



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

## **INDAGINE SUL SETTORE VINICOLO**

*a cura dell'Ufficio Studi di Mediobanca*

*Marzo 2008*

ISSN 1825-6104

Copyright © 2008 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 riguarda 92 principali società italiane operanti nel settore vinicolo <sup>(1)</sup>. Si tratta di tutte le società italiane che fatturano più di 25 milioni di euro. L'aggregato di queste società mette in evidenza un capitale investito di 3,8 miliardi di euro ed un volume di vendite di 3,7 miliardi; il tasso stimato di rappresentatività è pari al 41% del valore totale della produzione italiana nel 2006 (stimata in circa 9 miliardi di euro) ed al 52% dell'*export* (pari a 3,2 miliardi di euro). Lo studio considera risultati di bilancio del periodo 2002-2006 integrati con interviste alle imprese volte a valutare i consuntivi del 2007 e le attese per l'anno in corso. La seconda sezione riguarda l'analisi dei bilanci delle nove maggiori imprese estere quotate e la dinamica di Borsa attraverso l'indice mondiale delle società vinicole quotate aggiornato a fine febbraio 2008; quest'ultimo copre attualmente 35 società quotate in 12 borse (non italiane) la cui capitalizzazione, a fine febbraio scorso, era pari a 15,9 miliardi di euro.

## **Sintesi**

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

### *Principali società italiane:*

- incremento del fatturato in accelerazione (+6,7% nel 2007 contro il +4,7% nel 2006);
- redditività operativa in crescita a partire dal 2004, anche in rapporto al fatturato; incremento degli utili netti che nel 2006 segnano il valore più elevato del quinquennio; nel 2007 l'aumento del *cash-flow* è valutabile in circa il 7%;
- rendimento del capitale complessivamente impiegato (*roi*) in aumento (7,4% nel 2006, 6,7% nel 2005) in presenza di un'ulteriore espansione del capitale investito (9,7% tra 2005 e 2006);
- struttura patrimoniale sempre solida, con un rapporto capitale netto/debiti finanziari pari al 109,5%;
- rendimenti più elevati per le società private a controllo italiano; essi si sono incrementati di mezzo punto rispetto all'anno precedente (*roi* pari all'8,7% nel 2006 contro l'8,2% nel 2005); le estere segnano un tasso di profitto maggiore (*roi* del 9,3% nel 2006 contro l'8,8% nel 2005), mentre le cooperative passano dal 3,5% nel 2005 al 4,3% nel 2006;
- anno 2007 positivo soprattutto grazie alla componente *export* (+9,6%), pur in presenza di un calo del 30% degli investimenti; ottimistiche le attese per il 2008.

### *Principali società internazionali quotate:*

- settore interessato negli scorsi anni da un progressivo consolidamento, con l'acquisizione nel giugno 2006 della Vincor, primo produttore canadese, da parte della statunitense Constellation che a fine 2004 aveva già rilevato la Mondavi; ciò le ha consentito di mantenere il primato della produzione mondiale sulla Foster's che nel maggio 2005 aveva acquisito la connazionale Southcorp; in ambito europeo nel marzo 2006 la francese Boizel Chanoine Champagne ha rilevato la connazionale Lanson International, terzo produttore mondiale di *champagne*;
- in lieve progresso nel 2006 sia il fatturato (+1,4%) che i margini di conto economico e la redditività netta che si attesta sui valori massimi del periodo 2001-2006 (11,9% il rapporto utile netto su fatturato); in peggioramento la solidità finanziaria con il rapporto capitale netto/debiti finanziari pari al 91,5%, il più basso dal 2001;
- l'indice mondiale dei prezzi delle azioni vinicole, dopo il marcato incremento del 26% del 2006, è aumentato del 4,7% nel 2007 (media delle borse mondiali +5,1%), ridimensionandosi poi nei primi due mesi del 2008, quando è diminuito del 15,7% a fronte di una media del mercato pari a -9,9%; da segnalare nel 2007 il forte dinamismo delle società francesi (+73%) e delle società cinesi (+53,6%); queste ultime confermano quindi il loro *trend* positivo culminato in un apprezzamento del 108,9% nel 2006.

---

<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 85 società.

## I - Le principali società vinicole italiane

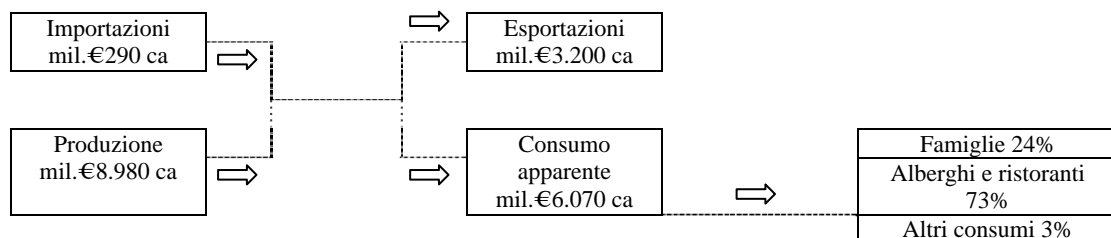
### Scenario

Nel 2006 la produzione mondiale di vino è stata stimata dall'OIV <sup>(2)</sup> in 286,6 milioni di ettolitri, in aumento dell'1,3% rispetto ai 282,8 milioni di ettolitri del 2005 ed in flessione del 4,5% rispetto ai 300 milioni di ettolitri del 2004; la previsione per il 2007 è di un decremento attorno al 7% (stima media di 266,7 milioni di ettolitri). Il 62% della produzione è realizzata da Paesi dell'Unione Europea <sup>(3)</sup>. L'Italia, insieme con la Francia e prima della Spagna, è il maggiore produttore mondiale con una quota del 19% sulla produzione mondiale e del 30% su quella europea. I principali produttori extraeuropei sono gli Stati Uniti, che nel 2006 hanno segnato una diminuzione del 14% (ma le stime del 2007 indicano una crescita del 2%), seguiti dall'Argentina, che dal 2004 al 2007 ha registrato volumi pressoché invariati, e dall'Australia che, stabile dal 2004 al 2006, si prevede in flessione del 33% nel 2007 a causa della siccità.

Il contesto internazionale ha visto la produzione UE in aumento nel 2006 (178,4 milioni di ettolitri del 2006 contro i 173,6 del 2005), mentre nel 2007 si stima un decremento del 9% (tutti i Paesi in diminuzione ad esclusione di Germania, Austria, Ungheria, Bulgaria e Romania). La produzione italiana di vino nel 2006 è stata pari a 53,5 milioni di ettolitri, l'1% circa in più rispetto al 2005. La produzione 2007 è stimata da OIV in diminuzione nell'ordine del 14% rispetto alla precedente vendemmia; ha influito la prolungata assenza di precipitazioni, congiuntamente ad altre avversità atmosferiche.

Nel 2006 il valore della produzione italiana (base prezzi alla produzione) è stimabile in 9 miliardi di euro e il consumo apparente in 6,1 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 2006 (ai prezzi alla produzione)*



Fonte: stima Ufficio Studi Mediobanca.

La quota di produzione di vini Doc e Docg <sup>(4)</sup> è diminuita (-1,5%) e le stime Istat la indicano in poco meno di un terzo del totale nel 2006 (contro poco più del 10% a metà degli anni '80); a questa si aggiunge un altro 27% di produzione rappresentata da vini Igt <sup>(5)</sup> (anch'essa diminuita, 2%, rispetto al 2005).

Una quota consistente della produzione italiana viene esportata, con un saldo attivo passato dai 760 milioni di euro nel 1990 a 2,9 miliardi nel 2006. La *performance* positiva del nostro commercio estero è attribuibile in parte ai prezzi e in parte ai maggiori volumi. Nel 2006 gli spumanti e i vini Doc e Docg hanno coperto il 55% circa dell'introito da *export* (come nel 2005), contro il 59% nel 2004 ed il 63% nel 2003. I dati provvisori Istat relativi al 2007 (anno che, come visto, ha segnato un calo produttivo), indicano un progresso delle esportazioni a valore del 7,8%; il saldo attivo provvisorio nel 2007 è salito ad oltre 3,1 miliardi (+6,8%). I primi consuntivi delle maggiori società considerate in questa indagine confermano tale tendenza con un +9,6% sui valori dell'anno precedente.

<sup>(2)</sup> Organisation Internationale de la Vigne et du Vin (marzo 2008).

<sup>(3)</sup> UE a 27.

<sup>(4)</sup> Doc = Denominazione di origine controllata; Docg = Denominazione di origine controllata e garantita.

<sup>(5)</sup> Igt = Indicazione geografica tipica.

## Le prime 5 società vinicole italiane per fatturato (2007)

	Sede	Fatturato nel 2007 <sup>(°)</sup>	di cui vini e spumanti	Azionariato
<i>milioni di euro</i>				
GIV – Gruppo Italiano Vini	Calmasino (Vr)	294,0	262,0	Cooperativa
CAVIRO (*)	Faenza (Ra)	281,6	180,5	Cooperativa
CAVIT – Cantina Viticoltori (*)	Ravina (Tn)	175,1	167,8	Cooperativa
FG – Ferdinando Giordano	Diano d'Alba (Cn)	140,4	127,0	Misto
P. Antinori	Firenze	138,2	138,2	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 (2002-2006)

L'aggregato del 2006 comprende, come detto, 92 società, delle quali 25 hanno la forma giuridica di cooperativa (due di queste sono società per azioni controllate interamente da una o più cooperative) e quattro sono a controllo estero. Le cooperative rappresentano una quota importante dell'aggregato (40% del fatturato e 30,5% del capitale investito) e tra loro figurano anche le prime tre società del settore per volume di vendite: Giv, Caviro e Cavit. Il fatturato nel 2006 è aumentato del 4,7%, (+3,8% delle vendite nazionali e +5,9% dell'*export*). Distinguendo la variazione del fatturato per categoria, risultano leggermente migliori le società cooperative (+5,8%), seguite da tutte le altre italiane (+4,2%); le quattro società a controllo estero hanno segnato una lieve ripresa (+1,4%) dopo la forte contrazione dell'anno precedente (-7,1%). Nel 2006 ciascuna delle 92 società qui considerate ha realizzato mediamente un fatturato di 40,1 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.

