Grant Thornton

TOPHIC NOVEMBRE

# I nuovi equilibri del mercato M&A italiano: internazionalizzazione, capitale paziente e carve-out



# Contenuti


Overview

**I nuovi equilibri del mercato M&A italiano**

Parere dell’esperto

**Corporate, fondi di private equity e permanent capital: chi guida il mercato**

Approfondimento

**Un esempio concreto di modello M&A di crescita internazionale**

**Contatti**

## Overview

I nostri esperti accendono i riflettori sui nuovi equilibri del mercato M&A italiano. Nei primi nove mesi del 2026 il valore delle operazioni ha toccato i massimi dal 2007, ma il dato è trainato da poche grandi operazioni bancarie: al netto di queste, il mercato è composto da numerose operazioni di taglia media, con multipli sotto pressione e acquirenti sempre più eterogenei. I fondi di private equity crescono per numero di operazioni, prevalentemente tramite add-on, mentre si affermano investitori con un orizzonte più lungo, come i veicoli di permanent capital. Le multinazionali razionalizzano i portafogli e cedono attività non core, aprendo spazi a compratori industriali e finanziari, anche italiani. Il contributo analizza chi compra e chi vende, con quali logiche di prezzo e di struttura, e approfondisce un modello virtuoso di crescita internazionale.

> **Nel nuovo mercato M&A la risorsa che conta non è il capitale, ma il buon progetto industriale: è lì che si decide chi compra e a quali valori.**

# Parere dell'esperto

**Giovanni Marino**
Advisory Partner
*Grant Thornton Italy*



Corporate, fondi di private equity e veicoli di permanent capital competono sempre più spesso sugli stessi asset, ma ragionano su orizzonti, metriche di rendimento e strutture molto diverse.

## CORPORATE, FONDI DI PRIVATE EQUITY E PERMANENT CAPITAL: CHI GUIDA IL MERCATO

## COME LEGGERE I NUMERI DELL'M&A ITALIANO NELL'ULTIMO ANNO?

Con attenzione e con una lettura approfondita del perimetro di riferimento. Nei primi nove mesi del 2026 le operazioni che coinvolgono l'Italia sono aumentate rispetto all'anno precedente sia per numero (+9%) sia per valore (+122%), ma le grandi operazioni del settore finanziario hanno rappresentato circa il 65% del valore sui target italiani. Al netto delle offerte bancarie, infatti, la fotografia cambia: il valore aggregato risulta in calo, con una flessione marcata soprattutto nel settore industriale. Si tratta quindi di un mercato a due velocità, con ticket medi in calo e una crescente polarizzazione dei prezzi. Considerando il solo mid-market europeo (Argos Index), si registra un multiplo mediano di 8,8× l'EBITDA; tuttavia, la quota di operazioni concluse sotto 7× è salita al 27%, mentre quella sopra 15× è scesa al 5%, il minimo storico.

## CHI STA ACQUISTANDO DI PIÙ: LE GRANDI CORPORATE O I FONDI DI PRIVATE EQUITY?

Per numero di operazioni prevalgono ancora le grandi corporate, capaci di cogliere le sinergie con maggiore tempestività e tuttora dominanti nelle operazioni di grandi dimensioni. I fondi, dal canto loro, stanno guadagnando spazio: nei primi sette mesi del 2026 gli sponsor finanziari hanno pesato per circa un terzo delle operazioni e per un quarto del valore. I fondi si concentrano soprattutto su settori ad alto multiplo, come software, healthcare e servizi B2B, e su strategie di "buy and build", volte a costruire una piattaforma attraverso l'integrazione di una pluralità di "add-on": nel solo primo semestre 2026 gli add-on hanno rappresentato il 64% delle operazioni di private equity realizzate.

## COME SI STANNO MUOVENDO I FONDI DI PRIVATE EQUITY E QUALE RUOLO ASSUMONO I VEICOLI DI PERMANENT CAPITAL?

Il private equity sta attraversando una fase di complessità e di transizione: il calo della raccolta e i tempi più lunghi delle exit, legati a un contesto economico fragile, stanno spostando volumi crescenti verso il mercato secondario, in gran parte attraverso "continuation vehicle", ovvero il trasferimento di una o più partecipazioni a un nuovo veicolo, che offre agli investitori la scelta tra liquidità e rollover, con prezzi spesso in linea con il NAV. Crescono invece gli investitori senza scadenza, i cosiddetti veicoli di permanent capital (come Newport & Co, Lifco e Indutrade), che ragionano su un orizzonte di lungo periodo, privilegiando il rendimento di cassa (cash yield) e la capitalizzazione dei flussi rispetto alle exit a 5-6 anni.

## LE MULTINAZIONALI STANNO VENDENDO? CHE PESO HANNO I CARVE-OUT?

Sì, è in atto un processo di dismissione, da parte delle grandi corporate, di business unit non più considerate core. Questo processo apre nuove opportunità di investimento per operatori qualificati e specializzati nei carve-out: acquirenti industriali con una forte specializzazione nel settore di riferimento, fondi di special situations e veicoli di permanent capital.

