, infine, da chi fa affidamento sulla fiducia del *management*.

Un ulteriore elemento degno di attenzione è quello afferente all'occupazione. Dopo la crisi sanitaria Covid-19, le imprese del settore hanno registrato, da un lato, delle difficoltà nel reperimento di personale qualificato, e dall'altro, una volontà di rilancio mediante l'implementazione di considerevoli migliorie nei locali commerciali.

Tralasciando gli effetti conseguenti alla crisi pandemica, l'attrattività del settore ristorazione, e più in generale del settore F&B italiano, è ascrivibile in larga misura all'effetto reputazionale. Uno studio condotto da YouGov (Massara, 2019)<sup>(20)</sup> evidenzia come la cucina italiana è la più popolare e apprezzata al mondo.

Tuttavia, come poc'anzi rappresentato, il settore in esame si caratterizza per la carenza di addetti quale combinato disposto di un numero elevato di dimissioni (in parte

---

<sup>20</sup> CFR. reperibile presso: [it.yougov.com/](https://it.yougov.com/)

riconducibile alla volontà della forza lavoro di trovare nuovi equilibri tra tempo libero e lavoro e all'adozione di modelli organizzativi più efficienti) e la presenza di una domanda di lavoro non qualificata.

In proposito, uno studio di Adecco Group <sup>(21)</sup> riporta che l'elevato tasso di abbandono di molti lavoratori, soprattutto tra i più giovani, è ascrivibile altresì all'attrattività di altri settori, come quello della grande distribuzione, che a differenza di quello in esame, ha registrato nel recente passato un andamento sostanzialmente anti-ciclico. L'analisi in questione rileva che una delle possibili leve da attivare per incrementare il tasso di *retention* dei giovani talenti è quella della cultura aziendale, ossia l'adozione di politiche di crescita.

Quanto a quest'ultimo aspetto, le imprese hanno, da un lato, iniziato a utilizzare l'*employer branding* e l'*engagement* come *asset* strategici e, dall'altro, creato delle vere e proprie *Academy* interne per la formazione e la crescita del personale, soprattutto per quanto riguarda temi inerenti alla digitalizzazione.

In sintesi, le caratteristiche qualificanti il settore della ristorazione in Italia, quali dinamicità, tradizione e grandezza (*i.e.* secondo paese in Europa per numero di ristoranti, dopo la Francia), lo rendono uno dei settori di maggior interesse da parte degli investitori italiani e non.

La vastità del mercato e la tendenziale stabilità della domanda di prodotti legata a necessità primarie dell'individuo rappresentano dei fattori di estrema rilevanza per gli investitori. A ciò si aggiungano le capacità di resilienza e rapida ripresa registrate, più di altri settori, in risposta a eventi esogeni di primaria rilevanza, mediante lo sviluppo del *delivery online*, l'asporto e il turismo enogastronomico. Elementi, quest'ultimi, che consentono ai potenziali investitori una non trascurabile possibilità di diversificazione del portafoglio.

Ciò detto, non possono ignorarsi le sfide del settore, ossia l'elevata concorrenza, la presenza di margini di profitto piuttosto contenuti, le considerevoli barriere all'entrata e, infine, un rischio di impresa consistente. In effetti, la gestione di un'azienda di ristorazione richiede competenze specifiche e una conoscenza approfondita del settore che soventemente i piccoli imprenditori non possiedono. Per tale ragione, nel recente

---

<sup>21</sup> Cfr. reperibile presso: [www.linkiesta.it](http://www.linkiesta.it)

passato si sta assistendo a una concentrazione del mercato e a una canalizzazione degli investimenti verso aggregati imprenditoriali maggiormente strutturati in grado di resistere a eventuali *shock* economici e coltivare le capacità del *management*.

### 1.2.3 Impatto della pandemia di Covid-19

Come rilevato nei paragrafi precedenti, il mercato della ristorazione ha continuato a crescere in modo sostenuto fino al 2019, anno in cui si sono registrate *performance* positive, dimostrando un particolare dinamismo, introducendo nuovi paradigmi e sinergie con industrie adiacenti.

In questo contesto, il 2020 ha segnato un'inversione di tendenza, risultando come uno degli anni più difficili per il settore nella storia recente. Infatti, è stato quello che più ha risentito delle misure promosse dai legislatori per il contenimento della pandemia di Covid-19, con un calo del fatturato mondiale del 26,2% rispetto al 2019. Inoltre, si stima che la pandemia abbia causato la perdita di oltre 100 milioni di posti di lavoro nel settore <sup>(22)</sup>.

Stanti i suddetti elementi negativi, la crisi pandemica ha avuto comunque il merito di aver accelerato una rivisitazione delle abitudini di acquisto dei consumatori e, conseguentemente, dei modelli di *business* delle imprese.

Quanto al consumatore, nel recente passato si è assistito a un rapido sviluppo degli acquisti attraverso il canale dell'*e-commerce*, soddisfatti attraverso il processo di digitalizzazione delle imprese. L'*home delivery* ha spostato l'attenzione del consumatore sulla sostenibilità, riferita, in primo luogo, alle condizioni lavorative dei c.d. "*rider*" e, in secondo luogo, all'utilizzo di imballaggi più sostenibili nelle consegne. Legata a questo tema si è registrata altresì la riscoperta del "chilometro zero" e del valore delle attività commerciali più prossime ai luoghi di residenza.

Quanto alle imprese, la crisi pandemica ha richiesto la rivisitazione e la declinazione, in tempi rapidi, di modelli strategici e organizzativi, volti a ristabilire una piena coerenza con le nuove abitudini di acquisto della domanda. Al riguardo, tali iniziative si sono

---

<sup>22</sup> "Food Service Market Size, Share & Covid Impact Analysis, By Type, and Regional Forecast", Fortune Business Insights, 2023

sostanziate, in via principale, nello sviluppo di un efficiente canale di *delivery*, alternativo ai tradizionali canali di vendita.

La rilevanza di tali riposte appare evidente alla luce delle risultanze del *report* FIPE <sup>(23)</sup>, dove il 34% dei consumi alimentari degli italiani era solito essere fuori casa, per un valore totale di circa 85 miliardi.

In sintesi, la crisi pandemica ha avuto comunque il merito di aver accelerato la transizione digitale del settore in esame (*e.g.*, predisposizioni di un menu digitale, gestione delle prenotazioni e degli ordini *online*, strutturazione del canale *Online Food delivery*), che sarebbe comunque avvenuta con tempistiche più dilatate nel tempo.

Quanto agli effetti economici sulle imprese, la crisi pandemica ha comportato, lato costi, un aumento delle spese per conformarsi alle misure restrittive e sanitarie imposte dal legislatore, per la digitalizzazione e per le materie prime.

L'incremento del costo delle materie prime è altresì ascrivibile ai recenti sviluppi geopolitici, prima tra tutti la crisi energetica scaturita dalla guerra in Ucraina. Invero, a livello nazionale nel 2022 vi è stato un aumento del costo delle materie prime del 12%, e dei costi dell'energia del 40%, rispetto all'8% e 20% del 2020 <sup>(24)</sup>.

Gli effetti maggiormente considerevoli hanno riguardato i ricavi e, conseguentemente, i margini economici a fronte del summenzionato incremento dei costi di produzione. In particolare, si è registrato un EBITDA di -8 miliardi di euro nel 2020 con riflessi in termini di redditività pari al 10% <sup>(25)</sup>.

In ultimo, si rileva che le summenzionate dinamiche afferenti alla redditività sono state solo parzialmente mitigate dai provvedimenti governativi adottati dal legislatore per il rilancio dell'economia nazionale (*i.e.*, *bonus* per compensare le perdite di fatturato, contributi a fondo perduto e prestiti garantiti finalizzati all'accesso alla liquidità). Provvedimenti, dunque, rilevatisi nei fatti non sufficienti a impedire il crollo del settore.

---

<sup>23</sup> Fipe (2020) "Coronavirus: l'impatto sui pubblici esercizi", *Confcommercio*

<sup>24</sup> Fipe (2022) "Indagine congiunturale sulla ristorazione", gennaio 2022

<sup>25</sup> ISTAT (2022), "Statistica & Imprese"

### 1.2.4 *Trend futuri*

L'uscita dall'emergenza sanitaria e il venire meno delle misure contenitive adottate dal legislatore in Italia hanno dato luogo a una ripresa considerevole e rapida dei consumi "fuori casa", per un valore di 82 miliardi su un totale di 260 miliardi di consumi nel 2022<sup>(26)</sup>. Al riguardo, il suddetto contesto macroeconomico ha dispiegato i propri effetti in modo diverso dal lato della domanda e dell'offerta: dal lato dell'offerta, le imprese hanno registrato considerevoli effetti sulla struttura dei costi, mentre, dal lato della domanda, il consumo ha beneficiato dell'incremento del turismo internazionale.

Andando nel merito dei singoli canali di vendita, i bar hanno registrato il maggior numero di visite, pari al 56%, seguiti dai ristoranti con il 21%, dalla ristorazione veloce con il 7% e, in ultimo, gli altri canali, con particolare rilievo del settore della ristorazione alberghiera e viaggiante. L'unico comparto che ha registrato un *trend* in diminuzione è stato quello del *food delivery*, che invece ha avuto un ruolo di traino fondamentale negli anni di crisi. Ciò detto, si rileva che i consumatori sono risultati preferire la ristorazione in catena e in generale le forme più aggregate di imprese di ristorazione, , ossia quei canali che, più di altri, sono stati in grado di contenere maggiormente gli effetti inflattivi sui propri prodotti.

Ma vi è di più. La crisi sanitaria del 2020 e le implicazioni macroeconomiche conseguenti hanno dato luogo a diversi *trend* e cambiamenti di natura congiuntale, destinati cioè a dispiegare i propri effetti solamente in un orizzonte temporale di breve termine, e strutturale, ossia che continueranno a influenzare in modo radicale il mondo della ristorazione.

Nell'ambito dei *trend* congiunturali ritroviamo:

- (i) l'incremento dei prezzi al consumo quale effetto dell'aumento del costo del personale e delle materie prime. Elementi, questi, riconducibili, in parte, al conflitto russo-ucraino;
- (ii) la ripresa del turismo mondiale.

Per quanto riguarda i trend strutturali, si annoverano:

---

<sup>26</sup> Trade Lab, (2023), "Report annuale sul mercato Fuori Casa"

- (i) il consolidamento del c.d. “*smart-working*” e, dunque, della riduzione di occasioni di consumo nelle fasce diurne (e.g. pranzi di lavoro) a vantaggio di quelle serali/notturne;
- (ii) il consolidamento della pratica del c.d. “*home delivery*”, che ha visto l’affermarsi di nuovi *player* quali JustEat, Deliveroo (che congiuntamente detengono il 70% del mercato mondiale), Glovo e UberEats;
- (iii) l’attenzione del consumatore verso la sostenibilità;
- (iv) la digitalizzazione, quale strumento potenzialmente in grado di determinare un vantaggio competitivo per determinate imprese, soprattutto di maggiore dimensione, considerata la loro necessità di acquisire nuove competenze, gestire una grande mole di dati e la capacità di far fronte a significativi costi di investimento.

In sintesi, gli imprenditori dovranno cercare di far fronte ai potenziali cali della domanda scaturiti dai suddetti motivi adottando una serie di strategie tra cui, *inter alia*, potrebbe rivelarsi significativa l’offerta di un’esperienza di consumo più specializzata in grado di far fronte a una maggiore elasticità dei prezzi della domanda. Infatti, la maggiore sensibilità ai prezzi ha spinto i consumatori a prediligere abitudini di acquisto più oculate e razionali, rinunciando così ad uscite più frequenti in luogo di esperienze uniche, personalizzate e innovative.

In ultimo, i ristoratori, mossi dal principio fondante dell’attività di impresa, ossia la soddisfazione dei fabbisogni della clientela, non possono tuttavia distogliere la propria attenzione sulle condizioni di equilibrio economico ed equilibrio finanziario, quali obiettivi generali e strumentali rispetto alla sopravvivenza dell’impresa stessa. In tal senso, appare di particolare momento per gli imprenditori attuare delle politiche volte a incrementare i volumi e le marginalità considerando, da un lato, delle scelte efficaci di *make or buy* e, dall’altro, declinando delle proposte di valore diversificate e quanto più *taylor-made*.

### **1.3 La ristorazione nel *travel retail***

La centralità della ristorazione nel *travel retail* deriva dalla mutata concezione del viaggio, dove il cibo non è più una mera necessità da soddisfare, ma un’occasione per

arricchire l'esperienza stessa. Questo si traduce in nuove opportunità di *business* per le imprese operanti nel settore con la necessità di innovarsi presentando al consumatore proposte di elevata qualità, ovvero in grado di soddisfare le istanze della domanda.

Un pubblico fidelizzato alimenta sia il *travel retail* che il *travel F&B*, con un numero crescente di potenziali clienti grazie alla crescita strutturale della popolazione. Inoltre, il numero di viaggi aerei pro capite e la propensione al viaggio aumentano in linea con la crescita del PIL pro capite, entrambi elementi che forniscono una solida base per una crescita organica.

Infatti, come anticipato, le imprese più profittevoli nel *travel retail* sono quelle che sono riuscite a diversificare il più possibile i servizi offerti ai viaggiatori, integrando *business* strategici quali quello del F&B.

Sul punto, Stefano Gardini, presidente ATRI, afferma che “*nel corso degli ultimi 10-15 anni la ristorazione ha subito un importante processo di evoluzione, passando dal concetto di food quale elemento necessario del viaggio a fattore che porta valore aggiunto al viaggio stesso*”. Inoltre, Mario Resca, presidente Confimpresa, commenta che “*oggi nel travel retail la shopping experience pesa per il 30% sulla capacità di spesa complessiva, perché il consumatore lega sempre più il viaggio all'esperienza. I retailer ne devono tenere conto. Food & beverage e ristorazione sono quindi una componente fondamentale dello shopping*”.

L'Osservatorio Food Court del 2023 riporta che oltre il 90% delle *food court* in Italia (i.e., aree dedicate alla ristorazione in cui si annoverano almeno cinque attività) si trova nei centri commerciali e negli aeroporti, per un totale di 1350 unità. La presenza di un numero elevato di questi *format* assume rilievo strategico con riferimento al “*footfall*” (i.e. l'affluenza pedonale), la capacità attrattiva e il tempo di permanenza, risultando in *trend di performance* positivi.

A conferma di ciò, Autogrill nel 2023 ha aperto un numero considerevole di *food court* in ambito aeroportuale, tra le quali si annovera quella dell'aeroporto di Fiumicino, che include brand quali Temakinho, Alemagna e Berlucchi Franciacorta Sparkling Bar. In merito, Massimiliano Santoro, CEO di Autogrill, afferma che la ripresa dei flussi di viaggio in Italia a partire dal 2021 ha notevolmente incrementato la dinamicità del mercato, nell'ambito del quale per rafforzare il proprio posizionamento è necessario

studiare un'offerta *ad hoc* per ogni consumatore, includendo attività di F&B strategiche per soddisfare i bisogni dei viaggiatori in qualsiasi momento.

Come si è avuto modo di rilevare, negli ultimi anni il mercato in oggetto sta registrando un grado crescente di concentrazione. Le maggiori imprese nel settore hanno attuato (e attueranno) delle strategie volte ad accrescere, mediante l'attuazione di operazioni straordinarie e di *partnership* con imprese del *food retail* e della ristorazione, il proprio vantaggio competitivo, ossia conquistare nuove quote di mercato e diversificare il proprio portafoglio prodotti. Questo *trend* è stato alimentato altresì dalle caratteristiche del settore, che risulta relativamente frammentato, con i primi 10 operatori che controllano poco più della metà del mercato. Il restante è composto da operatori di piccole e medie dimensioni, una situazione che offre opportunità di acquisizioni e consolidamento per aumentare la quota di mercato e diversificare l'attività in nuovi *business*.

In sintesi, il *travel retail* ampliato con il *travel F&B* rappresenta un mercato promettente grazie a solidi fattori di crescita, un grado di frammentazione e l'opportunità di sfruttare operazioni di M&A strategiche.

Tra le suddette operazioni, avvenute negli ultimi anni, si annoverano: (i) l'acquisizione da parte della società francese Lagardère della società Tastes On The Fly, operatore presente nella ristorazione e F&B negli Stati Uniti; (ii) l'acquisizione di SSP Group dell'australiana Airport Retail Enterprises; (iii) la fusione tra Autogrill S.p.A. e Dufry, con la creazione di un gigante *leader* del settore. Tali operazioni saranno oggetto di approfondimento nel prosieguo del presente elaborato.

## CAPITOLO 2 – LA CREAZIONE DI VALORE NEL TRAVEL RETAIL

### 2.1 Operazioni di M&A

Nel panorama economico contemporaneo, la massimizzazione del valore per gli azionisti rappresenta l'obiettivo cardine di ogni azienda. Tale scopo viene perseguito attraverso l'adozione di differenti strategie, le quali, nel corso della vita aziendale, possono includere operazioni di M&A (*i.e.*, acquisizioni o fusioni) con altre realtà imprenditoriali.

Le operazioni di M&A costituiscono uno strumento di crescita (esterna) per le imprese, per mezzo del quale le stesse possono acquisire, sviluppare e consolidare il proprio vantaggio competitivo. Nell'ambito delle modalità di crescita esterna delle imprese, oltre alle operazioni in questione, è possibile annoverare: (i) le alleanze strategiche, consistenti in relazioni tra imprese che adottano una prospettiva di condivisione delle linee strategiche; (ii) le *joint venture*, alleanze tra aziende per realizzare un determinato progetto con condivisione dei rischi e degli utili.

Con il termine "acquisizione" si indica un processo mediante il quale una società, detta "*bidder*", acquisisce la maggioranza o la totalità delle azioni di un'altra società, detta "*target*", ad un prezzo che tipicamente supera il suo valore intrinseco.

Nel processo di fusione, invece, più società, ciascuna avente un'autonoma soggettività giuridica, decidono di combinare le proprie risorse in un'entità comune, preesistente alla fusione o creata *ex novo*. La peculiarità di tale processo è l'estinzione giuridica di una delle due entità (o di entrambe nel caso della fusione per unione), evento che non si verifica necessariamente in un'acquisizione. Inoltre, al termine della fusione, la proprietà dell'ente risultante è condivisa tra gli azionisti originari.

Ciò detto, le operazioni di M&A possono rappresentare un importante strumento per la crescita e lo sviluppo delle imprese: infatti, la principale motivazione alla base di un'operazione di M&A risiede nella convinzione del *management* che la società risultante dalla fusione o dall'acquisizione avrà un valore superiore rispetto alla somma dei valori delle società originarie, singolarmente considerate.

Al riguardo, spesso il valore che si prevede di generare dall'operazione è ascrivibile interamente al plusvalore generato dall'unione di competenze e sinergie piuttosto che al

valore intrinseco della società acquisita o fusa. Questo avviene nelle operazioni aventi a oggetto delle *start up* e delle società in difficoltà finanziaria, le quali spesso presentano un valore *stand-alone* molto basso o anche pari a zero. In questi casi, le potenzialità delle aziende in questione sono realizzabili solo attraverso la combinazione con un'altra entità che presenta le risorse e le competenze per valorizzarle.

### 2.1.1 Classificazione

Le operazioni di fusione e acquisizione (M&A) rappresentano un fenomeno complesso e multiforme, con molteplici parametri ed elementi, separabili solo a fini di chiarezza espositiva, ma che nella realtà si compenetrano continuamente: (i) direzione, (ii) tipologia di acquirente e (iii) natura.

Preliminarmente, appare di particolare momento evidenziare come le operazioni in questione non possono che qualificarsi come la risultante di un lungo e complesso processo di analisi – condotto soventemente per il tramite di uno strumento matriciale noto in dottrina come matrice di Ansoff (o matrice prodotto-mercato) – delle possibili alternative di sviluppo in termini di prodotto e/o di mercato, ossia delle risorse disponibili (attuali e prospettiche) e delle dinamiche della domanda e dell'offerta<sup>(27)</sup>. Al riguardo, come noto, la matrice prodotto-mercato di Ansoff, si articola in due dimensioni:

- (i) i prodotti che fanno riferimento alle caratteristiche tangibili (ad esempio, dimensione, peso, colore) e alle prestazioni (per esempio, durata, velocità, resistenza) del bene/servizio offerto dall'impresa;
- (ii) i mercati che sono espressi attraverso il concetto di missione, che individua la funzione che il prodotto intende svolgere.

Considerando le combinazioni della dimensione prodotto (attuale e nuovo) con quella del mercato (attuale e nuovo), si evidenziano quattro possibili alternative di sviluppo strategico (quadranti):

---

<sup>(27)</sup> Ansoff I. (1957), "Strategy for diversification", *Harvard Business Review*, settembre-ottobre, pagg. 113-124; Hollesen S. (2010), *Marketing Planning A Global Perspective*, McGraw-Hill, UK.; Campbell D.E., Stonehouse G. (2011), *Business Strategy: an Introduction*, Palgrave Macmillan, Australia; McDonald M., Hugh W. (2011), *Marketing Plans, how to prepare them how to use them*, John Wiley & Sons, UK.

- (i) penetrazione del mercato (prodotto attuale, mercato attuale): si qualifica per l'intento di sviluppare i ricavi senza modificare la corrente combinazione prodotto-mercato. In altri termini, la strategia in esame consiste nel perseguire la crescita dei ricavi attraverso l'incremento delle quantità vendute dei prodotti correnti ai clienti attuali e/o l'incremento del numero di clienti dello stesso mercato acquirenti dei prodotti correnti;
- (ii) sviluppo del mercato (prodotto attuale, mercato nuovo): consiste nella vendita dei prodotti correnti su nuovi mercati ovvero nel perseguire la crescita dei ricavi attraverso l'ampliamento del tipo e l'incremento del numero di clienti acquirenti dei prodotti correnti;
- (iii) sviluppo del prodotto (prodotto nuovo, mercato attuale): consiste nell'offrire sul medesimo mercato (attuale), varianti del prodotto già offerto in termini di caratteristiche tangibili e intangibili;
- (iv) diversificazione (prodotto nuovo, mercato nuovo): consiste nell'introduzione di nuovi prodotti su nuovi mercati <sup>(28)</sup>.

Procedendo con ordine in merito alle operazioni M&A che qui ci occupano, una prima classificazione può essere effettuata in relazione alla loro direzione. Al riguardo è possibile individuare:

- (i) M&A orizzontali: transazioni tra due aziende che offrono prodotti e servizi identici o simili ai consumatori finali e che operano nello stesso settore e allo stesso stadio di produzione. In questo caso, le aziende sono generalmente concorrenti diretti e l'acquisizione può aumentare la quota di mercato, i ricavi, gli utili e ridurre la concorrenza. Inoltre, a causa delle similitudini del *business*, l'operazione in questione favorisce lo sviluppo di economie di scala e/o di scopo e una maggiore efficienza produttiva, con l'eliminazione di attività inefficienti e l'accorpamento di processi/uffici;
- (ii) M&A verticali: combinazioni di aziende che operano in fasi diverse della catena di fornitura di un prodotto o servizio finale all'interno dello stesso settore. Questo tipo di operazioni viene di solito intrapreso per garantire l'approvvigionamento di beni

---

<sup>(28)</sup> Ansoff I. (1969), *Business Strategy*, Penguin Books, Middlesex, UK (trad. it., *La strategia d'impresa*, Franco Angeli, Milano, 1974).

essenziali ed evitare perdite di valore nella catena di fornitura, che potrebbero comportare una riduzione della qualità e della varietà di prodotti o servizi finali. Si tratta dell'approccio tipicamente utilizzato dai produttori di beni di alta qualità, per i quali la provenienza della materia prima, il processo di produzione e il servizio clienti costituiscono un elemento derimente della propria *value proposition*. Inoltre, le M&A verticali hanno quale effetto un risparmio dei costi e un maggiore margine di profitto poiché il costo intermedio viene eliminato e la concorrenza è limitata negli stadi superiori e inferiori della catena del valore;

- (iii) **M&A concentriche:** combinazioni tra aziende che servono gli stessi *target* di clientela in un particolare settore, ma i cui prodotti e servizi offerti sono diversi. Questa strategia potrebbe aiutare l'azienda a diversificare il proprio *business*, evolvere e raggiungere un nuovo *target* di clientela. Uno dei vantaggi conseguibili è il fatto che la vendita del primo prodotto potrebbe favorire, in caso di complementarità tra i due (*i.e.* elasticità incrociata negativa), anche la vendita dell'altro. Inoltre, le aziende coinvolte condividono solitamente i medesimi processi produttivi, i mercati di riferimento e la tecnologia primaria, e vogliono sfruttare l'opportunità di entrare in nuovi mercati e accedere a nuove risorse altrimenti non disponibili (*i.e.* sviluppo del mercato);
- (iv) **conglomerato:** un'operazione tra aziende che operano in settori completamente diversi e non correlati, indipendentemente dallo stadio di produzione (*i.e.* nuovi prodotti in nuovi mercati). Questo viene di solito fatto per diversificare in altri settori, contribuendo a ridurre i rischi. Esistono due tipi di operazioni conglomerate: pure e miste. Le prime coinvolgono aziende che non presentano alcuna affinità nel *business* o nell'offerta, mentre quelle miste coinvolgono aziende che mirano a estendere la propria gamma di prodotti o il proprio mercato.