L'utile delle società vinicole italiane nel 2006 è stato il più elevato del quinquennio, con un aumento del 6,8% sull'esercizio precedente (+6,1% al netto degli effetti delle rivalutazioni volontarie e del disinquinamento fiscale). Il margine operativo netto è migliorato del 20,3%, frutto di un incremento dei costi di gestione largamente inferiore a quello delle vendite. Nei conti di queste imprese figurano inoltre maggiori ricavi straordinari (plusvalenze da cessione di partecipazioni e stabilimenti produttivi); il miglioramento della redditività netta è stato contenuto dall'aumento dell'imposizione fiscale che, escludendo le società in perdita, è salita dal 33,3% al 40,4% <sup>(6)</sup>.

Il rendimento del capitale complessivamente impiegato si è attestato al 7,4% dopo essere rimasto invariato al 6,7% nei due esercizi precedenti, mentre il *roe* è diminuito dal 7,6% al 6,8% (1,3 punti sotto il massimo raggiunto nel 2002). L'andamento divergente di questi indici è determinato dalle dinamiche dei profitti operativi e della tassazione: il *roi* ha beneficiato del già citato aumento dei margini nonostante il nuovo aumento del capitale investito, spinto da consistenti investimenti tecnici (300 milioni, l'importo massimo del quinquennio); il *roe* è stato invece penalizzato soprattutto dalle maggiori imposte. I margini sono aumentati a valore (20,3%) ed anche in rapporto al fatturato (7,1% contro 6,2% del 2005), in buona misura per l'effetto prezzi; l'incremento del capitale si è invece ripercosso nel *turnover*, diminuito di 4,9 punti (si veda la Tab. a5 nella sezione degli allegati).

<sup>(6)</sup> L'incremento dell'aliquota fiscale media è conseguenza, in buona misura, dell'effetto della modifica dei criteri contabili apportata da una società. Escludendola, il *tax rate* passa dal 37,1% al 40,4%; nel periodo 2002-2004 era oscillato tra 37% e 41%.

Sull'interpretazione del *roi*, si ricorda la caratteristica lunghezza del ciclo finanziario del settore vinicolo, che porta a penalizzare la profittabilità nelle fasi di espansione della base produttiva; come già detto, gli investimenti tecnici si sono fortemente incrementati (300 milioni di euro, +28,5% sul 2005), mentre il capitale circolante è cresciuto dell'8%. Gli investimenti fissi hanno riguardato prevalentemente l'acquisto di cantine, di fabbricati e le opere di ampliamento delle strutture esistenti; il loro incremento è soprattutto riconducibile ad un ristretto numero di produttori di vini di alta qualità. Dal lato delle coperture, in presenza di un costo del denaro pari al 4,2% (0,4 punti in più rispetto al 2005), si è registrata una lieve crescita dei debiti; questi sono però diminuiti dal 102,7% al 91,3% se rapportati al capitale netto, confermando 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 66%). 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 64,7% del capitale investito contro il 42,8% delle altre società italiane), mentre le aziende a controllo estero risultano le meno indebitate (25,0%). L'intensità degli investimenti mette in evidenza la maggiore spesa (relativa) delle società a controllo estero e di quelle a controllo italiano non cooperative (Tab. 1). Si segnala nel 2007 la seconda operazione che ha visto alcuni fondi di *private equity* rilevare quote di capitale di una delle 92 società esaminate.

**Tab. 1 - Indici di redditività e di struttura (esercizio 2006)**

	Società a controllo italiano (°)		Società a controllo estero (°)	Tutte le società (°)
	S.p.A. e s.r.l.	Cooperative		
MON in % del fatturato	9,7	3,0	12,7	7,1
ROI %	8,7	4,3	9,3	7,4
ROE %	7,1	3,9	3,1 (*)	6,8
Debiti finanziari in % del capitale investito	42,8	64,7	25,0	48,7
Valore aggiunto in % del fatturato	24,2	16,1	32,1	21,3
% di fatturato all' <i>export</i>	45,3	43,5	66,0	45,4
Investimenti 2005-2006 in % del fatturato	15,9	12,0	18,8	14,4

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

(°) Esclusi gli effetti del disinquinamento fiscale e delle rivalutazioni volontarie.

(\*) Calcolato escludendo l'effetto di una rilevante plusvalenza su vendita di partecipazioni.

\*\*\*

Nelle tabelle a2 e a3 si riportano i dati aggregati delle 92 società; le tabelle a4 e a5 danno conto di alcuni principali indicatori di bilancio. Nel 2006 la *performance* delle società vinicole, migliorata rispetto all'esercizio precedente, è meno soddisfacente di quella delle società del settore bevande (3,7 punti in meno di *roi*, Tab. 2), ed anche delle industriali in generale (il divario in termini di *roi* è di 5 punti); queste valutazioni si confermano anche a livello di *roe* (6,8% contro il 14% delle industriali e il 10,5% del comparto delle bevande). In tale confronto pesa la maggiore incidenza della componente fiscale e il più basso indice di *turnover* (nel 2006 la differenza è di 43 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**

	2002 (°)			2006 (°)		
	Società vinicole	Principali società del settore bevande	Principali società italiane industriali	Società vinicole	Principali società del settore bevande	Principali società italiane industriali
MON in % del fatturato	7,2	8,2	4,9	7,1	6,8	5,8
PF in % del fatturato	0,9	3,0	2,8	0,4	3,9	3,0
Fatturato in % del capitale investito	112,7	118,9	118,1	98,4	103,9	141,5
<b>ROI %</b>	<b>9,0</b>	<b>13,3</b>	<b>9,1</b>	<b>7,4</b>	<b>11,1</b>	<b>12,4</b>
DF in % del capitale investito	48,7	36,8	45,1	48,7	42,4	41,4
Costo del debito	5,6	5,9	6,1	4,2	5,9	5,6
Poste straordinarie in % del risultato corrente	-1,6	28,2	-72,8	9,1	-3,3	5,2
Aliquota fiscale media (*)	37,7	28,3	27,8	40,4	32,4	27,3
<b>ROE %</b>	<b>8,1</b>	<b>19,2</b>	<b>0,2</b>	<b>6,8</b>	<b>10,5</b>	<b>14,0</b>

(°) Esclusi gli effetti del disinquinamento fiscale e delle rivalutazioni volontarie.

(\*) Escluse le società in perdita.

MON = Margine operativo netto; PF = Proventi finanziari; DF = Debiti finanziari. Gli indici delle principali società sono desunti da una rielaborazione dell'indagine 2007 dell'Ufficio Studi di Mediobanca (*Dati cumulativi di 2015 società italiane*).

Le 92 principali società contabilizzavano a fine 2006 un capitale investito di circa 3,8 miliardi di euro. Classificando l'insieme in quattro classi, un primo limitato gruppo di imprese comprende quelle di maggior dimensione: nel 2006 sono 18 a superare i 50 milioni di euro e totalizzano il 61,3% del capitale complessivo. Le imprese minori, con meno di 13 milioni di capitale, sono 25 e contano per appena il 6,1% del totale (Tab. 3). Esaminando i principali indici calcolati in base alla ripartizione dimensionale descritta, si conferma quanto emerso nella precedente edizione:

- il tasso di rendimento del capitale è più elevato nella II classe (da 25 a 49,9 milioni di euro); segue la III classe (da 13 a 24,9 milioni di euro) distanziata di quasi un punto (*roi* all'8% contro l'8,9% della classe migliore); la I classe (da 50 milioni in poi) registra il *roi* più contenuto (6,7%);
- 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 sfiora il 45% della prima (11,7% contro 25,7%); la quota dell'*export* si comporta come quella del valore aggiunto, con una differenza tra massimo e minimo di circa 6 punti;
- 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 2006)**

Classi di capitale	N. imprese	Totali per classe		Indici			
		Capitale investito % sul totale	Fatturato	ROI in %	Debiti finanziari in % del cap. inv.	Valore aggiunto in % del fatturato	<i>Export</i> in % del fatturato
I	18	61,3	44,6	6,7	44,2	25,7	46,7
II	20	19,1	20,0	8,9	52,0	22,6	45,8
III	29	13,5	20,5	8,0	61,6	16,1	42,9
IV	25	6,1	14,9	7,8	55,1	11,7	40,8
<b>Totale</b>	<b>92</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>7,4</b>	<b>48,7</b>	<b>21,3</b>	<b>45,4</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, a prescindere dalla tendenza generale e dal fatto che le imprese minori incidono poco sull'aggregato complessivo, la specializzazione e la flessibilità delle singole aziende consentono ad imprenditori particolarmente innovativi di ottenere tassi di rendimento importanti indipendentemente dalla scala. 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 quasi 22 mila aziende socie che a loro volta hanno un carattere essenzialmente familiare.