Tra le operazioni più recenti figurano l'acquisto da parte di Allison Transmission della divisione Off-Highway di Dana (circa 800 dipendenti tra Arco e Rovereto) e la cessione a Mutares, da parte di Continental, dello stabilimento di Cairo Montenotte. Newport & Co, inoltre, ha completato tre operazioni di carve-out in meno di un anno, rilevando attività da Baumann Federn, Health Care Group e Justrite Safety Group.

## LE AZIENDE ITALIANE COMPRANO ALL'ESTERO? QUALI MODELLI ADOTTANO?

Nel 2026 ci sono segnali evidenti che le aziende italiane stanno comprando all'estero: una tendenza che segna una crescita strutturale dei nostri operatori strategici e un cambiamento nel modello di sviluppo internazionale. Non più l'espansione all'estero intesa come esportazione diretta dei propri beni e servizi, ma un ampliamento strutturale delle proprie piattaforme industriali attraverso un processo di M&A pianificato. Nei primi nove mesi dell'anno, infatti, il valore delle operazioni effettuate da operatori italiani all'estero è cresciuto notevolmente. Tra i deal più rilevanti figurano quelli di Angelini su Catalyst e di Chiesi su KalVista negli Stati Uniti, nel settore farmaceutico, l'offerta di UniCredit su Commerzbank nel settore finanziario e l'acquisizione di Eventbrite da parte di Bending Spoons nel settore digitale. La tendenza riguarda anche i fondi italiani che, seguendo sempre più logiche di "buy and build", acquisiscono target esteri per consolidare le proprie piattaforme industriali: nel primo semestre 2026 si contano circa 34 add-on su target europei.



# Approfondimento

**Francesco Lontano**
Advisory Senior Consultant
*Grant Thornton Italy*



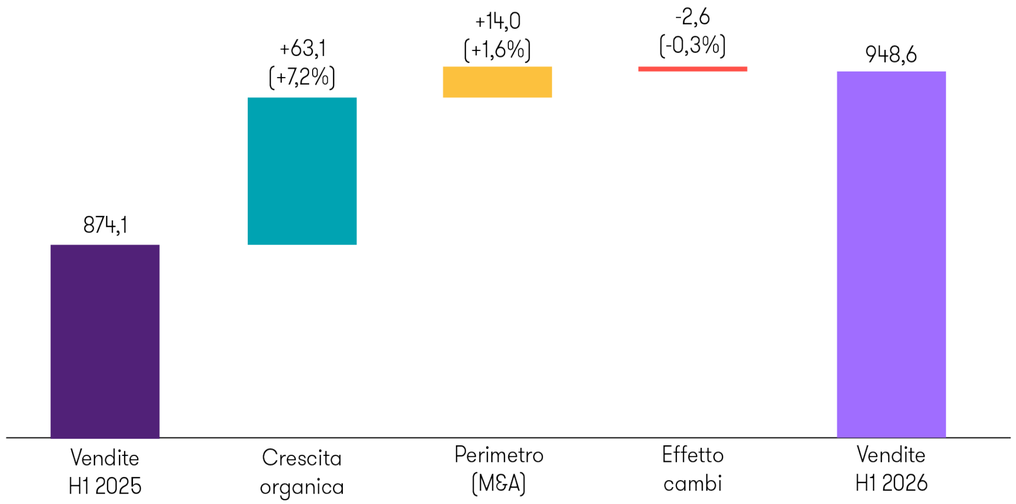
# CASE STUDY



## Un esempio concreto di modello M&A di crescita internazionale

Il caso che segue rappresenta un modello virtuoso e attuale di crescita internazionale di un operatore italiano.
Il Gruppo SOL, con sede a Monza, è stato fondato nel 1927 ed è quotato in Borsa. Attivo principalmente nei gas tecnici e medicali e nell'assistenza domiciliare con il marchio Vivisol, è presente in 33 Paesi, di cui 26 in Europa; con un fatturato di circa 2 miliardi di euro, è l'ottavo gruppo al mondo e il sesto in Europa nel proprio settore.
Negli anni il Gruppo ha affiancato alla crescita organica un processo di acquisizioni che si innestano in modo complementare e strutturale nel suo core business: gas tecnici, apparecchiature medicali e cure domiciliari. Nel solo primo semestre 2026 ha completato quattro acquisizioni, a cui si sono aggiunte nei mesi successivi quelle di IBG in Brasile e di Nowus Healthcare in Danimarca e, a ottobre, quella di Wentimed in Polonia.