Un'ulteriore classificazione delle operazioni in oggetto è quella proposta da Clark (<sup>29</sup>), che suddivide le operazioni in base al tipo di acquirente:

---

<sup>29</sup> Clark P. (2013), *Masterminding the Deal: Breakthroughs in M&A Strategy and Analysis*, KoganPage Limited.

- (i) acquirenti finanziari: soggetti come fondi di *venture capital*, *private equity* o singole aziende che perseguono strategie di acquisizione di società con l'obiettivo di rivenderle a un prezzo più alto, generando una plusvalenza. L'obiettivo primario è ottimizzare il capitale circolante e la struttura del capitale per massimizzare l'efficienza e la generazione di cassa senza la ricerca di sinergie operative, quali l'interesse all'integrazione del *business*. Si concentrano sull'identificazione di società private con interessanti prospettive di crescita futura e su fattori come il settore, le dimensioni dell'azienda e la fase del ciclo di vita per cogliere l'opportunità di realizzare un investimento efficiente;
- (ii) acquirenti strategici: aziende interessate all'acquisizione di società che si integrano con la propria attività, al fine di generare un incremento di valore a lungo termine per gli azionisti, nell'ambito di una strategia di crescita sostenibile. L'analisi di questo tipo di M&A è complessa, data la molteplicità di variabili tra le combinazioni di società, che rende ogni operazione *sui generis*. Diverse motivazioni possono portare un'azienda a implementare un'operazione di questo tipo: (i) obiettivi competitivi, tra cui l'acquisizione di *asset* strategici o critici (ad esempio R&D e competenze specialistiche) o tecnologie (brevetti e prodotti innovativi); (ii) espansione, ovvero ingresso in un nuovo mercato o creazione di sinergie.

In ultimo, le operazioni possono essere distinte tra acquisizioni amichevoli e ostili:

- (i) le acquisizioni amichevoli si caratterizzano per la natura consensuale del processo, in cui sia la società acquirente che la società *target* collaborano per realizzare l'operazione. Infatti, l'acquisizione deve essere approvata da una maggioranza qualificata degli azionisti della società *target* e dal Consiglio di Amministrazione, che deve valutare l'offerta e negoziare i termini, agendo nell'interesse degli azionisti;
- (ii) le acquisizioni ostili prevedono che la società acquirente assuma il controllo della società *target* senza il consenso degli amministratori di quest'ultima. Precisamente, l'acquirente formula un'offerta diretta agli azionisti della *target*, proponendo l'acquisto delle loro azioni a un prezzo predeterminato. Questo tipo di operazioni possono essere viste come un'opzione per migliorare le *performance* di una società *target* sottoperformante, attraverso l'implementazione di nuove strategie e la

rimozione del *management* esistente. Tuttavia, tali operazioni possono altresì essere motivate da speculazioni finanziarie o dal desiderio di controllo a scapito degli interessi della *target*. Solitamente un'acquisizione ostile viene realizzata tramite due modalità: un'offerta pubblica di acquisto (OPA) o una battaglia per le deleghe. Nella prima l'acquirente cerca di acquistare le azioni dai soci di minoranza della *target* a un prezzo superiore al prezzo di mercato corrente. Quanto alla seconda, consiste nel tentativo di persuadere gli azionisti a utilizzare il loro voto per delega per eleggere un nuovo consiglio di amministrazione o intraprendere altre azioni societarie.

### 2.1.2 Stima del valore di acquisizione

Una fase preliminare al compimento di un'operazione di M&A consiste nella stima del valore di acquisizione, processo complesso e delicato che richiede l'analisi di una serie di fattori finanziari e non finanziari. La valutazione, da un lato, deve essere accurata per evitare di corrispondere un prezzo eccessivamente elevato o di perdere un'occasione vantaggiosa e, dall'altro, la stima del valore rappresenta un punto di partenza per la negoziazione del prezzo finale.

In particolare, il valore di acquisizione di un'azienda costituisce una nozione di valore identificabile nella somma tra:

- (i) il valore dell'azienda *stand-alone*;
- (ii) il valore del controllo, ovvero “*the incremental value that an acquirer believes can be created by running a target more efficiently*”<sup>(30)</sup>;
- (iii) le sinergie conseguibili, intese come “*the increase in performance of the combined firm over what the two firms are already expected or required to accomplish as independent firms*”<sup>(31)</sup>.

Quindi, il suddetto valore ricomprende sia la valorizzazione dell'impresa *stand-alone* come risultato di una gestione operativa e finanziaria più efficiente, sia i benefici

---

<sup>30</sup> Damodaran A. (2006), *Damodaran on Valuation*, Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, p.544

<sup>31</sup> M.L. Sirower, “The Synergy Trap. How Companies Lose the Acquisition Game”, *The Free Press*, New York, 1997

aggiuntivi che possono derivare dalla *business combination* con l'acquirente.

Affinché un'acquisizione possa creare valore per la società acquirente, ovvero generare un valore attuale netto positivo, è necessario che il valore di acquisizione stimato non sia superiore al prezzo pagato per la *target*. Questo implica il bisogno di una valutazione accurata delle sinergie che possono derivare dall'operazione e della loro concreta realizzazione. Invero, il valore attuale netto di un'acquisizione è espresso nella formula seguente:

$$W_{acq} - P$$

dove:

$W_{acq}$  = valore di acquisizione

P = prezzo pagato per l'acquisizione della *target*

Come anticipato poc'anzi, il valore aggiunto della società *target* nell'ambito dell'operazione rispetto al valore *stand-alone* è riconducibile, da un lato, allo sfruttamento delle potenzialità latenti nell'azienda che l'acquirente ritiene di poter valorizzare (*i.e.*, valore del controllo) e, dall'altro, a sinergie che derivano necessariamente dalla combinazione di due entità <sup>(32)</sup>.

Il primo fattore dipende dall'efficienza della gestione in essere prima dell'acquisizione nella società *target*. In tal senso, minori sono le capacità gestionali del *management*, maggiore è il valore che può generarsi dall'operazione, e viceversa.

Una volta calcolato il valore della *target* comprensivo del valore di controllo, attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa, è possibile trovare il valore delle sinergie come differenza tra il valore della combinazione successiva all'operazione e la somma tra il valore dell'acquirente pre-acquisizione e quello della *target* comprensivo del premio di controllo.

---

<sup>32</sup> Rutigliano M. (2022), *Temi di valutazione d'azienda*, Egea, Milano.

### 2.1.3 Sinergie

Come si è avuto modo di anticipare, in un'operazione di M&A tipicamente l'acquirente paga un prezzo superiore al valore intrinseco della società *target* per ottenerne il controllo. Questo deriva dal fatto che le acquisizioni aziendali sono guidate principalmente dalla ricerca di sinergie, ossia la combinazione di due fattori che danno luogo a un'entità dal valore superiore rispetto alla somma algebrica dei valori *stand-alone* delle due società coinvolte <sup>(33)</sup>.

Le sinergie potenzialmente realizzabili come risultato della combinazione di due entità sono riferibili sostanzialmente a due macro-aree:

- (i) operativa, in relazione all'aumento della capacità produttiva grazie all'acquisizione della forza lavoro e delle strutture della *target*. In particolare, consistono in economie di scala, in un maggior *pricing power*, nell'espansione della quota di mercato e in benefici legati alla combinazione di diverse aree funzionali;
- (ii) finanziaria, in relazione a miglioramenti nel profilo finanziario, opportunità di investimento e valutazione della società combinata.

Con riguardo alla fonte o l'origine delle sinergie, possono essere individuate le seguenti tipologie: sinergie di ricavo, di costo, sinergie connesse al miglioramento di processi organizzativi, sinergie finanziarie e fiscali.

Le sinergie di ricavo sorgono per lo più quando la gestione dei canali contributivi permette di aumentare le vendite delle due entità, ad esempio espandendo la copertura geografica o arricchendo l'offerta di prodotti (*i.e.* strategie di *selling* su nuovi mercati, *up selling* e *cross selling* su mercati attuali e nuovi). Esistono tre dimensioni all'interno di un'azienda che possono produrre il modo più efficace e diretto per catturare le sinergie di ricavo:

- (i) “*where to sell*”: comprende azioni quali l'offerta dei prodotti di ciascuna azienda a nuovi o vecchi clienti, il lancio di questi in nuovi mercati geografici o la vendita attraverso canali aggiuntivi. Un'ulteriore fonte di crescita del fatturato è il *cross-*

---

<sup>33</sup> Halpern P. (1983), “Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies Applied to Acquisitions”, *Papers and Proceedings Forty-First Annual Meeting American Finance Association New York*, New York, Vol. 38, n 2.

*selling*, ovvero l'azione o la pratica di vendere un altro prodotto o servizio a un cliente esistente;

- (ii) “*what to sell*”: include azioni quali la creazione di nuovi pacchetti e soluzioni, la modifica delle caratteristiche dei prodotti e lo sviluppo di nuove offerte o nuovi prodotti. La sinergia può derivare anche da un posizionamento di *rebranding* o da estensioni del marchio, grazie all'acquisizione di un marchio target forte.
- (iii) “*how to sell*”: si riferisce alle fonti di sinergie relative alle capacità distributive e commerciali. Ad esempio, l'acquisizione di un *target* fondamentale per aumentare i canali di distribuzione o una forza vendita estremamente forte.

Le sinergie di costo producono guadagni incrementali a seguito della riduzione dei costi sia in capo alla *target* che all'acquirente e possono derivare da:

- (i) economie di scala, che si ottengono dalla ripartizione dei costi fissi su un volume di produzione maggiore, traducendosi in minori costi fissi unitari.
- (ii) economie di scopo, che aumentano quando le aziende condividono funzioni centralizzate o creano interrelazioni in altri punti del processo aziendale o della catena del valore. Al riguardo, la produzione congiunta di due o più prodotti da luogo a un costo unitario complessivo inferiore a quello che si sarebbe registrato in caso di produzione disgiunta dei medesimi beni;
- (iii) punti di forza complementari, ottenuti combinando i diversi punti di forza relativi delle aziende, che consentono loro di essere più competitive<sup>(34)</sup>.

Le sinergie connesse al miglioramento dei processi organizzativi derivano dalla potenziale capacità del *management* dell'acquirente di efficientare le strutture della *target* e si traducono solitamente in risparmi in termini di costi e ricavi.

Le sinergie finanziarie solitamente consistono nell'acquisizione di società sottovalutate, col fine di aumentarne il valore e quindi la propria redditività. Inoltre, queste possono derivare da un efficientamento nella gestione del CCN, che si manifesta con la riduzione nell'assorbimento di liquidità e con minori costi di indebitamento, beneficiando dell'eventuale miglior *rating* di una delle due aziende coinvolte. Inoltre, le sinergie finanziarie possono attribuire un vantaggio attraverso alla riduzione del costo del capitale

---

<sup>34</sup> Rehm W., Uhlaner R., West A. (2012) “A clearer-eyed view of M&A”

con conseguente riduzione del rischio. In particolare, possono avere come effetto ultimo la diminuzione del costo medio ponderato del capitale o *weighted average cost of capital* (WACC), che può derivare da un ampliamento della capacità di indebitamento, e quindi da una riduzione del costo del debito. Un ulteriore motivo finanziario può derivare dalla riduzione della variabilità del flusso di cassa, che si verifica quando si fondono due società con ciclicità compensativa che rendono più stabili gli utili della società risultante, aumentando la capacità di indebitamento.

Infine, le sinergie fiscali possono derivare dalla combinazione con aziende che hanno accumulato perdite nel tempo e che possono quindi essere utilizzate per ridurre il reddito imponibile, oppure con aziende con elevata capacità di indebitamento che permettono di sfruttare la deducibilità degli interessi passivi.

Or dunque, il combinato disposto delle diverse tipologie di sinergie può dare vita a un vantaggio competitivo che può espletarsi in diverse modalità.

La prima è la crescita dell'impresa, che, come strategia, ha recentemente acquisito uno slancio a livello globale a causa di una maggiore deregolamentazione, interventi di liberalizzazione, politiche di globalizzazione e privatizzazione attuate da numerosi paesi in tutto il mondo. La strategia in discorso può essere finalizzata alla penetrazione di nuovi mercati geografici o di nuove aree di *business*, senza il bisogno per le imprese di svilupparsi internamente.

Un secondo modo per acquisire un vantaggio competitivo è il consolidamento della posizione delle imprese nel mercato in cui operano, invece che penetrare in nuovi mercati. Tale strategia risulta di particolare successo soprattutto nei settori molto frammentati, nei quali le imprese tentano di aumentare la loro quota di mercato per eliminare la competizione e aumentare il potere contrattuale.

In ultimo, si rileva, quale fondamentale determinante del successo delle operazioni di M&A, la complementarità dei prodotti delle aziende coinvolte. Al riguardo, un esempio di come si crea valore è rappresentato dallo sfruttamento di canali di distribuzione condivisi per prodotti o servizi complementari. Infatti, i clienti trovano più conveniente raggruppare i propri acquisti e, offrendo loro un incentivo all'acquisto da un unico fornitore anziché da una moltitudine, si realizza il valore di sinergia. Inoltre, un'altra modalità nella quale si può concretizzare tale sinergia è la capacità di raccogliere informazioni sulle reazioni dei clienti a diverse caratteristiche dei prodotti e di

conseguenza apprendere di più sulle loro preferenze. Infine, in tale categoria rientrano le M&A motivate dall'accesso a nuove tecnologie, poiché queste ultime risultano quali *asset* complementari che migliorano le prestazioni degli *asset* interni.

#### **2.1.4 Valutazione delle sinergie**

Come detto in precedenza, il primo passo nella valutazione del valore di un'operazione di M&A è la stima del valore *stand-alone* della *target* compreso il valore del controllo, cui segue, successivamente, la valutazione delle sinergie.

Da un punto di vista finanziario le sinergie possono essere viste come dei *cash flow* alternativamente di segno positivo o negativo, a seconda che rappresentino fonte di valore o che ne costituiscano la distruzione. In particolare, l'elemento da valutare è il valore attuale netto della sinergia, determinato quale differenza tra il valore attuale dei flussi positivi e di quelli negativi.

Con riferimento alla tipologie di sinergie analizzate nel precedente paragrafo, la quantificazione di talune, quali quelle derivanti da una riduzione dei costi, siano piuttosto agevole rispetto ad altre, quali quelle inerenti a miglioramenti organizzativi. Infatti, al di là dei benefici diretti, si possono riscontrare dissinergie (*i.e.*, i suddetti *cash flow* negativi) ascrivibili ai c.d. "costi di implementazione", quali l'assunzione e la formazione del personale, la realizzazione di condizioni idonee alla formazione delle economie di costo e all'aumento della produttività, i licenziamenti e la riorganizzazione volta a sfruttare le nuove opportunità di profitto.

In questo contesto, vengono solitamente utilizzati due metodi alternativi per la stima delle sinergie: (i) l'approccio *discounted cash flow* (DCF), che consiste nell'attualizzazione dei soprammenzionati *cash flow* ad un tasso di sconto adeguato; (ii) il metodo delle opzioni reali.

Il primo metodo risulta più utile nella valutazione delle sinergie derivanti da un preciso piano di integrazione strategico, da un miglioramento del profilo di rischio e dallo sfruttamento del c.d. "*tax shield*". Al contrario, il metodo delle opzioni reali consente di valutare elementi più incerti, quali i benefici inerenti alla possibilità di cogliere opportunità di sviluppo e di aumento della competitività.

Ciò detto, la valutazione *ex post* delle sinergie derivanti da un'operazione avviene, in primo luogo, confrontando il prezzo effettivamente pagato per l'acquisizione e il valore *stand-alone* delle società coinvolte e, in secondo luogo, misurando e monitorando il valore di determinati indicatori *pre* e *post* acquisizione (*e.g.*, ricavi, EBITDA, *net income*, EPS) al fine di valutare se, nel settore di interesse, si siano effettivamente verificate le sinergie previste e sotto quali profili vi siano stati dei miglioramenti.

### 2.1.5 Value driver

Una volta passati in rassegna tutti i benefici che possono motivare una *business combination*, risulta utile comprendere quali possano essere, *ex post*, ulteriori fattori che, secondo la letteratura accademica, possono dare luogo a *performance* positive nelle operazioni in discorso.

Innanzitutto, la scelta del metodo di pagamento nelle M&A è un fattore cruciale che può influenzare significativamente il successo dell'operazione stessa. Due sono le opzioni principali: pagamento in contanti o pagamento in azioni. La letteratura offre un consistente *corpus* di studi volti a indagare e confrontare gli effetti rivenienti dalle due modalità di pagamento, con l'obiettivo di determinare quale sia più efficace nella creazione di valore.

Sul punto, Rahman <sup>(35)</sup> rileva che il metodo di pagamento è un fattore significativo nella creazione di valore nelle M&A, con le operazioni in contanti che generano un valore superiore per gli azionisti acquirenti rispetto a quelle finanziate con azioni. In tale solco, è stato trovato che le acquisizioni pagate in contanti hanno generalmente più successo in termini di *performance* operativa, dovuta anche al fatto che detto metodo di pagamento, che incrementa la leva finanziaria, determina effetti positivi sul prezzo delle azioni.

Un altro fattore di creazione di valore comunemente discusso nelle operazioni di M&A è ascrivibile alla natura nazionale o transfrontaliera delle stesse, a seconda che le parti risiedano nella medesima nazione o meno. Martynova e Renneboog <sup>(36)</sup>, indagando il

---

<sup>35</sup> Rahman Z. (2018), "The effects of mergers and acquisitions on stock price behavior in banking sector of Pakistan" *The Journal of Finance and Data Science*, vol. 4

<sup>36</sup> Martynova M., Renneboog L. (2006), "Mergers and Acquisitions in Europe", *ECGI - Finance Working Paper No. 114/2006*.

mercato M&A europeo, rilevano che le acquisizioni domestiche creano rendimenti anormali cumulativi netti (CAR) significativamente superiori nel periodo di annuncio rispetto a quelle transfrontaliere, sia per gli acquirenti sia per le società *target*: tale fenomeno è ascrivibile probabilmente al fatto che gli acquirenti nazionali possiedono una conoscenza più ampia e approfondita del mercato locale e, dunque, hanno maggiori possibilità di poter beneficiare, a differenza degli acquirenti stranieri, di potenziali sinergie dopo l'operazione.

Sul punto, è opinione prevalente che le acquisizioni transfrontaliere portino a rendimenti anomali superiori nel periodo di annuncio rispetto alle acquisizioni domestiche. Infatti, nonostante una potenziale integrazione *post*-M&A più difficile tra due aziende con culture, lingue e codici sociali diversi, le operazioni transfrontaliere consentono alle aziende di esporre la propria offerta di prodotti in un mercato geografico più ampio, acquisire conoscenze tecnologiche locali e agevolare l'adozione di processi produttivi con costi inferiori.

Tornando alle evidenze della letteratura accademica sul tema in questione, il multiplo pagato dall'acquirente (*e.g.* EV/EBITDA) è un altro fattore di creazione di valore nelle operazioni di M&A.

Sul punto, Hazelkorn e Zenner<sup>(37)</sup> rilevano che le società acquirenti scambiate a multipli più contenuti, comunemente chiamate società *value*, tendono a generare rendimenti anormali più elevati il giorno dell'annuncio dell'operazione. Tale fenomeno sembrerebbe essere ascrivibile al fatto che dette operazioni comportano un rischio inferiore in quanto la società offerente corrisponde un prezzo inferiore per ciascun euro guadagnato dalla società *target*. Di contro, per le società *target*, la relazione tra creazione di valore e multiplo pagato è inversamente proporzionale a quella degli acquirenti: un multiplo pagato più alto si riflette normalmente in un premio di offerta maggiore e di conseguenza in un CAR più alto per le società *target* al momento dell'annuncio.

La dimensione dell'operazione è un altro fattore di creazione di valore comunemente indagato nelle operazioni di M&A. Al riguardo, diversi studi della letteratura accademica aventi ad oggetto la relazione tra il successo di un'acquisizione e la sua dimensione,

---

<sup>37</sup> Hazelkorn T., Zenner M., Shivdasani A. (2005) "Creating value with mergers and acquisition", *Journal of applied corporate finance*.

sembrano convergere sul fatto che le grandi operazioni non creano valore per la società offerente allo stesso modo di quelle più piccole.

Sul punto, Alexandridis *et al.* <sup>(38)</sup> rilevano l'esistenza di una relazione inversa tra la dimensione dell'acquirente e la creazione di valore, ovvero, normalmente, gli acquirenti relativamente più grandi ottengono CAR minori rispetto a quelli più piccoli. Tale fenomeno sarebbe ascrivibile al fatto che le aziende di dimensioni più contenute si concentrano maggiormente sull'acquisizione di società *target* che hanno un'offerta di prodotti simile e operano in un mercato simile; caratteristiche, queste, che facilitano la fase di integrazione *post-M&A* e la realizzazione di sinergie.

Inoltre, contrariamente agli acquirenti di maggiori dimensioni, quelli di minori dimensioni non devono affrontare (o, nel caso, in misura inferiore) potenziali tematiche di conflitti di interessi tra azionisti e *management* (*agent-principal problem*). Ciò è dovuto al fatto che la direzione delle aziende più piccole possiede normalmente una quota relativamente maggiore della società, ossia i loro interessi collimano maggiormente con quelli degli azionisti. In aggiunta, i grandi offerenti tendono a pagare un prezzo eccessivamente elevato per le società *target* al fine di aumentare la propria dimensione ed evitare di essere acquisiti a loro volta. Ne consegue che gli azionisti *target* generalmente sperimentano un maggiore grado di creazione di valore quando l'acquirente e la dimensione dell'operazione sono grandi.

Sul tema, Gorton *et al.* <sup>(39)</sup> rilevano che le operazioni più piccole sono più redditizie in quanto la combinazione mira a rafforzare la posizione di mercato delle società e ad aumentarne l'attrattiva per un'offerta di acquisizione.

Soventemente, una società *target* di grandi dimensioni ha una configurazione organizzativa relativamente più complessa e meno flessibile e, dunque, la fase di *post-integrazione* in queste operazioni risulta complicata, lunga e costosa. Pertanto, le operazioni più piccole tendono a superare quelle più grandi. Più recentemente, Alexandridis *et al.* <sup>(40)</sup> rilevano che, rispetto a quelle più grandi dimensioni, le operazioni di minori dimensioni sono significativamente più redditizie in termini di CAR per gli

---

<sup>38</sup> Alexandridis et al. (2017), "Value creation from M&As: New Evidence", *Journal of Corporate Finance*.

<sup>39</sup> Gorton et al. (2009), "Eat or Be Eaten: A Theory of Mergers and Firm Size", *The Journal of Finance*

<sup>40</sup> Alexandridis et al., (2017), "Value creation from M&As: New Evidence", *Journal of Corporate Finance*.

azionisti acquirenti.