**Tab. 4 – Principali società vinicole italiane: assetti proprietari (2006/2007)**

N. imprese	Capitale netto	Controllo familiare (°)				Altre forme di controllo	
		<i>N. 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	47,9	73	23,9	8,3	8,4	7,3
II classe di capitale investito	14	12,5	53	3,4	5,0	4,1	-
III classe di capitale investito	21	6,7	73	2,1	3,5	0,6	0,5
IV classe di capitale investito	17	3,8	48	0,4	2,7	0,7	-
<b>Totale S.p.A. e s.r.l. a controllo italiano</b>	<b>63</b>	<b>70,9</b>	<b>247</b>	<b>29,8</b>	<b>19,5</b>	<b>13,8</b>	<b>7,8</b>
<b>Società cooperative (*)</b>	<b>25</b>	<b>21,4</b>		-	-	-	<b>21,4</b>
<b>Società a controllo estero</b>	<b>4</b>	<b>7,7</b>		-	-	-	<b>7,7</b>
<b>Totale</b>	<b>92</b>	<b>100,0</b>		<b>29,8</b>	<b>19,5</b>	<b>13,8</b>	<b>36,9</b>

(°) Soci che raggiungono la maggioranza del capitale.

(\*) Totale numero soci: 21.800 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 tre casi corrisponde ad un grande ente finanziario (il gruppo Allianz e la Banca MPS).

### Alcuni approfondimenti da interviste

Come di consueto, si è provveduto ad approfondire alcuni particolari aspetti della gestione attraverso interviste alle società aggregate. I risultati – relativi a risposte ottenute da imprese che coprono un volume di fatturato pari all'83% del totale – sono i seguenti:

- collocazione territoriale della produzione: il 58% delle imprese produce in una sola regione, il 14% in due regioni ed il restante 28% circa in più di due regioni (di cui 3% anche all'estero); le cooperative si caratterizzano per una produzione più concentrata, con i due terzi focalizzati su una sola regione; nel periodo dal 1996 a marzo 2008 è stato registrato un significativo aumento della diversificazione geografica: in particolare 15 produttori hanno acquisito 40 nuovi siti al di fuori della regione originaria.



Nel 2007 vi sono state 8 nuove acquisizioni territoriali. Le regioni destinatarie di questa espansione sono state principalmente quelle centro-meridionali (in ordine di importanza: Sicilia, Abruzzo, Toscana, Puglia e Lazio) oltre al Friuli;

- numero di etichette: tra il 1996 e il 2008 vi è stato un aumento di circa 1000 etichette (31% in più); nel marzo 2008 il numero medio di etichette per azienda è poco più di 90; per poco più di un decimo si tratta di etichette di vini comuni (situazione pressoché invariata rispetto al 2007 considerato su base omogenea); nel 1996-2008 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 2 volte; nel 2008 questi ultimi costituiscono poco più del 6% del totale (erano il 2,7% nel 1996). Il 63% delle etichette appartiene ad aziende il cui fatturato è realizzato almeno per la metà tramite la grande distribuzione. Le variazioni anzidette confermano la tendenza, almeno per le società non cooperative, a privilegiare la crescita qualitativa in presenza di un mercato fortemente influenzato dalla grande distribuzione; nel 2008 le imprese si stanno presentando al mercato con un aumento del numero di etichette dei grandi vini pari al 13%. In tale ambito è da sottolineare che le spese pubblicitarie sono aumentate nel 2007 dell'8,7% (contro l'aumento medio della spesa nazionale pubblicitaria complessiva del 3,9%);
- canali di vendita: nel 2007 il 44% delle vendite nazionali delle principali società vinicole è transitato per la grande distribuzione; si tratta della media tra il 50% delle cooperative e il 40% delle restanti società; rispetto al 2006 le cooperative sono diminuite di un punto percentuale (dal 51% al 50%), a favore della vendita diretta e degli altri canali. Il secondo canale per importanza (19,9%) è costituito dal cosiddetto aggregato Ho.Re.Ca. (*hotel-restaurant-catering*), anche qui frutto di incidenze differenti per cooperative ed altre società: rispettivamente, 11,4% e 24,6% (si ricorda che alberghi e ristoranti contano per oltre due terzi del consumo finale delle famiglie); enoteche e *wine bar* coprono l'8,3% (con le cooperative al 4%), mentre la vendita diretta incide per il 9,4%, 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. (44,6%), cui seguono enoteche e *wine bar* al 28,6%; la vendita diretta sale qui all'11,9% con la grande distribuzione a quota 6,8%; quest'ultima percentuale è in regresso rispetto al 7,4% del 2006 e ciò conferma quanto detto sopra a proposito di politiche commerciali che puntano sulla qualità. Relativamente alle esportazioni, prevalgono le vendite tramite intermediari importatori (poco più di sette decimi del totale), con un'incidenza della rete di proprietà al 12% circa.

### **Indicazioni sul 2007 e attese per il 2008**

I primi consuntivi per l'esercizio 2007 (riferiti, come già detto, all'83% delle aziende esaminate in termini di giro d'affari) evidenziano una nuova ripresa commerciale: le vendite sono aumentate del 6,7% (Tab. a1) con lievi progressi in Italia (+4,3%) ed una maggiore crescita all'estero (+9,6%). Per il 2008, la maggioranza delle imprese prevede ancora uno scenario positivo, sia per le vendite complessive (52% circa) che per le esportazioni (57% circa). Relativamente ai mercati esteri, l'Unione Europea resta di gran lunga l'area più importante: quasi la metà delle esportazioni sia nel 2006 sia nei primi consuntivi 2007, con variazioni a valore dell'1%. La seconda area di destinazione delle vendite all'estero è costituita dal Nord America con una quota (il 40% circa del totale nel 2007) praticamente invariata; sui restanti mercati, si distingue l'insieme Asia/Australia, in aumento del 6% circa rispetto al 2006, ma con valori relativamente limitati (quota sul totale *export* poco al di sotto del 4%).

Per il 2007 si prevede una forte contrazione degli investimenti (30%), la seconda variazione negativa degli ultimi sei anni dopo il forte calo (19%) del 2004. Il suo livello risulta il minimo del periodo, dopo il massimo del 2006 e i rilevanti importi del 2002 e del 2003 (quando vi era stato soprattutto l'effetto del beneficio fiscale della legge Tremonti bis). E' confermata l'elevata copertura della spesa attraverso le risorse del *cash-flow*: dal 116% del 2003 si è passati ad oltre il 140% degli anni 2004-2005 ed al 186% del 2007 (Graf. 3).

**Tab. 5 – Principali società vinicole italiane: canali di vendita (anno 2007)**

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

*in %*

*in %*

**Italia**

Vendita diretta	9,4	7,7	12,6	11,9	11,7	12,3
Grande distribuzione	43,7	40,3	49,8	6,8	8,5	2,0
Ho.Re.Ca.	19,9	24,6	11,4	44,6	43,7	47,3
Enotecche e <i>wine bar</i>	8,3	10,6	4,0	28,6	27,5	31,6
Altri canali	18,7	16,8	22,2	8,1	8,6	6,8
<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>

**Estero**

Rete propria	11,6	14,7	6,2	10,4	12,2	5,0
Intermediario importatore	72,9	69,3	79,3	83,1	81,1	88,9
Altri canali	15,5	16,0	14,5	6,5	6,7	6,1
<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

### I bilanci delle principali società vinicole internazionali quotate (2001-2006)

Questa sezione riguarda l'analisi dell'andamento dei conti annuali aggregati di un *panel* costituito dai primi nove Gruppi internazionali con un fatturato superiore a 200 milioni di euro, operanti prevalentemente nella produzione e commercializzazione di vino e quotati nelle Borse mondiali. Le evidenze coprono il periodo 2001-2006.

L'aggregato è così composto:

Società	Paese	Data di chiusura dell'ultimo bilancio	Fatturato (1) (in migliaia di euro)
Constellation Brands	USA	28 febbraio 2007	3.960.820
Foster's Group	Australia	30 giugno 2006	2.963.274
Distell Group	Sud Africa	30 giugno 2006	569.622
Boizel Chanoine Champagne	Francia	31 dicembre 2006	311.313
Vina Concha y Toro	Cile	31 dicembre 2006	307.533
Vranken Pommery	Francia	31 dicembre 2006	268.347
Sektkellerei Schloss	Germania	31 dicembre 2006	259.652
Laurent Perrier	Francia	31 marzo 2007	236.649
Australian Vintage (2)	Australia	30 giugno 2006	216.180

(1) Convertito ai cambi di fine esercizio.

(2) Ex – McGuigan Simeon.

Resta nettamente prima in classifica la Constellation Brands, il cui fatturato nel febbraio 2007 è pari a quasi 4 miliardi di euro, seguita dalla Foster's. I successivi operatori sono molto distaccati: il 76% del fatturato del campione è determinato da queste prime due aziende. Tra i produttori di rilevanza internazionale non compresi nell'indagine si ricordano l'americana Gallo, non quotata, terzo produttore mondiale per volumi nel 2006 con 28 milioni di casse, la francese Pernod Ricard, quotata, quarto produttore mondiale di vino con 24 milioni di casse, ma il cui fatturato proviene principalmente dagli *spirits* (è il secondo produttore mondiale), e il Gruppo francese LVMH che fattura circa 3 miliardi di euro (sui 15,3 complessivi) attraverso la propria divisione che produce vino e cognac <sup>(8)</sup>.

I ricavi della Constellation Brands sono in progresso del 13,3% (in valuta locale) rispetto al 2006, in buona parte per l'acquisizione della Vincor, primo produttore canadese ed ottavo al mondo, avvenuta nel giugno 2006; su base omogenea l'incremento si attesta ad un +4,5%. Il giro d'affari proviene per il 74% dal vino (circa 2,9 miliardi di euro, 2 dei quali da produzione diretta e il resto da distribuzione), settore in cui il Gruppo ricopre la prima posizione al mondo per volumi prodotti (52 milioni di casse da 9 litri). La restante quota di fatturato deriva dalla birra per il 20% e dagli *spirits* per il 6% (è il settimo produttore al mondo con due milioni di casse). Complessivamente il Gruppo commercializza circa 250 etichette in oltre 150 Paesi, anche se il fatturato resta in prevalenza concentrato nel Nord America da cui origina il 64% dei ricavi (29% Europa e 7% Australia).

