

# I. LA RICERCA SUI PROFILI FINANZIARI DELLE SOCIETÀ VINICOLE

## I.1 LE FINALITÀ DELLA RICERCA

In questo lavoro vengono riportati e approfonditi i contenuti della relazione intitolata “I Profili Finanziari delle Società Vinicole” nell’ambito del convegno “Il Valore del Vino”, organizzato a Firenze il 2 dicembre 2004 dall’Università degli Studi di Firenze e da Mediobanca.

In questo convegno sono stati presentati i risultati di una ricerca su alcune tematiche finanziarie riferite alle imprese che operano nel settore vinicolo e sviluppata dall’autore di questo testo, nell’ambito delle attività di scientifiche per l’Università di Firenze, e dall’Ufficio Studi di Mediobanca. In particolare, questa ricerca si è proposta di analizzare le condizioni e le logiche che possono spiegare la redditività e la capacità delle imprese vinicole di creare valore per il capitale investito e, inoltre, di interpretare gli attuali e i potenziali rapporti tra le imprese vinicole e i mercati finanziari.

Questa ricerca ha trovato motivazione nel crescente riconoscimento dell’importanza della funzione finanziaria per il successo e lo sviluppo delle imprese vinicole. Questa consapevolezza è la conseguenza di un mutato quadro competitivo in cui le operazioni finanziarie, in particolare quelle sul capitale sociale, sono destinate ad avere un maggiore ruolo strategico per lo sviluppo delle imprese vinicole.

Con riferimento principale al contesto italiano ed europeo, per molto tempo, l’attività vinicola è stata prevalentemente trattata come una parte dell’economia agricola e fondiaria ed in questa logica ne ha avuto anche i trattamenti giuridici, fiscali e finanziari che hanno portato a modelli di interpretazione e di gestione meno orientati ai principi ed ai metodi aziendali. Più recentemente, le aziende vinicole hanno sviluppato nuove competenze gestionali concentrate, tuttavia nelle aree amministrative, commerciali, del marketing.

Inoltre, le condizioni favorevoli che, fino a poco tempo fa', hanno caratterizzato il mercato interno e quello internazionale hanno consentito ai produttori vinicoli di mantenere un approccio di gestione tradizionale in cui i valori personali, familiari e patrimoniali hanno prevalso su quelli aziendali, reddituali, finanziari. Tuttavia, questa situazione è destinata a trasformarsi con grande rapidità. La crescente e più allargata competizione internazionale portata avanti da produttori che operano in contesti più favorevoli dal punto di vista normativo e dei costi di gestione, il nuovo quadro valutario, l'allargamento dell'Unione Europea che ridurrà i benefici finanziari per il settore viticolo, l'evoluzione della distribuzione commerciale, stanno mutando radicalmente le condizioni di funzionamento e di sviluppo delle imprese vinicole.

In questo nuovo contesto competitivo, si ritiene che le imprese vinicole dovranno sviluppare maggiori competenze in termini di gestione aziendale avanzata, soprattutto nel campo della pianificazione e della valutazione degli investimenti e, più in generale, della gestione finanziaria per poter attrarre capitali secondo le logiche di mercato e per saperli impiegare nel rispetto degli obiettivi di remunerazione degli investitori. Inoltre, negli ultimi anni, in questo settore si sono rilevate numerose acquisizioni e fusioni, operazioni sul capitale sociale con quotazioni nei mercati regolamentati o con il coinvolgimento di partner finanziari.

Nei contesti nordamericani e australiani la via della crescita tramite le acquisizioni, la quotazione in Borsa e il ricorso al capitale di rischio di matrice finanziaria (fondi d'investimento o finanziarie di partecipazione) sono fenomeni largamente consolidati anche nel settore viticolo. Per quanto riguarda le acquisizioni, si rileva un'elevata intensità di questo fenomeno nei mercati di matrice anglosassone: solo negli ultimi 5 anni si sono registrate una decina di importanti operazioni di acquisizione di società vinicole quotate negli USA e in Australia che hanno profondamente modificato la struttura e la concentrazione di questi mercati. Su questo punto si rinvia alla lettura della Tab. 3 del paragrafo 4.4 del quarto capitolo dedicato al rapporto tra le società vinicole e la quotazione in Borsa.