Infine, un ulteriore variabile esplicativa e potenziale fattore di creazione di valore per le operazioni in oggetto è la direzione, ossia la natura verticale, orizzontale o conglomerale delle stesse.

Dal punto di vista dell'acquirente, la letteratura accademica sembra concorde sul fatto che le fusioni orizzontali creano un valore relativamente superiore per gli azionisti acquirenti, per via delle sinergie di consolidamento e della presenza di economie di scala (*i.e.* aumento del potere di mercato e di determinazione dei prezzi, riduzione del costo marginale e aumento della condivisione delle risorse). Inoltre, l'integrazione *post*-fusione delle due società è comunemente meno complessa in presenza di un'operazione orizzontale, data la similarità dei processi organizzativi e produttivi e della struttura aziendale.

Ciò detto, circa non vi è un consenso unanime della letteratura accademica circa la relazione intercorrente tra la natura dell'operazione (verticale, orizzontale o conglomerare) e i benefici per gli azionisti della società *target*. Tremblay e Tremblay<sup>(41)</sup> rilevano che le operazioni M&A di tipo verticale siano limitate dalla scarsa scelta di società *target* che si possono combinare con l'azienda acquirente, riducendo di conseguenza le opzioni e le opportunità di creare valore per la direzione aziendale.

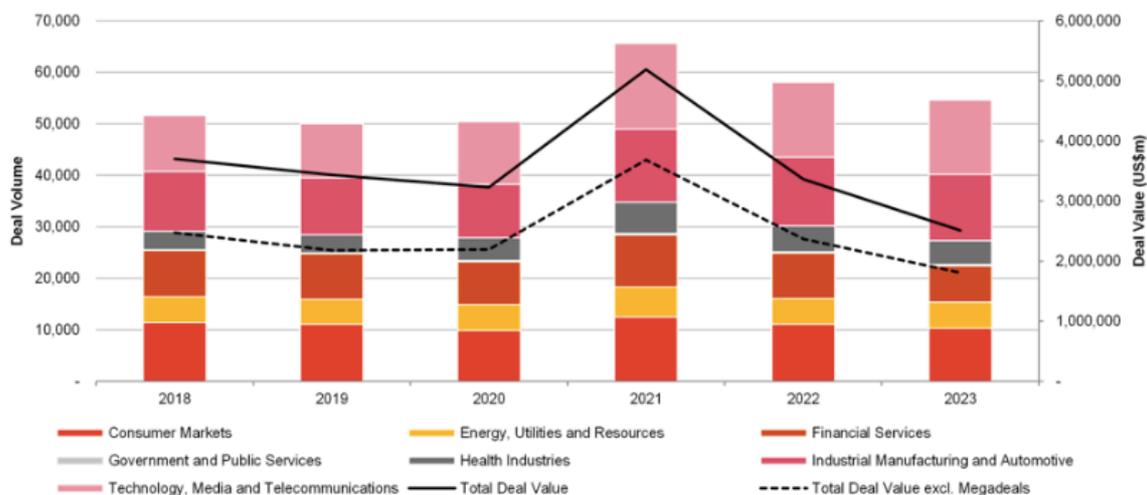
## **2.2 Ultimi trend**

Nel 2023, il mercato delle operazioni M&A ha registrato un calo significativo, configurandosi come l'anno peggiore dell'ultimo decennio. Come si rileva dal Grafico 11, i volumi e i valori delle operazioni a livello mondiale sono diminuiti rispettivamente del 6% e del 25% rispetto all'anno precedente. Inoltre, se considerati solo gli accordi portati a termine, il calo è ancora più elevato, con una diminuzione del 10% dei valori e del 49% dei volumi.

---

<sup>41</sup> Tremblay V., Tremblay C. (2012), *New Perspectives on Industrial Organization*, Springer

Grafico 11: Attività mondiale di M&A dal 2018 al 2023.



Fonte: [www.pwc.com](http://www.pwc.com)

Il calo delle operazioni di M&A che si rileva dal precedente grafico è ascrivibile in via principale all'aumento dei tassi di interesse e alle difficoltà di finanziamento. Inoltre, l'incertezza del mercato è cresciuta nel corso dell'anno, con un calo del 20% del numero di accordi conclusi tra il primo e il secondo semestre.

Anche le c.d. “mega-operazioni”, ovvero le transazioni con un valore superiore a 5 miliardi di dollari statunitensi, hanno subito un forte calo. Nel 2021 si è raggiunto un picco di quasi 150 operazioni di questo tipo, mentre nel 2023 il numero è sceso a meno di 60, segnando una contrazione del 60%.

Nonostante il rallentamento, vi è un cauto ottimismo per una ripresa dell'attività M&A nel 2024, alimentato dal miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari e da una maggiore fiducia tra CEO e investitori.

Diversi sono i fattori che stanno contribuendo al potenziale aumento dell'attività M&A da parte degli investitori finanziari. Tra questi si annoverano:

- un arretrato di potenziali acquirenti in attesa di investire;
- operazioni che non sono state concluse in passato a causa di condizioni di mercato sfavorevoli o disaccordi sul prezzo;
- livelli record di capitale non investito (*dry powder*) detenuto da società di *private equity*;
- una tendenza crescente nell'utilizzo di credito privato e strumenti di investimento ibridi da parte del *private equity*.

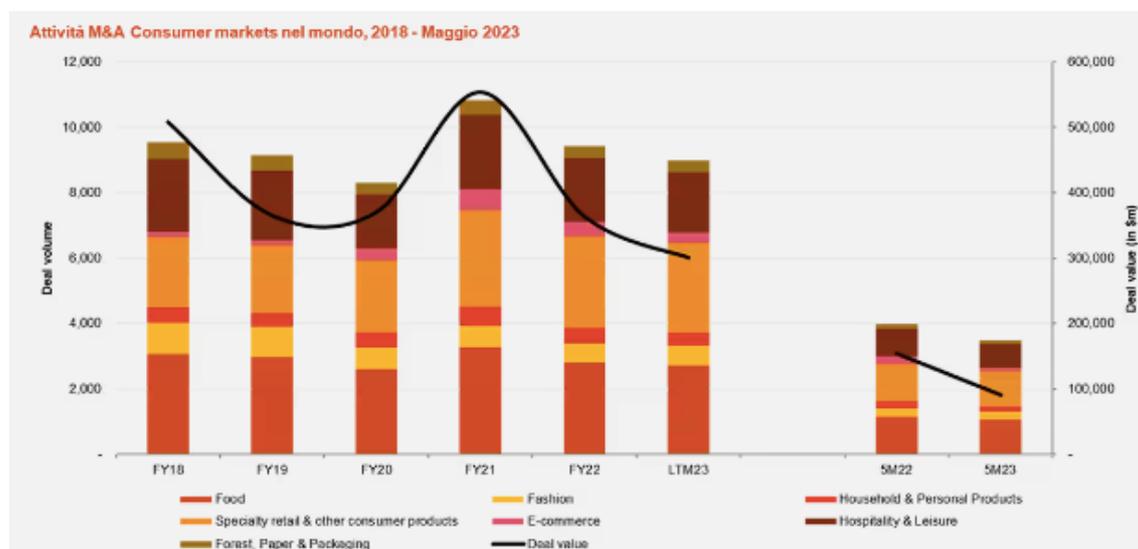
Inoltre, le aziende stanno affrontando una crescente pressione per trasformarsi e creare maggiore valore per gli azionisti, con potenziali maggiori opportunità di attività M&A da parte di investitori strategici <sup>(42)</sup>.

Il *trend* negativo delle operazioni in discorso si estende altresì ai *consumer markets*. PricewaterhouseCoopers (PwC), in uno studio avente ad oggetto l'attività mondiale di M&A nel periodo 2018-maggio 2023, evidenzia una flessione dei volumi del 12% tra il 2023 e il 2022 <sup>(43)</sup>, quale risultante della crescente pressione inflattiva e dai relativi riflessi sulla propensione al consumo. Più precisamente, il calo in questione ha interessato principalmente le operazioni effettuate da acquirenti finanziari (-22% dei volumi) e quelle di grandi dimensioni (-41%).

Tuttavia, il mercato italiano risulta essere in controtendenza, con un aumento, rispetto all'anno precedente, del 37% delle operazioni, grazie alla ridotta dimensione delle aziende *target* e del tessuto industriale piuttosto frammentato.

Il seguente grafico illustra l'andamento delle attività di M&A nei *consumer markets* dal 2018 al 2023, con evidenza del contributo dei singoli settori.

Grafico 12: Attività M&A Consumer markets nel mondo, 2018 – maggio 2023



Fonte: [www.pwc.com/it/it/services/deals/trends/ma-consumer-markets.html](http://www.pwc.com/it/it/services/deals/trends/ma-consumer-markets.html)

<sup>42</sup> Cfr. reperibile al seguente indirizzo: <https://www.pwc.com/it/it/services/deals/trends.html>

<sup>43</sup> Cfr. reperibile al seguente indirizzo: <https://www.pwc.com/it/it/services/deals/trends/ma-consumer-markets.html>

Dal grafico che precede si rileva, nel 2023, una elevata contrazione nel settore Household & Personal Products (-36% rispetto al 2022), attribuibile in via principale al differimento di decisioni di acquisto discrezionale, spesso finanziate da credito al consumo, a causa del clima di incertezza economica. In secondo luogo, si registra una marcata riduzione nelle operazioni nel settore dell'*e-commerce* (-57%) rispetto al *boom post-Covid*, caratterizzato da una crescita esponenziale delle vendite *online* e da un'intensa attività di M&A.

Nonostante il generalizzato *trend* negativo, vi sono dei settori nell'ambito dei quali si sta assistendo a una crescita delle operazioni, tra i quali si annoverano il F&B, il *retail* e il settore dei viaggi e turismo. Gli investimenti in questi settori sono e saranno nel prossimo futuro prevalentemente di tipo strategico, con la volontà degli acquirenti di accelerare la trasformazione e il riposizionamento del *business* soprattutto con riguardo ai *brand* con un significativo peso nel canale *online*. Invero, quest'ultimo risulta essere più efficace nel migliorare la *customer experience* dal momento che il 50% dei consumatori mondiali ha dichiarato di aver aumentato gli acquisti *online* nel *retail*, in particolar modo con riferimento ai beni di lusso e nel settore dei viaggi (44).

Circoscrivendo l'analisi all'industria del *retail*, gli operatori si stanno muovendo sempre di più verso l'offerta e lo sviluppo di servizi c.d. "*beyond-trading*", ovvero oltre la vendita tradizionale, come conseguenza del rallentamento della crescita proveniente dal *business* tradizionale. Infatti, i *retailer* vedono il loro futuro più verso *marketplace* che generano commissioni connettendo venditori terzi ai clienti, oppure verso servizi e prodotti *business-to-business* (B2B) che rafforzano i flussi di reddito sfruttando risorse esistenti, come servizi di infrastruttura logistica, monetizzazione dei dati dei clienti e canali pubblicitari. Di conseguenza, gli operatori di maggiori dimensioni stanno proponendo un'offerta sempre più differenziata, catturando i consumatori con servizi e prodotti complementari tra loro, e anche, talvolta, appartenenti a settori diversi. Nel complesso, queste attività di *beyond-trading* rappresenteranno circa il 40% del fatturato e oltre la metà dei profitti del settore entro il 2030 (45).

---

<sup>44</sup> Cfr. reperibile al seguente indirizzo: <https://www.pwc.com/gx/en/industries/consumer-markets/consumer-insights-survey.html>

<sup>45</sup> Cfr. reperibile al seguente indirizzo: <https://www.bain.com/insights/airport-retail-brace-for-disruption/>

Ciò premesso, in un momento in cui i *retailer* stanno spostando il proprio *business mix* verso tali attività, le operazioni di M&A giocano un ruolo fondamentale, poiché permettono di sfruttare l'ampliamento della scala per costruire posizioni di *leadership* a livello locale e globale e generare sinergie di costo che li aiuteranno a investire in settori adiacenti.

Nell'ambito delle strategie degli operatori del mercato rientra sicuramente la ricerca di nuovi canali che possano dare maggiore visibilità ai loro *brand*. In questo contesto, il *travel retail* sta emergendo come un canale strategico per l'acquisizione clienti per *brand* e *retailer*. Ora è diventato prezioso non solo per le vendite che genera, ma anche per la sua capacità di potenziare le campagne globali di *marketing* digitale e fidelizzazione dei *brand*.

Secondo Jason Scott-Lewis, GM/Greater China di CircleSquare, il ruolo del canale *travel retail* per i *brand* si sta nuovamente evolvendo, passando dal suo ruolo storico di “vetrina” fisica ad alto traffico a un luogo in cui i *brand* possono implementare strategie per attrarre e integrare quel traffico sulle loro piattaforme digitali, alimentando la fidelizzazione della clientela e ampliare le capacità di marketing <sup>(46)</sup>.

Invero, lo sviluppo di tale canale è trainato non solo dall'aumento del traffico di clienti conseguente alla ripresa dei viaggi, ma è altresì ascrivibile alla diffusione degli acquisti digitali, che offre un'elevata visibilità. Inoltre, lo sviluppo della tecnologia nel settore, che si sostanzia nell'acquisizione digitale di clienti, riesce a catturare dati concreti – chi sono, da dove provengono, cosa acquistano e quando – sui comportamenti dei viaggiatori e quindi a permettere ai *brand* di promuovere un'offerta più personalizzata e compatibile nei diversi *hub* di viaggio.

In sintesi, le strategie vincenti nel settore consistono nell'utilizzo di dati per identificare le migliori opportunità di crescita oltre il commercio tradizionale. In particolare, queste analisi servono a capire quali opportunità puntare, come raggiungerle (sviluppare internamente, acquisire o creare *partnership*) e valutare i pro e i contro di ciascuna opzione. Sul punto, sempre più *retailer* stanno optando per la crescita esterna attraverso *partnership* o acquisizioni dirette visto che lo sviluppo interno di nuove attività, oltre a richiedere tempo, può comportare un'elevata esigenza di risorse finanziarie e, in

---

<sup>46</sup> Kearney (2023), “*Travel retail faces its moment of truth: strategies to reinvigorate the marketplace*”

mancanza di competenze interne, un grado di rischio notevolmente elevato.

### **2.3 Determinanti del valore delle M&A nel *travel retail***

Nonostante il consolidamento degli ultimi anni, il *travel retail* rimane un settore relativamente frammentato, con i primi 10 operatori che controllano poco più della metà del mercato e la restante parte composta da operatori di piccole e medie dimensioni: una situazione che offre interessanti opportunità di aggregazioni per aumentare la quota di mercato.

Sul punto, diverse possono essere le motivazioni strategiche e finanziarie che inducono le aziende a sfruttare questo contesto per espandere la loro quota di mercato. Tra queste sono sicuramente ricomprese: (i) l'ampliamento della base clienti a livello geografico e demografico; (ii) l'aumento del potere negoziale nei contratti di concessione; (iii) le sinergie derivanti da un aumento dell'efficienza operativa e da una riduzione dei costi legata alle economie di scala; (iv) la diversificazione dei servizi per offrire un'esperienza olistica al viaggiatore e per la riduzione del rischio; (v) la maggiore efficienza nella raccolta e nell'utilizzo dei dati dei clienti.

Per comprendere, da un punto di vista empirico, quali tra questi *driver* hanno indotto le imprese nel settore a perseguire una strategia di crescita esterna, in questa sezione saranno analizzate alcune delle operazioni avvenute negli ultimi anni.

Per effettuare una misurazione accurata delle sinergie derivanti da una *business combination* si renderebbe necessario, in primo luogo, confrontare il prezzo effettivamente pagato per l'acquisizione con il valore *stand-alone* delle società coinvolte. Poi, come anticipato nei precedenti paragrafi, andrebbero misurati taluni indici chiave pre e post operazione (e.g., ricavi, EBITDA, EPS), al fine di valutare in un'ottica consuntiva l'effettiva presenza o meno dei benefici preventivamente indicati.

Tuttavia, in considerazione delle caratteristiche qualificanti il settore che qui ci occupa, un'analisi di questo tipo si rende tutt'altro che agevole per una serie di motivi, tanto dimensionali quanto temporali.

In primo luogo, le acquisizioni rilevanti sono state poche e hanno avuto a oggetto tendenzialmente società di minori dimensioni per le quali non vi è un sufficiente *set* di informazioni disponibili, soprattutto con riguardo al valore *stand-alone* della *target*.

In secondo luogo, le operazioni di maggiore entità hanno avuto luogo negli ultimi anni, pertanto è ragionevole pensare che i dati disponibili non riflettano per il momento le *performance* create.

In considerazione delle suddette ragioni, le analisi che seguiranno, volte a indagare le finalità sottese alle diverse operazioni di acquisizione e le conseguenti sinergie previste, non potranno che essere di natura qualitativa.

Nelle tabelle che seguono si riportano le informazioni più rilevanti delle operazioni in esame, tra cui (i) l'indicazione del settore di appartenenza delle società coinvolte, (ii) la sede geografica, (iii) la data dell'operazione, (iv) il fatturato annuo della *target* e (v) il prezzo di acquisizione, laddove reperibile.

Tabella 1: principali acquisizioni avvenute negli ultimi anni nel *travel retail*.

	<b>Acquirente</b>	<b>Settore di riferimento dell'acquirente</b>	<b>Paese dell'acquirente</b>	<b>Target</b>	<b>Paese della target</b>	<b>Settore di riferimento della target</b>	<b>Data dell'operazione</b>
1	Lagardère Travel Retail	Travel retail	Francia	Hojeij Branded Foods	Stati Uniti	Travel F&B	Novembre 2018
2	Pai Partners	Private equity	Francia	Areas	Italia	Travel retail e travel F&B	Luglio 2019
3	Lagardère Travel Retail	Travel retail	Francia	International Duty Free Belgium	Belgio	Travel retail	Settembre 2019
4	WHSmith	Retail	Regno Unito	Marshall Retail Group	Stati Uniti	Travel retail	Dicembre 2019
5	Lagardère Travel Retail	Travel retail	Francia	Marché International	Svizzera	Travel F&B	Febbraio 2023
6	SSP Group	Travel F&B	Regno Unito	Airport Retail Enterprises	Australia	Travel F&B	Maggio 2024
7	Investment Consortium	Investment banking	Stati Uniti	OTG Travel	Stati Uniti	Travel F&B	Annunciata Gennaio 2024

Fonte: elaborazione dell'autore.

Tabella 2: principali acquisizioni avvenute negli ultimi anni nel *travel retail*.

	<b>Data dell'operazione</b>	<b>Target</b>	<b>Paese della target</b>	<b>Fatturato annuo della target</b>	<b>Prezzo di acquisizione</b>
1	Novembre 2018	Hojeij Branded Foods	Stati Uniti	USD 225 milioni (FY 2017)	USD 330 milioni
2	Luglio 2019	Areas	Italia	Euro 1,832 miliardi (FY 2018)	Euro 1,14 miliardi
3	Settembre 2019	International Duty Free Belgium	Belgio	Euro 183 milioni (FY 2018)	Euro 250 milioni
4	Dicembre 2019	Marshall Retail Group	Stati Uniti	USD 204 milioni (FY 2019)	Euro 400 milioni
5	Febbraio 2023	Marché International	Svizzera	Euro 172 milioni (FY 2022)	Non dichiarato
6	Maggio 2024	Airport Retail Enterprises	Australia	AD 200 milioni (FY 2023)	Non dichiarato
7	Gennaio 2024	OTG Travel	Stati Uniti	USD 220 milioni (FY 2022)	Non dichiarato

Fonte: elaborazione dell'autore.

In merito alle singole operazioni presenti nelle tabelle che precedono:

- 1) in data 20 novembre 2018 Lagardère Travel Retail ha completato l'acquisizione del 100% del capitale di Hojeij Branded Foods a un prezzo di 330 milioni di dollari. Lagardère Travel Retail è una società operante nel settore del *travel retail*, che ha generato nel 2018 un fatturato di 3,67 miliardi di euro <sup>(47)</sup>, e si articola in tre *business line: duty-free & Luxury*, *foodservice* e *travel essentials*. Hojeij Branded Foods è un operatore leader nel settore della ristorazione aeroportuale del Nord America, che ha registrato una crescita dei ricavi del 29% dal 2007 al 2017;
- 2) in data 1° luglio 2019, un fondo europeo di *private equity*, PAI Partners, specializzato nel fornire supporto finanziario e strategico attraverso investimenti in società nei settori della distribuzione, dei servizi, dei beni di consumo, della sanità e dell'industria, ha completato l'acquisizione di Areas, a un prezzo di 1,4 miliardi di euro, uno dei leader mondiali nei mercati F&B e *travel retail* con un fatturato di 1,83 miliardi di euro alla chiusura dell'esercizio 2018;
- 3) in data 19 settembre 2019 Lagardère Travel Retail ha completato l'acquisizione di International Duty Free, consolidando la sua posizione come terzo operatore

---

<sup>47</sup> Cfr. reperibile al seguente indirizzo: <https://moodiedavittreport.com/lagardere-travel-retail-posts-solid-revenue-growth-in-2018-duty-free-fashion-sales-hit-e2-billion-for-first-time/>

- mondiale di punti vendita Duty Free aeroportuali e leader europeo nel *travel retail*, portando il suo fatturato annuale a un totale di 5,3 miliardi di euro. L'acquisizione di International Duty Free, operatore del *travel retail* in Belgio, a un prezzo di 250 milioni di euro, ha generato sinergie per un totale di 7 milioni di euro nel 2022<sup>(48)</sup>;
- 4) in data 20 dicembre 2019 il *retailer* britannico WHSmith ha completato l'acquisizione di Marshall Retail Group a un prezzo di 400 milioni di dollari, raddoppiando la sua attività nel *travel retail*. Nel 2019 Marshall Retail Group ha registrato un EBITDA di 31,5 milioni di euro, suddivisi tra il canale del *travel retail* e dell'albergo;
  - 5) in data 1° febbraio 2023 Lagardère Travel Retail ha completato l'acquisizione di Marché International, fornitore multinazionale di servizi di ristorazione in zone di transito e in luoghi di alta frequentazione. La società ha registrato un fatturato di 133 milioni nel 2022 di euro con 52 ristoranti dislocati tra Europa e Singapore<sup>(49)</sup>;
  - 6) in data 1 maggio 2024, SSP Group, operatore mondiale di F&B nei luoghi di viaggio, ha completato l'acquisizione del 100% di Airport Retail Enterprises, un operatore australiano nella ristorazione aeroportuale che nel 2023 ha registrato ricavi per oltre 200 milioni di dollari in Australia.
  - 7) in data 5 gennaio 2024 Investor Consortium, un gruppo di investitori privati gestito da Oaktree Capital Management con una solida esperienza nella gestione di società nei settori dei trasporti, dell'aviazione, dell'ospitalità e delle infrastrutture, dopo una *partnership* iniziata nel 2021 ha annunciato l'acquisizione di OTG Travel, *retailer* e fornitore di servizi di ristorazione in oltre 350 sedi nel mondo. Tale acquisizione rientra in una strategia di supporto finanziario al piano di lungo termine di OTG e al consolidamento degli investitori del consorzio nel settore;

Da un'analisi approfondita delle suddette operazioni emerge un quadro composito delle motivazioni che hanno spinto le aziende in esame ad espandere la propria attività nel

---

<sup>48</sup> Cfr. reperibile al seguente indirizzo: <https://www.lagardere.com/en/press-release/lagardere-travel-retail-completes-the-acquisition-of-international-duty-free-idf-belgiums-leading-travel-retail-operator/#:~:text=The%20acquisition%20has%20been%20valued,be%20unlocked%20through%20to%202022.>

<sup>49</sup> Cfr. reperibile al seguente indirizzo: <https://www.pwc.de/en/branchen-und-markte/tombstones/deal-announcement-02-23-retail-consumer.html>

settore del *travel retail*. Infatti, premesso che le caratteristiche intrinseche delle società si differenziano sostanzialmente l'una dall'altra, è comunque possibile rintracciare alcune linee di tendenza comuni.