Rispetto al 2001 il fatturato della Constellation <sup>(9)</sup> è cresciuto in valuta locale dell'85% (13,6% in media all'anno), anche in virtù di un'aggressiva politica di acquisizioni che ha riguardato alcuni grandi *player* internazionali: l'australiana Hardy Wine Company (marzo 2003), la statunitense Mondavi (dicembre 2004), la già citata Vincor (giugno 2006) e da ultimo la svedese Svedka (marzo 2007). Al dicembre 2004 risale invece il rilievo del 40% dell'italiana Ruffino (valutata al patrimonio netto), i cui vini sono commercializzati negli Stati Uniti dal febbraio 2005. L'acquisizione della Vincor ha comportato un aumento dell'avviamento per 659 milioni di euro e dei debiti finanziari per oltre un miliardo di euro e ha espresso un multiplo *EV/Mol* pari a 13,1x, in linea con la media delle maggiori operazioni precedenti <sup>(10)</sup>. Il Gruppo figura ormai

<sup>(8)</sup> LVMH: la M sta per Moët & Chandon (*champagne*) e la H per Hennessy (cognac).

<sup>(9)</sup> Il Gruppo Constellation è stato costituito nel 1945.

<sup>(10)</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

stabilmente tra le maggiori aziende degli Stati Uniti, fa parte dell'indice S&P 500 e rientra nel *panel* delle 500 maggiori società statunitensi censite da *Fortune*. La quota di vendita di vino della Constellation Brands sul mercato statunitense è pari a quasi il 20% e sale a circa il 30% nel segmento *premium* (bottiglie da 5-9 US\$), ma la caratteristica più distintiva del Gruppo è l'ampia gamma del portafoglio prodotti che copre i principali Paesi produttori e tutte le fasce di prezzo e tipologia di prodotto (si tratta di sette macro famiglie: *Fine Wine*, *Premium Wine*, *Sparkling Wine*, *Popular Wine*, *Dessert Wine*, *Wine Style drinks* e *Fortified Wine*).

Al secondo posto si colloca l'australiana Foster's con quasi 3 miliardi di euro di fatturato nel giugno 2006 (e 38 milioni di casse) la quale, dopo un quinquennio caratterizzato da un tasso di crescita pressoché nullo (anche per effetto della dismissione di alcune attività considerate *non core*, quali l'immobiliare e l'alberghiero), registra un progresso del 25% (in valuta locale) nell'ultimo anno dovuto all'acquisizione della connazionale Southcorp; in termini omogenei l'incremento sarebbe del 2%. I ricavi sono generati per il 54% dal vino e i restanti dalla birra; sono concentrati per il 58% in Australia, cui segue l'America (24%) e l'Europa (12%) la quale ha gradualmente aumentato il proprio peso negli ultimi anni (anche grazie all'apprezzamento dell'euro sul dollaro australiano), segno che il mercato europeo sta diventando sempre più importante per il Gruppo australiano: +1,5 punti rispetto al 2005 e +6 punti rispetto al 2001, a discapito prevalentemente del mercato domestico (-9 punti rispetto al 2001).

La Australian Vintage (ex-McGuigan Simeon) e la francese Boizel si distinguono per il maggiore tasso di sviluppo del fatturato nel periodo 2001-2006: la prima è progredita del 367% (48% su base annua) e la seconda del 326% (50% la media annua). La crescita si è concentrata essenzialmente nell'ultimo anno quando ha registrato un incremento del 221% a seguito dell'acquisizione della connazionale Lanson International, terzo produttore mondiale di *champagne* dopo la Moët-Hennessy (Gruppo LVMH) e la Vranken Pommery. Il Gruppo Boizel, costituito nel 1991, è progressivamente cresciuto tramite acquisizioni: quella della Lanson, nel marzo 2006, ha comportato un incremento del fatturato da 97 a 311 milioni di euro e ha permesso alla Boizel di superare la Vranken Pommery (sia per ricavi che per numero di bottiglie di *champagne* vendute, queste ultime pari rispettivamente 21 e 20 milioni nell'ultimo anno).

I dati di bilancio aggregati dei 9 maggiori Gruppi quotati sono riportati in calce a questa nota (Tab. 6). Essi evidenziano nel 2006 un volume d'affari pari a 9,1 miliardi di euro <sup>(1)</sup> in lieve crescita rispetto ai 9 miliardi dell'esercizio precedente (+1,4%).

Nel 2006 i principali margini del conto economico, in rapporto al fatturato, sono in linea con quelli dell'anno precedente: il MOL si attesta al 19,9%, il MON al 16,8% (entrambi raggiungono i massimi livelli del periodo 2001-2006) e il risultato corrente al 13,3%. L'utile netto si è fissato all'11,9% dei ricavi, anch'esso ai massimi livelli del periodo esaminato, in buona parte per il contributo delle componenti straordinarie che migliorano di oltre due punti; a ciò contribuisce la plusvalenza di 422 milioni di euro della Foster's sulla cessione dei diritti di distribuzione in Europa dei prodotti a marchio Foster's e il venir meno di svalutazioni della Southcorp per 83 milioni di euro.

Nel 2006 il primo posto per redditività, misurata in base al rapporto utile corrente su fatturato, è occupato dalla Foster's (17,9%), seguita dalla Distell Group (15,4%) e dalla Constellation Brands (11,3%). L'incidenza media dell'utile corrente sul fatturato del campione esaminato è pari al 13,3%, in progressione di 2,4 punti rispetto al 2001 e leggermente inferiore a quella registrata dalle maggiori multinazionali operanti nel settore alimentare-bevande, pari al 14,4% nel 2006 e al 14% nel 2001 <sup>(2)</sup>. Tutte le società chiudono in utile, tranne la Australian Vintage, in rosso di 6,9 milioni di euro, essenzialmente per la svalutazione del magazzino vini sfusi (quasi 25 milioni di euro). La più profittevole, in base al rapporto utile netto su fatturato 2006, è ancora la Foster's con un 23,6% fortemente influenzato dalla plusvalenza di 422 milioni di euro sulla cessione al Gruppo Scottish & Newcastle, multinazionale britannica della birra, dei diritti di distribuzione in

---

*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 (dicembre 2004), Foster's / Southcorp 14,9x (maggio 2005).

<sup>(1)</sup> I bilanci sono tradotti in euro in base a cambi fissi rilevati a fine 2006, ipotizzando che la maggiore parte delle transazioni concluse dalle società siano denominate nella stessa valuta di redazione del bilancio.

<sup>(2)</sup> R&S, *Multinationals: financial aggregates*, edizione 2007, in corso di pubblicazione.

Europa dei prodotti a marchio Foster's; al netto di tale componente straordinaria l'indice si attesterebbe ad un 9,1%, al secondo posto dopo la Distell (10,2%) e davanti alla Vina Concha y Toro (7,5%).

La Foster's primeggia anche per *roe* medio nel periodo 2001-2006 (20%), seguita dalla Distell (15,2%), dalla Vina Concha y Toro e dalla Constellation (entrambe 13,6%). Il *roe* medio dell'aggregato è stato pari al 12,6%, mentre il dato nel 2006 si è attestato al 19,1%; nello stesso anno il *roe* per le multinazionali operanti nel *food & drinks* è stato del 30,4% <sup>(13)</sup>.

Nel 2006 l'aggregato delle imprese vinicole ha generato nuove risorse finanziarie per 1,9 miliardi di euro, provenienti per oltre i due terzi (1,5 miliardi) da *cash-flow* e per la parte restante dall'accensione di nuovi finanziamenti.

Nel 2006 il capitale netto risulta inferiore alla consistenza dei debiti finanziari e l'indice di patrimonializzazione (rapporto tra capitale netto e debiti finanziari) si attesta al 91,5%, il più basso del periodo 2001-2006, con una diminuzione di 5,4 punti rispetto all'anno precedente, causata da un decremento dei mezzi propri (-247 milioni di euro), abbinato a un aumento dei debiti finanziari (+152 milioni di euro). Tale indice per le maggiori multinazionali mondiali operanti nel *food & drinks* era pari nel 2006 al 183,6%.

Sempre nel 2006 il capitale netto depurato dagli attivi immateriali non arriva ad un settimo dei debiti finanziari in essere e, se rapportato a questi ultimi, è pari al 13,1%, in diminuzione di 6,3 punti rispetto al 2005 e di 22,2 punti rispetto al 2001, segnando anche in questo caso il valore più basso del periodo 2001-2006. Ciò è dovuto in gran parte all'incremento dell'avviamento: +2,2 miliardi di euro nello stesso periodo, conseguenza soprattutto delle già citate acquisizioni. Lo stesso indice per le maggiori multinazionali mondiali operanti nel *food & drinks* era pari al 32,4% nel 2006.

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

Constellation Brands: i nove mesi chiusi a novembre 2007 indicano un regresso del fatturato del 29%, per effetto in massima parte della costituzione di una *joint-venture* (valutata al patrimonio netto) con i Gruppi Modelo (Messico) e Anheuser-Busch (USA) alla quale la Constellation ha trasferito le proprie attività di importazione, marketing e vendita della birra. L'utile netto in valore assoluto è in diminuzione (-14%), ma in aumento di 1,4 punti in rapporto al fatturato (7,7% a novembre 2007). Il giro d'affari relativo al vino diminuisce, in termini omogenei, del 10%, risultato di due opposte tendenze: +11% i vini di marca e -63% il vino all'ingrosso.

