



**MEDIOBANCA**  
*Banca di Credito Finanziario S.p.A.*

## **INDAGINE SUL SETTORE VINICOLO**

*a cura dell'Ufficio Studi di Mediobanca*

*Marzo 2007*

ISSN 1825-6104

Copyright © 2007 by Mediobanca – Ufficio Studi  
Piazzetta Maurilio Bossi, 1 – Milano – Tel. 02-8829.1  
Internet: <http://www.mbres.it> E-mail: [ufficio.studi@mediobanca.it](mailto:ufficio.studi@mediobanca.it)

## ***Premessa***

L'indagine si articola in due sezioni: la prima esamina le principali società italiane operanti nel settore vinicolo <sup>(1)</sup>, in numero di 85, presenti nel *database* dell'Ufficio Studi di Mediobanca. Si tratta di tutte le società italiane che fatturano più di 25 milioni di euro. L'aggregato delle 85 società mette in evidenza un capitale investito di 3,3 miliardi di euro ed un volume di vendite di 3,5 miliardi; si può valutare che rappresentino il 36% del valore totale della produzione italiana nel 2005 (stimata in circa 9,7 miliardi di euro) ed il 53% dell'*export* (pari a 3 miliardi di euro). Il *focus* si basa sui risultati di bilancio del periodo 2001-2005 e su interviste alle imprese volte a valutare i consuntivi del 2006 e le attese per l'anno in corso. La seconda sezione riguarda le 9 maggiori imprese estere quotate, di cui si espone l'analisi dei bilanci, nonché una valutazione della dinamica borsistica basata sull'aggiornamento a fine febbraio 2007 dell'indice mondiale delle società vinicole; esso copre attualmente 36 società quotate in 12 borse (non italiane) la cui capitalizzazione, a fine febbraio, era pari a 18,5 miliardi di euro.

## **Sintesi**

I principali aspetti che emergono dall'analisi sono i seguenti:

### *Principali società italiane:*

- incremento del fatturato in accelerazione (+5,1% nel 2006 contro il +0,3% nel 2005);
- redditività operativa in crescita a partire dal 2003, dal 2004 anche in rapporto al fatturato; incremento degli utili netti che nel 2005 segnano il valore più elevato del quinquennio; nel 2006 l'aumento del *cash-flow* è valutabile in circa il 5%;
- rendimento del capitale complessivamente impiegato (*roi*) stabile (7,7% nel 2005, 7,6% nel 2004) in presenza di un ulteriore aumento del capitale investito a seguito di investimenti a rendimento differito;
- struttura patrimoniale sempre solida, con un rapporto capitale netto/debiti finanziari pari al 91%;
- rendimenti più elevati per le società private a controllo italiano; essi si sono incrementati di oltre mezzo punto rispetto all'anno precedente (*roi* pari al 9,7% nel 2005 contro il 9,1% nel 2004); le estere segnano un tasso di profitto più contenuto (*roi* dell'8,6% nel 2005 contro l'8,3% nel 2004), mentre le cooperative appaiono in controtendenza, passando dal 4,3% nel 2004 al 3,4% nel 2005;
- anno 2006 positivo soprattutto grazie alla componente *export* (+7% circa), pur in presenza di un calo del 6,8% degli investimenti; ugualmente ottimistiche le attese per il 2007.

### *Principali società internazionali quotate:*

- prosegue il consolidamento del settore con l'acquisizione nel giugno 2006 della Vincor, primo produttore canadese, da parte della Constellation che nel 2004 aveva già rilevato la Mondavi; ciò le ha consentito di mantenere il primato della produzione mondiale sulla Foster's che nel 2005 aveva acquisito la connazionale Southcorp;
- fatturato 2005 in lieve progresso (+2,1%); miglioramento di tutti i margini di conto economico e della redditività netta che si attesta sui valori più elevati del quinquennio 2001-2005 (11,1% il rapporto utile su fatturato nel 2005);
- l'indice mondiale dei prezzi delle azioni vinicole è aumentato del 2,9% nel 2005 (media delle borse mondiali +16,4%), riprendendosi poi nel 2006 con una crescita del 21,5% a fronte di una media del mercato pari a +16,1%; negativa l'apertura nei primi due mesi del 2007 con un regresso del 6,9% a fronte di borse mondiali sostanzialmente statiche (+0,6%). Da segnalare il forte dinamismo delle società cinesi (+109% il loro apprezzamento nel 2006 e +10% circa nei primi due mesi del 2007).

---

<sup>(1)</sup> Si tratta di aziende specializzate, spesso operanti su più regioni. Sono state escluse le imprese che, pur essendo importanti produttrici a livello nazionale, realizzano il loro volume d'affari prevalentemente con altri prodotti. L'indagine precedente era riferita a 82 società.

## I - Le principali società vinicole italiane

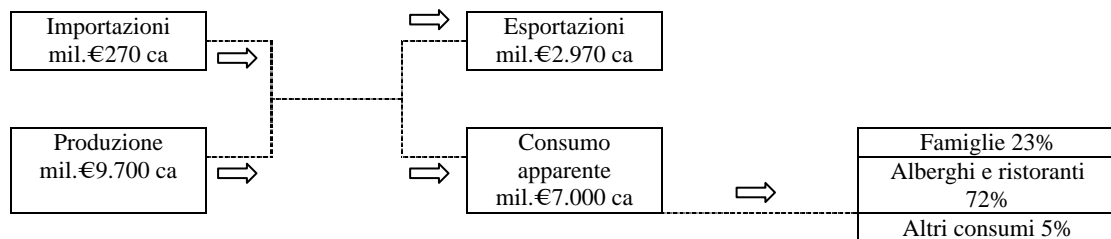
### Scenario

Nel 2005 la produzione mondiale di vino è stata stimata dall'OIV <sup>(2)</sup> in 277,9 milioni di ettolitri, in flessione del 7% rispetto ai 298,2 milioni di ettolitri del 2004; la previsione per il 2006 è di un leggero aumento dell'1%. Oltre il 59% della produzione è realizzata da Paesi dell'Unione Europea <sup>(3)</sup>. L'Italia rappresenta il secondo produttore, dopo la Francia e prima della Spagna, con una quota del 18% sulla produzione mondiale e del 31% su quella europea. I principali produttori extraeuropei sono gli Stati Uniti, che nel 2005 hanno segnato una crescita del 14% (ma le stime del 2006 indicano un calo del 13%), seguiti dall'Argentina e dall'Australia che, dal 2004 al 2006, hanno registrato volumi pressoché invariati.

Il contesto internazionale ha visto la produzione UE in calo nel 2005 (da 184 a 165 milioni di ettolitri), mentre nel 2006 si stima un incremento del 3% (trainato dal +11% della Spagna). La produzione italiana di vino nel 2005, secondo i dati Istat, è stata pari a 50,6 milioni di ettolitri (48 milioni escludendo il mosto), il 5% circa in meno rispetto al 2004. Le condizioni meteorologiche dell'estate hanno ridimensionato le iniziali aspettative ottimistiche per il 2006. La produzione 2006 ha registrato una nuova contrazione delle quantità nell'ordine del 2% rispetto alla precedente vendemmia (comunque superiore di circa il 10% circa alle produzioni del 2002 e del 2003) <sup>(4)</sup>.

Nel 2005 il valore della produzione italiana (base prezzi alla produzione) è stimabile in 9,7 miliardi di euro e il consumo apparente in 7 miliardi. Il principale consumo continua ad essere quello di alberghi e ristoranti, con oltre due terzi del totale:

#### *Produzione e consumo di vino in Italia nel 2005 (ai prezzi alla produzione)*



Fonte: stima Ufficio Studi Mediobanca.

La quota di produzione di vini Doc e Docg <sup>(5)</sup> è diminuita e le stime Istat la indicano in poco meno di un terzo del totale nel 2005 (contro poco più del 10% a metà degli anni '80); a questa si aggiunge un altro 27% di produzione rappresentata da vini Igt <sup>(6)</sup>. Nel 2005 ciascuna delle 85 società ha realizzato mediamente un fatturato di 41,2 milioni di euro con poco più di un centinaio di dipendenti. Vi sono solo due imprese (entrambe cooperative) che superano i 200 milioni di fatturato.

Una quota consistente della produzione italiana viene esportata, con un saldo attivo passato dai 760 milioni di euro nel 1990 a 2,6 miliardi nel 2004 e a 2,7 miliardi nel 2005. La *performance* positiva del nostro commercio estero è attribuibile anche ai maggiori volumi (considerando le scorte degli anni passati, accumulate a seguito delle produzioni favorite dalle condizioni meteorologiche). Nel 2005 gli spumanti e i vini Doc e Docg hanno coperto il 55% circa dell'introito da *export*, contro il 63% nei due anni precedenti (51% nel 2002). I dati provvisori Istat relativi al 2006, anno che, come visto, ha segnato un calo produttivo, indicano un progresso delle esportazioni a valore del 6,5%; il saldo attivo provvisorio nel 2006 è salito a 2,9 miliardi (+7%). I primi dati di consuntivo delle maggiori società considerate in questa indagine confermano tale tendenza mettendo a segno un +7,3% sui valori dell'anno precedente.

<sup>(2)</sup> Organisation Internationale de la Vigne et du Vin.

<sup>(3)</sup> UE a 25.

<sup>(4)</sup> Fonte Istat (statistiche rilasciate il 21 marzo 2007).

<sup>(5)</sup> Doc = Denominazione di origine controllata; Docg = Denominazione di origine controllata e garantita.

<sup>(6)</sup> Igt = Indicazione geografica tipica.

### Le prime 5 società vinicole italiane per fatturato (2006)

|                                 | Sede              | Fatturato<br>nel 2006(°) | di cui vini e<br>spumanti | Azionariato |
|---------------------------------|-------------------|--------------------------|---------------------------|-------------|
|                                 |                   | milioni di euro          |                           |             |
| CAVIRO (*)                      | Faenza (Ra)       | 281,8                    | 172,9                     | Cooperativa |
| GIV – Gruppo Italiano Vini      | Calmasino (Vr)    | 266,0                    | 236,0                     | Cooperativa |
| CAVIT – Cantina Viticoltori (*) | Ravina (Tn)       | 172,6                    | 169,7                     | Cooperativa |
| FG – Ferdinando Giordano        | Diano d'Alba (Cn) | 135,7                    | 122,1                     | Familiare   |
| P. Antinori                     | Firenze           | 127,5                    | 127,5                     | Familiare   |

(°) Dati di bilancio consolidato (esclusa FG), in alcuni casi provvisori e riferiti al fatturato complessivo delle singole società.

(\*) Esercizio chiuso al 30 giugno per Caviro e al 31 maggio per Cavit.

Fonte: bilanci e singole società.