**Grafico 1 – SOL: scomposizione della crescita delle vendite, primo semestre 2026 vs primo semestre 2025 (€m)**




*Fonte: elaborazione su dati SOL (relazione finanziaria semestrale 2026). Crescita organica calcolata come crescita totale al netto degli effetti perimetro e cambi dichiarati dalla società.*

| Società | Paese | Attività | Operazione |
|---|---|---|---|
| Freyco | Germania | Gas tecnici | 100% (2025) |
| CSAIR | Svizzera | Home care | 100% (2025) |
| Berman | Italia | Apparecchiature medicali | 70% (2025) |
| Aenduo | Italia | Telemedicina | 80% (2025) |
| Wuxi Liyuan Medical Oxygen | Cina | Ossigeno medicale | 90%, con partner (2025) |
| Shanghai BoHao Health Service | Cina | Servizi sanitari | Salita all'80% (2025) |
| Haemopharm Biofluids | Italia | Fluidi per dialisi peritoneale | 100% (H1 2026) |
| VitalAire Schweiz (da Air Liquide) | Svizzera | Home care respiratoria | 100%, carve-out (H1 2026) |
| Remeo Healthcare e Remeo Property | Regno Unito | Cure respiratorie specialistiche | 100% (H1 2026) |
| Oxigenar e Pulmonair | Brasile | Assistenza respiratoria domiciliare | 70% (H1 2026) |
| Gruppo IBG | Brasile | Gas tecnici e medicinali | 51%, joint venture (luglio 2026) |
| Nowus Healthcare | Danimarca | Cure respiratorie | 100% (luglio 2026) |
| Wentimed | Polonia | Home care e ventilazione domiciliare | 100% (ottobre 2026) |

*Fonte: comunicati stampa SOL (2025–2026).*

Il modello M&A del Gruppo SOL presenta caratteristiche distintive e coerenti con le dinamiche che si osservano oggi nel mercato. In particolare, le operazioni effettuate seguono alcune linee guida ricorrenti:

**Acquisizioni "bolt-on" ad alta specializzazione:** l'M&A viene utilizzato per entrare rapidamente in nuovi mercati, privilegiando l'integrazione di operatori locali di piccole e medie dimensioni e altamente specializzati, senza appesantire in misura eccessiva l'indebitamento del gruppo. Anziché puntare su grandi acquisizioni, si preferiscono quindi operazioni in nicchie dei mercati target. Emblematico è lo sviluppo in Svizzera, dove il gruppo ha costruito la propria presenza nel settore home care attraverso acquisizioni successive: Sitex, Spitex Perspecta e CSAIR Sàrl.

**Carve-out:** il gruppo ha costruito la propria presenza all'estero anche attraverso importanti operazioni di carve-out, rilevando società o rami d'azienda non più considerati core dalle grandi multinazionali. L'ultima, a gennaio 2026, è l'acquisizione del 100% di VitalAire Schweiz AG da Air Liquide (gruppo multinazionale francese), che ha permesso a SOL di rilevare uno dei principali operatori nell'assistenza respiratoria domiciliare. Un'operazione analoga era stata realizzata nel 2021 con l'acquisto, sempre da Air Liquide, di Air Liquide Hellas: un carve-out in cui sono confluiti gli asset fisici e i dipendenti greci e che ha consentito a SOL di diventare l'operatore di riferimento nel Sud Europa.





**Joint venture strategiche:** nelle aree geografiche strategiche e nei Paesi emergenti il gruppo ha acquisito quote di maggioranza, spesso pari al 51%, avviando joint venture con i fondatori e gli imprenditori locali. L'ultima è quella perfezionata in Brasile a luglio 2026 con il Gruppo IBG, con l'obiettivo di creare una piattaforma di sviluppo nel mercato brasiliano e sudamericano dei gas industriali e medicinali. Nelle società acquisite la famiglia fondatrice mantiene solitamente una partecipazione e il management locale resta in carica: la realtà industriale non viene snaturata, ma valorizzata all'interno del gruppo. Questo approccio consente di preservare l'identità dell'azienda e il radicamento nel territorio, oltre a mantenere la reattività e l'agilità operativa dell'imprenditore locale.

In conclusione, il modello M&A del Gruppo SOL è un valido esempio di crescita all'estero di un gruppo italiano, con caratteristiche specifiche e coerenti con gli scenari che oggi prevalgono nel mercato. La crescita per linee esterne, che accompagna quella organica, si fonda sull'ingresso in aree geografiche strategiche attraverso acquisizioni mirate e costanti, di piccole e medie dimensioni e quindi di portata finanziaria contenuta, ma ad alta specializzazione (spesso leader locali o regionali). L'obiettivo è alimentare piattaforme ben definite e integrare nel gruppo competenze tecnologiche avanzate e reti commerciali. Nel nuovo mercato M&A la risorsa che conta non è il capitale, ma il buon progetto industriale: è lì che si decide chi compra e a quali valori.

# Contatti

I nostri professionisti sono a disposizione per eventuali domande o chiarimenti.




**Giovanni Marino**
Advisory Partner
giovanni.marino@bgt.it.gt.com



**Francesco Lontano**
Advisory Senior Consultant
francesco.lontano@bgt.it.gt.com

Grant Thornton



# We unlock the true **potential of your data**