Foster's: ha chiuso il bilancio al 30 giugno 2007 con un progresso del fatturato del 5% in termini omogenei dopo aver dismesso tutte le attività nel continente asiatico, confermando quindi la già citata tendenza a concentrarsi sul mercato europeo: l'incremento del fatturato è più accentuato nell'area dell'EMEA - *Europe, Middle East and Africa* (+20%), rispetto a quella dell'America (+2,2%) e dell'Australia (+4%). In aumento del 5% i volumi di vino venduto, sintesi tra la caduta del 7,3% nell'area Australia, Asia e Pacifico e la crescita in America (+5,5%) e soprattutto nell'area EMEA dove il progresso è del 22,7% (+26% nel Regno Unito e +19% in Europa Continentale). Di contro, l'utile netto è in declino sia in valore assoluto (-17%) che in rapporto al fatturato (-5,4 punti, fissandosi al 20% dei ricavi). La semestrale chiusa a dicembre 2007 conferma tendenze simili: +3% del fatturato (in termini omogenei), di cui +23% dell'area EMEA, +13% in Australia e -12% in America, mentre si accentua la diminuzione dell'utile netto (-26%). I volumi di vino calano del 10% in Australia, Asia e Pacifico, mentre aumentano in EMEA (+10%) e America (+2,4%).

Le prime indicazioni sui dati 2007 delle restanti società segnalano per tutte un generale progresso del fatturato, più consistente per la Boizel e per la Vina Concha y Toro, entrambe nell'ordine del 27-28%. Si evidenzia invece più disomogeneità nella redditività netta: in miglioramento quella di Vina Concha y Toro (+5 punti in rapporto al fatturato), Distell (+3 punti), Laurent Perrier (+2 punti) e Vranken (+1 punto), in calo quella di Sektkellerei (-2 punti) e stabile quella della Boizel.

---

<sup>(13)</sup> R&S, *Multinationals: financial aggregates*, edizione 2007, in corso di pubblicazione.

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

Conti economici aggregati	2001   2002   2003   2004   2005   2006						2001   2002   2003   2004   2005   2006					
	(migliaia di euro)						in % del fatturato					
Fatturato netto	8.204.010	8.336.629	8.783.465	8.872.695	9.004.748	9.132.924	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>Numero indice</i>	<i>100,0</i>	<i>101,6</i>	<i>107,1</i>	<i>108,2</i>	<i>109,8</i>	<i>111,3</i>						
Acquisti e costo del lavoro	-6.696.906	-6.712.141	-7.149.350	-7.681.474	-7.221.162	-7.341.497	-81,6	-80,5	-81,4	-86,6	-80,2	-81,5
<b>Margine operativo lordo</b>	<b>1.507.105</b>	<b>1.624.489</b>	<b>1.634.116</b>	<b>1.191.221</b>	<b>1.783.586</b>	<b>1.791.427</b>	<b>18,4</b>	<b>19,5</b>	<b>18,6</b>	<b>13,4</b>	<b>19,8</b>	<b>19,9</b>
Ammortamenti	-284.399	-270.528	-290.857	-287.069	-291.418	-275.994	-3,5	-3,2	-3,3	-3,2	-3,2	-3,1
<b>Margine operativo netto</b>	<b>1.222.705</b>	<b>1.353.961</b>	<b>1.343.259</b>	<b>904.152</b>	<b>1.492.168</b>	<b>1.515.433</b>	<b>14,9</b>	<b>16,2</b>	<b>15,3</b>	<b>10,2</b>	<b>16,6</b>	<b>16,8</b>
Oneri finanziari	-444.811	-443.534	-449.915	-396.491	-382.453	-445.303	-5,4	-5,3	-5,1	-4,5	-4,2	-4,9
Proventi finanziari	119.704	141.716	125.927	131.022	100.925	125.008	1,5	1,7	1,4	1,5	1,1	1,4
<b>Risultato corrente prima delle imposte</b>	<b>897.598</b>	<b>1.052.143</b>	<b>1.019.272</b>	<b>638.683</b>	<b>1.210.641</b>	<b>1.195.137</b>	<b>10,9</b>	<b>12,6</b>	<b>11,6</b>	<b>7,2</b>	<b>13,4</b>	<b>13,3</b>
Saldo altri costi e ricavi	-6.812	57.460	-700.942	470.251	44.847	240.971	-0,1	0,7	-8,0	5,3	0,5	2,7
Imposte	-264.033	-336.659	-271.273	-210.980	-308.820	-361.553	-3,2	-4,0	-3,1	-2,4	-3,4	-4,0
Risultato netto (inclusi i terzi)	626.753	772.944	47.056	897.954	946.668	1.074.555	7,6	9,3	0,5	10,1	10,5	11,9
Interessi di terzi	-6.331	-4.086	-7.463	-6.762	-3.997	-6.138	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
<b>Risultato netto di competenza del Gruppo</b>	<b>620.422</b>	<b>768.858</b>	<b>39.593</b>	<b>891.192</b>	<b>942.670</b>	<b>1.068.417</b>	<b>7,6</b>	<b>9,2</b>	<b>0,5</b>	<b>10,0</b>	<b>10,5</b>	<b>11,9</b>
<i>ROE</i>	<i>12,3</i>	<i>13,5</i>	<i>0,6</i>	<i>14,2</i>	<i>15,8</i>	<i>19,1</i>						
<b>Stati patrimoniali aggregati</b>												
Immobilizzi tecnici netti	3.869.825	3.863.077	4.204.599	3.987.818	3.869.404	3.898.810						
Oneri pluriennali	3.552.877	3.487.077	3.785.477	4.614.159	5.568.176	5.752.554						
<i>di cui avviamento</i>	<i>1.456.159</i>	<i>1.526.734</i>	<i>1.751.858</i>	<i>2.331.737</i>	<i>3.263.425</i>	<i>3.703.885</i>						
Attivi finanziari	1.235.878	1.118.537	1.070.815	1.314.835	920.993	1.230.206						
Capitale circolante netto	3.616.994	3.800.984	4.506.796	4.495.412	4.573.940	4.283.969						
Fondi del personale ed altri fondi	-460.736	-465.231	-604.509	-818.609	-780.811	-1.108.991						
<b>Capitale investito</b>	<b>11.814.836</b>	<b>11.804.444</b>	<b>12.963.180</b>	<b>13.593.614</b>	<b>14.151.703</b>	<b>14.056.548</b>						
Capitale netto	5.708.105	6.513.499	7.035.865	7.240.923	6.962.009	6.715.335						
Debiti finanziari	6.106.733	5.290.946	5.927.316	6.352.694	7.189.692	7.341.213						
<b>Totale</b>	<b>11.814.836</b>	<b>11.804.444</b>	<b>12.963.180</b>	<b>13.593.614</b>	<b>14.151.703</b>	<b>14.056.548</b>						
<i>Capitale netto in % dei debiti finanziari</i>	<i>93,5</i>	<i>123,1</i>	<i>118,7</i>	<i>114,0</i>	<i>96,8</i>	<i>91,5</i>						
<i>Capitale netto tangibile in % dei debiti finanziari</i>	<i>35,3</i>	<i>57,2</i>	<i>54,8</i>	<i>41,3</i>	<i>19,4</i>	<i>13,1</i>						
Tassi di cambio (a fine anno)												
US\$ per un euro	0,8813	1,0487	1,2630	1,3621	1,1797	1,3170						
AU\$ per un euro	1,7280	1,8556	1,6802	1,7459	1,6109	1,6691						

## L'indice mondiale delle società vinicole (2001-29/02/2008)

L'indice mondiale Mediobanca <sup>(14)</sup> delle società vinicole è composto, a fine febbraio 2008, da 39 titoli, rappresentativi di 35 emittenti quotati nelle principali Borse mondiali, tenendo conto che quattro di essi quotano due categorie di azioni. All'andamento dell'indice hanno inoltre concorso, sino alle loro rispettive date di *delisting*, nove società ad oggi non più quotate. Tra i titoli del campione, 14 (che rappresentano il 4,7% della capitalizzazione complessiva), pur essendo trattati in mercati ufficiali, presentano modesta liquidità, ossia sono caratterizzati da insufficiente continuità nei volumi scambiati, con un'incidenza di giornate senza scambi superiore al 30%. 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 57% a fine febbraio 2008. I quattro principali paesi, Australia, USA, Cina e Cile rappresentano, sempre a fine febbraio 2008, il 77% della capitalizzazione complessiva, che si attesta a 15,9 miliardi di euro. Si conferma il peso crescente assunto dalle società cinesi <sup>(15)</sup> che hanno registrato nell'ultimo anno aumenti dei corsi del 54%, seppure nel contesto di mercati azionari ancora poco aperti e trasparenti; esse hanno raggiunto una capitalizzazione pari al 10% del campione complessivo (Graf. 5), 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 2008 superava dell'87,6% i valori di inizio 2001 (indice in valuta locale nella versione *total return*, cioè con reinvestimento dei dividendi; non considerando i dividendi l'aumento è pari al 55,9%). La variazione in termini relativi è pari al 59% tenuto conto dell'aumento del 18% dell'indice generale dei prezzi di tutti i titoli quotati (Tab. 7). Relativamente alle società vinicole, le variazioni di prezzo più consistenti nel periodo 2001-febbraio 2008 sono state segnate dalle società francesi con un progresso del 230% grazie anche all'ottima *performance* del 2007 (+73%). Seguono le imprese nordamericane e le cilene, entrambe con un incremento di circa il 100%, ma registrando nel 2007 *performance* contrastanti: -18,4% le prime e +20,4% le seconde. In rialzo anche le società vinicole degli altri Paesi: le spagnole +63,9%, le australiane +32,4% e le neozelandesi +22% <sup>(16)</sup>. In termini relativi, ossia al netto delle dinamiche delle borse nazionali, solo gli indici delle società vinicole francesi e di quelle nordamericane segnano variazioni positive, con un valore superiore al proprio mercato domestico di circa 2,5 volte per le francesi. Sempre in termini relativi, le variazioni negative delle australiane e le neozelandesi risultano più marcate e pari, rispettivamente, al 42,5% ed al 39,2%. Assai positiva infine la tendenza del coacervo dei Paesi "residui" (Germania, Grecia, Sud Africa, Regno Unito, Cina e Nuova Zelanda fino al 20 aprile 2006) il cui indice, a fine febbraio 2008, è superiore di circa sette volte ai valori del gennaio 2001: tale andamento dipende principalmente dalla società cinese Yantai Changyu Pioneer e dalla sudafricana Distell (che capitalizzano, rispettivamente, 1,4 e 0,9 miliardi di euro a fine febbraio 2008); al netto di queste ultime due società, l'incremento dell'indice del coacervo si attesterebbe ad un più limitato 140%, superiore solo agli incrementi delle neozelandesi e delle australiane.