### Tendenze delle principali società italiane (2001-2005)

L'aggregato del 2005 comprende, come detto, 85 società, delle quali 20 hanno la forma giuridica di cooperativa e 4 sono a controllo estero. Le cooperative rappresentano una quota importante dell'aggregato (36% del fatturato e 31% del capitale investito) e tra loro figurano anche le prime tre società del settore per volume di vendite: Caviro, Giv e Cavit. Il fatturato nel 2005 è rimasto pressoché invariato (+0,3%), combinazione di una leggera flessione delle vendite nazionali (1,6%) ed un aumento del 2,7% dell'*export*. All'interno dell'aggregato risultano leggermente migliori le *performance* delle società italiane non cooperative (+0,8%) mentre le 4 società a controllo estero hanno segnato dinamiche diversificate.

L'utile delle società vinicole italiane nel 2005 è stato il più elevato del quinquennio. L'aumento è stato pari al 26% (+35,8% ove si escluda l'effetto del disinquinamento fiscale sul 2004). Il margine operativo netto è migliorato del 10,6%, frutto della diminuzione dei costi di gestione e di un aumento contenuto delle vendite. L'incremento della redditività è venuto anche dalla diminuzione dell'imposizione fiscale che, sempre al netto dell'effetto del disinquinamento nel 2004 (saldo positivo di 7,4 milioni di euro), è scesa dal 40,1% al 33,2% (escludendo le società in perdita). Si tratta peraltro, in buona misura, dell'effetto della modifica dei criteri contabili apportata da una sola società. Escludendola, la *tax rate* scende dal 40% al 36,5%; nel periodo 2000-2002 era oscillato tra 35% e 39%.

Il rendimento del capitale complessivamente impiegato resta sostanzialmente invariato: il *roi* si è attestato al 7,7% contro il 7,6% del 2004 (i due valori più bassi degli ultimi 5 anni) mentre il *roe*, calcolato sempre escludendo l'effetto del disinquinamento nel 2004, è cresciuto dal 6,8% all'8,9% (mezzo punto sotto il massimo raggiunto nel 2002). L'andamento quasi divergente di questi indici è determinato dalle dinamiche dei profitti operativi, degli altri costi e ricavi e della tassazione: il *roi* è stato penalizzato da un nuovo aumento del capitale investito, spinto da investimenti tecnici consistenti, pur se inferiori ai livelli massimi del 2002 e 2003; il *roe* ha invece beneficiato soprattutto delle minori imposte. I margini sono aumentati a valore (10,6%) ed anche in rapporto al fatturato (6,8% contro 6,1% del 2004), mentre l'incremento del capitale si è ripercosso nel *turnover*, diminuito di 6 punti (si veda la Tab. a5 nella sezione degli allegati).

Sull'interpretazione del *roi*, si ricorda la caratteristica lunghezza del ciclo finanziario del settore vinicolo, che porta a penalizzare la profittabilità relativa nelle fasi di espansione della base produttiva; come già detto, gli investimenti tecnici sono rimasti ad un livello elevato (228 milioni di euro), mentre il capitale circolante è cresciuto solo del 2%. Dal lato delle coperture, in presenza di un basso costo del denaro (3,8%, 0,2 punti in meno rispetto al 2004 e 1,8 punti in meno rispetto al 2002) si è registrata una crescita dei debiti a

volume; quelli onerosi sono leggermente aumentati dal 108,6% al 109,9% del capitale netto, confermando tuttavia la consueta equilibrata struttura patrimoniale. Il *cash-flow* supera sempre la spesa per investimenti.

Il dettaglio delle società per assetto proprietario mette in evidenza la minore redditività (*roe*) delle cooperative e delle società a controllo estero. Le prime, per ovvi motivi, mancano di buona parte delle fasi produttive a monte della filiera (i soci producono uve e vino che conferiscono alla cooperativa per l'ulteriore lavorazione e la vendita), mentre le seconde hanno una limitata operatività commerciale, configurandosi prevalentemente come fornitori di reti commerciali estere controllate dalle case madri (ciò è confermato dalla quota *export* che raggiunge in media il 72%). Se si considerano solo le società non cooperative a controllo nazionale, il rendimento sul capitale nel 2005 è stato pari al 9,7% e il *roe* all'11,3%; nel 2004 gli indici erano stati, rispettivamente, 9,1% e 7,8%. La struttura finanziaria continua ad essere disomogenea; poichè i mezzi propri si legano principalmente agli immobilizzi (terreni e immobili), tipici delle fasi a monte della filiera vinicola, le cooperative figurano relativamente meno patrimonializzate (debiti finanziari pari al 64,3% del capitale investito contro il 49,4% delle altre società italiane), mentre le aziende a controllo estero risultano le meno indebitate (18,4%). L'intensità degli investimenti mette in evidenza la maggiore spesa (relativa) delle società a controllo estero e delle cooperative (Tab. 1). Si segnala nel 2006 la prima operazione che ha visto un fondo di *private equity* rilevare la quota minoritaria di una delle 85 società esaminate.

**Tab. 1 - Indici di redditività e di struttura (esercizio 2005)**

|   | Società a controllo italiano |             | Società a controllo estero | Tutte le società |
|---|------------------------------|-------------|----------------------------|------------------|
|   | S.p.A. e s.r.l.              | Cooperative |                            |                  |
| MON in % del fatturato                        | 9,1                          | 2,4         | 10,6                       | 6,8              |
| ROI %   | 9,7                          | 3,4         | 8,6                        | 7,7              |
| ROE %   | 11,3                         | 4,3         | 4,2                        | 8,9              |
| Debiti finanziari in % del capitale investito | 49,4                         | 64,3        | 18,4                       | 52,4             |
| Valore aggiunto in % del fatturato            | 23,1                         | 15,8        | 32,7                       | 20,9             |
| % di fatturato all' <i>export</i>             | 44,2                         | 42,1        | 71,6                       | 44,6             |
| Investimenti 2004-2005 in % del fatturato     | 11,8                         | 13,3        | 15,2                       | 12,5             |

MON = Margine operativo netto; ROI = *return on investment* (MON + proventi finanziari in % del capitale investito); ROE = *return on equity* (Utile netto / Capitale netto).

\*\*\*

Nelle tabelle a2 e a3 si riportano i dati aggregati delle 85 società; le tabelle a4 e a5 danno conto di alcuni principali indicatori di bilancio. Nel 2005 la *performance* delle società vinicole, migliorata rispetto all'esercizio precedente, è meno soddisfacente di quella delle società del settore bevande (1,3 punti in meno di *roi*, Tab. 2), ed anche delle industriali in generale (il divario in termini di *roi* è di 2,9 punti); queste valutazioni si ribaltano a livello di *roe* (8,9% contro l'8,8% delle industriali e il 5,9% del comparto delle bevande). In tale confronto pesa la maggiore incidenza della componente fiscale e il più basso indice di *turnover* (nel 2005 la differenza è di 21 punti) <sup>(7)</sup>.

<sup>(7)</sup> Ciò dipende dal già citato lungo ciclo finanziario. Un vitigno diventa generalmente produttivo 4-6 anni dopo l'impianto con una successiva vita utile di 20-25 anni. Nel campo dei vini di grande qualità occorre poi considerare i processi di invecchiamento che richiedono un immagazzinamento pluriennale del prodotto.

**Tab. 2 - Indici di redditività – raffronto con l'industria italiana in genere e il settore bevande**

|  | 2001                |   |  | 2005                |  |   |
|--|---------------------|---|--|---------------------|--|---|
|  | Società<br>vinicole | Principali<br>società del<br>settore<br>bevande | Principali<br>società<br>italiane<br>industriali | Società<br>vinicole | Principali<br>società del<br>settore<br>bevande(°) | Principali<br>società<br>italiane<br>industriali(°) |
| MON in % del fatturato                             | 7,9                 | 7,9   | 5,8  | 6,8                 | 5,3  | 5,9   |
| PF in % del fatturato                              | 0,7                 | 1,7   | 2,7  | 0,4                 | 2,9  | 2,5   |
| Fatturato in % del capitale investito              | 115,2               | 129,4   | 123,7  | 106,3               | 109,9  | 127,2   |
| <b>ROI %</b>                                       | <b>10,0</b>         | <b>12,4</b>                                     | <b>10,6</b>                                      | <b>7,7</b>          | <b>9,0</b>   | <b>10,6</b>   |
| DF in % del capitale investito                     | 49,6                | 43,9  | 43,5   | 52,4                | 46,0   | 40,2  |
| Costo del debito                                   | 5,9                 | 6,0   | 6,2  | 3,8                 | 6,5  | 5,3   |
| Poste straordinarie in % del risultato<br>corrente | 1,4                 | -7,7  | -15,4  | 1,9                 | 0,2  | -5,8  |
| Aliquota fiscale media (*)                         | 38,6                | 42,4  | 29,1   | 33,2                | 32,9   | 30,0  |
| <b>ROE %</b>                                       | <b>8,8</b>          | <b>9,7</b>                                      | <b>7,6</b>                                       | <b>8,9</b>          | <b>5,9</b>   | <b>8,8</b>  |

(°) Esclusi gli effetti del disinquinamento fiscale.

(\*) Escluse le società in perdita.

MON = Margine operativo netto; PF = Proventi finanziari; DF = Debiti finanziari. Gli indici delle principali società sono desunti dall'indagine 2006 dell'Ufficio Studi di Mediobanca (*Dati cumulativi di 2010 società italiane*).

Le 85 principali società contabilizzavano a fine 2005 un capitale investito di circa 3,3 miliardi di euro. Classificando l'insieme in quattro classi, un primo limitato gruppo di imprese comprende quelle di maggior dimensione: nel 2005 sono 17 a superare i 50 milioni di euro e totalizzano il 59,8% del capitale complessivo. Le imprese minori, con meno di 13 milioni di capitale, sono 19 e contano per appena il 5,4% del totale (Tab. 3). Esaminando i principali indici calcolati in base alla ripartizione dimensionale descritta, si nota principalmente quanto segue:

- il tasso di rendimento del capitale è più elevato nella IV classe (quella delle imprese minori); segue la III classe (quella da 13 a 24,9 milioni di euro) distanziata di oltre due punti e mezzo (*roi* all'8,2% contro il 10,9% della classe migliore);
- la componente di fatturato rappresentata dal valore aggiunto tende a decrescere con il diminuire dell'intensità capitalistica (ciò indica la tendenza a produzioni più qualificate da parte delle imprese che si caratterizzano per gli immobilizzi più importanti); l'indice della quarta classe non raggiunge i due terzi della prima (14,6% contro 25,1%); la quota dell'*export*, invece, non presenta forti escursioni tra minimo e massimo;
- il grado di indebitamento finanziario continua a mettere in evidenza una tendenza opposta a quella che ci si potrebbe attendere, dato che le imprese capitalistamente più importanti (quelle cioè che possiedono i più consistenti immobilizzi) sono le meno indebitate.