Inoltre, alcune delle società vinicole quotate in questi mercati sono arrivate alla quotazione in Borsa attraverso il preventivo investimento di partner finanziari. Altre società quotate nei mercati OTC (Over The Counter o non regolamentati) vedono l'importante presenza nel capitale

sociale di investitori finanziari che aiutano lo sviluppo di queste imprese con l'obiettivo di una successiva quotazione nei mercati regolamentati o di una partnership strategica con altre società del settore. Infine, in Australia, vi sono alcuni fondi d'investimento quotati alla locale Borsa che hanno come missione l'investimento in società vinicole quotate o ancora private.

Anche nel contesto italiano, in questi ultimi anni si sono realizzate alcune operazioni di acquisizioni e di entrata nel capitale sociale di operatori finanziari. Per quanto riguarda le acquisizioni, senza considerare l'acquisto di proprietà fondiarie con cui molte società vinicole hanno accresciuto la propria capacità produttiva, con riferimento solo agli ultimi anni, si citano: a) il recente acquisto di Casa Girelli da parte di Cantina La Vis, a sua volta oggetto di una fusione con Cantina Val di Cembra; b) l'acquisto sempre da parte della Cantina La Vis, insieme alla Fratelli Rinaldi Importatori, della casa vinicola Cesarini Sforza; c) l'acquisto della Giacobazzi Grandi Vini da parte di Casa Vinicola Caldirola; d) le acquisizioni da parte del gruppo Illva di Saronno delle società siciliane Florio e Corvo – Duca di Salaparuta; e) gli acquisti da parte della Campari della società Sella e Mosca (attraverso la Zedda Piras) e le attività vinicole della Cinzano (dal gruppo Diageo) e di Enrico Serafino, Mondoro e Riccadonna con l'acquisto della Barbero 1891; f) gli acquisti da parte del Gruppo Italiano Vini delle case vinicole Castello Monaci, Tenute Rapitalà, Terre degli Svevi; g) l'acquisto da parte delle Cantine Riunite delle Cantine Maschio (prima posseduta dal gruppo Seagram).

Per quanto riguarda, invece, l'entrata di operatori finanziari nel capitale sociale di società vinicole, si segnalano: a) l'acquisto nel 2004 da parte della 3I (primaria finanziaria di partecipazioni di matrice inglese con attività in Italia) del 40% del capitale della Mionetto; b) l'acquisto nel 2002 da parte della InvestIndustrial (finanziaria di partecipazioni della famiglia Bonomi) del 40% del capitale della Ruffino, successivamente venduta (alla fine del 2004) alla Constellation Brands; c) l'acquisto sempre da parte della famiglia Bonomi della Sella e Mosca con la successiva vendita nel 2002 al Gruppo Campari. A queste esperienze si possono aggiungere altre operazioni finanziarie che hanno avuto per oggetto la produzione vinicola: l'emissione da parte di Mediobanca di warrant sul Brunello di Montalcino Castel Giocondo (del gruppo Frescobaldi); l'emissione da parte del Banco di Napoli del certificato

“Radici Future” sulle bottiglie Taurasi della casa vinicola Mastroberardino. Infine, più recentemente (fine 2004) il Gruppo Italiano Vini ha avviato una ristrutturazione societaria ed aziendale finalizzata alla possibile quotazione in Borsa o all’entrata di partner finanziari nel capitale sociale.

Un’altra importante ragione di questa ricerca è la carenza di studi scientifici sull’analisi delle caratteristiche economiche e finanziarie delle imprese di questo settore. Gli unici lavori di cui si è a conoscenza hanno un approccio di tipo settoriale e analizzano questo comparto in termini aggregati. Nel contesto italiano, si possono citare: il “Focus sulle società vinicole italiane” pubblicato con cadenza annuale dall’Ufficio Studi di Mediobanca sulla base dei dati di bilancio aggregati delle principali società vinicole italiane; l’analisi settoriale della Centrale dei Bilanci. Un altro studio, con un approccio più analitico sulla struttura delle società vinicole è quello presentato da Jean Larrieu al convegno “Business and Investment Forum” organizzato a Melbourne nel novembre 2004 dall’associazione Great Wine Capitals su un campione di 32 società internazionali (non indicate nel documento di presentazione).<sup>1</sup>

Anche nella letteratura angloamericana, notoriamente più attenta a queste tematiche, non è stato possibile trovare alcun contributo di questo tipo. L’unico testo che tratta le problematiche economiche delle imprese vinicole è “The Wrath of Grapes” di Lewis Perdue, pubblicato nel 1999.<sup>2</sup> Questo volume si occupa della sola industria vinicola della California, e ne analizza le modalità di funzionamento; le minacce ed opportunità di sviluppo che, a quel tempo, si riteneva potessero realizzarsi e le necessarie ristrutturazioni. Nel testo non ci sono analisi delle strutture economiche e finanziarie di quelle imprese.