Per quanto concerne le tendenze più recenti (Tab. 9), il 2007 si è chiuso con una variazione positiva del 4,7%, di poco inferiore alla dinamica borsistica internazionale (+5,1%), mentre nei primi due mesi del 2008, a fronte di un contesto mondiale di Borse in diminuzione del 9,9%, l'indice delle società vinicole sconta un

---

<sup>(14)</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). Dall'edizione 2005 nel paniere vengono inclusi anche i titoli successivamente oggetto di *delisting*.

<sup>(15)</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 per il 50,4% dalla Yantai Changyu Group Company Ltd., società partecipata dalla municipalità di Yantai che ne ha ceduto il 45% a *manager* e dipendenti, il 33% all'italiana Illva ed un'ulteriore quota del 10% alla IFC-International Finance Corporation (controllata dalla World Bank), trattenendo a sé la quota residua del 12%. Le azioni detenute dalla Yantai Changyu Group Company nella Pioneer, appartenenti alla categoria A, sono quotate dal 21 marzo 2006, ma la loro circolazione è limitata per statuto: la Yantai può infatti cederne o trasferirne il 10% a partire dal marzo 2009, un ulteriore 10% a partire dal marzo 2010 e la quota rimanente dal marzo 2011. La parte restante del capitale è rappresentata da ulteriori azioni di categoria A e da quelle di categoria B, entrambe quotate. La Dynasty Fine Wines è quotata ad Hong Kong dal gennaio 2005. Nasce nel 1980 come *joint-venture* cino-francese con la partecipazione della Remy Cointreau.

<sup>(16)</sup> Indice calcolato a partire dal 21 aprile 2006, contestualmente al giorno di prima quotazione della terza società vinicola dell'area, la Delegat's Group. Le altre due società neozelandesi, la New Zealand Wine e la Oyster Bay Marlborough Vineyards, entrambe quotate dal novembre 2003, erano in precedenza ricomprese nell'indice Altri Paesi.

calo quasi doppio (-15,7%); le *performance* sono state negative in tutte le aree e più marcate in Nuova Zelanda (-22,3%), Francia (-21,3%) e Nord America (-17,9%); nel 2007 la Francia aveva segnato invece una crescita del 73%, maggiore incremento annuale registrato dal campione nell'intero periodo di riferimento.



**Tab. 7 – Indici Mediobanca delle società vinicole: raffronto con quelli delle relative Borse di quotazione (2001-2008, indici *total return*)**

	Indice dei vini Mediobanca TR	Indice di mercato TR (MSCI)	Indice dei vini Mediobanca deflazionato
<i>Indici al 29 febbraio 2008, base 2/1/2001=100</i>			
	(a)	(b)	(a/b*100)
Australia	132,4	230,1	57,5
Cile	200,6	291,5	68,8
Francia	330,0	97,9	337,1
Nord America	200,8	117,1	171,5
Nuova Zelanda (1)	122,0	200,7	60,8
Spagna	163,9	170,4	96,2
Altri Paesi	769,1	-	-
<b>Mondo (valuta locale)</b>	<b>187,6</b>	<b>118,0</b>	<b>159,0</b>

(1) 21 aprile 2006 – 29 febbraio 2008

**Tab. 8 – Indici Mediobanca delle società vinicole (2001-2008, versione *total return*)**

	Dic. 2001	Dic. 2002	Dic. 2003	Dic. 2004	Dic. 2005	Dic. 2006	Dic. 2007	Feb. 2008
<i>base 2/1/2001=100</i>								
Australia	120,6	102,3	95,4	130,4	128,1	164,3	159,9	132,4
Cile	129,6	143,0	144,8	191,1	181,9	185,4	223,3	200,6
Francia	80,5	94,9	101,3	120,0	156,0	242,2	419,1	330,0
Nord America	124,8	129,0	173,6	241,2	260,2	299,8	244,7	200,8
Nuova Zelanda (1)	-	-	-	-	-	143,3	157,0	122,0
Spagna	105,7	102,2	118,6	120,9	134,1	154,5	170,2	163,9
Altri Paesi	159,8	187,7	228,3	327,2	401,1	639,0	876,5	769,1
<b>Mondo (valuta locale)</b>	<b>122,2</b>	<b>113,8</b>	<b>120,1</b>	<b>162,9</b>	<b>168,5</b>	<b>212,6</b>	<b>222,5</b>	<b>187,6</b>
Indice MSCI mondo (valuta locale)	86,1	65,6	82,4	92,1	107,2	124,5	130,9	118,0

(1) 21 aprile 2006 – 29 febbraio 2008. Fino al 20 aprile 2006 inclusa nell'indice altri Paesi.

**Tab. 9 – Indici Mediobanca delle società vinicole (versione *total return*): variazioni % sul dicembre dell'anno precedente (2001-2008)**

	Dic. 2001	Dic. 2002	Dic. 2003	Dic. 2004	Dic. 2005	Dic. 2006	Dic. 2007	Feb. 2008
Australia	20,6	-15,2	-6,7	36,7	-1,8	28,3	-2,7	-17,2
Cile	29,6	10,3	1,3	32,0	-4,8	1,9	20,4	-10,2
Francia	-19,5	17,9	6,7	18,5	30,0	55,3	73,0	-21,3
Nord America	24,8	3,4	34,6	38,9	7,9	15,2	-18,4	-17,9
Nuova Zelanda	-	-	-	-	-	43,3	9,6	-22,3
Spagna	5,7	-3,3	16,0	1,9	10,9	15,2	10,2	-3,7
Altri Paesi	59,8	17,5	21,6	43,3	22,6	59,3	37,2	-12,3
<b>Mondo (valuta locale)</b>	<b>22,2</b>	<b>-6,9</b>	<b>5,5</b>	<b>35,6</b>	<b>3,4</b>	<b>26,2</b>	<b>4,7</b>	<b>-15,7</b>
Indice MSCI mondo (valuta locale)	-13,9	-23,8	25,6	11,8	16,4	16,1	5,1	-9,9

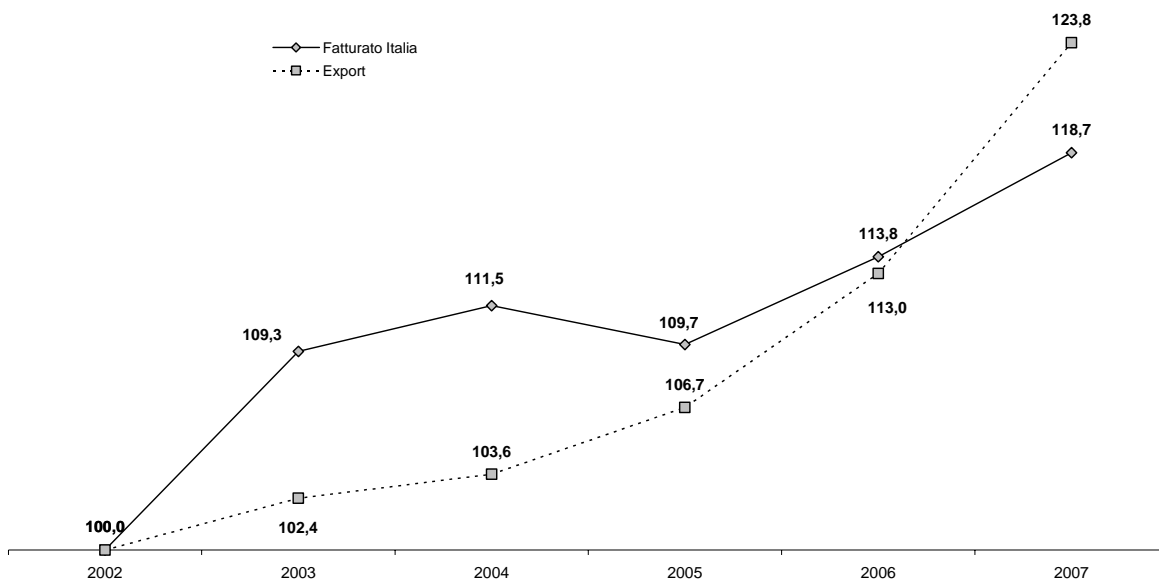
## **Allegati**

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

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Totale fatturato	10,2	6,2	1,6	0,4	4,7	6,7
Vendite in Italia	11,3	9,3	2,0	-1,6	3,8	4,3
Vendite all'estero	8,9	2,4	1,1	3,0	5,9	9,6

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi Mediobanca.