**Tab. 3 - Principali società vinicole italiane per classe di capitale investito (esercizio 2005)**

| Classi di capitale |           | Totali per classe     |              | Indici      |   |   |  |
|--------------------|-----------|-----------------------|--------------|-------------|---|---|--|
|                    |           | Capitale<br>investito | Fatturato    | ROI<br>in % | Debiti<br>finanziari<br>in % del<br>cap. inv. | Valore<br>aggiunto in<br>% del<br>fatturato | <i>Export</i><br>in % del<br>fatturato |
| <i>No imprese</i>  |           | <i>% sul totale</i>   |              |             |   |   |  |
| I                  | 17        | 59,8                  | 45,6         | 7,7         | 48,9  | 25,1  | 43,3                                   |
| II                 | 20        | 19,6                  | 20,4         | 6,8         | 59,9  | 19,9  | 44,4                                   |
| III                | 29        | 15,2                  | 23,3         | 8,2         | 54,9  | 16,4  | 47,0                                   |
| IV                 | 19        | 5,4                   | 10,7         | 10,9        | 57,4  | 14,6  | 44,8                                   |
| <b>Totale</b>      | <b>85</b> | <b>100,0</b>          | <b>100,0</b> | <b>7,7</b>  | <b>52,4</b>                                   | <b>20,9</b>                                 | <b>44,6</b>                            |

Classi di capitale investito: I da 50 milioni di euro in poi, II da 25 a 49,9 milioni, III da 13 a 24,9 milioni, IV meno di 13 milioni.

La sintesi proposta dalla precedente Tab. 3 nasconde come di consueto un'ampia dispersione degli indici (si veda il Graf. 4 negli allegati, che riporta le componenti del *roi*); ciò conferma che, come osservato nelle precedenti edizioni di questa indagine, a prescindere dalla tendenza generale e dal fatto che le imprese minori incidono poco sull'aggregato complessivo, la specializzazione e la flessibilità tipica delle singole aziende, consentono sempre ad imprenditori particolarmente innovativi di ottenere tassi di rendimento importanti anche indipendentemente dalla scala, in virtù del particolare modello aziendale prescelto. Le caratteristiche appena viste sono coerenti con l'assetto proprietario (Tab. 4): il controllo familiare riguarda il 63% dei patrimoni aggregati; ciò vale indirettamente anche per le cooperative, le quali raccolgono oltre 20 mila aziende socie che a loro volta hanno un carattere essenzialmente familiare.

**Tab. 4 – Principali società vinicole italiane: assetti proprietari (2005/2006)**

|   | No imprese | Capitale netto | Controllo familiare (°)                     |   |                                       |             | Altre forme di controllo |
|---|------------|----------------|---|---|---------------------------------------|-------------|--------------------------|
|   |            |                | <i>No soci che partecipano al controllo</i> | Finanziaria o altra società di capitale | Possesso diretto della persona fisica | Misto       |                          |
|   |            | %              |   | % del capitale complessivo              |                                       |             |                          |
| <u>Società a controllo italiano (S.p.A. e s.r.l.)</u> |            |                |   |   |                                       |             |                          |
| I classe di capitale investito                        | 11         | 43,6           | 45  | 26,9                                    | 5,4                                   | 7,8         | 3,5                      |
| II classe di capitale investito                       | 12         | 9,2            | 54  | 3,1                                     | 4,2                                   | 1,9         | -                        |
| III classe di capitale investito                      | 22         | 10,8           | 74  | 4,0                                     | 5,6                                   | 0,6         | 0,6                      |
| IV classe di capitale investito                       | 16         | 4,0            | 48  | 0,3                                     | 2,0                                   | 1,3         | 0,4                      |
| <b>Totale S.p.A. e s.r.l. a controllo italiano</b>    | <b>61</b>  | <b>67,6</b>    | <b>221</b>                                  | <b>34,3</b>                             | <b>17,2</b>                           | <b>11,6</b> | <b>4,5</b>               |
| <b>Società cooperative (*)</b>                        | <b>20</b>  | <b>23,2</b>    |   | -                                       | -                                     | -           | <b>23,2</b>              |
| <b>Società a controllo estero</b>                     | <b>4</b>   | <b>9,2</b>     |   | -                                       | -                                     | -           | <b>9,2</b>               |
| <b>Totale</b>   | <b>85</b>  | <b>100,0</b>   |   | <b>34,3</b>                             | <b>17,2</b>                           | <b>11,6</b> | <b>36,9</b>              |

(°) Soci che raggiungono la maggioranza del capitale.

(\*) Totale numero soci: 20.400 circa.

Classi di capitale investito: I da 50 milioni di euro in poi, II da 25 a 49,9 milioni, III da 13 a 24,9 milioni, IV meno di 13 milioni.

Il rapporto con i mercati finanziari continua ad essere decisamente trascurabile; solo 5 delle società considerate sono interessate alla Borsa, ma in modo indiretto, attraverso la quotazione della società controllante che in due casi corrisponde ad un grande ente finanziario (la compagnia RAS-Allianz e la Banca MPS).

### Alcuni approfondimenti da interviste

Alcuni particolari aspetti della gestione hanno formato oggetto di un approfondimento attraverso interviste alle società vinicole comprese nell'aggregato. I risultati – relativi a risposte ottenute da imprese che coprono un volume di fatturato pari all'81% del totale – sono i seguenti:

- collocazione territoriale della produzione: il 60% delle imprese produce in una sola regione, l'11% in due regioni ed il restante 29% circa in più di due regioni (di cui 5% anche all'estero); le cooperative si



caratterizzano per una produzione più concentrata, con i due terzi focalizzati su una sola regione; nel periodo 1996-2007 è stato registrato un significativo aumento della diversificazione geografica: in particolare 14 produttori hanno acquisito 32 nuovi siti al di fuori della regione di origine. Nel 2006 sono state riscontrate 3 nuove acquisizioni territoriali. Le regioni destinatarie di questa espansione sono state principalmente quelle centro-meridionali (in ordine di importanza: Sicilia, Abruzzo, Toscana, Umbria e Puglia);

- numero di etichette: tra il 1996 e il 2007 vi è stato un aumento di circa 1100 etichette (31% in più); nel marzo 2007 il numero medio di etichette per azienda è pari a circa 90; per poco meno di un decimo si tratta di etichette di vini comuni (situazione pressoché invariata rispetto al 2006 considerato su base omogenea); nel 1996-2007 la variazione per i vini di qualità (Doc, Docg, Igt) è stata pari al 32%, ma per i grandi vini il numero è aumentato di oltre 1,5 volte; nel 2007 questi ultimi costituiscono poco meno del 5% del totale (erano poco più del 4% nel 2006). Il 74% delle etichette appartiene ad aziende il cui fatturato è realizzato almeno per la metà tramite la grande distribuzione. Le variazioni anzidette sono parte di una tendenza recente, almeno per le società non cooperative, volta ad una maggiore attenzione alla crescita qualitativa in presenza di una dinamica complessivamente modesta (incrementi a valore intorno al 5%) di un mercato fortemente influenzato dalla grande distribuzione; nel 2007 le imprese si stanno presentando al mercato con un aumento del numero di etichette dei grandi vini pari al 10%. In tale ambito è da sottolineare che le spese pubblicitarie sono aumentate nel 2006 del 17,8% (contro l'aumento medio della spesa nazionale pubblicitaria complessiva del 2,9%);
- canali di vendita: nel 2006 il 44% delle vendite nazionali delle principali società vinicole è transitato per la grande distribuzione; si tratta della media tra il 51% delle cooperative e il 41% delle restanti società; rispetto al 2005 le cooperative sono cresciute di un punto percentuale (dal 50% al 51%), a scapito della vendita diretta e degli altri canali. Il secondo canale per importanza (20,5%) è costituito dal cosiddetto aggregato Ho.Re.Ca. (*hotel-restaurant-catering*), anche qui frutto di incidenze differenti per cooperative ed altre società: rispettivamente, 12,5% e 23,9% (si ricorda che alberghi e ristoranti contano per oltre due terzi del consumo finale delle famiglie); enoteche e *wine bar* coprono il 9,9% (con le cooperative al 4,7%), mentre la vendita diretta incide per appena l'8,4%, quota pressoché invariata rispetto all'anno precedente (Tab. 5); nell'ambito dei grandi vini, l'incidenza più elevata è invece quella del canale Ho.Re.Ca. (41%), cui seguono enoteche e *wine bar* al 29,5%; la vendita diretta sale qui al 9,9% con la grande distribuzione a quota 9,4% (quest'ultima percentuale è in regresso sensibile rispetto all'11,7% del 2005). Relativamente alle esportazioni, prevalgono le vendite tramite intermediari importatori (poco meno di otto decimi del totale), con un'incidenza della rete di proprietà al 14% circa.

### **Indicazioni sul 2006 e attese per il 2007**

I primi consuntivi per l'esercizio 2006 (riferiti all'81% delle aziende esaminate in termini di giro d'affari) evidenziano una leggera ripresa della dinamica commerciale: le vendite sono aumentate del 5,1% (Tab. a1) con lievi progressi in Italia (+3,3%) ed una maggiore crescita all'estero (+7,3%). Per il 2007, la maggioranza delle imprese (60% circa) prevede ancora uno scenario positivo, sia per le vendite complessive che per le esportazioni. Relativamente ai mercati esteri, l'Unione Europea resta di gran lunga l'area più importante: oltre la metà delle esportazioni sia nel 2005 sia nei primi consuntivi 2006, con variazioni a valore vicine al 5%. La seconda area di destinazione delle vendite all'estero (tra il 38% e il 39% circa del totale) è costituita dal Nordamerica, con un andamento in progressione nel 2006; sui restanti mercati, si distingue l'insieme Asia/Australia, in aumento del 32% circa rispetto al 2005, ma con valori relativamente limitati (quota sul totale *export* poco al di sopra del 3%).

Per il 2006 si prevede una lieve contrazione degli investimenti (6,8%), la seconda variazione negativa degli ultimi sei anni dopo il forte calo (20%) del 2004. Il suo livello resta molto inferiore ai massimi del 2002 e del 2003 (quando vi era stato soprattutto l'effetto del beneficio fiscale della legge Tremonti bis). Altro aspetto è la sempre elevata copertura della spesa attraverso le risorse del *cash-flow*: dal 126-128% degli anni 2002-2003 si è passati al 150% circa degli anni 2004-2005 ed al 169,6% del 2006 (Graf. 3).