In questa ottica, lo studio si è concentrato sulle società vinicole quotate nei mercati regolamentati a livello internazionale, ritenendo che esse possano offrire una maggiore quantità e accessibilità di informazioni. Inoltre, i valori di mercato di queste società rappresentano un significativo riferi-

---

<sup>1</sup> Larrieu J.; Observatoire financier international des entreprises vitivinicoles. Des stratégies marketing aux résultats financiers; Business and Investment Forum; Great Wine Capitals; Melbourne; 9 novembre 2004.

<sup>2</sup> Perdue L.; The Wrath of Grapes; Avon Books; 1999.

mento per interpretare le capacità e le potenzialità finanziarie delle imprese vinicole. Si è, altresì, analizzato un campione di 11 società vinicole italiane per fare confronti tra la posizione economica e finanziaria delle società quotate e alcune delle maggiori aziende del nostro contesto vinicolo.<sup>3</sup>

## 1.2 I RISULTATI DELLA RICERCA

L'analisi delle società vinicole quotate ha permesso di conseguire alcuni risultati che rappresentano delle assolute novità per lo studio e la conoscenza del settore vinicolo e delle relative logiche economiche e finanziarie.

La prima novità è la definizione della mappa delle società quotate la cui attività esclusiva o prevalente è la produzione e la vendita di vino (almeno il 50% del complessivo fatturato). In effetti, tra le società quotate nei mercati regolamentati internazionali ci sono molte importanti società che svolgono l'attività vinicola, ma tale attività ha un peso minoritario sui relativi dati di bilancio. Tra queste società si possono citare: Diageo, Grand Marnier, Pernod Ricard, Remy Cointreau, Lion Nathan, Allied Domecq, Brown Forman, Seagram, U.S. Tobacco, Moët Hennessy Louis Vuitton.

Dalle nostre rilevazioni sono state individuate circa 42 società quotate nei mercati azionari di quasi tutti i paesi che hanno una significativa produzione vinicola: Francia, Spagna, Germania, Grecia, Stati Uniti, Canada, Australia, Nuova Zelanda, Cile, Sud Africa, Cina (fig. 1).

L'unica realtà vinicola assente, nonostante la sua dimensione produttiva e la rilevanza delle sue maggiori imprese, è quella italiana. Alla Borsa di Milano ci sono due società italiane quotate che hanno nel loro portafoglio di business la produzione vinicola: la Davide Campari e la Zignago – Santa Margherita. Tuttavia, i dati del bilancio 2003, indicano che l'attività vinicola rappresenta una quota minoritaria del complessivo fatturato di entrambe le società: il 14 % per gruppo Campari ed il 25% per il gruppo Zignago – Santa Margherita. Pertanto, i titoli di queste

---

<sup>3</sup> Le fonti dei dati di bilancio e di mercato delle società vinicole quotate sono state: i siti ufficiali delle società; le banche dati dei mercati regolamentati in cui le società sono quotate; l'Ufficio Studi Mediobanca. La fonte dei dati di bilancio delle società vinicole italiane è stata l'Ufficio Studi Mediobanca.