Innanzitutto, l'attrattività delle imprese operanti nel settore è ascrivibile sia alla valorizzazione delle potenzialità intrinseche del *travel retail*, sia al valore che si può creare dalla combinazione di questo *business* con attività adiacenti mettendo in comune le risorse e determinandone la crescita e la differenziazione. Quanto al primo aspetto, a titolo di esempio, WHSmith ha dichiarato che l'acquisizione di MRG rientra nella strategia di allocare capitale verso settori in crescita, in grado cioè di generare forti rendimenti e aumentare il valore per gli azionisti. Infatti, il settore *travel* è stato una fonte di crescita sostenuta e ha generato la maggior parte dell'utile commerciale del gruppo nei cinque anni precedenti all'operazione, motivo per il quale ha deciso di espandersi ulteriormente tramite l'acquisizione di una società ben posizionata <sup>(50)</sup>.

Quanto al secondo aspetto, però, il suddetto acquirente ha altresì dichiarato che le sinergie previste dall'integrazione con un operatore attivo nel settore ad alta redditività erano subordinate all'operazione e non si sarebbero potute realizzare dalle due società operanti in modo indipendente.

Un primo *driver* del valore delle acquisizioni in discorso è riscontrabile nell'affinità culturale e nella complementarità dei modelli di *business* delle società coinvolte <sup>(51)</sup>. Sul punto, come più volte ribadito dalla letteratura precedente in tema di M&A (*cf.* paragrafo 2.1.5), tali fattori determinano *performance* positive *ex post* ascrivibili a minori dissinergie relative ai costi di integrazione delle società. Infatti, tra le acquisizioni in cui è presente questo tema, quali quelle di Hojeij, IDF e ARE, gli utili derivanti dalle operazioni si sono generati sin dal primo anno successivo all'integrazione, compensando ampiamente i suddetti costi. Con riferimento alla complementarità delle attività delle società coinvolte, è altresì possibile riscontrare nelle previsioni degli acquirenti una più facile integrazione a lungo termine e un semplificato accesso ai diversi canali distributivi

---

<sup>50</sup> WHSmith PLC (2019), *Proposed acquisition of Marshall Retail Group – accelerating WH Smith's expansion in us travel retail*, 17 ottobre 2019

<sup>51</sup> Al riguardo, Lagardère ha previsto costi minimi di integrazione successivi all'acquisizione di Hojeij, società anch'essa con sede ad Atlanta e con un *business* affine.

della *target* <sup>(52)</sup>.

Come si è avuto modo di anticipare nel primo capitolo del presente elaborato, gli operatori nel mercato *travel retail* necessitano di una maggiore espansione al fine di ottenere un maggior potere contrattuale in sede di sottoscrizione dei contratti di concessione per accedere ai canali di vendita. In questo contesto, la maggior parte delle acquisizioni sono riconducibili alla volontà di combinarsi con società che già avevano una forte presenza in determinati *hub* di viaggio tramite contratti stabili e relazioni consolidate con i concedenti. A titolo di esempio, nel caso dell'acquisizione di IDF da parte di Lagardère, quest'ultima aveva come fine quella di estendere la durata media degli accordi di concessione del gruppo.

Un'altra delle ragioni dietro alle summenzionate operazioni consiste nel perseguimento di una strategia di espansione geografica, soprattutto in regioni in cui si è verificata una rapida crescita del settore quali, come si è discusso nel Capitolo 1 dell'elaborato, quella dell'Asia Pacifico. Al riguardo, SSP ha acquistato ARE con l'intento di rafforzare la propria presenza in Australia, area nella quale si prevede un aumento del traffico aereo passeggeri del 10% annuo fino al 2030 <sup>(53)</sup>.

Un altro mercato che, seppure ormai maturo e con una crescita più contenuta, è risultato essere di interesse per gli acquirenti, è quello americano, nel quale Lagardère e WHSmith si sono espanse mosse dalle previsioni di aumento del flusso passeggeri e del conseguente consumo. Infatti, con riferimento al periodo in cui tali acquisizioni si sono finalizzate, ovvero il 2018-2019, tale mercato registrava una crescita annua a un CAGR superiore al 5% <sup>(54)</sup>.

Ciò detto, dal punto di vista operativo, le sinergie previste possono essere riassunte in tre categorie: (i) sinergie di crescita delle vendite; (ii) sinergie sul costo del venduto (COGS);

---

<sup>52</sup> Al riguardo, WHSmith, grazie alla complementarità del *business* di MRG, aveva previsto di accedere facilmente a tutte le categorie rilevanti del mercato del *travel retail* statunitense che spazia dai prodotti *News & Gift* ai prodotti *Specialty*.

<sup>53</sup> Cfr. reperibile al seguente indirizzo: <https://www.passengerterminaltoday.com/news/food-beverage/ssp-to-acquire-airport-retail-enterprises.html>

<sup>54</sup> WHSmith PLC (2019), *Proposed acquisition of Marshall Retail Group – accelerating WH Smith's expansion in us travel retail*, 17 ottobre 2019

(iii) sinergie su spese generali e amministrative (G&A).

Le sinergie di crescita delle vendite sono ascrivibili, in primo luogo, allo sfruttamento congiunto dei dati dei clienti per una migliore personalizzazione dell'offerta e del *targeting*. Inoltre, derivano dalla condivisione delle *best practice* e *know-how* nel settore, soprattutto con riguardo alla ristorazione, per migliorare l'efficienza e la qualità dei servizi offerti ai viaggiatori. In terzo luogo, le *target* più ambite del settore sono state società di dimensione relativamente minore rispetto all'acquirente in termini di fatturato, ma comunque con marchi affermati e riconosciuti a livello globale in grado di aumentare la visibilità dell'acquirente. In ultimo, le acquirenti hanno fatto leva sulla diversificazione e sull'ampliamento del portafoglio prodotti e servizi, l'accesso a nuovi mercati geografici e l'acquisizione di nuove competenze e tecnologie per aumentare le vendite.

Le sinergie sul costo del venuto derivano in via principale dall'allineamento delle condizioni di acquisto, nell'ambito delle quali la negoziazione congiunta con i fornitori consente di ottenere prezzi più vantaggiosi. Infatti, unendo i volumi di acquisto le entità combinate ottengono un maggiore potere contrattuale sia con i fornitori, sia con i concedenti, aumentando altresì un'ottimizzazione dei processi di acquisto.

Le sinergie su spese generali e amministrative, inerenti dunque a efficienze dei costi operativi, sono attribuibili primariamente ai benefici derivanti dall'accorpamento e dall'ottimizzazione delle funzioni centrali. In secondo luogo, le suddette derivano da risparmi legati all'adozione di un unico sistema informatico dedicato alla gestione dei *business*, migliorando l'efficienza ma soprattutto la comunicazione interna tra le diverse funzioni.

Con riferimento al contributo delle singole tipologie di sinergie ai benefici totali generati dalle operazioni, la quota maggiore è ascrivibile a risparmi sul costo del venduto (COGS). In media, gli acquirenti hanno rilevato un contributo dell'80% dei suddetti sul totale dei risparmi, ottenuti principalmente attraverso l'applicazione di *best practice* in materia di *sourcing* e acquisti. Quanto al *timing* di manifestazione di tali benefici, le società hanno riscontrato la realizzazione della metà dei risparmi già a partire dal primo anno finanziario completo successivo al completamento. Tuttavia, tali benefici sono stati in parte compensati da costi operativi eccezionali funzionali all'integrazione dei *business* e dei sistemi operativi delle entità coinvolte, sostanzialmente relativi a IT e alle attrezzature digitali.

Ciò detto, nell'ambito delle acquisizioni strategiche nel settore del *travel retail*, si osserva un crescente interesse da parte di operatori finanziari. Esempi emblematici sono rappresentati da PAI Partners e Investment Consortium, i quali hanno acquisito rispettivamente quote rilevanti di società attive nel suddetto settore. A differenza delle operazioni menzionate finora, caratterizzate da logiche di sfruttamento di *business* adiacenti o da sinergie derivanti dalla complementarità dei prodotti, il *focus* di tali operatori finanziari si concentra esclusivamente sulla valorizzazione del potenziale intrinseco del *travel retail*. Tale scelta strategica si basa sulla consapevolezza che il connubio tra le risorse finanziarie e gestionali tipiche degli operatori finanziari e le peculiarità del *travel retail* possa generare un significativo valore aggiunto. In particolare, due sono state le principali determinanti del valore individuate da questi acquirenti: (i) sinergie finanziarie: l'acquisizione consente di ottimizzare la struttura del capitale delle società *target*, sfruttando l'accesso a fonti di finanziamento più vantaggiose e diversificando il portafoglio di investimenti; (ii) sinergie legate al miglioramento dei processi organizzativi. L'apporto di *know-how* e *best practice* tipiche del settore finanziario può contribuire a migliorare l'efficienza operativa delle società *target*, incrementando la redditività e la competitività sul mercato.

Sul punto, entrambi gli investitori sono ampiamente attivi in diversi settori industriali, quali quello dei trasporti, dell'aviazione, dell'ospitalità e delle infrastrutture, e sono dotati delle capacità manageriali e finanziarie per supportare le strategie di lungo termine rispettivamente di Areas e OTG. Quanto alla prima, PAI Partners ha espresso la volontà di promuovere la crescita dell'azienda attraverso un adeguato supporto strategico all'espansione geografica e alla differenziazione per catturare il maggior numero di clienti possibili <sup>(55)</sup>; quanto alla seconda, Investment Consortium ha dichiarato di fornire alla società nuovi finanziamenti per sostenere la continua innovazione, gli investimenti nelle infrastrutture aeroportuali e l'espansione geografica <sup>(56)</sup>.

In conclusione, da un punto di vista finanziario, sia per quanto riguarda gli acquirenti strategici che finanziari, le entità risultanti dalle acquisizioni hanno registrato una solida

---

<sup>55</sup> Cfr. reperibile al seguente indirizzo: <https://us.areas.com/news/areas-starts-new-stage-pai-partners-boost-its-successful-strategic-plan/>

<sup>56</sup> Cfr. reperibile al seguente indirizzo: <https://www.airportxnews.com/otg-purchased-blatstein-steps-down/>

generazione di cassa e un aumento dell'EPS sin dal primo anno successivo all'integrazione. Al riguardo, SSP nell'acquisizione di ARE prevede che il ROIC superi il WACC entro il terzo anno completo successivo al completamento e che l'operazione migliorerà il profilo di crescita, i margini e il flusso di cassa libero del Gruppo <sup>(57)</sup>.

Il combinato disposto di queste sinergie ha portato le acquirenti a sostenere un prezzo di acquisizione molto distante dalla valutazione *stand-alone* delle società acquisite. A titolo di esempio, Lagardère ha valutato IDF a un valore pari a 8 volte del suo EBITDA pro forma e WHSmith ha pagato per MRG un prezzo pari a 10 volte il suo EBITDA previsto per il 2019.

### 2.3.1 Il valore della ristorazione

Gran parte delle operazioni analizzate nel precedente paragrafo hanno riguardato l'integrazione con società operanti nel F&B che, come ampiamente anticipato nel primo capitolo, risulta essere un settore molto dinamico e con una domanda crescente. In tale senso, la volontà degli operatori di consolidare la propria presenza o entrare nel settore in questione è da rintracciarsi nella ricerca delle sinergie citate in precedenza, nell'interesse di espandersi in un segmento rilevante per i viaggiatori e che ha mostrato un'estrema resilienza rispetto alle normali attività commerciali durante la pandemia.

L'operatore che per primo si è reso conto dell'importanza dell'integrazione del F&B nel *travel retail* è stato Lagardère, che a partire dal 2018 ha compiuto una serie di acquisizioni ai fini di rafforzare la ristorazione come uno dei tre pilastri sui quali si basa il suo *business*. L'acquisizione più rappresentativa di questa strategia risulta essere quella della società francese Marché, attraverso la quale conferma di volersi espandere in tutti i segmenti del *dining* e del *travel retail*, per coprire in modo olistico le esigenze sia dei proprietari (*landlord*) che dei viaggiatori <sup>(58)</sup>.

---

<sup>57</sup> Cfr. Reperibile al seguente indirizzo: <https://www.foodtravelexperts.com/news-and-insights/2024/acquisition-of-australian-airport-food-beverage-operator/#:~:text=SSP's%20acquisition%20of%20ARE%20will,enhance%20its%20presence%20in%20Australia.>

<sup>58</sup> Cfr. reperibile al seguente indirizzo: <https://www.pwc.de/en/branchen-und-markte/tombstones/deal-announcement-02-23-retail-consumer.html>

Ciò premesso, circoscrivendo l'analisi alle sole operazioni riguardanti il settore del F&B, possono essere individuate sostanzialmente tre ordini di sinergie che integrano quelle analizzate in precedenza:

- (i) sinergie di *revenue* derivanti dall'offerta di *concept* ibridi, che beneficiano di tassi di conversione e acquisizione più elevati rispetto ai negozi *duty free stand-alone*;
- (ii) sinergie di natura operativa, legate in via principale alla capacità di sfruttamento congiunto dei dati dei clienti per offrire un'offerta più personalizzata e a una riduzione dei costi inerenti alla negoziazione dei contratti di concessione;
- (iii) sinergie di natura finanziaria, che si riferiscono sostanzialmente all'aumento della solidità finanziaria grazie alla differenziazione che permette un accesso più facile al capitale.

Le sinergie in questione sono già state analizzate nel precedente paragrafo con riferimento a tutte le acquisizioni nel *travel retail* ma, in questa sede, si ritiene utile, a beneficio della successiva trattazione, effettuare un approfondimento rispetto all'integrazione col più specifico settore del F&B. Infatti, i benefici relativi a una combinazione del settore *travel* con quello della ristorazione sono accentuati in considerazione del fatto che quest'ultimo risulta essere quello con più elevata penetrazione di tutti i formati di *travel retail*, talvolta anche superando il 50%. Questo dato risulta particolarmente rilevante considerando che il più grande *driver* della crescita del settore è ascrivibile al flusso di passeggeri (*i.e.*, il sopraccitato *footfall*) e, dunque, se i servizi di ristorazione risultano essere i più ricercati nell'ambito dell'esperienza del viaggiatore, è ovvio che ciò possa apportare elevati benefici al *retailer*. Al riguardo, Ivo Favotto, amministratore delegato del gruppo australiano The Mercurius Group afferma “*Sebbene l'F&B registri un valore medio delle transazioni inferiore rispetto al duty-free e all'abbigliamento di lusso, compensa ampiamente questa mancanza con una maggiore diffusione*”<sup>(59)</sup>.

Ciò detto, appare evidente come un settore così ricercato dai viaggiatori possa permettere una facile fidelizzazione del cliente, inducendolo ad aumentare gli acquisti dei prodotti relativi al marchio.

Orbene, il *trend* in discorso si è accentuato negli ultimi due anni, periodo nel quale i *travel retailer*, nell'ambito del perseguimento di una strategia di crescita esterna, hanno capito

---

<sup>59</sup>Cfr. <https://airportir.com/ir-pulse/heinemann-food-beverage-europe-airports/>

che non bastava il solo ampliamento della dimensione per diventare *leader* del mercato, ma che fosse necessario andare a soddisfare tutte le esperienze dei viaggiatori.

Infatti, la maggior parte delle operazioni sono avvenute come risposta all'acquisizione di Autogrill da parte di Dufry, strategia che ha consentito all'operatore svizzero di entrare a pieno titolo nel segmento della ristorazione in luoghi di viaggio. Infatti, se già prima della pandemia tale settore era un'area di espansione *target* per Dufry, l'accordo è stato stipulato con l'obiettivo di diversificare e ridurre il rischio per le attività delle due società a lungo termine. Il principale vantaggio previsto consiste in un'offerta più competitiva per i proprietari degli aeroporti (*landlord*), fungendo da sportello unico per il *retail* aeroportuale.

La prima società a reagire è stata, come anticipato, Lagardère, il cui CEO, Dag Rasmussen, ha dichiarato di volersi espandere ulteriormente nel settore F&B soprattutto in Europa e Asia e ha aggiunto: *“Mangiare e bere sono elementi essenziali del viaggio del cliente, motivo per cui negli ultimi anni abbiamo costantemente investito nella crescita del nostro settore foodservice. Nel contesto attuale, i proprietari degli spazi commerciali e i viaggiatori si aspettano che affrontiamo le loro esigenze in modo olistico”*.

Questo approccio olistico è stato esemplificato lo scorso anno quando un altro *competitor*, Heinemann, ha deciso di offrire sia servizi di ristorazione che di vendita al dettaglio all'aeroporto di Lubiana in Slovenia attraverso una *joint venture* chiamata Smartseller. Tale operatore è stato spinto a proporre un'offerta unica anche in risposta alle mutate tendenze dei concedenti aeroportuali, che stanno cercando sempre più spesso di affidare tutti i servizi a un unico operatore per una più facile gestione dei contratti di concessione.

## CAPITOLO 3 – L’OPERAZIONE DUFRY - AUTOGRILL

### 3.1 Autogrill S.p.A.

Autogrill S.p.A. (“Autogrill”), fondata nel 1947 da Mario Pavesi, è un operatore *leader* nel panorama del *travel retail*, con una presenza affermata in 30 paesi, circa 3.300 punti vendita e un fatturato di 2,8 miliardi di euro nel 2022 <sup>(60)</sup>.

Sebbene il Gruppo Autogrill nasca come esclusivo fornitore di servizi di ristorazione viaggiante, ad oggi, a seguito di una considerevole espansione e diversificazione delle proprie attività, il suo *core business* si articola su due macro-aree: F&B e *travel retail*. Il primo segmento comprende la gestione di bar, caffetterie, ristoranti e altri punti vendita di cibo e bevande, mentre il secondo si concentra su negozi di *souvenir*, libri, giornali, prodotti *duty-free* e altri beni di consumo.

Con riguardo all’area F&B, l’attività di Autogrill si articola in quattro comparti: Food & Beverage Italia, Food & Beverage HMS Host, Food & Beverage Altro e Food & Beverage Corporate.

A fine 2022, il *portfolio* marchi del Gruppo Autogrill comprendeva circa 300 brand, tra cui marchi internazionali, nazionali e locali, nonché marchi di proprietà (ad esempio, Autogrill, Ciao, Puro Gusto, La Fucina, La Familia, Motta, Burger Federation, LeCrobag) e marchi in licenza (ad esempio, Starbucks Coffee, Burger King, Prêt à Manger, Chick-fil-A, Panera, Leon, Panda Express).

Quanto al *business model*, Autogrill gestisce i punti vendita in base ad accordi di concessione o sub-concessione con terzi, che sono tipicamente i proprietari e gestori di aeroporti, autostrade e stazioni ferroviarie. Questi punti vendita sono generalmente gestiti attraverso società controllate direttamente o indirettamente, anche tramite *partnership* con operatori locali, in particolare nei mercati emergenti, dove in alcuni casi è previsto il coinvolgimento attivo degli operatori nella gestione dei punti vendita.

Tuttavia, il Gruppo Autogrill è presente anche in aree commerciali non soggette a

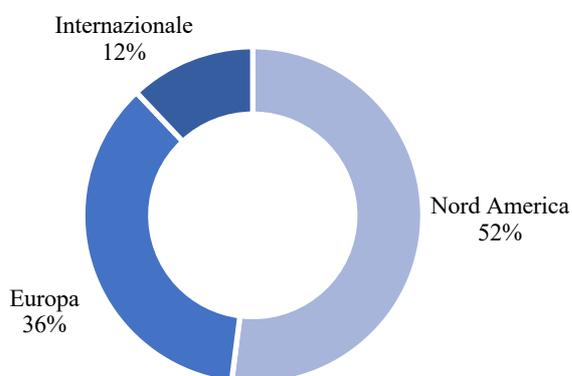
---

<sup>60</sup> Dufry AG (2022), *Exemption document relating to the offer of Dufry shares in the context of the mandatory public exchange offer with alternative cash consideration for all the ordinary shares of Autogrill S.p.A.*, 6 aprile 2023.

concessioni, come centri commerciali, centri urbani, spazi fieristici e siti culturali. In questi casi, opera principalmente attraverso accordi operativi, quali concessioni, *franchising* e licenze, con operatori internazionali e locali.

Venendo alla dimensione geografica nella quale è diffusa l'attività di Autogrill, si rileva una presenza maggiore nel Nord America, seguito dall'Europa. Sul punto, il grafico seguente mostra la percentuale relativa sui ricavi consolidati per l'esercizio chiuso il 31 dicembre 2022 nelle tre principali aree geografiche in cui opera.

Grafico 13: suddivisione dei ricavi consolidati del 2022 di Autogrill per area geografica.

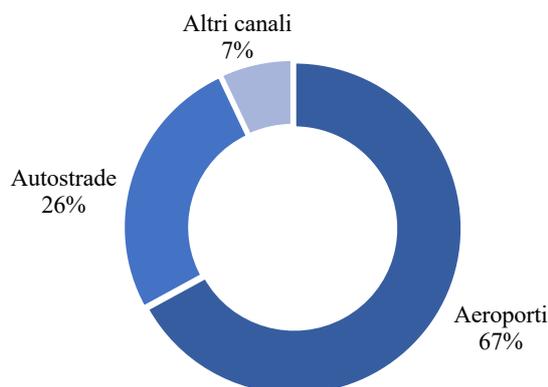


Fonte: Autogrill Annual Report 2022.

Come si è avuto modo di anticipare, Autogrill si avvale di diversi canali di vendita per offrire prodotti e servizi agli utenti dei principali canali di trasporto. In particolare, ha sviluppato il proprio *business* attraverso i seguenti canali: (i) aeroportuale, (ii) autostradale, (iii) altri canali, che includono stazioni ferroviarie, centri commerciali, zone urbane, fiere e attrazioni culturali.

Sul punto, il grafico seguente mostra la ripartizione dei ricavi consolidati generati dal Gruppo Autogrill nell'esercizio chiuso il 31 dicembre 2022 per canale di vendita.

Grafico 14: suddivisione dei ricavi consolidati del 2022 di Autogrill per canale.



Fonte: Autogrill Annual Report 2022.

Con riferimento al grafico che precede, si può notare come la maggiore attività di Autogrill sia concentrata nel canale aeroportuale. Tuttavia, questo è dovuto al fatto che nella regione del Nord America non sono presenti punti vendita autostradali e che l'intera attività sia riferibile ai punti vendita negli aeroporti. Al contrario, in Europa la maggior parte dei ricavi è ascrivibile al canale autostradale, con una parte marginale derivante da quello aeroportuale.

Con riguardo alla situazione finanziaria del Gruppo, le seguenti tabelle rappresentano le selezionate informazioni finanziarie del conto economico consolidato, della situazione patrimoniale consolidata e del rendiconto finanziario consolidato di Autogrill per gli esercizi 2021 e 2022.

Tabella 3: Conto economico consolidato del Gruppo Autogrill per gli esercizi 2022 e 2021.

Conto Economico (€/m)	2022	2021
Ricavi	11.362	58.221
Altri proventi operativi	1.478	1.795
<b>Totale ricavi</b>	<b>12.840</b>	<b>7.615</b>
Costo del personale	-14.865	-13.119
Altri costi operativi	-27.416	-14.148
Ammortamenti	-1.984	-1.895
<b>Risultato operativo</b>	<b>-31.535</b>	<b>21.629</b>
Proventi finanziari	11.221	15.534

Oneri finanziari	-7.215	-20.062
Proventi (oneri) su partecipazioni e rettifiche di valore di attività finanziarie	-2.000	-
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>-29.530</b>	<b>-26.157</b>
Imposte sul reddito	-19.586	-2.094
<b>Risultato dell'esercizio</b>	<b>-49.116</b>	<b>-28.250</b>

Fonte: Autogrill S.p.A. Relazione e bilancio di esercizio 2022.

Tabella 4: Stato patrimoniale attivo consolidato del Gruppo Autogrill per gli esercizi 2022 e 2021.