**Tab. 5 – Principali società vinicole italiane: canali di vendita (anno 2006)**

| Totale vendite |                 |             | <i>di cui: grandi vini (*)</i> |                 |             |
|----------------|-----------------|-------------|--------------------------------|-----------------|-------------|
| Totale         | S.p.A. e s.r.l. | Cooperative | Totale                         | S.p.A. e s.r.l. | Cooperative |
| <i>in %</i>    |                 |             | <i>in %</i>                    |                 |             |

**Italia**

|                             |              |              |              |              |              |              |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vendita diretta             | 8,4          | 6,8          | 12,1         | 9,9          | 9,4          | 11,4         |
| Grande distribuzione        | 44,2         | 41,2         | 51,1         | 9,4          | 11,6         | 2,8          |
| Ho.Re.Ca.                   | 20,5         | 23,9         | 12,5         | 41,2         | 40,8         | 42,6         |
| Enotecche e <i>wine bar</i> | 9,9          | 12,2         | 4,7          | 29,5         | 25,9         | 40,2         |
| Altri canali                | 17,0         | 15,9         | 19,6         | 10,0         | 12,3         | 3,0          |
| <b>Totale</b>               | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> |

**Esteri**

|                           |              |              |              |              |              |              |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Rete propria              | 13,6         | 16,3         | 7,2          | 13,1         | 11,9         | 16,9         |
| Intermediario importatore | 77,6         | 76,6         | 79,9         | 83,8         | 85,8         | 77,4         |
| Altri canali              | 8,8          | 7,1          | 12,9         | 3,1          | 2,3          | 5,7          |
| <b>Totale</b>             | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> | <b>100,0</b> |

(\*) Prezzi medi al consumo (al pubblico) superiori a 25 euro alla bottiglia.

N.B.: Rilevazione riferita ad imprese che rappresentano l'80% del fatturato complessivo.

## II – Le società vinicole internazionali quotate

### Tendenze delle principali società vinicole internazionali quotate (2001-2005)

Questa sezione riguarda l'analisi dell'andamento dei conti annuali aggregati dei 9 maggiori gruppi internazionali, per fatturato, operanti prevalentemente nella produzione e commercializzazione di vino, quotati nelle Borse mondiali. Le evidenze coprono il quinquennio 2001-2005.

L'aggregato è così composto:

| Società                  | Paese      | Data di chiusura dell'ultimo bilancio | Fatturato (1)<br>(in migliaia di euro) |
|--------------------------|------------|---------------------------------------|--|
| Constellation Brands     | USA        | 28 febbraio 2006                      | 3.902.219                              |
| Foster's Group           | Australia  | 30 giugno 2005                        | 2.465.702                              |
| Southcorp (2)            | Australia  | 30 giugno 2005                        | 712.025                                |
| Distell Group            | Sud Africa | 30 giugno 2005                        | 626.671                                |
| Vincor International (3) | Canada     | 31 dicembre 2005                      | 404.761                                |
| Viña Concha y Toro       | Cile       | 31 dicembre 2005                      | 333.103                                |
| Vranken Pommery          | Francia    | 31 dicembre 2005                      | 250.539                                |
| McGuigan Simeon          | Australia  | 30 giugno 2005                        | 228.475                                |
| Laurent Perrier          | Francia    | 31 marzo 2006                         | 208.070                                |

(1) Convertito ai cambi di fine esercizio.

(2) Nel giugno 2005 è stata acquisita dalla Foster's.

(3) Si tratta dell'ultimo bilancio chiuso dalla società (nove mesi) prima dell'acquisizione da parte della Constellation nel giugno 2006 con conseguente *delisting*.

Il maggior produttore mondiale è la Constellation Brands, il cui fatturato nel febbraio 2006 era pari a 3,9 miliardi di euro, in progresso del 12,6% (in valuta locale) rispetto al 2005. Il giro d'affari proviene per il 70% dal vino (circa 2,7 miliardi di euro, 1,9 dei quali da produzione diretta ed il resto da distribuzione), settore in cui il Gruppo ricopre la prima posizione al mondo per volumi prodotti. La restante quota di fatturato deriva dalla birra per il 23% e dagli *spirits* per il 7%. Rispetto al 2001 il fatturato di Constellation è cresciuto in valuta locale del 63% (10% in ragione d'anno), anche in virtù di un'aggressiva politica di acquisizioni che ha riguardato alcuni grandi *player* internazionali: l'australiana Hardy Wine Company (marzo 2003), l'americana Mondavi (dicembre 2004) e da ultimo la Vincor, primo produttore canadese ed ottavo al mondo (nel giugno 2006, dopo che nel 2005 gli azionisti Vincor avevano respinto due precedenti offerte di Constellation). Al dicembre 2004 risale invece il rilievo del 40% dell'italiana Ruffino, i cui vini sono commercializzati negli Stati Uniti dal febbraio 2005. L'acquisizione della Vincor ha espresso un multiplo *EV/Mol* pari a 13,1x, in linea con la media delle maggiori operazioni precedenti <sup>(8)</sup>. Il Gruppo figura ormai stabilmente tra le maggiori aziende statunitensi, fa parte dell'indice S&P 500 e rientra nel *panel* delle 500 maggiori società internazionali censite da *Fortune*. La società dichiara una quota sul mercato statunitense pari a circa il 25% nel segmento *premium* (bottiglie tra 5 e 9 US\$) e del 28% in quello *super-premium* (9-12 US\$); è inoltre il primo importatore di vini dall'Australia negli Stati Uniti e nel Regno Unito (dove è molto attiva anche la neo acquisita Vincor), primo produttore australiano per volume (tramite la Hardy) e secondo in Nuova Zelanda (dove controlla la Nobile).

L'australiana Foster's è seconda per fatturato (2,5 miliardi di euro nel giugno 2005), ma ha un tasso di crescita pressoché nullo nel quinquennio (-0,5% in ragione d'anno), anche per effetto della dismissione di alcune attività considerate *non core* (immobiliare ed alberghiero). L'acquisizione della connazionale Southcorp ha invertito il *trend* nel 2006, portando il giro d'affari a crescere, in valuta locale, del 25% rispetto

---

<sup>(8)</sup> *EV*= *Enterprise Value*, dato dalla somma tra capitalizzazione di borsa e debiti al netto della liquidità; *Mol* = Margine operativo lordo, dato dalla differenza tra valore aggiunto e costo del lavoro. Questi i principali multipli *EV/Mol*: Foster's / Beringer 12,0x (Settembre 2000), Allied / Montana 12,2x (Febbraio 2001), Southcorp / Rosemount 12,2x, Constellation / BRL Hardy 12,3x (marzo 2003), Constellation / Mondavi 15,2x (ottobre 2004), Foster's/Southcorp 14,9x (gennaio 2005).

al 2005 (a 2,9 miliardi di euro) ed il segmento del vino a superare quello della birra (53% in termini di fatturato).

A fine 2005 il maggiore produttore mondiale di vini nel segmento *popular premium* (prezzo superiore a 3 US\$ per bottiglia da 750 ml) era la Constellation Brands (Graf. 5) con circa 53 milioni di *9L cases* e cioè casse da 9 litri (tenuto conto dell'apporto della Vincor), seguita dalla Foster's con circa 38 milioni di casse (dopo l'integrazione con Southcorp) e dall'americana Gallo (società non quotata) con 26 milioni di casse. I due successivi maggiori produttori sono imprese il cui *core business* è centrato sugli *spirits* (per tale motivo non sono censite in questa indagine): la Pernod Ricard che produce 23 milioni di casse di vino, metà circa delle quali apportate dall'acquisizione di Allied Domeq del luglio 2005 e la Diageo con 12 milioni di casse. Chiude la graduatoria la cilena Concha y Toro con 11 milioni di casse di vino.

Il maggiore saggio di sviluppo del fatturato è della australiana McGuigan Simeon, che nel quinquennio è progredita del 377% (37% su base annua), seguita dalla francese Vranken Pommery (+81% nel periodo) e dalla cilena Concha y Toro (+80%); di segno opposto l'evoluzione della Southcorp che ha dimezzato il fatturato (-55,6%) e della Foster's il cui regresso (-2,6% nel quinquennio) è stato bilanciato, come detto, dall'acquisizione della Southcorp. Alla Foster's spetta tuttavia la migliore incidenza dell'utile sul fatturato (15,5% medio nel quinquennio) cui segue la Concha y Toro (11,6%) e la coppia Vincor (Canada) e Laurent Perrier (Francia), allineate su tassi dell'8% circa. Negative le incidenze medie di Southcorp (per le gravi perdite del 2003, ma anche per il rosso del 2005) e della McGuigan (il cui risultato dipende integralmente dalla pesante perdita netta del 2002, in assenza della quale la società esprimerebbe una redditività superiore all'11%).

La Foster's primeggia anche per *roe* medio (17%) seguita da Concha y Toro, Constellation e Distell (Sud Africa) attorno al 14-15%.

Il coacervo dei bilanci dei 9 maggiori gruppi quotati è riportato in calce a questa nota (Tab. 6). Esso evidenzia nel 2005 un volume d'affari pari a 9,2 miliardi di euro <sup>(9)</sup> in lieve crescita rispetto ai 9 miliardi dell'esercizio precedente (+2,1%). Il maggiore dinamismo è mostrato dalla McGuigan Simeon (+20,4%), seguita dalla Constellation Brands (+12,6%) e dalla francese Vranken Pommery (+10,1%). Le crescite più modeste sono state quelle delle due australiane Foster's (1,6%) e Southcorp (0,5%). Nel quinquennio lo sviluppo del fatturato complessivo dell'aggregato è stato pari all'11%.

I principali margini del conto economico, in rapporto al fatturato, mostrano nel 2005 un netto miglioramento rispetto all'anno precedente: il Mol si è riportato oltre i livelli del periodo 2001-2003 (19-20%), attestandosi al 20,3%, assai superiore al 13,8% del 2004; il Mon è cresciuto dal 10,5% del 2004 al 17,0% del 2005. L'utile netto si è fissato all'11,1% dei ricavi, senza aver beneficiato di componenti straordinarie che nel 2004 erano state pari al 5,6% del fatturato, sostenute dai proventi da dismissioni realizzati da Foster's a seguito del disimpegno dal comparto alberghiero. Nel 2003 l'utile dell'aggregato era stato pressoché nullo (0,7% del fatturato), gravato dagli oneri di ristrutturazione (soprattutto abbattimenti dell'avviamento e svalutazioni) operati da Southcorp (quasi l'8% dei ricavi aggregati). Il miglioramento dei risultati sconta una dinamica positiva dei consumi di vino rispetto alle bevande concorrenti (soprattutto birra).

Nel 2005 l'aggregato delle imprese vinicole ha generato nuove risorse finanziarie per 2,8 miliardi di euro, provenienti per oltre la metà (1,6 miliardi) da *cash-flow* e per la parte restante dall'accensione di nuovi finanziamenti.

Il *roe* medio nel 2005 è stato del 14,5% rispetto al 14,3% del 2004, al di sopra dei livelli del 2001-2002 (nel 2003 esso era pressoché nullo per effetto della già richiamata ristrutturazione operata da Southcorp).