**Graf. 1 - Principali società vinicole: fatturato (indici 2002 = 100)**



**Tab. a2 – Stati patrimoniali aggregati**

<i>dati in migliaia di euro</i>	2002	2003	2004	2005	2006
Immobilizzi tecnici netti	1.234.333	1.373.010	1.468.448	1.608.502	1.768.836
Altri immobilizzi	516.130	509.074	503.537	569.511	569.316
Attivi finanziari	213.604	191.702	185.461	197.939	288.651
Capitale circolante	1.039.650	1.178.603	1.232.652	1.259.127	1.364.295
Fondi del personale ed altri fondi	-115.930	-118.508	-139.791	-145.397	-162.732
<b>Capitale investito</b>	<b>2.887.787</b>	<b>3.133.881</b>	<b>3.250.307</b>	<b>3.489.682</b>	<b>3.828.366</b>
Capitale netto	1.480.638	1.506.988	1.601.833	1.721.943	2.001.291
Debiti finanziari	1.407.149	1.626.893	1.648.474	1.767.739	1.827.075
<b>Totale</b>	<b>2.887.787</b>	<b>3.133.881</b>	<b>3.250.307</b>	<b>3.489.682</b>	<b>3.828.366</b>

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi Mediobanca.

**Tab. a3 – Conti economici aggregati**

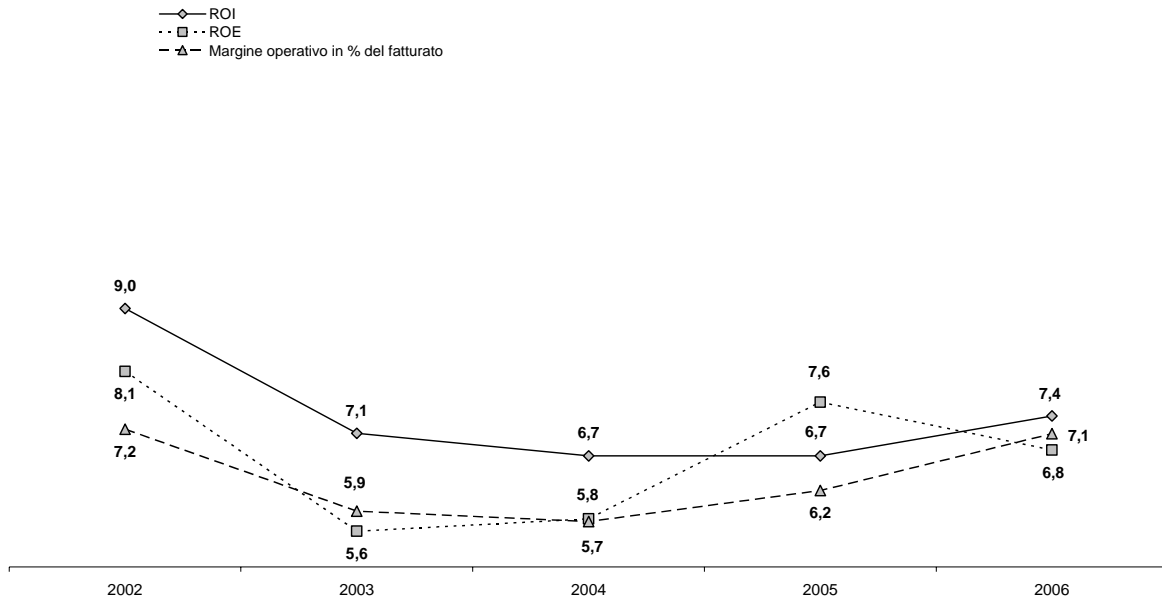
<i>dati in migliaia di euro</i>	2002	2003	2004	2005	2006
Fatturato netto	3.254.386	3.455.811	3.510.756	3.524.869	3.691.333
Consumi	2.584.347	2.796.697	2.830.706	2.800.542	2.905.715
<b>Valore aggiunto</b>	<b>670.039</b>	<b>659.114</b>	<b>680.050</b>	<b>724.327</b>	<b>785.618</b>
Costo del lavoro	289.278	305.550	322.840	343.331	359.067
<b>Margine operativo lordo</b>	<b>380.761</b>	<b>353.564</b>	<b>357.210</b>	<b>380.996</b>	<b>426.551</b>
Ammortamenti ordinari	147.861	151.608	157.805	166.886	169.011
<b>Margine operativo netto</b>	<b>232.900</b>	<b>201.956</b>	<b>199.405</b>	<b>214.110</b>	<b>257.540</b>
Oneri finanziari	78.379	72.951	66.373	67.705	77.036
Proventi finanziari	30.913	31.779	18.357	19.057	13.694
<b>Risultato corrente prima delle imposte</b>	<b>185.434</b>	<b>160.784</b>	<b>151.389</b>	<b>165.462</b>	<b>194.198</b>
Altri costi e ricavi (°)	-3.054	-19.453	13.041	3.441	17.996
Imposte (°)	-71.922	-63.304	-71.697	-55.822	-91.425
<b>Risultato netto (incluse quote di terzi)</b>	<b>110.458</b>	<b>78.027</b>	<b>92.733</b>	<b>113.081</b>	<b>120.769</b>
Fatturato all'estero	1.482.555	1.518.614	1.535.353	1.581.877	1.675.199
<i>in % del fatturato complessivo</i>	45,6	43,9	43,7	44,9	45,4
Dipendenti	8.280	8.541	9.037	9.541	9.652
Investimenti	269.371	268.906	218.813	233.402	299.868
<b>Valori pro-capite (000 euro)</b>					
Fatturato netto	393,0	404,6	388,5	369,4	382,4
Valore aggiunto	80,9	77,2	75,3	75,9	81,4
Costo del lavoro	34,9	35,8	35,7	36,0	37,2
Capitale investito (*)	348,8	365,2	357,2	357,8	388,8

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

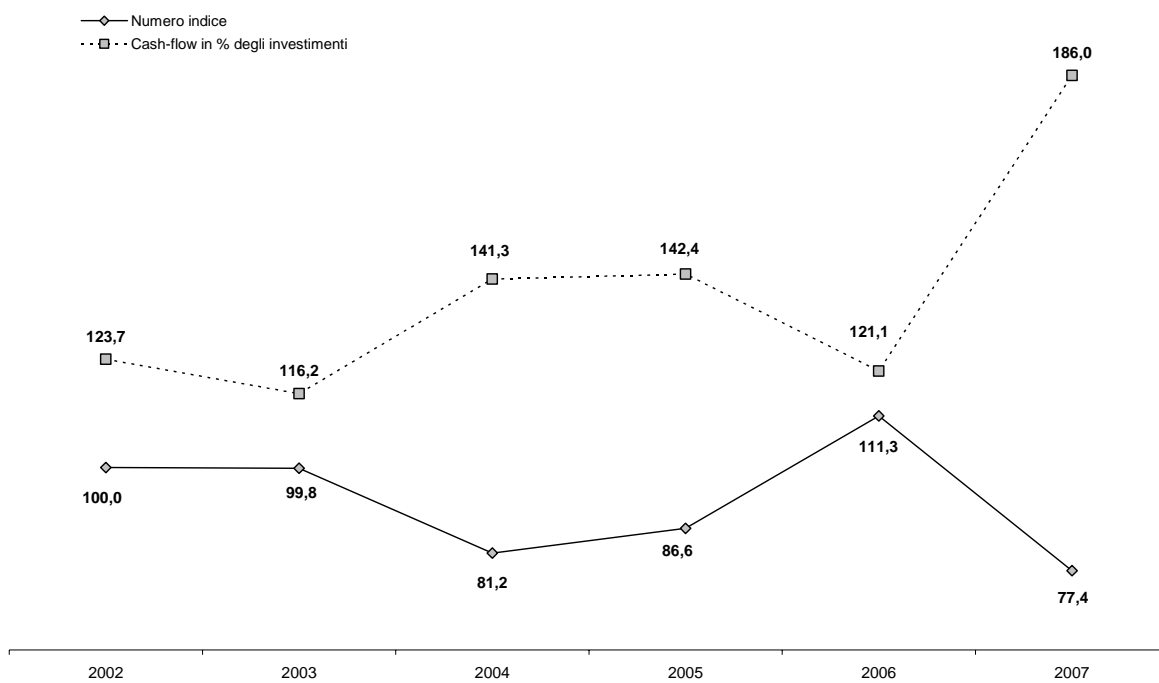
(\*) Esclusi gli effetti del disinquinamento fiscale e delle rivalutazioni volontarie.

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) (§)**

	2002	2003	2004	2005	2006
Valore aggiunto	20,6	19,1	19,4	20,5	21,3
Costo del lavoro	8,9	8,9	9,2	9,7	9,7
<b>Margine operativo lordo</b>	<b>11,7</b>	<b>10,2</b>	<b>10,2</b>	<b>10,8</b>	<b>11,6</b>
Ammortamenti ordinari	4,5	4,3	4,5	4,6	4,5
<b>Margine operativo netto</b>	<b>7,2</b>	<b>5,9</b>	<b>5,7</b>	<b>6,2</b>	<b>7,1</b>
Oneri e proventi finanziari	-1,5	-1,2	-1,4	-1,4	-1,7
<b>Risultato corrente</b>	<b>5,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,3</b>	<b>4,8</b>	<b>5,4</b>

(§) Esclusi gli effetti del disinquinamento fiscale e delle rivalutazioni volontarie.

Fonte: elaborazioni Ufficio Studi Mediobanca.