<b>Stato Patrimoniale - Attivo (€/m)</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>
Immobili, impianti e macchinari	4.027	4.594
Attività immateriali	775	1.046
Diritti d'uso beni in <i>leasing</i>	3.824	3.724
Partecipazioni	816.604	8.149.338
Attività per beni in <i>leasing</i>	8.355	8.147
Altre attività finanziarie	220.507	219.846
Attività per imposte differite	-	18.577
<b>Totale attività non correnti</b>	<b>1.054.093</b>	<b>1.070.872</b>
Cassa e altre disponibilità liquide	80.844	97.215
Attività per beni in <i>leasing</i>	1.109	978
Altre attività finanziarie	2.877	350
Crediti per imposte sul reddito	-	15
Altri crediti	17.209	22.884
Crediti commerciali	233	663
<b>Totale attività correnti</b>	<b>102.271</b>	<b>122.104</b>
<b>Totale attivo</b>	<b>1.156.365</b>	<b>1.192.977</b>

Fonte: Autogrill S.p.A. Relazione e bilancio di esercizio 2022.

Tabella 5: Stato patrimoniale Passivo consolidato del Gruppo Autogrill per gli esercizi 2022 e 2021.

<b>Stato Patrimoniale - Passivo (€/m)</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>918.302</b>	<b>961.660</b>
Finanziamenti al netto della quota corrente	-	196.521

Passività per beni in <i>leasing</i>	12.055	11.797
Piani a benefici definiti	256	892
Fondi per rischi e oneri	2.410	2.141
<b>Totale passività non correnti</b>	<b>14.720</b>	<b>211.350</b>
Debiti commerciali	997	2.930
Altri debiti	22.730	15.161
Debiti bancari	197.282	-
Passività per beni in <i>leasing</i>	1.735	1.580
Altre passività finanziarie	598	296
<b>Totale passività correnti</b>	<b>223.342</b>	<b>19.966</b>
<b>Totale passività</b>	<b>238.062</b>	<b>231.316</b>
<b>Totale passivo</b>	<b>1.156.364</b>	<b>1.192.977</b>

Fonte: Autogrill S.p.A. Relazione e bilancio di esercizio 2022.

Tabella 6: Rendiconto finanziario consolidato del Gruppo Autogrill per gli esercizi 2022 e 2021.

<b>Rendiconto finanziario (€/m)</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>
<b>Cassa e altre disponibilità liquide iniziali</b>	<b>97.215</b>	<b>95.647</b>
Flusso di cassa operativo	-17.738	-13.217
Flusso di cassa derivante dall'attività di investimento	4.584	-98.804
Flusso di cassa derivante dall'attività di finanziamento	-3.217	113.589
Flusso monetario dell'esercizio	-16.371	1.568
<b>Liquidità finale</b>	<b>80.844</b>	<b>97.215</b>

Fonte: Autogrill S.p.A. Relazione e bilancio di esercizio 2022.

Con riferimento alle suddette tabelle, i risultati dell'esercizio 2022 rispetto al 2021 hanno evidenziato un'evidente crescita, ascrivibile, in via principale, al combinato disposto della (i) *performance* del *business* in tutti i settori operativi e (ii) ripresa del traffico aereo internazionale nella totalità delle aree geografiche. Al riguardo, nell'anno in questione i ricavi e il fatturato hanno registrato un aumento rispettivamente del 59,7% e del 50,2% rispetto all'anno precedente. Tuttavia, si è verificato un notevole peggioramento del risultato dell'esercizio derivante in via principale dagli elevati costi di consulenze legali,

amministrative e strategiche relative al supporto decisionale e alla *compliance* legati alla *business combination* con Dufry.

Con riguardo agli accadimenti più importanti che hanno caratterizzato il 2021, e che hanno impattato sul bilancio di Autogrill, si ricorda, in primo luogo, la cessione dell'intera attività autostradale statunitense a Blackstone Infrastructure Partners per 375 milioni di dollari, motivo per il quale la società ad oggi è attiva solo nell'ambito del canale aeroportuale nella regione in discorso. In secondo luogo, nel 2021 vi è stato un aumento di capitale sociale per 600 milioni di euro al fine di coprire le perdite derivanti dalla crisi Covid-19.

A data 31 dicembre 2022, il Gruppo Autogrill ha ottenuto nuovi contratti e rinnovi contrattuali per un valore complessivo di 3,4 miliardi di euro con una durata media di circa 6 anni. Sul punto, i diritti d'uso dei beni in *leasing* e l'ammontare dei canoni per locazioni, affitti e concessioni <sup>(61)</sup> hanno registrato un significativo aumento per effetto di tali investimenti.

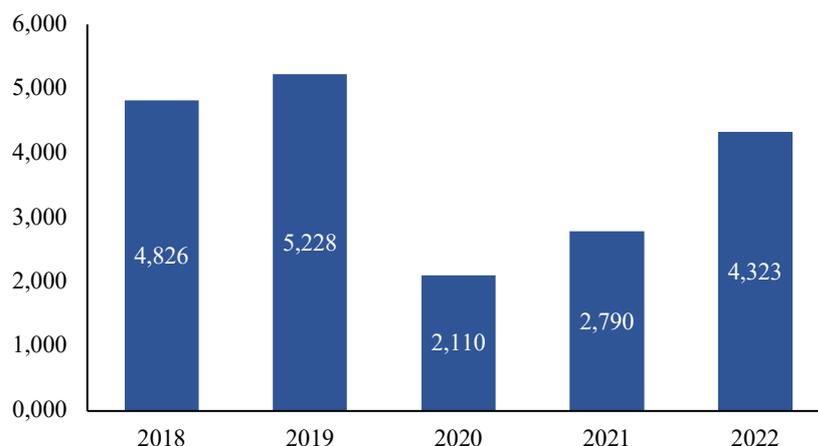
In ultimo, la più rilevante variazione nelle passività deriva dalla stipula di un nuovo contratto di finanziamento nel 2022 per un ammontare massimo complessivo in linea capitale di un miliardo di euro, fattore che ha generato un aumento nei debiti bancari.

Estendendo l'analisi delle *performance* del gruppo ai cinque anni precedenti l'operazione (*i.e.*, periodo 2018-2022), dal lato dei ricavi, si è registrato un CAGR complessivo del -2.7%, imputabile principalmente al nel 2020. Sul punto, il seguente grafico illustra i ricavi consolidati del gruppo nel periodo 2018-2022.

---

<sup>61</sup> Pari a 365,3 milioni di euro per l'esercizio chiusosi il 31 dicembre 2022 (a fronte di 90,5 milioni di euro nell'esercizio chiusosi il 31 dicembre 2021)

Grafico 15: ricavi consolidati del gruppo Autogrill per il periodo 2018-2022 in miliardi di euro.



Fonte: Relazioni Finanziarie Annuali di Autogrill.

Nonostante il considerevole crollo dei ricavi legato allo *shock* mondiale del 2020 e al protrarsi delle misure restrittive nel 2021, la Società, per il periodo 2023-2025, aveva previsto una rapida ripresa da tradursi in un aumento dei ricavi e dell'EBITDA *Adjusted* rispettivamente a un CAGR del 5% e 10,5% <sup>(62)</sup>.

Dette previsioni sul miglioramento delle *performance* nel prossimo futuro sono ascrivibili alla combinazione di una serie di fattori chiave, tra i quali si annoverano:

- (i) la ripresa del traffico di passeggeri, soprattutto con riguardo ai viaggi *low-cost*;
- (ii) lo sfruttamento di un *brand* riconosciuto a livello internazionale, che rappresenta un elemento di fiducia e affidabilità per i clienti;
- (iii) una posizione di *leadership* nel mercato del *travel retail*, che garantisce economie di scala e un accesso privilegiato alle *location* con maggior *footfall*;
- (iv) la presenza globale e l'ulteriore espansione in mercati con elevato potenziale di crescita, quali l'Asia e l'America Latina, che offre all'azienda un'ampia base di clienti;
- (v) l'implementazione di nuovi *concept* di ristorazione e *retail*, che integrano l'esperienza culinaria con l'intrattenimento e la tecnologia, elementi che già negli ultimi anni hanno permesso all'azienda di differenziarsi dalla concorrenza e di fidelizzare i clienti;

---

<sup>62</sup> Autogrill (2022), *Autogrill Annual Report 2022*, 9 marzo 2023

(vi) l'eccellenza operativa, perseguita attraverso l'innovazione tecnologica, l'ottimizzazione dei processi e la formazione del personale.

### 3.2 Dufry AG

Dufry AG (“Dufry”) rappresenta il quarto operatore mondiale nel *travel retail*, vantando una presenza estesa nei principali centri di transito a livello internazionale, con una quota di ricavi del 7,65% sul totale del settore nel 2022 e una capitalizzazione di mercato di 5,1 miliardi di euro <sup>(63)</sup>. Le attività di vendita al dettaglio del Gruppo Dufry si estendono a tutte le aree del *travel retail*, operando in aeroporti, a bordo di compagnie aeree, navi da crociera e porti marittimi, stazioni ferroviarie, zone turistiche cittadine e valichi di frontiera.

Allo stesso modo di Autogrill, Dufry opera nei punti vendita attraverso contratti di concessione e sub-concessioni con autorità aeroportuali, autostradali e ferroviarie, e gestisce i suddetti attraverso società controllate e *partnership* con operatori locali.

Ciò detto, a dicembre 2022, la società gestiva un portafoglio di oltre 2.400 negozi dislocati in 70 paesi, offrendo un ampio *mix* di prodotti che spaziano dai tradizionali articoli da *duty-free* come profumi, cosmetici, liquori e tabacchi a specialità dolciarie, altri prodotti alimentari e articoli di lusso, disponibili sia in modalità *duty-free* che *duty-paid*.

Nell’ambito del suddetto *mix*, a prescindere dalla natura *duty-free* o *duty-paid*, in ogni negozio o *location* specifica vi è una personalizzazione in base alla regione o al negozio stesso, tenendo conto dell’importante legame tra la varietà di prodotti, il *concept retail* adottato dal Gruppo in ciascuna sede e il profilo dei viaggiatori in quella *location*. Questa strategia di personalizzazione è permessa dalla capacità di raccolta dei dati dei clienti a livello globale, che consente di identificare le preferenze e le risposte alle campagne di *marketing*.

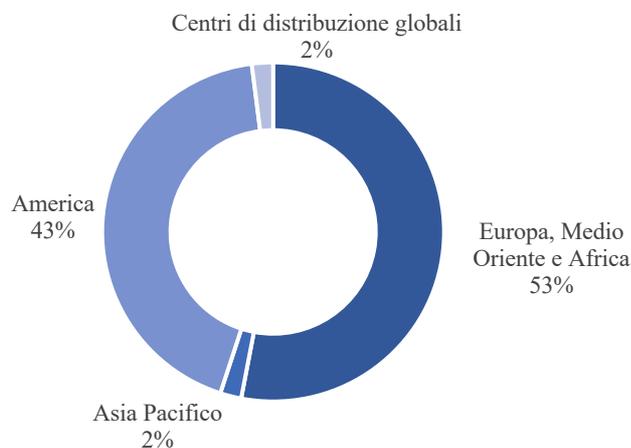
Sotto il profilo geografico, come si è avuto modo di anticipare, Dufry è presente in tutte le aree ma la sua attività si concentra in via principale in Europa e in America, con una presenza rilevante negli Stati Uniti. Al riguardo, il seguente grafico mostra la ripartizione

---

<sup>63</sup> Dufry (2023), *Dufry Annual Report 2022*, 7 marzo 2023

dei ricavi per area geografica con indicazione della percentuale relativa sul fatturato consolidato.

Grafico 16: suddivisione dei ricavi consolidati del 2022 di Dufry per area geografica.



Fonte: Dufry Annual Report 2022.

Venendo, invece, alla suddivisione dell'attività del Gruppo per canali di vendita, è possibile riscontrare una sostanziale differenza con Autogrill, ovvero la quasi totale assenza di ricavi derivanti dal canale autostradale. Infatti, come si rileva dal grafico che segue, il 91% dei ricavi sono ascrivibili al canale aeroportuale, che risulta essere quello più stabile e resiliente.

Grafico 17: Grafico 14: suddivisione dei ricavi consolidati del 2022 di Dufry per canale.



Fonte: Fonte: Dufry Annual Report 2022.

Con riguardo alla situazione finanziaria del Gruppo, le seguenti tabelle rappresentano le selezionate informazioni finanziarie del conto economico consolidato, della situazione patrimoniale consolidata e del rendiconto finanziario consolidato di Dufry per gli esercizi 2022 e 2021.

Tabella 7: Conto economico consolidato del Gruppo Dufry per gli esercizi 2022 e 2021.

<b>Conto Economico (CHFm)</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>
Ricavi	6.721,2	3.826,8
Altri ricavi	157,2	88,6
<b>Totale Ricavi</b>	<b>6.878,4</b>	<b>3.915,4</b>
Costo del venduto	-2.684,6	1.704,4
<b>Utile lordo</b>	<b>4.193,8</b>	<b>2.211,0</b>
Costi di leasing	1.081,9	176,4
Spese per il personale	-997,9	-635,4
Ammortamenti	1.111,5	1.210,0
Impairment	-49,3	-463,3
Ripristini di valore	66,2	182,8
Altri oneri	-578,7	-381,6
Altri proventi	61,7	53,9
<b>Risultato operativo</b>	<b>502,4</b>	<b>-66,2</b>
Oneri finanziari	-350,9	-364,9
Proventi finanziari	68,5	25,9
Utile (perdita) su cambi	-23,2	-2,6
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>196,8</b>	<b>-407,8</b>
Imposte sul reddito	-76,2	42,6
<b>Risultato dell'esercizio</b>	<b>120,6</b>	<b>-365,2</b>

Fonte: Dufry annual report 2022.

Tabella 8: Stato patrimoniale attivo consolidato del Gruppo Dufry per gli esercizi 2022 e 2021.

<b>Stato patrimoniale - Attivo (CHFm)</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>
Immobili, impianti e macchinari	314,3	329,1
Diritti d'uso beni in leasing	2.567,8	3.120,8
Attività immateriali	1.477,8	1.737,3
Avviamento	2.272,2	2.360,0
Partecipazioni in società collegate	24,4	15,2
Attività per imposte differite	145,4	179,9
Attività nette per benefici definiti	17,0	55,0
Altre attività non correnti	155,8	215,3
<b>Totale attività non correnti</b>	<b>6.974,7</b>	<b>8.012,6</b>
Rimanenze	928,4	692,2
Crediti commerciali e carte di credito	62,3	85,3
Altri crediti	467,6	371,8
Imposte sul reddito attive	21,9	35,0
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	854,7	793,5
<b>Totale attività correnti</b>	<b>2.334,9</b>	<b>1.977,8</b>
<b>Totale attivo</b>	<b>9.309,6</b>	<b>9.990,4</b>

Fonte: Dufry annual report 2022.

Tabella 9: Stato patrimoniale passivo consolidato del Gruppo Dufry per gli esercizi 2022 e 2021.

<b>Stato patrimoniale - Passivo (CFHm)</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>
Patrimonio netto attribuibile agli azionisti della controllante	893,0	956,6
Partecipazioni di minoranza	73,1	77,9
<b>Patrimonio netto</b>	<b>966,1</b>	<b>1.034,5</b>
Indebitamento	3.452,3	3.771,7
Obbligazioni di leasing	2.010,2	2.558,5
Passività per imposte differite	221,4	275,4
Accantonamenti	44,0	30,9
Debiti verso dipendenti	12,3	11,5
Altre passività non correnti	29,3	46,7

<b>Totale passività non correnti</b>	<b>5.769,5</b>	<b>6.694,7</b>
Debiti commerciali	486,4	335,1
Indebitamento	122,7	45,3
Obbligazioni di leasing	992,4	1.077,9
Debiti tributari	42,1	613,0
Accantonamenti	89,3	88,4
Altre passività correnti	841,1	653,2
<b>Totale passività correnti</b>	<b>2.574,0</b>	<b>2.261,2</b>
<b>Totale passività</b>	<b>8.343,5</b>	<b>8.955,9</b>
<b>Totale passivo</b>	<b>9.309,6</b>	<b>9.990,4</b>

Fonte: Dufry annual report 2022.

Tabella 10: Rendiconto finanziario consolidato del Gruppo Dufry per gli esercizi 2022 e 2021.

<b>Rendiconto finanziario (CHFm)</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>
Flusso di cassa operativo	1.511,6	678,2
Flusso di cassa derivante dall'attività di investimento	-67,4	-72,8
Flusso di cassa derivante dall'attività di finanziamento	-1.344,3	-136,2
<b>Liquidità finale</b>	<b>854,7</b>	<b>793,5</b>
Capex	-113,3	-91,2
Nuovo debito	-	2.250,3
Rimborso del debito	-154,0	-1.689,0
Riacquisto di azioni	-21,6	-
<b>FCF</b>	<b>1.398,3</b>	<b>587,0</b>

Fonte: Dufry annual report 2022.

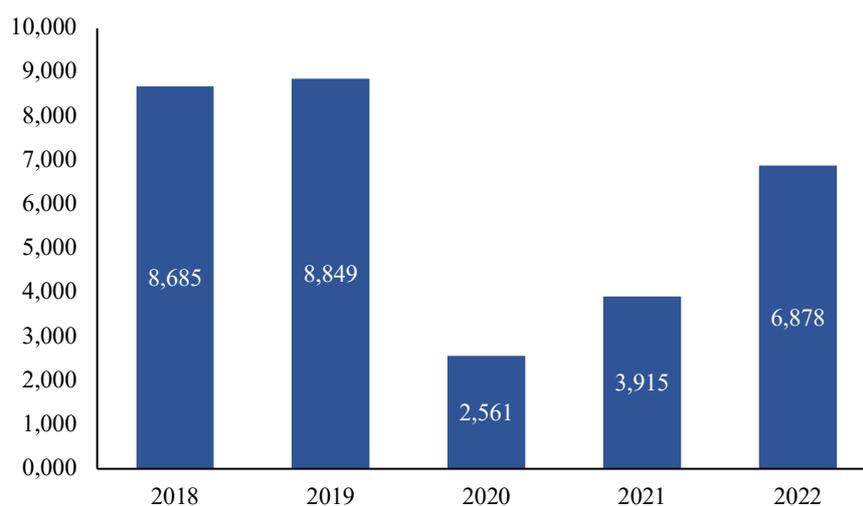
Con riferimento all'analisi dei suddetti dati finanziari, l'anno 2022 si è rivelato particolarmente proficuo per Dufry, con ricavi che hanno raggiunto la cifra di 6,8 miliardi di CHF, registrando un aumento del 42,3% rispetto al 2021. Ancora più significativo è stato l'incremento del risultato operativo, che ha registrato un valore di 502,4 milioni di CHF rispetto ai -66,2 dell'anno precedente.

Riguardo alla redditività, nonostante il contesto caratterizzato da inflazione, aumento dei tassi e costanti interruzioni al traffico aereo, Dufry ha registrato una solida *performance* in termini di EBITDA (606,2 milioni di CHF) e di EFCF (305,2 milioni di CHF).

Quanto alle fonti di finanziamento, il 2022 è stato l'anno che ha registrato il livello più basso di indebitamento dal 2015, grazie all'elevata generazione di cassa che si è tradotta in una solida posizione finanziaria, fattore che, come vedremo nel prosieguo del capitolo, ha facilitato l'integrazione con Autogrill.

Estendendo l'analisi delle *performance* del gruppo ai cinque anni precedenti l'operazione (*id est* periodo 2018-2022), dal lato dei ricavi, si è registrato un CAGR complessivo del -5,7%, ascrivibile principalmente al 2020. Sul punto, il seguente grafico illustra i ricavi consolidati di Dufry nel periodo 2018-2022.

Grafico 18: ricavi consolidati di Dufry per il periodo 2018-2022 in miliardi di CHF.



Fonte: Relazioni Finanziarie Annuali.

Malgrado il considerevole crollo dei ricavi legato allo *shock* mondiale del 2020 e al protrarsi delle misure restrittive nel 2021, la Società, per il periodo 2023-2025, aveva previsto una rapida ripresa da tradursi in un aumento dei ricavi e dell'EBITDA *Adjusted* rispettivamente a un CAGR del 5,7% e 10,4% <sup>(64)</sup>.

---

<sup>64</sup> Dufry AG (2022), *Exemption document relating to the offer of Dufry shares in the context of the mandatory public exchange offer with alternative cash consideration for all the ordinary shares of Autogrill S.p.A.*, 6 aprile 2023.

Detta ripresa è attribuibile al combinato disposto di una serie di circostanze, tra cui:

- (i) il graduale ritorno alla normalità dopo la pandemia di COVID-19, che ha già determinato un aumento del traffico passeggeri;
- (ii) l'espansione strategica di *network* di negozi, volta a presidiare nuovi mercati e a rafforzare la presenza in quelli già esistenti;
- (iii) il risultato di una strategia di crescita esterna basata sulle M&A, che ha contribuito ad ampliare l'offerta e a diversificare le fonti di ricavo.

Nonostante le sfide rappresentate dalla volatilità del contesto economico globale, dall'incertezza geopolitica e dalla concorrenza crescente, Dufry appare ben posizionata per una serie di motivi, tra i quali si annoverano:

- (i) un modello di *business* resiliente, basato su una diversificazione geografica e merceologica;
- (ii) una struttura del capitale con un basso livello di indebitamento e una forte generazione di cassa;
- (iii) una strategia di crescita focalizzata sull'espansione nei mercati emergenti e sull'acquisizione di nuove concessioni;
- (iv) una bassa concentrazione contrattuale e, di conseguenza, un minor rischio di dipendenza da un singolo contraente <sup>(65)</sup>.

### **3.2.1 Strategia – *Destination 2027***

A settembre 2022 Dufry ha annunciato il suo nuovo piano a lungo termine, *destination 2027*, elaborato sulla base di dati raccolti da *brand*, *partner* di concessione e dipendenti e volto a un più efficiente sfruttamento delle tendenze evolutive del *travel retail* e del comportamento dei viaggiatori.

Al riguardo, l'Amministratore Delegato di Dufry, Xavier Rossinyol, ha dichiarato: “*La nuova strategia aziendale è stata elaborata sulla base di una profonda comprensione delle esigenze dei nostri stakeholder, dei feedback dei clienti e dell'evoluzione delle tendenze di mercato. La nostra nuova strategia “Destination 2027” si realizzerà*

---

<sup>65</sup> Nel 2022, il contratto di concessione più importante ha rappresentato solo il 6% delle vendite, e i 10 contratti principali hanno rappresentato il 28% delle vendite totali

*attraverso un ulteriore potenziamento dei nostri team già eccellenti e, se necessario, con un loro rafforzamento*". Inoltre, lo stesso ha affermato: *"Come team, siamo in grado di generare valore sostenibile a lungo termine per tutti i nostri stakeholder, compresi dipendenti, proprietari di spazi commerciali, brand partner e, infine, i nostri azionisti. Questo è supportato dalla trasformazione derivante dalla fusione con Autogrill, elemento chiave della nostra visione di offrire un'esperienza di viaggio completa e rendere i viaggiatori più felici"*<sup>(66)</sup>.

Ciò posto, l'analisi effettuata da Dufry nell'ambito della formulazione del suo piano a lungo termine ha condotto a una comprensione approfondita delle dinamiche del settore. Sul punto, il *travel retail* ha dimostrato di essere un mercato resiliente e attraente, con una forte ripresa dopo la crisi Covid-19 e previsioni di aumento del volume dei passeggeri in linea con il *trend* storico dopo una costante accelerazione della domanda nei primi mesi del 2022. Inoltre, nonostante l'individuazione di una forte solidità nei fondamenti della domanda, il settore sta assistendo a un significativo cambiamento nei comportamenti dei consumatori e nei modelli di viaggio, determinati da mutazioni nella composizione demografica dei clienti e delle conseguenti necessità. Invero, la riduzione dell'età media del viaggiatore ha determinato una maggiore richiesta di esperienze personalizzate, una maggiore influenza dei media *online* nelle decisioni di acquisto e un maggiore interesse per prodotti sostenibili, salutari e rispettosi dell'ambiente. In ultimo, si assiste a una rivisitazione nei modelli di viaggio, nell'ambito dei quali si rilevano i *trend* che seguono: (i) un maggiore afflusso verso mete a corto raggio; (ii) una quota crescente di viaggi *low-cost*; (iii) un'accelerazione dei viaggi di piacere rispetto a quelli d'affari; (iv) una composizione diversa dell'origine dei viaggiatori internazionali, soprattutto sulla via per la piena ripresa *post-Covid*.