Il rapporto tra debiti finanziari e capitale netto si mantiene al di sotto dell'unità, pur segnando nel 2005 (91%) un incremento rispetto al 2004 (81%), a causa di un indebitamento finanziario cresciuto più del

---

<sup>(9)</sup> I bilanci sono stati tradotti in euro in base a cambi fissi rilevati a fine 2005, assumendo che la maggiore parte delle transazioni concluse dalle società siano denominate nella stessa valuta di redazione del bilancio.

patrimonio. Il rapporto tra debiti finanziari e *cash-flow* è pari a 4,7 volte (era 6,3 volte nel 2004), mantenendosi entro il campo di variazione del periodo 2001-2003 (3,6-4,7).

Quanto ai *trend* più recenti, questi gli elementi essenziali evidenziati dai due maggiori produttori:

Foster's: ha chiuso il bilancio 2006 con un progresso del fatturato pari al 24,5% (già richiamato "effetto Southcorp"). La semestrale a dicembre 2006 (presentata lo scorso febbraio) indica un ulteriore consolidamento del fatturato (+3,5%) ed una crescita dell'utile netto pari all'11%. I volumi di vino complessivi sono cresciuti del 3,1%, sintesi tra la caduta del 10,5% del mercato di Australia e Asia e la crescita dell'America (+3,3%) e soprattutto dell'area EMEA (*Europe, Middle East and Africa*), dove il progresso è stato del 29,4% (+36% nel Regno Unito e +21% in Europa Continentale). Il fatturato si è conseguentemente ridotto del 4,7% nell'area del Pacifico, aumentando dell'8% in America e del 15,7% nell'EMEA (variazioni a cambi costanti);

Constellation Brands: i nove mesi chiusi a novembre 2006 indicano un progresso del fatturato del 14,6%, per effetto del consolidamento di Vincor, ed un miglioramento dell'utile netto del 13%. Il giro d'affari relativo al vino cresce del 20% circa. In parte diversa la ricomposizione del portafoglio rispetto alla Foster's: forte incremento del fatturato nel Nord America con un +26% (effetto Vincor), progresso anche in Australia/Nuova Zelanda (+8%) e modesto incremento in Europa (+2%, sempre a cambi costanti).

Positive infine anche le prime indicazioni sui dati 2006 delle società francesi. La Vranken Pommery segna un progresso di fatturato nell'ordine del 9% (trainato dalle vendite di *champagne*, che rappresenta oltre il 90% del fatturato), mentre gli ultimi dati disponibili della Lurent Perrier, anch'essa focalizzata sullo *champagne*, indicano un progresso del giro d'affari nei primi 9 mesi del 2006 pari al 13,8%, dovuto per circa il 9% ai maggiori volumi venduti e per la restante quota al *mix* dei prezzi.

**Tab. 6 - Aggregato dei maggiori nove gruppi internazionali quotati**

| Conto economico aggregato                       | 2001                    | 2002              | 2003              | 2004              | 2005              | 2001                      | 2002        | 2003        | 2004        | 2005        |
|---|-------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|   | <i>migliaia di euro</i> |                   |                   |                   |                   | <i>in % del fatturato</i> |             |             |             |             |
| Fatturato netto                                 | 8.267.323               | 8.342.560         | 8.815.521         | 8.992.084         | 9.179.485         | 100,0                     | 100,0       | 100,0       | 100,0       | 100,0       |
| <i>Numero indice</i>                            | <i>100,0</i>            | <i>100,9</i>      | <i>106,6</i>      | <i>108,8</i>      | <i>111,0</i>      |                           |             |             |             |             |
| Acquisti e costo del lavoro                     | 6.727.364               | 6.675.616         | 7.120.015         | 7.749.389         | 7.320.068         | 81,4                      | 80,0        | 80,8        | 86,2        | 79,7        |
| <b>Margine operativo lordo</b>                  | <b>1.539.959</b>        | <b>1.666.944</b>  | <b>1.695.505</b>  | <b>1.242.695</b>  | <b>1.859.418</b>  | <b>18,6</b>               | <b>20,0</b> | <b>19,2</b> | <b>13,8</b> | <b>20,3</b> |
| Ammortamenti                                    | 283.777                 | 268.332           | 295.067           | 297.399           | 300.669           | 3,4                       | 3,2         | 3,3         | 3,3         | 3,3         |
| <b>Margine operativo netto</b>                  | <b>1.256.182</b>        | <b>1.398.612</b>  | <b>1.400.438</b>  | <b>945.296</b>    | <b>1.558.748</b>  | <b>15,2</b>               | <b>16,8</b> | <b>15,9</b> | <b>10,5</b> | <b>17,0</b> |
| Oneri finanziari                                | 432.621                 | 440.107           | 455.721           | 400.922           | 385.023           | 5,2                       | 5,3         | 5,2         | 4,5         | 4,2         |
| Proventi finanziari                             | 128.098                 | 149.425           | 132.186           | 141.449           | 104.910           | 1,5                       | 1,8         | 1,5         | 1,6         | 1,1         |
| <b>Risultato corrente prima delle imposte</b>   | <b>951.658</b>          | <b>1.107.930</b>  | <b>1.076.902</b>  | <b>685.823</b>    | <b>1.278.635</b>  | <b>11,5</b>               | <b>13,3</b> | <b>12,2</b> | <b>7,6</b>  | <b>13,9</b> |
| Saldo altri costi e ricavi                      | -13.303                 | 60.739            | -724.990          | 502.384           | 67.063            | -0,2                      | 0,7         | -8,2        | 5,6         | 0,7         |
| Imposte   | -277.139                | -352.343          | -279.857          | -228.208          | -322.523          | -3,4                      | -4,2        | -3,2        | -2,5        | -3,5        |
| Risultato netto (inclusi i terzi)               | 661.217                 | 816.326           | 72.056            | 959.999           | 1.023.174         | 8,0                       | 9,8         | 0,8         | 10,7        | 11,1        |
| Interessi di terzi                              | -5.601                  | -3.047            | -6.043            | -6.297            | -3.526            | -0,1                      | 0,0         | -0,1        | -0,1        | 0,0         |
| <b>Risultato netto di competenza del Gruppo</b> | <b>655.615</b>          | <b>813.280</b>    | <b>66.013</b>     | <b>953.702</b>    | <b>1.019.648</b>  | <b>7,9</b>                | <b>9,7</b>  | <b>0,7</b>  | <b>10,6</b> | <b>11,1</b> |
| <i>roe</i>                                      | <i>12,3</i>             | <i>13,5</i>       | <i>0,9</i>        | <i>14,3</i>       | <i>14,5</i>       |                           |             |             |             |             |
| Stato patrimoniale aggregato                    |                         |                   |                   |                   |                   |                           |             |             |             |             |
| Immobilizzi tecnici netti                       | 3.973.801               | 3.976.123         | 4.362.962         | 4.151.052         | 4.409.152         |                           |             |             |             |             |
| Altri immobilizzi                               | 3.642.661               | 3.583.935         | 3.970.231         | 4.832.570         | 5.958.943         |                           |             |             |             |             |
| Attivi finanziari                               | 1.302.785               | 1.176.015         | 1.121.390         | 1.394.565         | 1.121.761         |                           |             |             |             |             |
| Capitale circolante netto                       | 3.361.735               | 3.557.771         | 4.330.240         | 4.283.870         | 4.756.825         |                           |             |             |             |             |
| Fondi del personale ed altri fondi              | -466.598                | -467.930          | -612.917          | -828.623          | -829.925          |                           |             |             |             |             |
| <b>Capitale investito</b>                       | <b>11.814.384</b>       | <b>11.825.912</b> | <b>13.171.906</b> | <b>13.833.434</b> | <b>15.416.756</b> |                           |             |             |             |             |
| Capitale netto                                  | 5.964.711               | 6.816.239         | 7.453.806         | 7.642.982         | 8.069.217         |                           |             |             |             |             |
| Debiti finanziari                               | 5.849.674               | 5.009.675         | 5.718.101         | 6.190.455         | 7.347.539         |                           |             |             |             |             |
| <b>Totale</b>                                   | <b>11.814.384</b>       | <b>11.825.912</b> | <b>13.171.906</b> | <b>13.833.434</b> | <b>15.416.756</b> |                           |             |             |             |             |
| Tassi di cambio (a fine anno)                   |                         |                   |                   |                   |                   |                           |             |             |             |             |
| US\$ per un euro                                | 0,88                    | 1,05              | 1,26              | 1,36              | 1,18              |                           |             |             |             |             |
| AUS per un euro                                 | 1,73                    | 1,86              | 1,68              | 1,75              | 1,61              |                           |             |             |             |             |

## L'indice mondiale delle società vinicole (2001-2007)

L'indice mondiale Mediobanca <sup>(10)</sup> delle società vinicole comprende, a fine febbraio 2007, 36 emittenti quotati nelle principali Borse mondiali. I due maggiori gruppi quotati, la statunitense Constellation Brands e l'australiana Foster's, determinano in buona misura l'andamento dell'indice con un peso pari a circa il 65% a fine febbraio 2007. I quattro principali paesi, Australia, USA, Cina e Cile (che ha rimpiazzato il Canada dopo il *delisting* del suo principale produttore, la Vincor) rappresentano, sempre a fine febbraio 2007, circa l'80% della capitalizzazione complessiva, che si attesta a 18,5 miliardi di euro. Da segnalare il peso crescente assunto dalle società cinesi <sup>(11)</sup> che hanno registrato nell'ultimo anno aumenti dei corsi assai sostenuti (+109%), seppure nel contesto di mercati azionari ancora poco aperti e trasparenti; esse hanno raggiunto una capitalizzazione pari all'8% del campione complessivo (Graf. 6), divenendo il terzo paese più rappresentativo dopo Australia ed USA e prima di Cile e Francia.

Il valore delle azioni delle società vinicole internazionali a fine febbraio 2007 superava del 91,8% i valori di inizio 2001 (indice in valuta locale con reinvestimento dei dividendi). La variazione in termini relativi è pari al 53,1% tenuto conto dell'aumento del 25,3% dell'indice generale dei prezzi di tutti i titoli quotati (Tab. 7). Relativamente alle società vinicole, le variazioni di prezzo più consistenti nei 5 anni e due mesi esaminati sono state segnate dalle società cinesi con un progresso del 333% grazie anche all'ottima *performance* del 2006 (+109,4%); seguono le imprese canadesi, interessate dalla contrastata vicenda che ha portato la statunitense Constellation ad acquisire la Vincor: +322,5% è l'apprezzamento dell'indice vinicolo di quel Paese. In rialzo anche gli Stati Uniti +153,8%, la Francia +121,9%, il Cile +96,1% e la Spagna con +65,7%. L'Australia ha registrato una dinamica meno marcata, con un progresso del 50,2%, che tuttavia diventa negativo in termini relativi del 35,6%, ossia al netto della dinamica delle borsa nazionale. Anche il Cile e la Spagna presentano variazioni negative al netto dell'andamento del mercato domestico, pari rispettivamente al 30,4% ed al 6,7%. Positiva infine la tendenza del coacervo dei Paesi "residui" (Germania, Grecia, Nuova Zelanda, Sud Africa, UK), determinata principalmente dalla sudafricana Distell (+543% da inizio 2001, per una capitalizzazione a fine febbraio pari a 1,1 miliardi di euro), il cui corso è cresciuto dal 2001 del 656,3%.