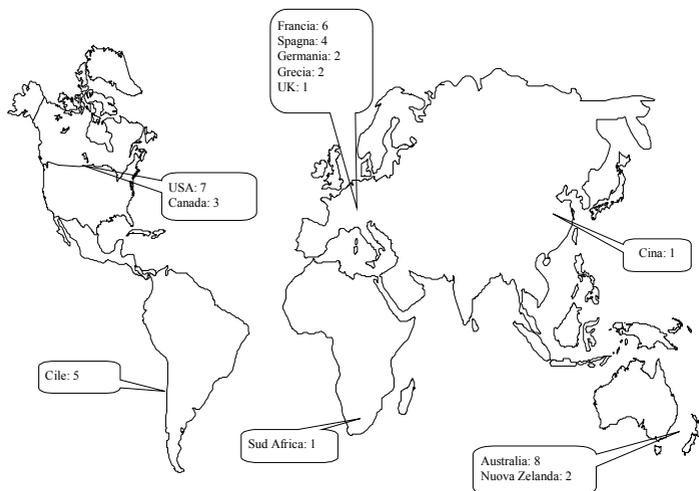


Fig. 1: La distribuzione territoriale delle società vinicole quotate

due società non sono stati considerati nella elaborazione degli indici azionari delle società vinicole.

Come conseguenza dell'individuazione di un numero significativo di società vinicole quotate si è arrivati alla seconda novità di questa ricerca: l'elaborazione del primo sistema di indici rappresentativi dell'andamento dei titoli azionari delle società vinicole.<sup>4</sup>

Sulla base degli ultimi bilanci pubblicati (tra la fine del 2003 e il primo semestre 2004) e dei tassi di cambio alle date di chiusura dei bilanci, le società quotate che sono state selezionate per gli indici azionari rappresentano un fatturato complessivo di 9,5 miliardi di euro, un attivo totale di 17,2 miliardi di euro e una capitalizzazione di 15 miliardi di euro alla fine di giugno 2004. Considerando i dati economici relativi solo

<sup>4</sup> Per gli indici azionari delle società vinicole, l'autore di questo testo ha contribuito per l'individuazione delle società vinicole quotate e per la definizione dei criteri di selezione delle società che concorrono alla formazione degli indici. Gli indici sono stati elaborati da Mediobanca che ne possiede la proprietà e si propone di aggiornarli e di renderli disponibili nel sito [www.mbres.it](http://www.mbres.it) (in cui sono riportati anche le metodologie ed i contenuti degli indici).

alla produzione vinicola, lo stesso campione rappresenta circa un fatturato di 7,3 miliardi di euro ed un attivo di 11,4 miliardi di euro.

Questi numeri dimostrano che il settore vinicolo – soprattutto se rilevato su scala globale – ha le dimensioni per essere un segmento distintivo dei mercati azionari regolamentati con propri indicatori di quotazione. Inoltre, in alcune realtà locali c'è un numero significativo di società vinicole da suggerire il calcolo di indici nazionali, correlabili con l'andamento dei relativi mercati azionari: Francia, Spagna, Australia, Stati Uniti, Canada, Cile.

Un sistema dedicato di indici consente di valutare gli investimenti nei titoli azionari delle società di questo specifico settore – sia in un logica di portafoglio allargato (comprensivo di tutti i titoli azionari vinicoli quotati) sia in quella di portafoglio selettivo (con investimenti mirati in un numero più limitato di azioni vinicole) – confrontando i rendimenti generati da questi investimenti rispetto ad altri portafogli azionari, formati dalle azioni di società operanti in altri settori e/o rispetto a tutte quelle quotate nei mercati azionari di riferimento. Questa impostazione permette di elaborare uno schema di analisi relativamente oggettivo per giudicare se sia conveniente, in termini finanziari, investire nelle imprese vinicole.

La terza novità della ricerca è quella che riguarda specificamente questa pubblicazione e si riferisce all'analisi dei valori di bilancio delle società vinicole quotate, finalizzata ad identificarne le caratteristiche e le determinanti economico-finanziarie. Inoltre, questa parte della ricerca – mediante l'analisi dei valori di mercato e dei dati di bilancio delle società quotate – si propone di fornire un contributo scientifico, fondato su evidenze empiriche, al tema se e come la quotazione nei mercati regolamentati possa essere una modalità ed un'opportunità per il finanziamento e lo sviluppo delle imprese vinicole.

### 1.3 LE MODALITÀ DELL'ANALISI

Per le società analizzate si è ritenuto di concentrarsi sulle principali grandezze di bilancio e sui valori di mercato e sono stati elaborati solo alcuni tra gli indicatori più significativi riferiti ai livelli di redditività, alle caratteristiche di struttura economica e alle relazioni tra le principali grandezze di bilancio ed i valori azionari.