Sulla base di queste considerazioni, Dufry ha elaborato una strategia basata su quattro pilastri:

- (i) una rivoluzione dell'esperienza di viaggio, basata su offerte personalizzate per i viaggiatori, inclusiva di esperienze virtuali, nuove categorie di prodotti e di articoli esclusivi. Tale esperienza è riferibile sia ai negozi fisici, con un concetto modulare che consente di personalizzare l'offerta a seconda dei passeggeri, delle rotte e delle

---

<sup>66</sup> Dufry (2022), *Destination 2027*, 6 settembre 2022

nazionalità, sia ai canali digitali, con un coinvolgimento prima e dopo il viaggio, per aumentare la fidelizzazione del cliente. In aggiunta, parte della promozione di un'esperienza olistica è rappresentata dalla duplice offerta di prodotti legati al *retail* tradizionale e al F&B. In tale contesto, la combinazione strategica con Autogrill risulta centrale per coinvolgere i consumatori con una gamma più ampia di prodotti e aumentare sensibilmente la *client base*.

- (ii) la diversificazione della presenza geografica per accedere a mercati in rapida crescita e proteggersi dai cicli economici e dagli *shock* regionali. Sul punto, come si è avuto modo di anticipare, Dufry ha come obiettivo l'espansione nel settore statunitense e dell'Asia Pacifico, attraverso la creazione di *team* specializzati su alcuni mercati strategici della regione e sulla fascia in rapida crescita dei viaggiatori cinesi. La combinazione di questo pilastro con la rivoluzione dell'esperienza di viaggio ha condotto fin da subito Dufry all'acquisizione di nuovi passeggeri, all'aumento della spesa media e all'ottenimento di nuove concessioni, che si prevede si traduca in una crescita del fatturato annuo del 5-7% nel periodo 2025-2027.
- (iii) la promozione di una cultura del miglioramento operativo, con una logica di budgettazione a base zero e una concentrazione sulla maggiore allocazione delle risorse alle attività che hanno maggiore impatto per il cliente. Al riguardo, Dufry si è prefissata di gestire in modo più sistematico il proprio portafoglio di concessioni, con una più rilevante attenzione posta sulla valutazione della redditività complessiva e del contributo al flusso di cassa. In tal senso, un fattore rilevante da considerare nella proiezione dell'efficienza operativa nei prossimi anni è rappresentato dall'integrazione con Autogrill, che già dal 2023 ha contribuito in larga misura all'aumento del fatturato e del CORE EBITDA grazie a sinergie di costo stimate pari a 85 milioni di CHF annui a livello di CORE EBITDA;
- (iv) l'implementazione e lo sviluppo di una strategia ESG che garantisca una crescita sostenibile per l'azienda, focalizzata su quattro aree: (a) sostenibilità dei prodotti; (b) *corporate & sustainability governance*; (c) *employee retention*, basata sulla diversità e inclusione; (d) riduzioni delle emissioni e del consumo, legati a efficientamenti nella logistica e *supply chain*.

### 3.3 L'operazione di acquisto

In data 24 luglio 2023 si è conclusa con successo l'integrazione tra Dufry e Autogrill, attraverso l'acquisizione del 100% del capitale di quest'ultima e conseguente *de-listing* dalla Borsa italiana.

L'operazione si è articolata in due fasi:

- (i) acquisizione della quota di maggioranza detenuta in Autogrill da Edizione S.p.A. ("Edizione") attraverso la propria controllata Schema Beta S.p.A. ("Schema Beta");
- (ii) promozione di un'Offerta Pubblica di Acquisto e di Scambio ("OPAS") obbligatoria sulle rimanenti azioni di Autogrill e *de-listing* della società dall'*Euronext Milan*.

L'acquisizione è avvenuta sulla base del *combination agreement* sottoscritto in data 11 luglio 2022 tra Edizione, Schema Beta e Dufry, finalizzato alla creazione di un *leader* globale nel settore dei servizi di ristorazione e *retail* per i viaggiatori.

Con riferimento alla prima fase, in data 3 febbraio 2023, dopo aver ottenuto tutte le approvazioni *antitrust* e normative (<sup>67</sup>), Edizione ha trasferito la sua quota di partecipazione del 50,3% in Autogrill, detenuta indirettamente attraverso la controllata Schema Beta, a Dufry, in cambio di nuove azioni di quest'ultima. Più precisamente, il corrispettivo corrisposto a Edizione è stato rappresentato da un prestito obbligazionario infruttifero convertibile in azioni di nuova emissione di Dufry a un tasso di concambio implicito di 0,1581 per azione di Autogrill (<sup>68</sup>). Detto rapporto di cambio è stato concordato sulla base del prezzo medio ponderato delle azioni di entrambe le società su un periodo di 3 mesi, valutando Autogrill ad un valore pari a 2,44 miliardi di euro (<sup>69</sup>).

Come risultato dell'operazione, Dufry si è qualificata come controllante di Autogrill e Edizione ha esercitato il diritto di conversione delle obbligazioni ricevute divenendo principale azionista di Dufry, con una partecipazione totale del 25,25% nel capitale sociale della suddetta.

---

<sup>67</sup> Tra le quali, *inter alia*, si annoverano: autorizzazione delle competenti autorità in materia *antitrust* e *golden power*; adozione, da parte dell'assemblea di Dufry, delle relative delibere attuative; concessione da parte delle banche del *bridge financing* relativo all'Opa; il mancato verificarsi di *material adverse events*

<sup>68</sup> Dufry (2023), *Documento di offerta*, 11 aprile 2023

<sup>69</sup> Cfr. Reperibile al seguente indirizzo: <https://bsmac.org/2023/05/05/autogrill-dufry-6-7-merger/>

Come effetto dell'acquisizione di una partecipazione nel capitale sociale di Autogrill superiore alla soglia prevista dall'art. 106, comma 1 del TUF, Dufry, in quanto società quotata sul *SIX Swiss Exchange*, è stata formalmente obbligata ai sensi di legge a formulare un'offerta pubblica di scambio in Italia <sup>(70)</sup>. Quest'ultima aveva ad oggetto azioni rappresentanti circa il 49,53% del capitale di Autogrill, quotate sull'*Euronext Milan*, a esclusione di quelle oggetto del trasferimento, ovvero della quota di maggioranza già detenuta da Dufry del 50,3% e delle Azioni Proprie detenute da Autogrill, pari allo 0,16%. Il corrispettivo dell'Offerta proposto agli azionisti di Autogrill prevedeva due alternative, la cui scelta era a discrezione di ciascun azionista:

- (i) azioni di Dufry, a un rapporto di cambio di 0,1583 per azione di Autogrill;
- (ii) una *cash alternative* pari a 6,33 euro per azione di Autogrill.

In diverse fasi, entro il 24 luglio 2023, Dufry ha acquisito tutte le azioni Autogrill rimanenti (pari al 49,7% del capitale sociale) per un corrispettivo totale di 1.304,6 milioni di CHF, di cui 1.260,5 milioni di CHF pagati in azioni Dufry e un corrispettivo totale in *cash* di 44,1 milioni di CHF.

Come risultato dell'acquisizione dell'intero capitale sociale di Autogrill, si è provveduto al *delisting* dalla Borsa di Milano il 24 luglio 2023 e, grazie all'OPAS, agli azionisti di Autogrill è stata data l'opportunità di partecipare al futuro dell'entità combinata.

Al termine dell'integrazione, a ottobre 2023, è stata inoltre definita una nuova identità aziendale rappresentante del portafoglio rafforzato e delle offerte complementari delle nuove società, attraverso la modifica del nome del gruppo in "Avolta".

### 3.3.1 Motivazioni strategiche

La finalizzazione dell'integrazione tra Dufry e Autogrill ha condotto alla creazione di un'entità globale con ricavi pari a 14 miliardi di euro e un *business* articolato in due aree, la ristorazione e il *travel retail*, la cui combinazione consente di soddisfare appieno le esigenze dei viaggiatori.

---

<sup>70</sup> Cfr. art 106, c.1 TUF: "Chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso"

Al riguardo, entrambe le società da tempo avevano valutato la possibilità di unirsi ma lo scoppio della crisi Covid, che ha comportato un forte calo dei ricavi di Dufry e Autogrill (rispettivamente del 70% e 60% nel 2020) e la strategia di crescita esterna perseguita dai *competitor* (cfr. par 2.3) <sup>(71)</sup> hanno accelerato le trattative.

Ciò posto, il forte rationale strategico dell'operazione risiede nella previsione di molteplici vantaggi, illustrati di seguito:

- (i) la capacità del nuovo gruppo di fornire un'esperienza olistica al consumatore e di soddisfare la domanda sotto più aspetti, consentendo di disporre di maggiori risorse nella raccolta di dati e nello sviluppo digitale per un'offerta più personalizzata;
- (ii) un considerevole incremento nell'*addressable market*, pari a un valore totale di oltre 115 miliardi di euro (di cui 86 riferibili al *travel retail* e 28 al *travel F&B*) <sup>(72)</sup>;
- (iii) miglioramenti nell'approccio commerciale e nella gestione dei rapporti con i concessionari legati a un maggiore peso nelle trattative con i gestori aeroportuali e alla possibilità di configurarsi quale gestore dei *terminal*. A tal proposito, si era prevista una diminuzione nella spesa per i canoni di concessione e una più estesa durata dei contratti;
- (iv) una forte diversificazione per aree geografiche, tipologie e canali di *business*, con particolare *focus* sul mercato statunitense. Al riguardo, il nuovo gruppo è presente in più di 100 aeroporti negli Stati Uniti e, in linea con la strategia di Dufry, l'integrazione ha facilitato l'accesso in altri mercati d'interesse, tra i quali, *inter alia*, l'Asia Pacifico e l'America Latina. Inoltre, Dufry è in grado di supportare l'affermazione di Autogrill in Medio Oriente e in Cina, anche in considerazione dell'accordo di *joint venture* con Alibaba in Cina nel 2021, che le ha permesso di instaurarsi nelle aree in questione;
- (v) miglioramenti sotto il profilo finanziario, con una posizione finanziaria più solida e un livello di indebitamento molto più basso dell'entità combinata.

Con riguardo all'ultimo punto, appare di particolare momento evidenziare che, come si è avuto modo di anticipare, Dufry aveva una solida posizione finanziaria anche al di là

---

<sup>71</sup>Con particolare riferimento all'espansione di Lagardère attraverso le acquisizioni di società operanti nel F&B

<sup>72</sup> Dufry (2022), *Destination 2027*, 6 settembre 2022

dell'operazione, fattore che avrebbe evitato la compromissione degli indicatori di credito nell'ambito delle trattative anche nell'ipotesi in cui avesse dovuto finanziare l'intera operazione tramite debito. Ad ogni modo, nonostante la vantaggiosa base di partenza, dall'operazione si stimava un'ulteriore riduzione dell'indebitamento dell'ente combinato pari a un livello inferiore a 3 volte l'EBITDA entro il 2024-2025.

Alla luce di tutto quanto precede, in sede di valutazione della convenienza dell'operazione, le società coinvolte hanno previsto una considerevole creazione di valore per gli azionisti. A tal riguardo, tramite l'integrazione si intendeva conseguire sinergie di costo totali per un valore annuo di circa 85 milioni di CHF, il cui 30% da tradursi in *equity free cash flow*.

Tali sinergie sono ascrivibili, in primo luogo, alla razionalizzazione del costo del venuto nelle aree F&B e *convenience*, con particolare riguardo alle attività nel Nord America. In secondo luogo, i risparmi in discorso sono riferiti a ottimizzazioni nei costi operativi e delle funzioni di supporto legate alla gestione del *business*, grazie soprattutto a efficientamenti nei sistemi di comunicazione tra le diverse aree aziendali.

D'altro canto, se l'impatto di dette sinergie si sarebbe sicuramente riflesso su margini lordi più elevati, le società avevano previsto considerevoli costi di integrazione in termini di personale e CAPEX legati ai requisiti del diverso profilo del settore F&B.

Nello specifico, le sinergie previste da Dufry nella *business combination* e i relativi costi di integrazione sono riassunti nella seguente tabella, che illustra le previsioni per i periodi 2023-2024 e 2025-2027.

Tabella 11: previsioni di fatturato, profittabilità e *cash flow* dell'entità post-acquisizione per i periodi 2023-2024 e 2025-2027.

5 <b>Mid-term Outlook Combined Business</b> (All Values in CHF, constant FX)				2023 – 2024 p.a. (Transition)		2025 – 2027 p.a. (base 2024)		
				7.0% to 10.0%		3.5% to 4.0%		
Turnover	<b>PAX</b>	• Regional passenger evolution				} <b>CAGR</b> ~5% to 7%		
	<b>SPP</b>	• Unaffected, with normalized inflation						
	<b>Business Development</b>	• New opportunities • Contract expirations • Active Portfolio Management		Spain effect				
Profitability	<b>CORE EBITDA Margin Improvement</b>	• Operational improvement culture: – Margin improvements – Might partially be re-invested		Continued improvements, partly offset by integration costs Phase-out of MAG relief <b>Net + 75 to 100 bps (on H1 22)</b>			<b>Gross + 30 to 40 bps</b> (partially re-invested) <b>Net + 15 to 25 bps</b>	
	<b>Synergies</b>	• Synergies / Integration cost from business combination		-100m (integration cost)			85m	
Cash Flow	<b>CAPEX</b>	• Duty-free/-paid: 2% to 3% p.a. • Convenience: 4% to 5% p.a. • F&B: 5% to 6% p.a. • 50bps for Travel Experience Revolution		~ 5.0% (incl. carried-over CAPEX)			~ 4.5%	
	<b>Change in Working Capital</b>	• Travel Retail: invest WC in line with growth • F&B: slightly positive for F&B growth		<b>Cash out</b> (due to growth pattern)			<b>Neutral to slightly negative</b> (depending on growth profile)	
	<b>Other items</b>	• Slight pressure on income taxes • Deleveraging / Interest decreases		<b>25% to 30%</b> (tax rate) <b>Leverage: Covenant 5x / 4.5x</b>			<b>25% to 30%</b> (tax rate) <b>Leverage below 3x (2024/25)</b>	
	<b>EFCF Conversion</b>			2024: >20% (on CORE EBITDA)			>30% (on CORE EBITDA)	

Fonte: Dufry AG (2022), Exemption document relating to the offer of Dufry shares in the context of the mandatory public exchange offer with alternative cash consideration for all the ordinary shares of Autogrill S.p.A., 6 aprile 2023.

Dalla tabella che precede, si rileva come Dufry prevedeva i seguenti effetti positivi:

- (i) fatturato, si rilevano previsioni di benefici pari a un aumento del 7-10% fin dai primi due anni successivi all'integrazione, ascrivibili in via principale all'aumento del traffico passeggeri e dell'*addressable market* dell'entità combinata conseguenti all'insediamento in nuove e più profittevoli aree geografiche;
- (ii) marginalità, si rilevano previsioni di miglioramento già dal 2023-2024 relativi alla migliore struttura di costo. Tuttavia, tali risparmi nei primi due anni saranno quasi del tutto compensati dai summenzionati costi di integrazione, pari a 100 milioni di CHF annui. Al contrario, nel periodo 2025-2027, le sinergie generate supereranno detti costi e si realizzerà un aumento annuo del CORE EBITDA di 85 milioni di CHF;
- (iii) *cash flow* si verificherà una diminuzione di circa il 5% ascrivibile a nuovi investimenti, riduzioni in termini di spese per interessi legate al minor indebitamento della società risultante e una elevata conversione del CORE EBITDA in EFCF prima del 20% e poi del 30%.

### 3.4 Valutazione delle società

Per valutare la congruità del prezzo pagato per l'acquisizione di Autogrill, con riferimento alla determinazione del rapporto di cambio stabilito, di seguito si riporta il parere valutativo *stand-alone* delle due società a partire dalle assunzioni riportate da Lazard, in qualità di esperto incaricato di effettuare la *fairness opinion*, alla data di riferimento del 31 marzo 2023. Nello specifico, la seguente analisi si basa su due metodi di valutazione: (i) *discounted cash flow* ("DCF"); (ii) analisi di società quotate in borsa comparabili ("Analisi di società comparabili").

Dette analisi sono state sviluppate sulla base di informazioni contenute, *inter alia*, nelle relazioni finanziarie annuali e infra/annuali e nelle proiezioni fornite dal *management* delle società, ad oggi disponibili pubblicamente <sup>(73)</sup>.

In particolare, la valutazione delle società ha tenuto conto del 50,3% delle azioni di Autogrill già detenute dall'offerente alla data di riferimento e dell'ammontare dei dividendi da pagare ai soci di minoranza nel periodo oggetto di valutazione, stimati con il *dividend discount model*. Di contro, non si è tenuto conto di alcun effetto delle sinergie previste derivanti dall'operazione.

#### 3.4.1. *Discounted cash-flow analysis*

Con riguardo al primo metodo di valutazione sopracitato, l'analisi di seguito riportata è stata effettuata sulla base delle proiezioni fornite dalle due società al fine di stimare il *net present value* dei flussi di cassa *unlevered* che la *target* e l'offerente, considerate *stand-alone*, si prevedeva potessero generare nel periodo 2023-2027.

Innanzitutto, si è considerato per entrambe le società un tasso di crescita di lungo periodo, per il calcolo del *terminal value*, pari al 2%, e un tasso di attualizzazione dei flussi di cassa ("WACC") del 9,55% per Autogrill e del 9,84% per Dufry. Il WACC è stato calcolato sulla base del *capital asset pricing model* ("CAPM"), e risulta essere leggermente superiore nel caso di Dufry per una duplice motivazione: (i) un costo del debito più elevato; (ii) nell'ambito del calcolo della componente di *equity*, un maggiore

---

<sup>73</sup> Cfr. Allegato 2, Dufry (2023), *Documento di offerta*, 11 aprile 2023

*country risk premium*, ascrivibile alla presenza più estesa in aree geografiche con un rischio elevato, a differenza di Autogrill la cui attività è riferibile sostanzialmente a mercati più maturi (*i.e.*, Stati Uniti ed Europa). Al riguardo, nella tabella che segue sono riportati gli input per il calcolo del WACC e si evidenziano i seguenti aspetti: (i) per la composizione del capitale (rapporto del debito rispetto *all'equity*) si è fatto riferimento a una media dei maggiori operatori nel settore; (ii) come tasso *risk-free* è stato utilizzato lo US Government Bond a 10 anni; (iii) per i beta si è fatto riferimento a dati disponibili su Damodaran <sup>(74)</sup>.

Tabella 12: calcolo del WACC per Dufry e Autogrill.

	<b>Autogrill</b>	<b>Dufry</b>
D/(D+E)	23,70%	23,70%
<i>Cost of debt</i>	5,25%	6,05%
<i>tax rate</i>	25%	25%
<i>Cost of debt after-tax</i>	3,94%	4,54%
<b>Weighted cost of debt</b>	<b>0,93%</b>	<b>1,08%</b>
<i>tasso risk-free</i>	3,50%	3,50%
<i>Market risk premium</i>	7,09%	7,49%
<i>Beta Unlevered</i>	0,88	0,88
<i>Beta Levered</i>	1,08	1,08
<i>Cost of equity</i>	11,17%	11,61%
<b>Weighted cost of equity</b>	<b>8,62%</b>	<b>8,76%</b>
<b>WACC</b>	<b>9,55%</b>	<b>9,84%</b>

Fonte: elaborazione dell'autore sulla base dei dati reperibili presso Dufry AG (2022), Exemption document relating to the offer of Dufry shares in the context of the mandatory public exchange offer with alternative cash consideration for all the ordinary shares of Autogrill S.p.A., 6 aprile 2023.

Ciò posto, nelle seguenti tabelle è riportato lo sviluppo dell'analisi DCF con indicazione dei tassi di crescita e dei margini delle variabili più significative.

<sup>74</sup> Cfr. Reperibile al seguente indirizzo: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Tabella 13: analisi DCF di Autogrill *stand-alone* in milioni di euro.

<i>Autogrill (€/mln)</i>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>Normalizza zione</b>
Ricavi	4.323	4.811	4.973	5.214	5.405	5.512	5.512
% crescita		11,3%	3,4%	4,9%	3,7%	2,0%	
<b>CORE EBITDA</b>	<b>331</b>	<b>385</b>	<b>473</b>	<b>508</b>	<b>533</b>	<b>547</b>	<b>547</b>
% margine	7,7%	8,0%	9,5%	9,7%	9,9%	9,9%	9,9%
(-) D&A	-233	-240	-224	-227	-234	-234	-253
<b>CORE EBIT</b>	<b>98</b>	<b>145</b>	<b>249</b>	<b>281</b>	<b>299</b>	<b>313</b>	<b>294</b>
% margine	2,3%	3,0%	5,0%	5,4%	5,5%	5,7%	5,3%
(-) imposte	-51	-36	-62	-70	-75	-78	-74
% aliquota fiscale	51,4%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
<b>NOPAT</b>	<b>48</b>	<b>109</b>	<b>187</b>	<b>211</b>	<b>224</b>	<b>235</b>	<b>221</b>
% margine		2,3%	3,8%	4,0%	4,1%	4,3%	4,0%
(+) D&A		240	224	227	234	234	253
(-) var. di CCN		-11	4	1	5	2	-
(-) CAPEX		-236	-211	-238	-247	-245	-253
<b>Unlevered FCF</b>		<b>102</b>	<b>203</b>	<b>200</b>	<b>215</b>	<b>226</b>	<b>221</b>
Discounted FCF		74	181	163	160	153	-
<b>Terminal Value</b>							<b>2.960</b>

Fonte: elaborazione dell'autore sulla base dei dati reperibili presso Dufry AG (2022), Exemption document relating to the offer of Dufry shares in the context of the mandatory public exchange offer with alternative cash consideration for all the ordinary shares of Autogrill S.p.A., 6 aprile 2023.

Tabella 14: analisi DCF di Dufry *stand-alone* in milioni di CHF.

<i>Dufry (CHF/mln)</i>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>Normalizz azione</b>
Ricavi	6.878	7.892	8.111	8.666	8.911	9.089	9.089
% crescita		14,7%	2,8%	6,8%	2,8%	2,0%	
<b>CORE EBITDA</b>	<b>606</b>	<b>644</b>	<b>797</b>	<b>913</b>	<b>976</b>	<b>995</b>	<b>995</b>
% margine	8,8%	8,2%	9,8%	10,5%	11,0%	10,9%	10,9%
(-) D&A	-135	-147	-192	-203	-213	-217	-217
<b>CORE EBIT</b>	<b>471</b>	<b>497</b>	<b>605</b>	<b>710</b>	<b>763</b>	<b>778</b>	<b>778</b>
% margine	6,8%	6,3%	7,5%	8,2%	8,6%	8,6%	8,6%
(-) imposte	-168	-124	-151	-178	-191	-195	-195
% aliquota fiscale	35,7%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%

<b>NOPAT</b>	<b>303</b>	<b>373</b>	<b>454</b>	<b>533</b>	<b>572</b>	<b>584</b>	<b>584</b>
% <i>margin</i> e		4,7%	5,6%	6,1%	6,4%	6,4%	6,4%
(+) D&A		147	192	203	213	217	217
(-) var. di CCN		26	- 20	-18	- 6	- 6	-
(-) CAPEX		- 268	- 207	- 222	- 229	- 233	- 231
<b>Unlevered FCF</b>		<b>361</b>	<b>384</b>	<b>467</b>	<b>525</b>	<b>536</b>	<b>544</b>
Discounted FCF		261	341	378	388	360	-
<b>Terminal Value</b>							<b>7.109</b>

Fonte: elaborazione dell'autore sulla base dei dati reperibili presso Dufry AG (2022), Exemption document relating to the offer of Dufry shares in the context of the mandatory public exchange offer with alternative cash consideration for all the ordinary shares of Autogrill S.p.A., 6 aprile 2023.