**Tab. a5 – Indicatori (§)**

	2002	2003	2004	2005	2006
Margine operativo netto in % del fatturato	7,2	5,9	5,7	6,2	7,1
Proventi finanziari in % del fatturato (*)	0,9	0,5	0,5	0,3	0,4
Fatturato in % del capitale	112,7	110,8	108,8	103,3	98,4
<b>ROI %</b>	<b>9,0</b>	<b>7,1</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>	<b>7,4</b>
Debiti finanziari in % del capitale	48,7	52,2	51,1	51,8	48,7
Costo del debito % (°)	5,6	4,5	4,0	3,8	4,2
Poste straordinarie in % del risultato corrente	-1,6	-12,0	1,0	2,0	9,1
Aliquota fiscale media in % dell'utile lordo (^)	37,7	41,4	40,6	33,3	40,4
<b>ROE %</b>	<b>8,1</b>	<b>5,6</b>	<b>5,8</b>	<b>7,6</b>	<b>6,8</b>
Variazione % del fatturato	10,2	6,2	1,6	0,4	4,7
Variazione % dei dipendenti	3,6	3,2	5,8	5,6	1,2
Investimenti in % del fatturato	8,3	7,8	6,2	6,6	8,1
Capitale circolante/Fatturato	31,9	34,2	35,3	36,1	37,4
Debiti finanziari/Patrimonio netto	95,0	109,0	104,4	107,4	94,9

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

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

(§) Esclusi gli effetti del disinquinamento fiscale e delle rivalutazioni volontarie.

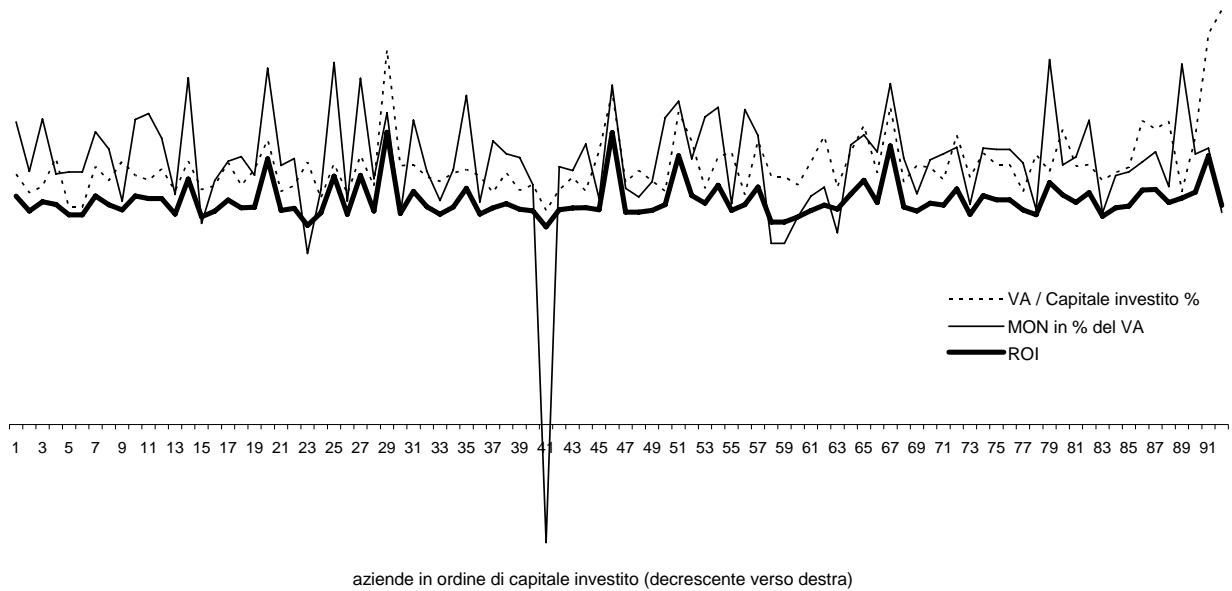
(\*) Esclusi i proventi di cambio.

(°) Escluse le perdite di cambio.

(^) Escluse le società in perdita.

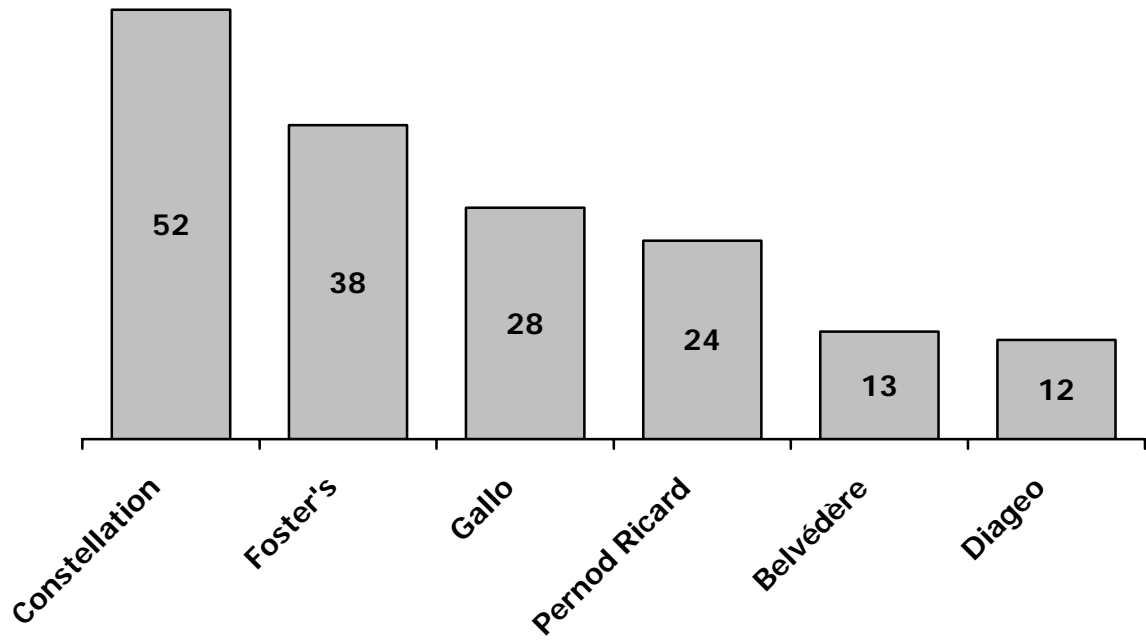
Fonte: elaborazioni Ufficio Studi Mediobanca.

**Graf. 4 - Principali società vinicole:  
indici di redditività operativa nel 2006**  
(società in ordine decrescente di capitale investito)

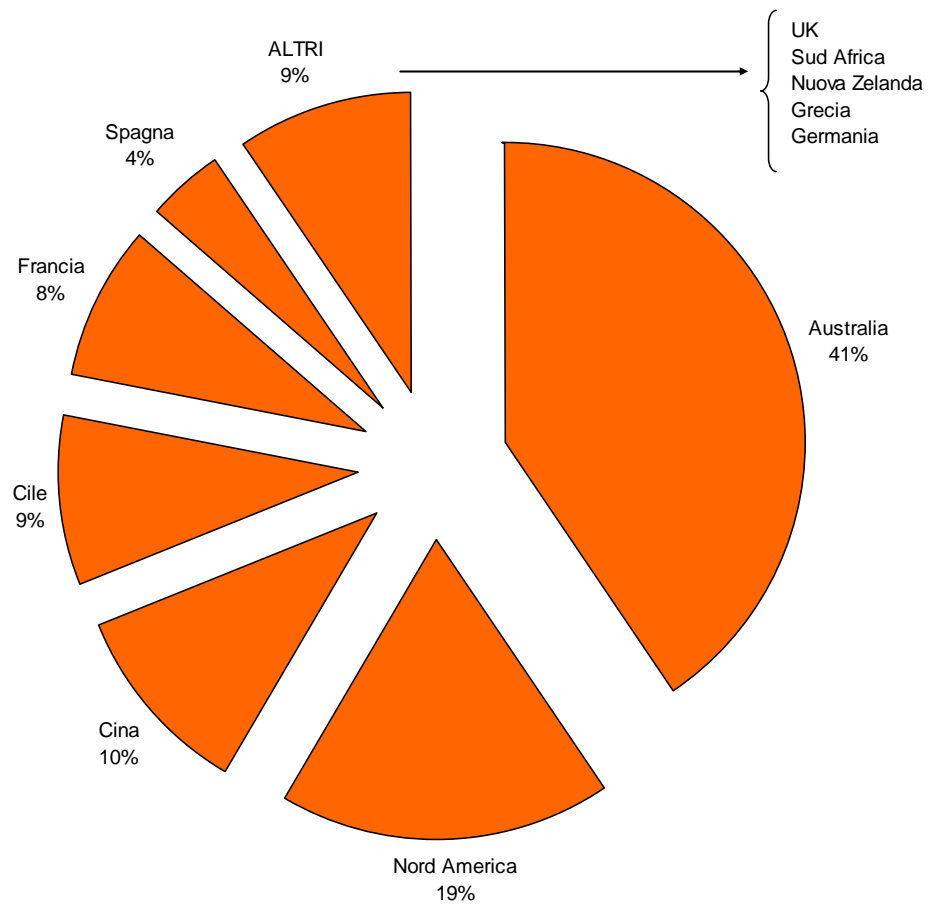




Graf. 5 – Milioni di casse di vino vendute (da nove litri, 12 bottiglie) nel 2006



Graf. 6 – Pesi nell'indice mondiale Mediobanca: fine febbraio 2008



**Graf. 7 – Indice mondiale Mediobanca: 2/1/2001 – 29/2/2008**