Per quanto concerne le tendenze più recenti (Tab. 9), il 2006 si è chiuso con una nuova variazione positiva (21,5%) in un contesto mondiale di Borse pure crescenti (+16,1%), mentre il 2007 si è aperto con un'intonazione negativa (-6,9%), in un contesto internazionale sostanzialmente statico (+0,6% le borse mondiali), sulla scia delle *performance* negative di USA (-19,1%) ed Australia (-8,5%). Da notare che Cina (+109,4%), Canada (+55,4%), Francia (+29,3%) ed Australia (+28,2%) si segnalano come i migliori mercati del 2006, oltre al già citato coacervo dei Paesi residui che è progredito del 33,2%; il primo scorcio del 2007 è ancora dominato da questi ultimi (+14%), con Distell a +19,5% oltre che da Francia (+10%), Cina (+9,9%) e Spagna (+7,4%).

Da segnalare infine che la dinamica dei cambi avrebbe penalizzato un investitore dell'area euro il cui montante finale (febbraio 2007) avrebbe generato un apprezzamento inferiore di circa il 10% e cioè +81,1%.

---

<sup>(10)</sup> Per una descrizione esauriente dell'indice e della metodologia di calcolo si rinvia al documento *Indice mondiale delle società vinicole*; Ufficio Studi Mediobanca, dicembre 2004; [www.mbres.it](http://www.mbres.it)

<sup>(11)</sup> Si tratta di due società. La Yantai Changyu Pioneer Wine Company e la Dynasty Fine Wines. La prima, quotata dal 1997 presso la Borsa cinese di Shenzhen, è controllata dalla Yantai Changyu Company Ltd, società parzialmente privatizzata dallo Stato cinese che ne ha ceduto il 33% all'italiana Illva ed un'ulteriore quota del 10% alla IFC-International Finance Corporation, trattenendo a sé una quota residua del 12%. Le azioni detenute dalla Yantai Changyu Company nella Pioneer, pari al 50,4% del capitale, appartengono alla categoria A e non sono quotate. La parte restante del capitale è quotata ed è rappresentata da ulteriori azioni di categoria A e da quelle di categoria B. E' previsto per statuto un progressivo collocamento in Borsa delle azioni non quotate. La Dynasty Fine Wines è quotata ad Honk Kong dal gennaio 2005. E' nata nel 1980 come *joint-venture* franco-cinese con la partecipazione della Remy Cointreau.

**Tab. 7 – Indici Mediobanca delle società vinicole: raffronto con quelli delle relative borse di quotazione (1 gennaio 2001 – 28 febbraio 2007, indici total return)**

|  | Indice dei vini<br>Mediobanca TR | Indice di mercato TR<br>(MSCI) | Indice dei vini<br>deflazionato |
|--|----------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|
| <i>Indici al 28 febbraio 2007, base 2/1/2001=100</i> |                                  |                                |                                 |
|  | (a)                              | (b)                            | (a/b*100)                       |
| Australia  | 150,2                            | 233,2                          | 64,4                            |
| Canada   | 422,5                            | 159,0                          | 265,7                           |
| Cile   | 196,1                            | 281,9                          | 69,6                            |
| Cina   | 432,9                            | 216,8                          | 199,7                           |
| Francia  | 221,9                            | 110,1                          | 201,5                           |
| Spagna   | 165,7                            | 177,5                          | 93,3                            |
| USA  | 253,8                            | 118,4                          | 214,4                           |
| Altri Paesi  | 756,3                            |                                |                                 |
| <b>Mondo (valuta locale)</b>                         | <b>191,8</b>                     | <b>125,3</b>                   | <b>153,1</b>                    |

**Tab. 8 – Indici Mediobanca delle società vinicole (2001-2007, versione *total return*)**

|                                    | Dic.<br>2001 | Dic.<br>2002 | Dic.<br>2003 | Dic.<br>2004 | Dic.<br>2005 | Dic.<br>2006 | Feb.<br>2007 |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <i>base 2/1/2001=100</i>           |              |              |              |              |              |              |              |
| Australia                          | 120,6        | 102,3        | 95,3         | 130,3        | 128,1        | 164,2        | 150,2        |
| Canada                             | 190,9        | 188,9        | 225,1        | 288,9        | 257,7        | 400,5        | 422,5        |
| Cile                               | 129,6        | 143,0        | 144,8        | 191,1        | 181,6        | 185,0        | 196,1        |
| Cina                               | 118,7        | 86,3         | 104,4        | 150,8        | 188,1        | 393,8        | 432,9        |
| Francia                            | 80,5         | 94,9         | 101,3        | 120,0        | 156,0        | 201,7        | 221,9        |
| Spagna                             | 105,4        | 102,0        | 118,4        | 120,7        | 133,8        | 154,3        | 165,7        |
| USA                                | 125,4        | 130,2        | 179,1        | 253,5        | 283,1        | 313,6        | 253,8        |
| Altri Paesi                        | 174,0        | 233,2        | 282,9        | 404,5        | 498,1        | 663,5        | 756,3        |
| <b>Mondo (valuta locale)</b>       | <b>123,4</b> | <b>115,2</b> | <b>121,5</b> | <b>164,8</b> | <b>169,6</b> | <b>206,0</b> | <b>191,8</b> |
| <b>Indice MSCI (valuta locale)</b> | <b>86,1</b>  | <b>65,6</b>  | <b>82,4</b>  | <b>92,1</b>  | <b>107,2</b> | <b>124,5</b> | <b>125,3</b> |

**Tab. 9 – Indici Mediobanca delle società vinicole (versione *total return*): variazioni % sul dicembre dell'anno precedente (2001-2007)**

|                                    | Dic.<br>2001 | Dic.<br>2002 | Dic.<br>2003 | Dic.<br>2004 | Dic.<br>2005 | Dic.<br>2006 | Feb.<br>2007 |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <i>base 2/1/2001=100</i>           |              |              |              |              |              |              |              |
| Australia                          | 20,6         | -15,2        | -6,8         | 36,7         | -1,7         | 28,2         | -8,5         |
| Canada                             | 90,9         | -1,0         | 19,2         | 28,3         | -10,8        | 55,4         | 5,5          |
| Cile                               | 29,6         | 10,3         | 1,3          | 32,0         | -5,0         | 1,9          | 6,0          |
| Cina                               | 18,7         | -27,3        | 21,0         | 44,4         | 24,7         | 109,4        | 9,9          |
| Francia                            | -19,5        | 17,9         | 6,7          | 18,5         | 30,0         | 29,3         | 10,0         |
| Spagna                             | 5,4          | -3,2         | 16,1         | 1,9          | 10,9         | 15,3         | 7,4          |
| USA                                | 25,4         | 3,8          | 37,6         | 41,5         | 11,7         | 10,8         | -19,1        |
| Altri Paesi                        | 74,0         | 34,0         | 21,3         | 43,0         | 23,1         | 33,2         | 14,0         |
| <b>Mondo (valuta locale)</b>       | <b>23,4</b>  | <b>-6,6</b>  | <b>5,5</b>   | <b>35,6</b>  | <b>2,9</b>   | <b>21,5</b>  | <b>-6,9</b>  |
| <b>Indice MSCI (valuta locale)</b> | <b>-13,9</b> | <b>-23,8</b> | <b>25,6</b>  | <b>11,8</b>  | <b>16,4</b>  | <b>16,1</b>  | <b>0,6</b>   |



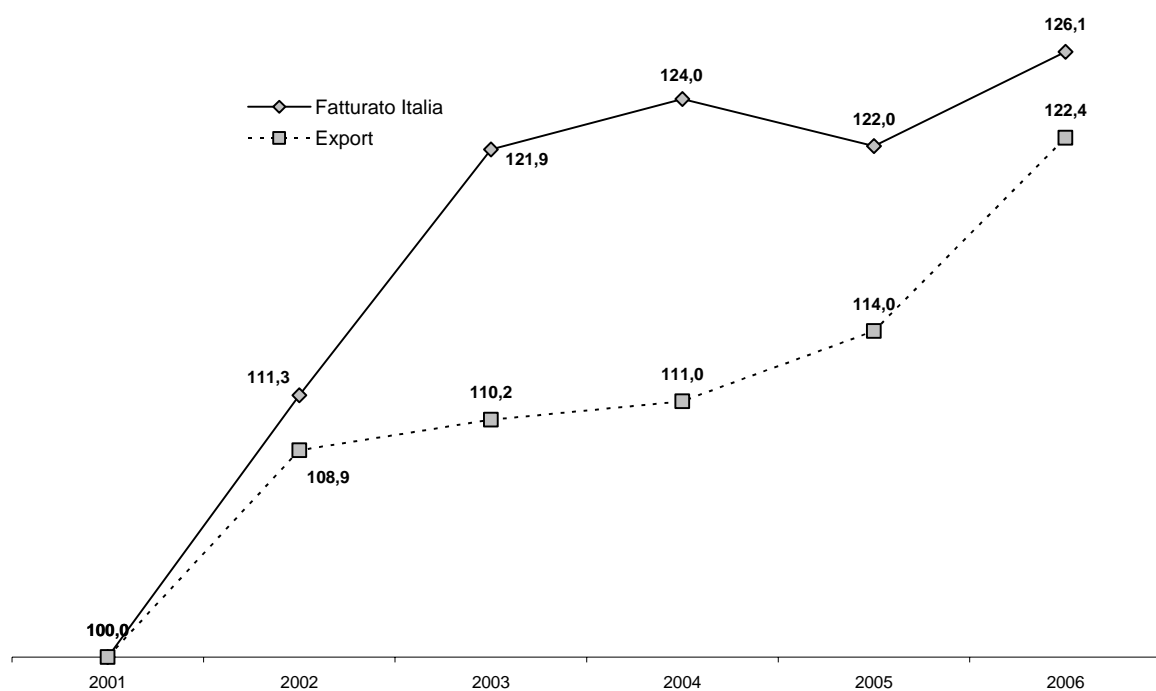
## **A l l e g a t i**

**Tab. a1 – Fatturato – Variazione % annua**

|                    | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|--------------------|------|------|------|------|------|------|
| Totale fatturato   | 7,4  | 10,2 | 5,7  | 1,3  | 0,3  | 5,1  |
| Vendite in Italia  | 6,6  | 11,3 | 9,5  | 1,8  | -1,6 | 3,3  |
| Vendite all'estero | 8,4  | 8,9  | 1,2  | 0,7  | 2,7  | 7,3  |

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi Mediobanca.