Questa soluzione è stata giustificata, innanzitutto, dai problemi operativi connessi all'acquisizione e al trattamento dei bilanci delle società ana-

lizzate. In effetti, l'analisi di centinaia di bilanci (tenuto conto del numero di società analizzate e del numero di esercizi presi in considerazione) è già di per sé complessa e richiede tempi non immediati. A questo bisogna aggiungere che molte delle società vinicole quotate hanno chiuso l'ultimo bilancio a giugno 2004 e la disponibilità degli stessi è stata possibile solo dopo l'approvazione delle relative assemblee e la pubblicazione o nei propri siti o in quelli delle società di gestione o degli organi di controllo dei mercati regolamentati in cui vengono trattati i loro titoli.

Per quanto riguarda il conto economico, si è distinto tra i ricavi di vendita, che sono strettamente riferiti alla commercializzazione dei vini prodotti, e quelli che provengono da attività accessorie: servizi a società terze, ricezione alberghiera, ristorazione, proventi immobiliari, vendita ordinaria di beni strumentali, cessione di materie prime o semilavorati a magazzino, contributi in c/esercizio. La separazione tra i ricavi di vendita e gli altri ricavi consente di avere una misura più rappresentativa del margine industriale lordo che, come vedremo di seguito, è una voce di riclassificazione del bilancio che consente di misurare alcuni indicatori chiave della gestione aziendale. Il margine industriale lordo è dato dalla differenza tra i ricavi di vendita e i consumi di esercizio, ossia i costi relativi all'acquisto e all'utilizzazione del magazzino dei beni (primari, intermedi o finali) che concorrono a formare i prodotti venduti sui mercati di riferimento.

Per quanto riguarda i costi di struttura si è distinto tra quelli generali e gli ammortamenti. Questa impostazione permette di risolvere un problema di riclassificazione e di comparazione che si ritrova tra i prospetti di bilancio di matrice europea e quelli di matrice angloamericana. In effetti, nel nostro modello di bilancio è prevista la distinzione dei costi di struttura in costi per servizi, per il personale dipendente, per godimento di beni di terzi, per ammortamenti e svalutazioni delle immobilizzazioni tecniche e del capitale circolante. Nel mondo anglosassone, invece, i costi di struttura vengono classificati secondo una logica funzionale (di vendita, amministrativi, per la ricerca e sviluppo). Questa modalità ha il vantaggio di fornire informazioni significative sulle attività strumentali di gestione che concorrono ai risultati economici d'impresa, ma non permette di misurare il "valore aggiunto" prodotto da un'impresa ossia il valore differenziale tra i ricavi ed i costi esterni aziendali. Inoltre, ha il limite di non indicare le spese per il personale e di non poter misurare la relativa efficienza o produttività del costo del lavoro.

La distinzione tra costi generali ed ammortamenti e svalutazioni consente altresì di poter misurare il risultato operativo lordo (l'Ebitda secondo la dizione finanziaria internazionale) ed il risultato operativo netto (l'Ebit) al fine di poter calcolare gli indici di redditività operativa con o senza i valori correnti delle imputazioni al conto economico dei valori relativi alle immobilizzazioni tecniche che possono essere determinate da diverse pratiche contabili o da specifiche politiche di bilancio.

Per quanto riguarda il risultato operativo si è cercato, laddove questo è stato significativo, di scorporare le poste di natura straordinaria da quelle ordinarie relative alla gestione industriale delle società vinicole. In effetti, in alcuni contesti contabili tra le voci che concorrono a quello che viene indicato come risultato operativo vengono riportate poste che, secondo i principi di riclassificazione del bilancio, vanno considerate come parte della gestione straordinaria. Questa modalità di trattamento dei dati di bilancio ha consentito di rendere più comparabili i risultati della gestione operativa delle società analizzate e di rendere più affidabili e rappresentativi gli indici della redditività operativa che sono tra quelli più significativi per spiegare i profili economici e finanziari delle società vinicole.

Il risultato netto d'esercizio è quello effettivo di bilancio comprensivo di tutte le sue determinanti di natura ordinaria e straordinaria e i relativi impatti fiscali che hanno effetti molto diversi nei contesti economici a cui appartengono le società analizzate, sulla base delle relative normative tributarie. D'altra parte, gli indici di gestione che sono riportati nel testo sono misurati sulla base dei dati medi di più esercizi, anche per ridurre gli eventuali effetti distorsivi delle poste straordinarie.