Con riguardo alle tabelle che precedono, per entrambe le società si rilevano incrementi nei margini e nei tassi di crescita nel periodo 2023-2024 riconducibili in via principale al migliore contesto macroeconomico, caratterizzato da una ripresa dei viaggi e quindi del traffico di consumatori conseguenti alla crisi Covid-19. A tal proposito, per entrambe le società, come si è già rilevato nei paragrafi precedenti, alla data di riferimento si prospettava un considerevole aumento dei ricavi (pari all'11,3% per Autogrill e al 14,7% per Dufry) entro la fine del 2023, per poi attestarsi a una crescita più stabile e contenuta nel periodo in esame. Per quanto riguarda i margini di EBITDA, EBIT e NOPAT, si rilevano miglioramenti riferibili a una riduzione dei costi ascrivibile sia a efficientamenti nella gestione e nel coordinamento delle funzioni, sia al venir meno delle spese di *compliance* inerenti al contesto di riferimento (*i.e.*, la crisi Covid-19). Da un punto di vista degli investimenti, entrambe le società, in ipotesi di assenza della *business combination*, hanno previsto un livello di CAPEX sostanzialmente costante nel periodo in questione. In ultimo, si prevede una riduzione nel CCN conseguente a una minore necessità di beni inventariati che, alla luce del sopracitato contesto, negli ultimi anni è considerevolmente aumentata.

Sulla base di tutto quanto precede, si è arrivati a una stima dello *share price* di Autogrill e Dufry rispettivamente pari a 5,9 e 33,2 euro, il cui calcolo è illustrato nella tabella che segue.

Tabella 15: calcolo dello *share price* risultante dall'analisi DCF per Dufry e Autogrill.

€/milioni	Autogrill	Dufry
Discounted FCF	732,0	1.715,9
Discounted TV	2.005,0	4.744,6
<b>EV</b>	<b>2.737,0</b>	<b>6.460,5</b>
PFN	464,4	3.486,4
50% di Autogrill		1136,5
<b>Equity value</b>	<b>2.273,0</b>	<b>4110,5</b>
numero di azioni	384,4	123,8
<b>Share price (in €)</b>	<b>5,9</b>	<b>33,2</b>
<b>Rapporto di cambio implicito</b>	<b>0,1781</b>	

Fonte: elaborazione dell'autore sulla base dei dati reperibili presso Dufry AG (2022), Exemption document relating to the offer of Dufry shares in the context of the mandatory public exchange offer with alternative cash consideration for all the ordinary shares of Autogrill S.p.A., 6 aprile 2023.

In merito alla tabella di cui sopra, attualizzando i flussi di cassa e il *terminal value* ai summenzionati WACC, si giunge ad un *enterprise value* pari a 2.737 milioni di euro per Autogrill e di 6.460 milioni per Dufry <sup>(75)</sup>.

Per quanto riguarda le posizioni finanziarie nette, per entrambe le società la quota maggiore è ascrivibile agli interessi di minoranza, considerato il significativo ammontare di dividendi che Autogrill e Dufry prevedevano di dover pagare nel periodo di riferimento. Sul punto, i suddetti sono stati calcolati con il *dividend discount model* e ammontavano a 390,8 milioni di euro per Autogrill e 819 milioni di euro per Dufry.

Nel calcolo dell'*equity value* di Dufry è stato inserito anche il 50% dell'*equity value* di Autogrill, poiché, come poc' anzi rilevato, alla data di riferimento della valutazione Dufry aveva già acquistato la partecipazione e quindi i relativi effetti sono stati inclusi nelle proiezioni.

Dai suddetti *share price* ne deriva un tasso di cambio dello 0,1781, che risulta essere maggiore rispetto a quello contrattualmente stabilito dalle società nella *business combination*, pari a 0,1583 azioni di Dufry per azione di Autogrill. Tuttavia, assumendo

---

<sup>75</sup> i valori di Dufry, sono stati convertiti in euro al tasso di cambio valido al 31 marzo 2023, ovvero 0,993 €/CHF

come valido un intervallo del tasso di crescita di lungo periodo tra l'1,75% e il 2,25%, e valori di WACC tra il 9,10% e il 10,10% per Dufry e tra il 9,3% e il 10,3% per Autogrill, si giunge a un intervallo di valori del rapporto di cambio compreso tra 0,1339 e 0,2354. Intervallo che risulta essere coerente con quello stabilito contrattualmente.

### **3.4.2 Analisi delle Società comparabili**

Il secondo metodo di valutazione adottato per la stima del valore intrinseco delle società *stand-alone* è quello delle società comparabili, basato sull'osservazione dei multipli di mercato di società quotate ritenute paragonabili a Dufry e Autogrill. Tuttavia, non può non sottolinearsi come il metodo in discorso presenti delle limitazioni rilevanti rispetto all'analisi DCF, riconducibili a una duplice fattispecie: (i) un numero limitato di società comparabili disponibili, derivante dalle caratteristiche di un mercato nel quale vi sono pochi grandi *player*; (ii) considerevoli differenze nei modelli di *business*, nelle dimensioni e nell'esposizione geografica tra le due società e tra le stesse *comparables*.

Ciò detto, i multipli adottati nel caso di specie sono stati individuati nell'EV/EBIT e nel P/E, con esclusione dell'indicatore più tipicamente adottato nelle valutazioni di questo tipo, vale a dire l'EV/EBITDA. La mancata considerazione di tale multiplo è dovuta al fatto che lo stesso non valorizza adeguatamente la significativa e variabile entità delle diverse spese di Capex tra le società, nonché le diverse politiche di contabilizzazione (con particolare riguardo alla capitalizzazione o meno dei costi) che, alla luce delle summenzionate diversità strutturali, risultano essere rilevanti.

In considerazione di quanto sopra, nell'analisi sono stati ritenuti affidabili i multipli dell'EV/EBIT e del P/E calcolati sulla base dell'EBIT e degli utili netti previsti per gli esercizi 2023 e 2024 di n. 6 società comparabili, di cui n. 3 operanti nel *travel retail* (Lagardère, WH Smith e SSP) e tre operanti nel settore del *contract catering* (Compass Group, Sodexo ed Elior).

Orbene, nella tabella che segue si riporta la selezione dei multipli poc'anzi citati calcolati sulla base della capitalizzazione di mercato derivante dai prezzi medi di mercato nel mese antecedente il mese di febbraio 2023 (EV) e delle proiezioni finanziarie per gli anni 2023 e 2024.

Tabella 16: calcolo dei multipli EV/EBIT e P/E dei *comparables* per gli anni 2022, 2023 e 2024.

	EV (€m)	EV/EBIT			P/E		
		2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
Lagardere	2.945	11,6	10,7	9,8	23,4	15,1	13
WH Smith	2.285	19,7	13,8	11,9	30,1	17,8	15,1
SSP	2.229	41,4	14,7	11	n.a.	26,4	16,5
Compass group	43079	23,9	17,8	15,7	29,7	23,2	20,5
Sodexo	13.840	12,4	10,5	9,7	18,1	15,7	14,3
Elior	1.635	n.a.	19,9	11	n.a.	n.a.	9,9
<b>Media</b>		<b>21,2</b>	<b>14,6</b>	<b>11,5</b>	<b>25,3</b>	<b>19,6</b>	<b>14,9</b>
<b>Mediana</b>		<b>18,9</b>	<b>15,8</b>	<b>11,0</b>	<b>25,3</b>	<b>18,6</b>	<b>14,7</b>

Fonte: elaborazione dell'autore sulla base di dati reperibili presso Dufry AG (2022), Exemption document relating to the offer of Dufry shares in the context of the mandatory public exchange offer with alternative cash consideration for all the ordinary shares of Autogrill S.p.A., 6 aprile 2023.

Nello specifico, è stata presa come riferimento la media dei multipli per gli anni 2023 e 2024, con esclusione dei multipli correnti del 2022, poiché ritenuti poco rappresentativi in considerazione delle particolari condizioni qualificanti il contesto macroeconomico, ampiamente discusse nei paragrafi che precedono.

Sulla base dei multipli selezionati, è stato successivamente stimato lo *share price*, prima di Autogrill e poi di Dufry, utilizzando i valori di EBIT e di utile netto indicati nelle proiezioni finanziarie delle società e la posizione finanziaria netta (PFN) come indicata nei bilanci 2022. In particolare, nelle tabelle seguenti si rappresenta, per ciascuna società, il calcolo dell'*enterprise value*, dell'*equity value* e, suddividendo quest'ultimo per il numero di azioni emesse, del risultante *share price*.

Tabella 17: Stima dello *share price* di Autogrill sulla base dei multipli selezionati.

Autogrill	Valori (€/m)	Multipli selezionati	EV(€/m)	PFN(€/m)	Equity value (€/m)	Numero di azioni (€/m)	Share price
EBIT 2023	145	14,6	2.112	464	1.648	384,4	4,3
EBIT 2024	249	11,5	2.868	464	2.403	384,4	6,3
Earnings 2023	49	19,6		464	961	384,4	2,5
Earnings 2024	146	14,9		464	2.173	384,4	5,7

Fonte: elaborazione dell'autore sulla base di dati reperibili presso Dufry AG (2022), Exemption document relating to the offer of Dufry shares in the context of the mandatory public exchange offer with alternative cash consideration for all the ordinary shares of Autogrill S.p.A., 6 aprile 2023.

Tabella 18: Stima dello share price di Dufry sulla base dei multipli selezionati con dati convertiti in euro al tasso di cambio di 0,993 €/CHF.

Dufry	Valori (€/m)	Multipli selezionati	EV(€/m)	PFN(€/m)	Equity value (€/m)	Numero di azioni (€/m)	Share price
EBIT 2023	494	14,6	7.189	3.486	3.703	124,7	29,7
EBIT 2024	601	11,5	6.919	3.486	3.432	124,7	27,5
Earnings 2023	73	19,6		3.486	1.441	124,7	11,6
Earnings 2024	180	14,9		3.486	2.675	124,7	21,46

Fonte: elaborazione dell'autore sulla base di dati reperibili presso Dufry AG (2022), Exemption document relating to the offer of Dufry shares in the context of the mandatory public exchange offer with alternative cash consideration for all the ordinary shares of Autogrill S.p.A., 6 aprile 2023.

Con riguardo alla tabella 16, in considerazione del corrispettivo contrattualmente stabilito di 6,33€ per azione di Autogrill, gli *share price* più coerenti risultano derivare dai multipli riferiti a parametri (*i.e.*, EV/EBIT 2024 e P/E 2024) del 2024; i parametri 2023 implicherebbero infatti un prezzo contrattuale superiore rispetto al valore stimato.

Ciò detto, rapportando gli *share price* risultanti dalle tabelle 16 e 17, si è provveduto al calcolo del rapporto di cambio implicito di azione Autogrill per azione Dufry per ciascun multiplo selezionato, come riportato nella tabella seguente.

Tabella 19: Stima del rapporto di cambio implicito sulla base dei multipli selezionati.

Multiplo	Rapporto di cambio implicito
EV/EBIT 2023	0,1443
EV/EBIT 2024	0,2271
P/E 2023	0,2163
P/E 2024	0,2634

Fonte: elaborazione dell'autore.

Or dunque, confrontando i valori di rapporto di cambio impliciti rappresentati nella tabella che precede con quello contrattualmente stabilito (i.e., 0,1581), il valore più coerente sembrerebbe essere quello calcolato sulla base dell'EV/EBIT 2023, con gli altri parametri che mostrano una sopravvalutazione di Autogrill rispetto a Dufry. Tale scostamento è ascrivibile a prospettive di crescita e di redditività future maggiori di Autogrill rispetto a Dufry nel 2024, fattore che suggerisce la convenienza da parte di Dufry nel completamento dell'acquisto di Autogrill in una prospettiva *stand-alone*, ossia senza valorizzare le sinergie derivanti dalla combinazione dei *business*.

### 3.5 Considerazioni sul corrispettivo

In considerazione dei risultati ottenuti dalle valutazioni di cui ai paragrafi precedenti, appare di particolare momento formulare talune osservazioni in merito al corrispettivo dell'operazione e, nello specifico, al suo confronto con: (i) l'andamento del prezzo delle azioni di Autogrill nel 2023 fino al *delisting* in data 24 luglio 2023; (ii) i prezzi e il rapporto di cambio derivati dalle su illustrate valutazioni.

Preliminarmente, prima di procedere con le suddette analisi, si ricorda che il corrispettivo offerto da Dufry agli azionisti di Autogrill nell'ambito dell'OPAS per ciascuna azione consisteva in una delle seguenti alternative, a discrezione di ogni azionista:

- (i) 0,1583 azioni di Dufry;
- (ii) un corrispettivo alternativo in denaro di 6,33€.

Procedendo con ordine in merito a dette alternative, il valore del rapporto di cambio (*sub. i.*) è stato determinato dalle parti sulla base delle negoziazioni intervenute in sede *combination agreement* <sup>(76)</sup> tenendo in considerazione i prezzi medi ponderati per i volumi (VWAP) delle azioni di Autogrill e di Dufry, nei rispettivi mercati mobiliari di riferimento (Euronext Milan per Autogrill, SIX Swiss Exchange per Dufry), nei n. 3 mesi antecedenti la data di inizio dell'OPAS (14 aprile 2023).

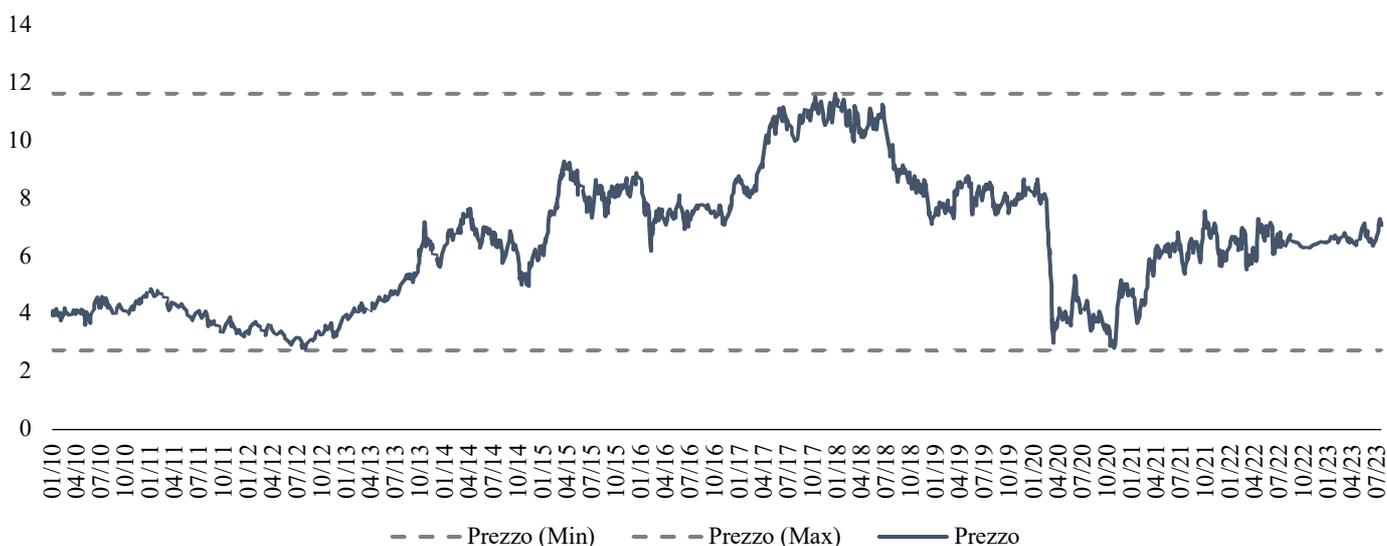
---

<sup>76</sup> Calcolati sulla base del metodo dell'analisi dei prezzi di chiusura, ossia consistente nel riconoscere alla società un valore pari a quello di mercato se sono soddisfatte talune condizioni, tra le quali: (i) elevati livelli di capitalizzazione; (ii) volumi di scambio significativi; (iii) una copertura del titolo da parte degli *equity research analyst*.

Quanto al corrispettivo monetario di cui al punto *sub. ii*), il valore in denaro offerto, corrispondente al valore monetario del suddetto VWAP, è da intendersi come fisso, ossia non soggetto ad alcun adeguamento rispetto alle variazioni dei prezzi intervenute successivamente sul mercato mobiliare. Il valore VWAP alla suddetta data per Autogrill e Dufry era pari rispettivamente a 6,33 € (corrispondenti a 6,53 CHF al tasso di cambio *spot* EUR/CHF al termine del giorno di negoziazione) per Autogrill e a 40,96 CHF (corrispondenti a 39,71 € al tasso di cambio *spot* EUR/CHF al termine del giorno di negoziazione) per Dufry.

Ciò detto, procedendo con ordine in merito al raffronto tra il corrispettivo pattuito e l'evoluzione del prezzo mobiliare di Autogrill, nel seguente grafico si rappresenta l'andamento dei prezzi di chiusura (con evidenza dei punti di massimo e di minimo) del titolo Autogrill registrati nel periodo 1° gennaio 2010-19 luglio 2023 (ultimo giorno di negoziazione precedente al *delisting*, avvenuto in data 24 luglio 2023).

Grafico 19: evoluzione del prezzo azionario di chiusura di Autogrill da gennaio 2010 a luglio 2023.



Fonte: elaborazione dell'autore su dati reperibili presso il seguente indirizzo: [www.investing.com](http://www.investing.com)

Osservando nel dettaglio il grafico che precede, si rileva come, nel corso degli ultimi 14 anni, il prezzo del titolo abbia registrato un andamento sostanzialmente stabile, con un prezzo minimo di 2,74 euro registrato in data 24 luglio 2012 e un prezzo massimo di 11,65 euro registrato in data 27 dicembre 2017. Al riguardo, tali punti di minimo e di massimo sono ascrivibili rispettivamente al crollo generale subito nel 2012 conseguente

alla crisi economico-finanziaria di quegli anni (punto di minimo) e alle considerevoli *performance* registrate dal Gruppo Autogrill nel 2017, a seguito dell'implementazione di una strategia di acquisizione e diversificazione che ha comportato una notevole espansione del relativo *business* (punto di massimo).

Nel periodo ricompreso tra il 2012 e il 2017 il prezzo ha registrato un andamento ascendente, sino a una lieve flessione nel 2019 e all'andamento discendente nel 2020 a seguito dell'emergenza sanitaria Covid-19. Tuttavia, con la ripresa dalla crisi e il cessare delle misure restrittive imposte dal legislatore, il prezzo del titolo ha registrato una considerevole ripresa di valore, sino a registrare un valore pari a 7,07 euro nell'ultima data di negoziazione.

Ciò detto, tornando al tema in oggetto, nel grafico che segue si rappresenta un confronto tra l'andamento del prezzo del titolo nel periodo 1° gennaio 2023-19 luglio 2023 e il corrispettivo dell'operazione pari a 6,33 euro.

Grafico 20: evoluzione del prezzo azionario di chiusura di Autogrill da gennaio 2023 a luglio 2023 con indicazione del corrispettivo contrattuale.



Fonte: elaborazione dell'autore su dati reperibili presso il seguente indirizzo: [www.investing.com](http://www.investing.com)

Dal grafico che precede risulta evidente come il prezzo offerto risulti essere inferiore al prezzo di chiusura del mercato in tutto il periodo in esame (1° gennaio 2023-19 luglio 2023), traducendosi in un premio negativo medio di -5,35%.

Sul punto appare legittimo domandarsi: come mai il corrispettivo per azione offerto da Dufry agli azionisti di Autogrill è inferiore al prezzo di chiusura minimo registrato nei mesi antecedenti al *delisting*?

Orbene, nell'ambito generale delle OPAS, tale frangente può essere ascrivibile a diversi profili strategici, separabili ai soli fini di chiarezza espositiva, ma che nella realtà possono anche compenetrarsi, ossia:

- (i) condizioni di mercato: qualora il mercato si attenda un andamento discendente del valore delle azioni nel prossimo futuro a causa di circostanze generali o specifiche dell'impresa, un prezzo d'offerta inferiore a quello storicamente registrato potrebbe comunque apparire congruo agli azionisti di minoranza;
- (ii) valutazione nel medio-lungo termine: il soggetto offerente potrebbe avere la legittima aspettativa che il valore corrente delle azioni sia di fatto non pienamente allineato al valore reale dell'impresa nel medio-lungo termine, riflettendo dunque tale aspettativa nella formulazione della propria offerta;
- (iii) negoziazione: la formulazione di un'offerta con un prezzo inferiore a quello fattualmente registrato nel mercato mobiliare potrebbe essere ascrivibile altresì a mere tattiche iniziali in una più complessa e generale strategia di negoziazione, con una legittima aspettativa di un aggiustamento al rialzo in fasi successive;
- (iv) controllo dell'azienda: l'offerente, qualora detenga già una quota significativa del capitale sociale dell'impresa, potrebbe non avere un particolare incentivo a rilevare ulteriori e significative percentuali di partecipazione da parte degli azionisti di minoranza.

Nel caso che qui ci occupa, le ragioni sottese alla formulazione dell'offerta (e le condizioni in essa declinate) da Dufry agli azionisti di Autogrill sono da ritracciarsi in un combinato disposto tra il profilo strategico di cui al *sub. iv)* e il quadro normativo nel quale l'operazione in questione si inserisce.

Sul punto si consideri infatti che Dufry, da un lato, alla data di formulazione dell'offerta, deteneva già il controllo di Autogrill, avendone acquisito la maggioranza (50,3%) del capitale in data 3 febbraio 2023, e, dall'altro, proprio in virtù di tale quota di

partecipazione, era obbligata ai sensi del TUF a promuovere il lancio di un OPAS <sup>(77)</sup>. Pertanto, l'offerta formulata ai soci di minoranza e il relativo scostamento rispetto alle *performance* fattualmente registrate sul mercato mobiliare trovano fondamento più nell'esigenza da parte di Dufry di adempiere a un obbligo normativo che non da effettiva esigenza strategica.

Tale aspetto risulta essere altresì desumibile, alla luce dei risultati delle valutazioni esposte nei paragrafi che precedono, dall'assenza di qualsivoglia premio rispetto al valore della Società. Ai fini di chiarezza espositiva, nella tabella che segue si riportano gli esiti delle valutazioni già discusse.

Tabella 20: Stima del prezzo per azione di Autogrill e del rapporto di cambio implicito sulla base dell'analisi DCF e dei multipli selezionati.

	<b>Prezzo per azione Autogrill</b>	<b>Rapporto di cambio</b>
DCF	5,9	0,18
EV/EBIT 2023	4,3	0,14
EV/EBIT 2024	6,3	0,23
P/E 2023	2,5	0,22
P/E 2024	5,7	0,26

Fonte: elaborazione dell'autore.

In considerazione di quanto poc'anzi argomentato, dalla tabella precedente si osserva una sostanziale convergenza tra i prezzi per azione di Autogrill e dei rapporti di cambio, da

---

<sup>77</sup> Al riguardo, si ricordi che in Italia l'obbligo di lanciare un'Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) dopo l'acquisizione di una quota di controllo di una società quotata è regolato dall'art. 106 TUF. Secondo questo articolo, un soggetto che acquista una partecipazione sufficiente a esercitare un'influenza dominante (di solito superiore al 30% delle azioni con diritto di voto) è obbligato a fare un'offerta pubblica di acquisto sulle azioni rimanenti (<https://www.brocardi.it/testo-unico-intermediazione-finanziaria/parte-iv/titolo-ii/capo-ii/sezione-ii/art106.html>). Inoltre, detto articolo stabilisce che l'offerta deve essere estesa a tutte le azioni ordinarie non ancora possedute dall'offerente, garantendo così che gli azionisti di minoranza abbiano la possibilità di vendere le loro azioni a un prezzo equo e in condizioni trasparenti. Questa norma è volta a proteggere gli interessi degli azionisti di minoranza nel caso di cambiamenti significativi nella proprietà o nel controllo della società.

un lato, e i valori determinati nell'ambito dell'offerta, dall'altro. Gli scostamenti rilevati sono infatti ascrivibili più a limitazioni implicite dei metodi di valutazione che non al riconoscimento di un premio di offerta.