**Graf. 1 - Principali società vinicole: fatturato (indici 2001 = 100)**



**Tab. a2 – Stati patrimoniali aggregati**

| <i>dati in migliaia di euro</i>    | 2001             | 2002             | 2003             | 2004             | 2005             |
|------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Immobilizzi tecnici netti          | 1.071.324        | 1.191.020        | 1.315.125        | 1.405.168        | 1.508.088        |
| Altri immobilizzi                  | 375.758          | 484.171          | 395.469          | 393.753          | 433.798          |
| Attivi finanziari                  | 184.344          | 219.146          | 189.493          | 185.634          | 195.871          |
| Capitale circolante                | 1.046.284        | 1.069.116        | 1.272.525        | 1.275.082        | 1.301.951        |
| Fondi del personale ed altri fondi | -107.492         | -117.184         | -119.850         | -141.004         | -144.143         |
| <b>Capitale investito</b>          | <b>2.570.218</b> | <b>2.846.269</b> | <b>3.052.762</b> | <b>3.118.633</b> | <b>3.295.565</b> |
| Capitale netto                     | 1.295.440        | 1.414.088        | 1.450.176        | 1.498.635        | 1.569.700        |
| Debiti finanziari                  | 1.274.778        | 1.432.181        | 1.602.586        | 1.619.998        | 1.725.865        |
| <b>Totale</b>                      | <b>2.570.218</b> | <b>2.846.269</b> | <b>3.052.762</b> | <b>3.118.633</b> | <b>3.295.565</b> |

*Fonte:* elaborazioni Ufficio Studi Mediobanca.

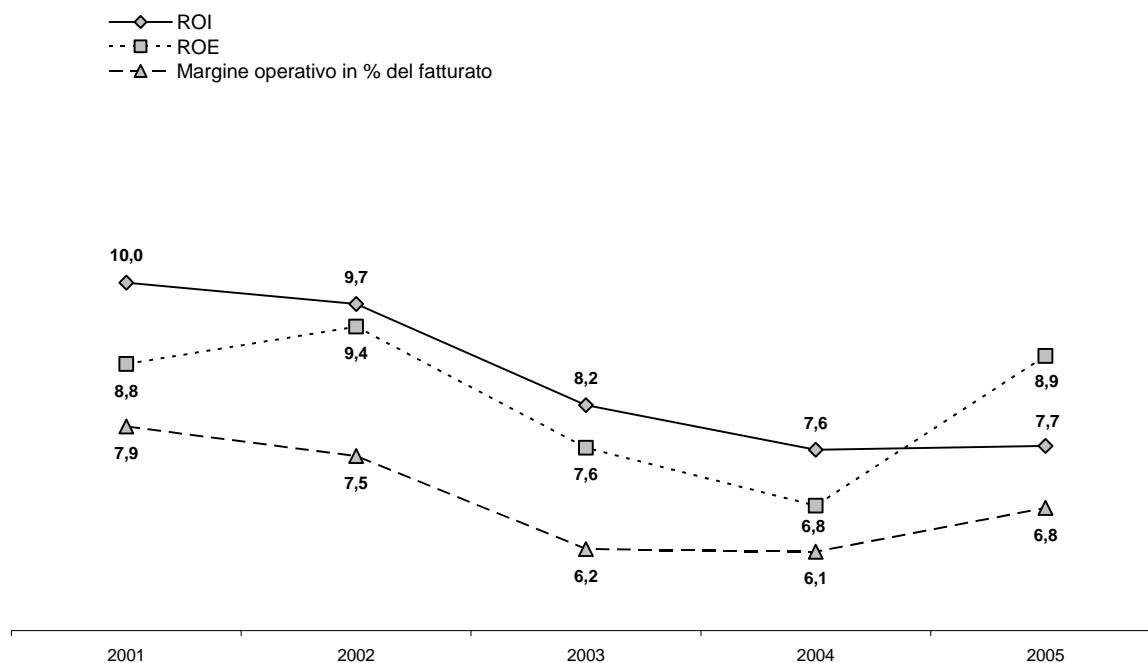
**Tab. a3 – Conti economici aggregati**

| <i>dati in migliaia di euro</i>                 | 2001           | 2002           | 2003           | 2004           | 2005           |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Fatturato netto                                 | 2.961.689      | 3.263.391      | 3.450.038      | 3.495.383      | 3.504.581      |
| Consumi   | 2.339.397      | 2.591.084      | 2.789.937      | 2.810.925      | 2.773.780      |
| <b>Valore aggiunto</b>                          | <b>622.292</b> | <b>672.307</b> | <b>660.101</b> | <b>684.458</b> | <b>730.801</b> |
| Costo del lavoro                                | 264.571        | 289.534        | 306.392        | 322.337        | 340.885        |
| <b>Margine operativo lordo</b>                  | <b>357.721</b> | <b>382.773</b> | <b>353.709</b> | <b>362.121</b> | <b>389.916</b> |
| Ammortamenti ordinari                           | 122.744        | 137.719        | 140.753        | 147.749        | 152.836        |
| <b>Margine operativo netto</b>                  | <b>234.977</b> | <b>245.054</b> | <b>212.956</b> | <b>214.372</b> | <b>237.080</b> |
| Oneri finanziari                                | 79.515         | 82.661         | 74.383         | 68.858         | 67.450         |
| Proventi finanziari                             | 23.108         | 33.060         | 51.693         | 22.556         | 20.485         |
| <b>Risultato corrente prima delle imposte</b>   | <b>178.570</b> | <b>195.453</b> | <b>190.266</b> | <b>168.070</b> | <b>190.115</b> |
| Altri costi e ricavi (°)                        | 2.565          | 5.103          | -19.095        | 12.818         | 3.691          |
| Imposte (°)                                     | -76.033        | -79.445        | -68.399        | -78.580        | -64.951        |
| <b>Risultato netto (incluse quote di terzi)</b> | <b>105.102</b> | <b>121.111</b> | <b>102.772</b> | <b>102.308</b> | <b>128.855</b> |
| Fatturato all'estero                            | 1.369.442      | 1.491.535      | 1.509.463      | 1.520.360      | 1.561.774      |
| <i>in % del fatturato complessivo</i>           | <i>46,2</i>    | <i>45,7</i>    | <i>43,8</i>    | <i>43,5</i>    | <i>44,6</i>    |
| Dipendenti                                      | 7.989          | 8.275          | 8.516          | 9.019          | 9.375          |
| Investimenti                                    | 205.727        | 259.843        | 262.868        | 210.032        | 228.050        |
| <b>Valori pro-capite (000 euro)</b>             |                |                |                |                |                |
| Fatturato netto                                 | 370,7          | 394,4          | 405,1          | 387,6          | 373,8          |
| Valore aggiunto                                 | 77,9           | 81,2           | 77,5           | 75,9           | 78,0           |
| Costo del lavoro                                | 33,1           | 35,0           | 36,0           | 35,7           | 36,4           |
| Capitale investito                              | 321,7          | 344,0          | 358,5          | 345,8          | 351,5          |

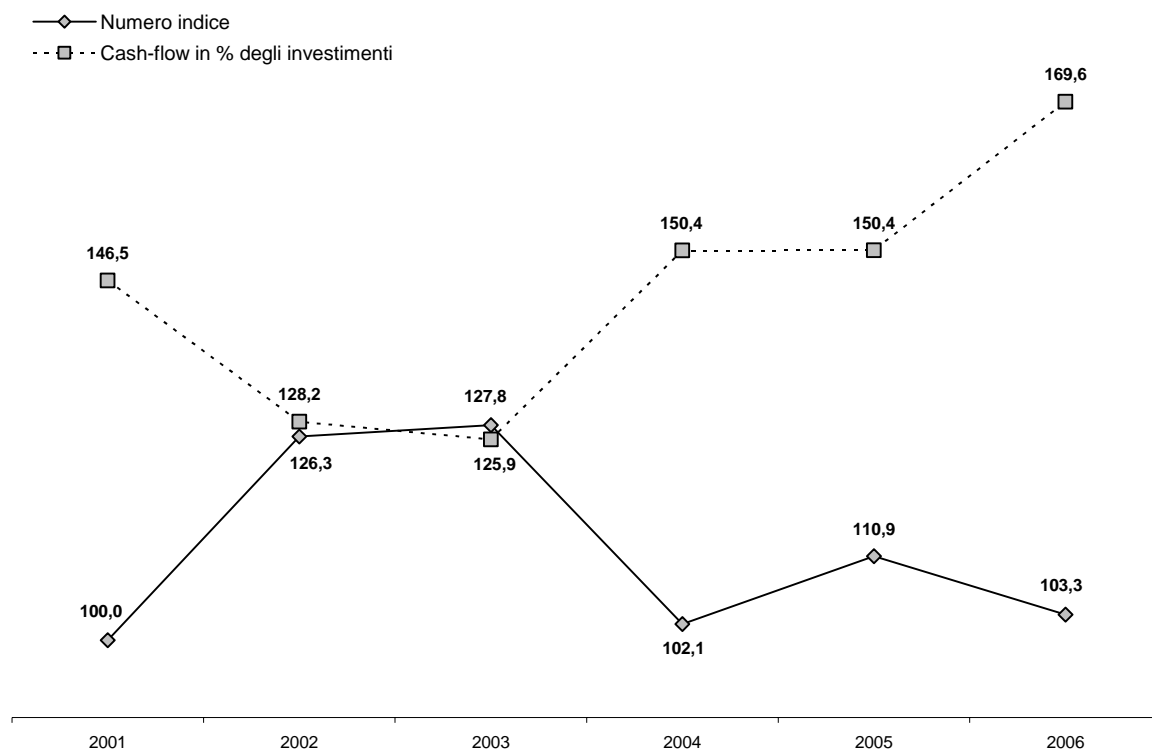
(°) Nel 2004 è compreso l'effetto positivo del disinquinamento fiscale (proventi per 11,5 milioni, imposte per 4,1 milioni).

*Fonte:* elaborazioni Ufficio Studi Mediobanca.