In merito alle grandezze patrimoniali, i riferimenti primari sono stati l'attivo totale netto ed il capitale netto. Per quanto riguarda il capitale netto, questa grandezza è certamente quella più rilevante per misurare la redditività netta come indicatore della complessiva capacità gestionale delle imprese vinicole ed è quella che, messa in relazione con la capitalizzazione di Borsa, permette di avere un riferimento diretto ed indicativo del modo in cui i mercati valutano le società vinicole quotate.

Per misurare la produttività e la redditività delle attività industriali si è ritenuto di riferirsi all'attivo totale. L'attivo totale rappresenta il complessivo capitale investito nelle attività aziendale e, come tale, rappresenta l'insieme delle risorse tecniche e commerciali che sono state impiegate per sviluppare le attività aziendali. Per le società quotate il bilancio è quello

consolidato, in cui l'attivo totale è formato in prevalenza da beni strumentali al ciclo produttivo e commerciale delle imprese. Sebbene l'attivo totale tenda a sopravvalutare l'investimento netto nelle attività delle imprese, esso tende ad essere una grandezza più stabile e correlata al volume di attività delle imprese rispetto alla grandezza capitale investito (che misura le sole risorse patrimoniali al netto delle poste passive di natura operativa, come i debiti commerciali). In terzo luogo, per le imprese vinicole che hanno una generale alta intensità del capitale e le cui scorte di magazzino hanno una durata pluriennale, l'attivo totale rappresenta una grandezza patrimoniale indicativa per poter misurare la produttività e la redditività delle proprie attività industriali.

Per ogni società sono stati acquisiti gli ultimi quattro bilanci per calcolare tre valori degli indici analizzati, sulla base del valore medio delle grandezze patrimoniali<sup>5</sup>, che rende più realistica l'entità delle voci dell'attivo e del passivo presenti nel corso di un esercizio.

Per alcune società, soprattutto quelle di matrice europea, l'ultimo esercizio si è chiuso alla fine del 2003; per altre società, la maggioranza di quelle di matrice anglosassone (incluse quelle dell'Australia, della Nuova Zelanda e del Sud Africa), la chiusura è stata alla fine del primo trimestre o del primo semestre del 2004. Peraltro, questo periodo di osservazione coincide con quello su cui è stato elaborato il primo periodo di misurazione degli indici azionari delle società vinicole (dai primi di gennaio del 2001 alla fine di giugno 2004).

Per interpretare i profili strutturali delle imprese vinicole si è ritenuto di utilizzare i dati medi degli indici di bilancio. I dati medi degli indici di bilancio sono serviti per valutare le performance strutturali delle imprese, le loro evoluzioni e le relative correlazioni. Per poter realizzare questi obiettivi sono state elaborate due tipologie di media: quella semplice e quella ponderata. La media semplice è quella calcolata come mera divisione della somma dei valori degli indici elaborati per il numero di esercizi osservati; la media ponderata è quella che attribuisce un peso crescente agli indici degli esercizi più recenti rispetto a quelli precedenti. La media ponde-

---

<sup>5</sup> Questo metodo calcola le grandezze dello stato patrimoniale di un esercizio come media tra il valore di chiusura di quell'esercizio e il valore di chiusura di dell'esercizio precedente.

rata consente di incorporare nel dato di sintesi l'evoluzione temporale dei valori di ciascun indice. La differenza tra la media ponderata e la media semplice, inoltre, permette di calcolare in modo sintetico ed immediato la tendenza crescente o decrescente dei valori degli indici analizzati.

#### 1.4 LE SOCIETÀ VINICOLE QUOTATE

Il campione delle società vinicole quotate è formato da 42 società che a giugno del 2004 risultavano essere quotate in un mercato regolamentato. Le società vinicole quotate che sono state trattate sono solo quelle che hanno un'attività vinicola prevalente con il limite di almeno il 50% circa del fatturato aziendale generato dalla produzione e dalla vendita di prodotti vinicoli.