Quest'ultimo aspetto, riconducibile, ancora una volta, all'assenza di una reale necessità strategica da parte di Dufry di acquisire il pieno controllo della *target* mediante il lancio di un'OPAS, necessita tuttavia di alcune precisazioni circa le condizioni di acquisto della partecipazione di maggioranza del 50,3% avvenuta in data antecedente all'operazione in esame.

Sul punto, si consideri che anche in sede di vendita della partecipazione di maggioranza di Autogrill da parte di Edizione (tramite Schema Beta) a Dufry, il relativo corrispettivo non includeva un premio significativo <sup>(78)</sup>. All'epoca, l'operazione era stata infatti concepita come un'acquisizione "amichevole" nell'ambito di un complessivo progetto nel quale entrambe le parti avrebbero beneficiato dei potenziali frutti futuri derivanti dall'integrazione dei *business*. In altri termini, il rationale economico sotteso a tale operazione era riconducibile al fatto che gli azionisti della *target* non avrebbero ricevuto un plusvalore derivante dalla cessione delle proprie azioni, bensì avrebbero goduto dei potenziali (maggiori) rendimenti relativi alla redditività (maggiore) generata dalla combinazione dei due *business*.

### **3.6 Performance post-integrazione**

Sulla scorta delle analisi effettuate, appare di particolare interesse osservare e indagare se, a distanza di circa un anno, i benefici inizialmente previsti dalla *business combination* si siano materialmente registrati.

Ai fini di chiarezza, nella tabella che segue si illustra il confronto tra i principali KPI risultanti dal bilancio 2022 (quale somma dei KPI di Dufry e Autogrill), le proiezioni del 2023 e i risultati del bilancio 2023 di Avolta <sup>(79)</sup>.

---

<sup>78</sup> anche in questo caso il rapporto di cambio era pari a 0,1581 azioni Dufry per azione di Autogrill

<sup>79</sup> il nuovo nome del gruppo risultante dalla *business combination*, modificato in data 3 novembre 2023

Tabella 21: confronto KPI derivanti dal bilancio 2022 di Dufry e Autogrill, dalle previsioni del 2023 e dal bilancio 2023 di Avolta, in migliaia di CHF.

CHFm	Bilanci 2022	Proiezioni 2023	Bilancio 2023
Ricavi	10.804,8		12.534,6
Crescita organica		7%-10%	21,6%
EBITDA Core	941,4		1.129,6
EBITDA <i>margin</i>	8,7%	8,5%-8,7%	9%
Utile netto	125,7		307,9
CAPEX	-302,1		-432,7
EFCF	441,4	270-290	323,0
Leva finanziaria	3,0x		2,6x

Fonte: elaborazione dell'autore su dati reperibili presso le relazioni finanziarie annuali.

Dall'analisi delle risultanze esposte nella tabella che precede risultano evidenti le *performance* positive, e superiori alle aspettative, che Avolta ha registrato dopo solo pochi mesi dall'integrazione.

Tali risultati positivi sono ascrivibili, da un lato, a profili generali di contesto afferenti alla ripresa del trasporto aereo e una spesa media per passeggero superiore ai livelli pre-crisi, che hanno generato un aumento nel fatturato dell'impresa e, dall'altro, a profili specifici della società *post* integrazione, ovvero ai margini registrati per effetto dell'efficace implementazione della strategia aziendale.

Entrando nel merito delle suddette risultanze, Avolta ha registrato una crescita dei ricavi pari a circa il 22%, un valore di EBITDA Core (ovvero al netto dei pagamenti completi delle concessioni) pari a circa 1,1 miliardi di CHF e un EBITDA *margin* del 9%, superiore rispetto alle previsioni dell'8,5%-8,7%.

Tale ultimo aspetto, secondo quanto evidenziato dal *management*, è ascrivibile in via principale all'espansione nel settore F&B per il tramite di Autogrill che, nonostante rendimenti netti non così elevati, gode di una marginalità lorda strutturalmente maggiore per effetto di contratti di concessione con costi inferiori e temporalmente più estesi.

In aggiunta, una parte significativa dei risultati positivi registrati da Avolta è attribuibile alla realizzazione anticipata delle sinergie derivanti *business combination*, pari a 30 milioni di CHF nel 2023 su un totale previsto di 85 milioni di CHF entro il 2027. Gran parte di dette sinergie si è verificata grazie al dimezzamento dei costi effettivi di

integrazione pari a 25 milioni di CHF, contro una previsione complessiva 2023-2024 pari a circa 100 milioni di CHF.

Per effetto dell'operazione in esame, Avolta ha altresì rafforzato il profilo di rischio aziendale, in considerazione dei miglioramenti in termini di economie di scala, presenza geografica e diversificazione, affiancati da un'elevata forza commerciale nella gestione e negoziazione dei contratti di concessione.

Con riferimento alla presenza geografica, il gruppo è riuscito ad affermarsi nelle due aree mondiali con più elevato potenziale di crescita, di cui si è più volte discusso in precedenza, ossia l'Asia Pacifico e il Nord America. Quanto alla prima, per effetto della ripresa del traffico interno e dei viaggi internazionale si è registrata una crescita dei ricavi rispetto al 2022 dell'84,4%. Quanto alla seconda, la crescita organica *proforma* si è attestata al 14,3%, con l'intenzione da parte del gruppo di espandersi ulteriormente, attraverso operazioni di *joint venture* e di acquisizioni di società più piccole. Il rationale economico sotteso all'espansione in quest'ultimo mercato è attribuibile sostanzialmente all'elevato tasso di rinnovi dei contratti di concessione aeroportuale, che si attesta a oltre il 90%.

Procedendo con ordine in merito ai miglioramenti dei parametri di cui alla Tabella 20, Avolta nei primi mesi successivi all'integrazione ha generato un flusso di cassa (EFCF) pari a oltre 320 milioni di CHF contro i 270-290 milioni di CHF previsti, grazie a un contenimento delle spese di CAPEX, risultate così inferiori ai livelli storici. Infine, debbono altresì evidenziarsi i significativi miglioramenti dal punto di vista della leva finanziaria, nel 2023 pari al 2,6x contro il 4,8x di Dufry *stand-alone* nel 2022 e il 3,0x *proforma*.

Alla luce di quanto sopra, l'operazione Dufry e Autogrill può dirsi completata con successo: sia gli azionisti di Dufry sia quelli di Autogrill hanno beneficiato, come testimonia la distribuzione del dividendo di 70 centesimi per azione (primo anno dopo la pandemia), dei rendimenti dell'operazione in oggetto. Risultati, questi, che giustificano l'assenza di un premio nell'OPAS e la scelta di una considerevole parte degli azionisti di Autogrill di aderire all'offerta di scambio delle azioni in luogo del corrispettivo in danaro. In aggiunta, sulla scorta delle considerazioni effettuate nel secondo capitolo del presente elaborato in sede di disamina delle diverse operazioni che hanno avuto luogo nel settore nel recente passato, appare legittimo affermare che gli investitori sembrerebbero porre

un'attenzione considerevole alle prospettive intrinseche di crescita e di redditività del *business*, assumendo un orizzonte temporale dell'investimento di medio-lungo termine. Concludendo, l'operazione Autogrill risulta essere perfettamente coerente con le tendenze del settore e con le prospettive di medio-lungo termine assunte dagli investitori, nonché creatrice di valore per gli azionisti, con plurimi benefici in termini di:

- (i) diversificazione dell'offerta (geografica e di prodotti/servizi), con effetti positivi in termini di riduzione del rischio e soddisfacimento della domanda;
- (ii) espansione geografica in aree a forte tasso di crescita (*i.e.* Nord America e Asia Pacifico);
- (iii) capacità di cogliere le opportunità derivanti dal F&B, settore più resiliente e con una domanda più elevata;
- (iv) sinergie di costo legate, *inter alia*, a contratti di concessione più stabili e all'aumento del potere negoziale sui canoni e con i fornitori;
- (v) efficienza nelle attività di gestione e contenimento dei costi di integrazione.

## CONCLUSIONI

Nel generalizzato contesto macroeconomico attuale, influenzato da una serie di *shock* mondiali di diversa portata che hanno trasformato radicalmente l'ambiente nel quale si muovono e operano le imprese, i maggiori *player* del *travel retail* hanno declinato nuove risposte strategico-operative volte a ricercare nuovi punti di equilibrio, ossia nuove opportunità e nuovi mercati, nell'intento di mantenere un costante grado di coerenza rispetto alle mutevoli istanze della clientela e non solo.

Le trasformazioni e le conseguenti risposte degli operatori nel settore in esame sono andate articolandosi lungo diverse direttrici, accomunate da un denominatore comune: soddisfare le mutate esigenze dei viaggiatori e le nuove abitudini di acquisto. Nuove abitudini riconducibili, *inter alia*, a (i) una crescente attenzione verso la dimensione sostenibile, (ii) comportamenti d'acquisto più conservativi e, dunque, sensibili alle politiche di prezzo e (iii) una ricerca di esperienze *omnichannel*, da perseguirsi attraverso la combinazione dell'offerta di servizi di diversi settori capace di soddisfare la domanda sotto più lati.

In considerazione di quanto sopra e al fine di comprendere empiricamente gli orientamenti strategici del settore in conseguenza del mutevole contesto, nella prima parte di questo elaborato si è resa evidenza tanto dei *driver* del valore e delle potenzialità qualificanti il *travel retail* in una prospettiva *as-is*, tanto della necessità di ampliare l'offerta tramite la penetrazione in mercati adiacenti, quale quello della ristorazione.

All'esito di tale analisi, si sono rilevati quali primari fattori determinanti del valore (i) la diversificazione dell'offerta, (ii) l'espansione geografica in aree a forte tasso di crescita (*i.e.*, Nord America e Asia Pacifico), (iii) il perseguimento di economie di scala ai fini di un elevato potere contrattuale nelle negoziazioni con i fornitori e i concessionari e (iv) la capacità di cogliere le opportunità derivanti dall'integrazione con il F&B, settore più resiliente e con una domanda più elevata. Con particolare riguardo a quest'ultimo elemento, si è altresì resa evidenza della centralità della ristorazione nella mutata concezione dei viaggi, quale strumento in grado di aumentare, per il tramite di un incremento del valore percepito, la potenziale clientela e la relativa fidelizzazione.

In considerazione di quanto sopra, compatibilmente con le peculiarità di un mercato altamente frammentato, le imprese hanno, tra l'altro, perseguito una strategia di crescita

esterna per il tramite di operazioni di concentrazione aziendale (*i.e.*, operazioni di M&A), con l'intento di acquisire per vie esterne nuove competenze e nuove opportunità. Al riguardo, dall'esame approfondito delle operazioni più rilevanti che hanno interessato il settore negli ultimi anni, è emerso un quadro composito delle motivazioni che hanno spinto le imprese, da un lato, a consolidare la propria presenza nel *travel retail*, e, dall'altro, a combinarsi con operatori presenti nel settore del F&B. Tali operazioni hanno trovato il loro momento fondante sia nella ricerca dei comuni *driver* del valore sopracitati (*i.e.*, contratti di concessione stabili, espansione in aree geografiche in rapida crescita), sia nella ricerca di sinergie, lato costi e lato ricavi, che hanno reso il settore attraente tanto per gli investitori strategici quanto per quelli finanziari.

Le sinergie di costo sono ascrivibili, in via principale, (i) all'ottimizzazione dei processi di approvvigionamento dei prodotti grazie alle negoziazioni congiunte con i fornitori, (ii) all'ottimizzazione delle spese generali e amministrative, attraverso un accorpamento delle funzioni, (iii) all'aumento della solidità finanziaria, che permette un più facile accesso al credito e (iv) alla riduzione del rischio complessivo.

Quanto alle sinergie di ricavo, queste sono ascrivibili, in via principale, (i) allo sfruttamento congiunto dei dati dei clienti per un migliore *targeting*, (ii) alla condivisione di *best practices* e *know-how* volte a migliorare l'efficienza operativa e, (iii) con riguardo al settore F&B, allo sfruttamento di tassi di conversione più elevati rispetto ai negozi *duty-free stand-alone*.

In considerazione dei suddetti benefici, sia le *target* che le acquirenti hanno assistito sin dal primo anno successivo all'integrazione a miglioramenti nelle *performance* finanziarie, in termini di solida generazione di cassa, aumento dell'EPS e del ROIC.

Tuttavia, nel corso dell'elaborato si è avuto modo di evidenziare come le operazioni in discorso abbiano avuto luogo sia in quanto mosse dalla ricerca di sinergie e di incrementi nelle *performance*, sia perché inserite in un generalizzato contesto di concentrazione del mercato. In tal senso, appare dunque possibile asserire come le operazioni straordinarie e le motivazioni sottese si pongono in un rapporto di mezzo a fine rispetto alla ricerca di condizioni di sopravvivenza dell'impresa in un contesto fortemente competitivo, caratterizzato dall'espansione dei *player* più affermati e dalla volontà dei concessionari di concentrare le attività verso un unico operatore in grado di gestire unitamente i punti vendita.

È proprio in questo contesto che trova il suo momento qualificante l'operazione Dufry-Autogrill: *business combination* che ha condotto alla creazione del più grande *competitor* sul mercato, con un *addressable market* di oltre 115 miliardi di euro.

Alla luce del suddetto contesto, può affermarsi che il rationale strategico dell'operazione era in linea con le motivazioni che hanno spinto altri operatori a espandersi, ovvero il beneficio di molteplici sinergie potenziali, sin dal primo anno, sottoforma di aumento di fatturato, incremento dei margini e miglioramenti nella struttura finanziaria.

Orbene, come noto, obiettivo del presente elaborato è quello di inquadrare l'acquisizione nell'ambito delle dinamiche di settore e, in un secondo momento, valutare quanto i benefici previsti dalle società, a un anno dall'integrazione, si fossero effettivamente manifestati.

Con riferimento a questo secondo punto, si è proceduto, in via preliminare, a valutare la congruità del corrispettivo contrattualmente stabilito, dapprima effettuando un parere valutativo delle due società in un'ottica *stand-alone* (tramite lo sviluppo del metodo DCF e dell'analisi di società comparabili) e, successivamente, confrontando il suddetto con l'andamento del prezzo delle azioni di Autogrill nel 2023 fino al *delisting*.

In ordine alle suddette analisi, è risultato (i) un prezzo per azione di Autogrill compreso tra 4,3 euro e 6,3 euro e un rapporto di cambio implicito azione Dufry per azione Autogrill compreso tra 0,14 euro e 0,26 euro e (ii) che il prezzo offerto, pari a 6,33 euro, è risultato sempre inferiore al prezzo di chiusura delle azioni Autogrill nei sei mesi precedenti al *delisting*, fattore che raramente si verifica nelle OPAS.

Questi risultati, che suggeriscono assenza di qualsivoglia premio offerto agli azionisti nell'ambito dell'operazione, sono ascrivibili a una duplice fattispecie: (i) Dufry ha dovuto promuovere il lancio di un'OPAS solo come esigenza di adempiere a un obbligo normativo poiché, lo si ricorda, già deteneva la maggioranza del capitale di Autogrill e non aveva la necessità di incentivare gli azionisti all'adesione mediante l'offerta di un premio significativo; (ii) il rationale economico sotteso all'operazione era riconducibile al fatto che gli azionisti della *target* non avrebbero ricevuto un plusvalore derivante dalla cessione delle proprie azioni, bensì avrebbero goduto dei potenziali (maggiori) rendimenti relativi alla redditività (maggiore) generata dalla combinazione dei due *business*.

Alla luce delle suddette risultanze, al termine dell'elaborato si è indagato se i benefici

inizialmente previsti dalla *business combination* e i conseguenti maggiori rendimenti per gli azionisti si siano materialmente registrati. La risposta a tale interrogativo è risultata affermativa, infatti, tramite un confronto tra i principali KPI dei bilanci delle società *pre* e *post* operazione, sono emerse delle *performance* anche superiori alle aspettative, in termini di: (i) crescita di ricavi, EBITDA Core e EBITDA *margin*, relativi all'espansione nel F&B, settore che gode di una marginalità lorda strutturalmente maggiore per effetto di contratti di concessione con costi inferiori e temporalmente più estesi; (ii) dimezzamento dei costi previsti di integrazione, che hanno anticipato la realizzazione delle sinergie; (iii) rafforzamento del profilo di rischio grazie alla presenza geografica e diversificazione; (iv) elevata generazione di flusso di cassa e riduzione della leva finanziaria.

Concludendo, si può affermare che l'operazione Dufry-Autogrill risulta essere perfettamente coerente con le tendenze del settore e con le prospettive di medio-lungo termine assunte dagli investitori, nonché creatrice di valore per gli azionisti.

## BIBLIOGRAFIA

- Alexandridis et al. (2017), “Value creation from M&As: New Evidence”, *Journal of Corporate Finance*.
- Aloke G., William R., (1998), “Managerial Ownership, the Method of Payment for Acquisitions, and Executive Job Retention”, *Journal of Finance*, Vol. 53, Issue 2, pp. 780-790.
- Ansoff I., (1957), “Strategy for diversification”, *Harvard Business Review*, settembre-ottobre, pagg. 113-124.
- Ansoff I., (1969), *Business Strategy*, Penguin Books, Middlesex, UK (trad. it., *La strategia d'impresa*, Franco Angeli, Milano, 1974).
- Autogrill Spa (2021), *Autogrill Annual Report 2020*, 1 aprile 2021.
- Autogrill Spa (2022), *Autogrill Annual Report 2021*, 8 aprile 2022.
- Autogrill Spa (2023), *Autogrill Annual Report 2022*, 9 marzo 2023.
- Avolta AG (2024), *Avolta Annual Report 2023*, 7 marzo 2024.
- Baddou F., et al., (2023), “Travel retail faces its moment of truth: strategies to reinvigorate the marketplace”, *Kearney*, 2 ottobre 2023.
- Bain & Company (2023), *M&A Report 2023*.
- Campbell D.E., Stonehouse G. (2011), *Business Strategy: an Introduction*, Palgrave Macmillan, Australia.
- Clark P. (2013), *Masterminding the Deal: Breakthroughs in M&A Strategy and Analysis*, KoganPage Limited.
- Damodaran A. (2006), *Damodaran on Valuation*, Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, p.544.
- Dufry AG (2021), *Dufry Annual Report 2020*, 8 marzo 2021.
- Dufry (2022), *Destination 2027*, 6 settembre 2022.
- Dufry AG (2022), *Dufry Annual Report 2021*, 8 marzo 2022.
- Dufry AG (2022), *Exemption document relating to the offer of Dufry shares in the context of the mandatory public exchange offer with alternative cash consideration for all the ordinary shares of Autogrill S.p.A.*, 6 aprile 2023.
- Dufry AG (2023), *Documento di offerta*, 11 aprile 2023.
- Dufry AG (2023), *Dufry Annual Report 2022*, 7 marzo 2023.

- ETC Market Intelligence, (2023) “European Tourism: Trends & Prospects (Q3/2023)”.
- Fipe (2020) “Coronavirus: l’impatto sui pubblici esercizi”, *Confcommercio*.
- Fipe (2024), “Rapporto ristorazione 2023”, *Confcommercio*, 3 aprile 2023.
- Fortune Business Insights, (2023), “Food Service Market Size, Share & Covid Impact Analysis, By Type, and Regional Forecast”.
- Gorton et al. (2009), “Eat or Be Eaten: A Theory of Mergers and Firm Size”, *The Journal of Finance*.
- Halpern P. (1983), “Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies Applied to Acquisitions”, *Papers and Proceedings Forty-First Annual Meeting American Finance Association New York*, New York, Vol. 38, n 2.
- Hazelkorn T., Zenner M., Shivdasani A. (2005) “Creating value with mergers and acquisition”, *Journal of applied corporate finance*.
- Hollesen S. (2010), *Marketing Planning A Global Perspective*, McGraw-Hill, UK.
- Kearney, (2023) “Travel retail faces its moment of truth: strategies to reinvigorate the marketplace” Tax Free World Association.
- KPMG (2023), “M&A trends in consumer and retail”, *Marking time*.
- Lagardère Travel Retail, (2022) “Travel Retail voices”.
- Marin Y. (2016), “Travel Retail – What are the prospects and what strategies should brands and retailers adopt?”, *Wavestone*, 3 gennaio 2017.
- Martynova M., Renneboog L. (2006), “Mergers and Acquisitions in Europe”, *ECGI - Finance Working Paper No. 114/2006*.
- McDonald M., Hugh W. (2011), *Marketing Plans, how to prepare them how to use them*, John Wiley & Sons, UK.
- M.L. Sirower, “The Sinergy Trap. How Companies Lose the Acquisition Game”, *The Free Press*, New York, 1997.
- National Restaurant Association, (2024), “2024 State of the Restaurant Industry”.
- Rahman Z. (2018), “The effects of mergers and acquisitions on stock price behavior in banking sector of Pakistan” *The Journal of Finance and Data Science*, vol. 4.
- Ravenscraft, D., Scherer, F., (1989). *The Profitability of Mergers. International Journal of Industrial Organization* 7:1, pp. 101-116.
- Rehm W., Uhlaner R., West A. (2012) “A clearer-eyed view of M&A”.
- Rutigliano M. (2022), *Temi di valutazione d’azienda*, Egea, Milano.

- Straub, T., (2007) *Reasons for Frequent Failure in Mergers and Acquisitions: A Comprehensive Analysis*. Springer Science and Business Media.
- The Business Research Company, (2024) “Travel Retail global Market Report ”.
- The European House – Ambrosetti (2021), “La Roadmap del futuro per il Food&Beverage: quali evoluzioni e quali sfide per i prossimi anni, Rapporto 2021”, Ambrosetti Club, 30 settembre 2021.
- Tourism Economics (2023), “European tourism: trends and prospects – Quarterly report (Q3/2023)”, *European Travel Commission*, Bruxelles, novembre 2023.
- Tremblay, V., Tremblay, C., (2012). *New perspectives on industrial organization: Horizontal, vertical, and conglomerate mergers*, Springer.
- WHSmith PLC (2019), *Proposed acquisition of Marshall Retail Group – accelerating WH Smith’s expansion in us travel retail*, 17 ottobre 2019.
- Willis Towers Watson (2023), “Global Food&Beverage survey Report 2023: How the food and beverage industry is managing global risks and challenges”.

## SITOGRAFIA

[www.autogrill.com](http://www.autogrill.com)  
[www.avoltaworld.com](http://www.avoltaworld.com)  
[www.bluebellgroup.com](http://www.bluebellgroup.com)  
[www.bsmac.org](http://www.bsmac.org)  
[www.contenuti.icribis.com](http://www.contenuti.icribis.com)  
[www.dati.istat.it](http://www.dati.istat.it)  
[www.dfnionline.com](http://www.dfnionline.com)  
[www.esploradati.istat.it](http://www.esploradati.istat.it)  
[www.euromonitor.com](http://www.euromonitor.com)  
[www.forbes.com](http://www.forbes.com)  
[www.fortunebusinessinsights.com](http://www.fortunebusinessinsights.com)  
[www.gdoweek.it](http://www.gdoweek.it)  
[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)  
[www.investing.com](http://www.investing.com)  
[www.it.finance.yahoo.com](http://www.it.finance.yahoo.com)  
[www.lagardere.com](http://www.lagardere.com)  
[www.moodiedavittreport.com](http://www.moodiedavittreport.com)  
[www.mordorintelligence.com](http://www.mordorintelligence.com)  
[www.pages.stern.nyu.edu](http://www.pages.stern.nyu.edu)  
[www.pwc.com](http://www.pwc.com)  
[www.restaurant.org](http://www.restaurant.org)  
[www.sace.it](http://www.sace.it)  
[www.statista.com](http://www.statista.com)  
[www.thebusinessresearchcompany.com](http://www.thebusinessresearchcompany.com)  
[www.us.areas.com](http://www.us.areas.com)  
[www.whsmithplc.co.uk](http://www.whsmithplc.co.uk)  
[www2.deloitte.com](http://www2.deloitte.com)