**Graf. 2 - Principali società vinicole: indicatori di profitto**



**Graf. 3 - Principali società vinicole: investimenti tecnici**



**Tab. a4 – Struttura del conto economico (in % del fatturato)**

|                                | 2001        | 2002        | 2003        | 2004        | 2005        |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Valore aggiunto                | 21,0        | 20,6        | 19,1        | 19,6        | 20,8        |
| Costo del lavoro               | 8,9         | 8,9         | 8,8         | 9,2         | 9,7         |
| <b>Margine operativo lordo</b> | <b>12,1</b> | <b>11,7</b> | <b>10,3</b> | <b>10,4</b> | <b>11,1</b> |
| Ammortamenti ordinari          | 4,2         | 4,2         | 4,1         | 4,3         | 4,4         |
| <b>Margine operativo netto</b> | <b>7,9</b>  | <b>7,5</b>  | <b>6,2</b>  | <b>6,1</b>  | <b>6,7</b>  |
| Oneri e proventi finanziari    | -1,9        | -1,5        | -0,7        | -1,3        | -1,3        |
| <b>Risultato corrente</b>      | <b>6,0</b>  | <b>6,0</b>  | <b>5,5</b>  | <b>4,8</b>  | <b>5,4</b>  |

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi Mediobanca.

**Tab. a5 – Indicatori**

|  | 2001        | 2002       | 2003       | 2004 (§)   | 2005       |
|--|-------------|------------|------------|------------|------------|
| Margine operativo netto in % del fatturato       | 7,9         | 7,5        | 6,2        | 6,1        | 6,8        |
| Proventi finanziari in % del fatturato (*)       | 0,7         | 0,9        | 1,1        | 0,6        | 0,4        |
| Fatturato in % del capitale                      | 115,2       | 114,7      | 113,0      | 112,3      | 106,3      |
| <b>ROI %</b>                                     | <b>10,0</b> | <b>9,7</b> | <b>8,2</b> | <b>7,6</b> | <b>7,7</b> |
| Debiti finanziari in % del capitale              | 49,6        | 50,3       | 52,5       | 52,1       | 52,4       |
| Costo del debito % (°)                           | 5,9         | 5,6        | 4,5        | 4,0        | 3,8        |
| Poste straordinarie in % del risultato corrente  | 1,4         | 2,6        | -10,0      | 0,8        | 1,9        |
| Aliquota fiscale media in % dell'utile lordo (^) | 38,6        | 39,4       | 34,6       | 40,1       | 33,2       |
| <b>ROE %</b>                                     | <b>8,8</b>  | <b>9,4</b> | <b>7,6</b> | <b>6,8</b> | <b>8,9</b> |
| Variazione % del fatturato                       | 7,4         | 10,2       | 5,7        | 1,3        | 0,3        |
| Variazione % dei dipendenti                      | 5,3         | 3,6        | 2,9        | 5,9        | 3,9        |
| Investimenti in % del fatturato                  | 6,9         | 8,0        | 7,6        | 6,0        | 6,5        |
| Capitale circolante/Fatturato                    | 35,3        | 32,8       | 36,9       | 36,5       | 37,1       |
| Debiti finanziari/Patrimonio netto               | 98,4        | 101,3      | 110,5      | 108,6      | 109,9      |

ROI = *return on investment* = (MON + proventi finanziari) / Capitale investito

ROE = *return on equity* = Utile netto / Capitale netto

(§) Esclusi gli effetti del disinquinamento fiscale.

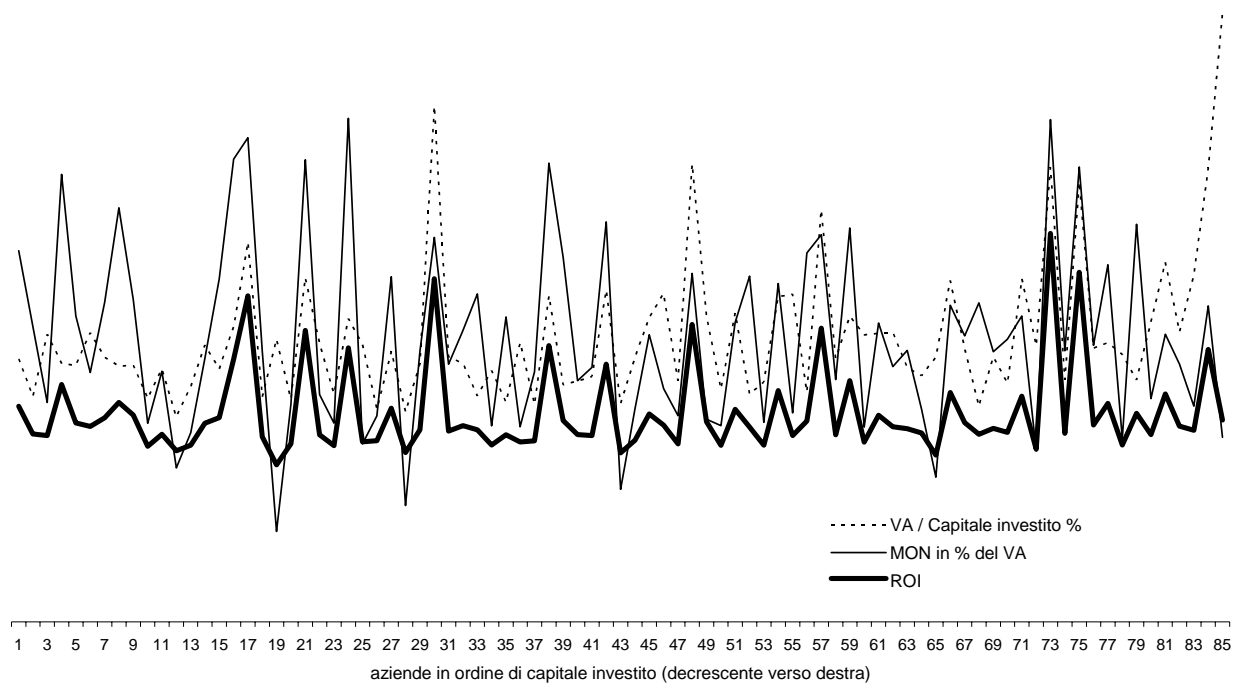
(\*) Esclusi i proventi di cambio.

(°) Escluse le perdite di cambio.

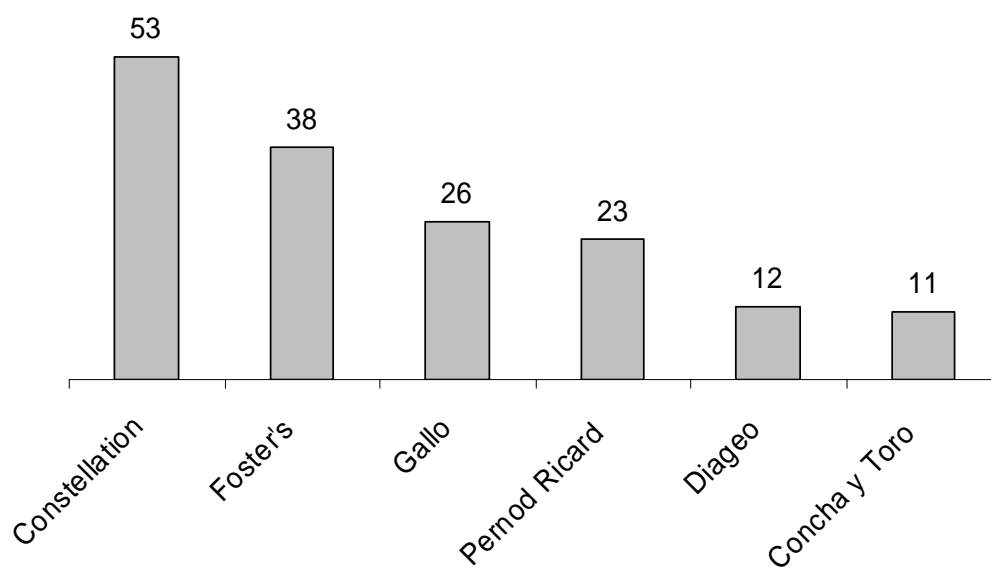
(^) Escluse le società in perdita.

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi Mediobanca.

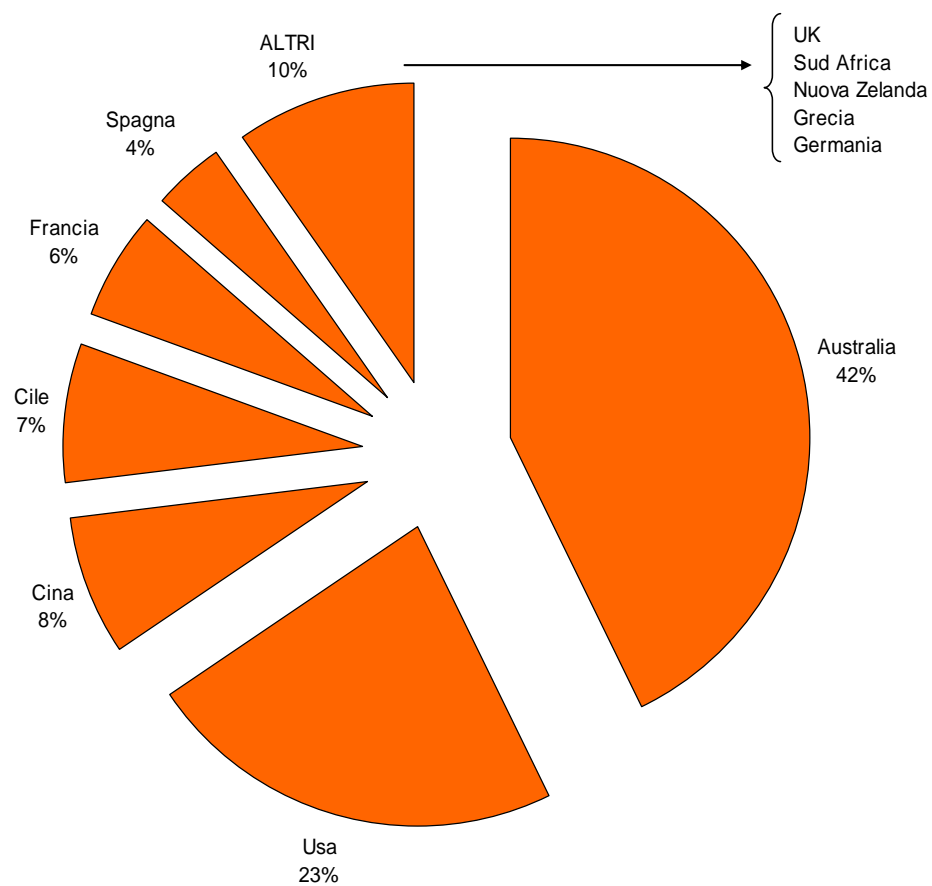
**Graf. 4 - Principali società vinicole:  
indici di redditività operativa nel 2005**  
(società in ordine decrescente di capitale investito)



**Graf. 5 – Milioni di casse di vino vendute (da nove litri, 12 bottiglie) nel 2005**



**Graf. 6 – Pesi nell'indice mondiale Mediobanca: fine febbraio 2007**





**Graf. 7 – Indice mondiale Mediobanca: 1/1/2001 – 28/2/2007**