Per quanto riguarda l'analisi degli indicatori economici e finanziari che riguardano le società vinicole quotate si è ritenuto di escludere due società che formano questo campione: la Majestic Wines e la Asconi. La Majestic Wines è una società quotata alla Borsa di Londra che svolge esclusivamente l'attività di distribuzione di prodotti vinicoli e alcolici. Pertanto, il profilo economico e finanziario risulta essere strutturalmente diverso e non direttamente comparabile con quello delle società di produzione vinicola. La Asconi è una società quotata negli Stati Uniti al mercato Amex che, nel periodo di osservazione su cui sono stati elaborati gli indicatori di analisi, ha avuto risultati finanziari fortemente influenzati da eventi straordinari di natura societaria che hanno reso i propri dati di bilancio non significativi per gli obiettivi della ricerca.

Le società indicate nella Tab. 1 svolgono quasi tutte attività vinicola, ossia producono vino confezionato (imbottigliato ed etichettato). Vi sono, invece, due realtà che possono essere definite viticole, in quanto la loro prevalente attività è quella della produzione e della vendita dell'uva, del mosto o del vino sfuso che proviene dai terreni di proprietà o in affitto: Scheid Vineyards (Stati Uniti) e Oyster Bay Marlborough Vineyards (Nuova Zelanda)<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> La lista riportata in questa tabella comprende le società quotate nei mercati azionari ufficiali al 30/6/2004, data finale del periodo in cui si sono analizzate le società di questo campione. Questa lista ha subito alcune modifiche tra la seconda metà del 2004 e l'inizio

In Australia, oltre alle società di produzione vinicola, al mercato azionario ufficiale sono quotate quattro società finanziarie che hanno partecipazioni in via esclusiva o prevalente in imprese vitivinicole. Tre di queste sono fondi d'investimento: First Wine Fund, Challenger Beston Wine Trust e International Wine Investment Fund. La quarta è una holding di partecipazioni: Australian Wine Holdings. International Wine Investment Fund ha rilevanti investimenti in società vinicole quotate: Constellation Brands, Hawesko, Evans & Tate, McGuigan Simeon, Southcorp. Le principali partecipazioni di First Wine Fund e di Australian Wine Holdings sono in società vitivinicole australiane di medio-piccole dimensioni. Challenger Beston Wine Trust è un fondo d'investimento che impiega i propri capitali in immobili o in impianti destinati alla produzione e alla logistica vinicola al fine di fornire un servizio di outsourcing alle società propriamente vinicole che possono concentrare le loro attività solo nelle fasi di trasformazione e di commercializzazione dei vini.

Sulla base dei dati di fatturato convertiti nella nostra moneta, il campione delle società vinicole quotate può essere classificato in quattro segmenti: 4 società di grandi dimensioni con oltre 500 milioni di euro di fatturato (Foster's Group, Constellation Brands, Distell Group e Southcorp); 9 società di medio-grandi dimensioni con fatturato tra i 150 ed i 500 milioni di euro (Robert Mondavi, Schloss Wacheinheim, Vincor, Hawesko, Vranken Monopole Pommery, Concha y Toro, Laurent Perrier, McGuigan Simeon, JeanJean); 10 società di medie dimensioni con fatturato tra i 40 ed 150 milioni di euro (Yantai Chiangyu Pioneer Wine, Vina San Pedro, Vina Undurraga, Andres Wines, Boizel Chanoine, Baron de Ley, Golden State Vintners, Chalone, Evans and Tate, Cottin Freres); 7 società di medio-piccole dimensioni con fatturato tra i 10 ed i 30 milioni di euro (Vina Santa Emiliana, Schedi Vineyards, Vina Santa Rita, Bodegas Riojanas, Magnotta Wines, J. Boutaris, Xanadu Normans) e 4 società di piccole dimensioni (Willamette

---

del 2005. Le società Peter Lehmann, Golden State Vintners e Robert Mondavi sono state acquistate, nell'ordine da Hess Group, Wine Group e Constellation Brands e tolte dal listino ufficiale. D'altra parte, due nuove società vinicole sono entrate in listini ufficiali: Cockatoo Ridge Wines e Lombard ed Cie. Cockatoo Ridge Wines era una società le cui azioni erano, prima, trattate al mercato OTC in Australia ed è entrata all' ASX (Australian Stock Exchange) nel 2004. Lombard ed Cie è la nuova denominazione della società Charles de Cazanone che veniva trattata al Marchè Libre di Parigi e, dopo una ristrutturazione finanziaria ed il cambio di denominazione, è entrata al Second Marchè di Parigi.

Valley, Ktima Lazaridis, The New Zealand Wine Company, Oyster Bay Marlborough Vineyards, Simon Gilbert, Dromana Estate).

In termini aggregati, il campione delle società vinicole quotate rappresenta, secondo gli ultimi bilanci pubblicati (2003-2004) e la conversione dei dati in euro al cambio della data di chiusura del bilancio: Ricavi per 9,510 milioni di euro; Attivo totale per 17,169 milioni di euro; Mezzi propri per 8,286 milioni di euro; Risultato netto per 907 milioni di euro.

Tab. 1: Le società vinicole quotate

FRANCIA:	STATI UNITI	AUSTRALIA
- Boizel Chanoine	- Asconi	- Dromana Estate
- Cottin Freres	- Chalone	- Fosters Group
- Henri Maire	- Golden State Vintners	- Simon Gilbert Wines
- Jean Jean	- Robert Mondavi	- Peter Lehmann Wines
- Laurent Perrier	- Scheid Vineyards	- Xanadu Wines
- Vranken Monopole	- Willamette Valley Vineyards	- Southcorp Holdings
SPAGNA:	- Constellation Brands	- McGuigan Simeon
- Baron de Ley		- Evans and Tate
- Bodegas Riojanas	CANADA	CINA
- Compania Vinicola	- Andrés Wines	- Yantai Changyu Pioneer Wine
- Norte de Espagna	- Vincor International	SUD AFRICA
- Federico Paternina	- Magnotta Winery	- Distell Group
GRECIA:	CILE	
- J. Boutaris	- Vina Concha y Toro	
- Ktima Kostas Lazaridis	- Vina San Pedro	
GERMANIA:	- Vina Santa Rita	
- Schloss Wachenheim	- Santa Emiliana	
- Hawesko	- Vina Undurraga	
GRAN BRETAGNA:	NUOVA ZELANDA	
- Majestic Wines	- The New Zealand Wine Company	
	- Oyster Bay Marlborough Vineyards	

Se si scorporano dalle società quotate le attività diverse da quella vinicola si può stimare che il campione rappresenti un valore aggregato di

circa 7,200 milioni di euro di ricavi e di circa 11,400 milioni di euro di attivo netto.

Dai precedenti dati, si possono già ricavare alcune indicazioni generali sulla struttura economica e finanziaria di queste imprese: un'elevata intensità del capitale (l'attivo totale ha un rapporto con i ricavi di 1,8 volte e di circa 1,6 volte se riferito solo alle attività vinicole), una buona redditività sui mezzi propri (il ROE) pari a circa l' 11% generata dai migliori risultati delle società di maggiori dimensioni e dal recente recupero di redditività di alcune delle maggiori società (in particolare, Southcorp); una adeguata solidità patrimoniale misurata come peso dei mezzi propri sull'attivo totale (pari al 48%).

## 1.5 LE SOCIETÀ VINICOLE ITALIANE

Per quanto riguarda il campione delle società vinicole italiane, esso è formato da 11 delle maggiori società del nostro contesto produttivo:

Tab. 2: Le società vinicole italiane analizzate

-Marchesi Antinori	-Fratelli Martini	-Ruffino
-Banfi	-Fratelli Gancia	-Santa Margherita
-Botter	-Gruppo Italiano Vini (GIV)	-Zonin
-Cavit	-Cantina Mezzacorona	

Le società cooperative che formano questo campione sono state selezionate per il loro profilo reddituale e finanziario che ha caratteristiche simili a quelle delle altre imprese che hanno forme societarie con finalità propriamente di lucro (s.p.a. e s.r.l.).

Il campione analizzato delle società vinicole italiane rappresenta un valore complessivo di 1,064 euro di ricavi, 1,535 milioni di euro di attivo totale, 493 milioni di euro di mezzi propri e 34 milioni di euro di utili netti. Da questi dati si rileva che il campione delle società italiane ha, rispetto alle società quotate: una minore intensità del capitale (il rapporto tra attivo totale e ricavi è pari 1,4 volte contro l'1,8 volte dei complessivi valori di bilancio delle società quotate e 1,6 volte con riferimento ai soli dati delle attività vinicole), una minore redditività sul

capitale proprio (un ROE del 7,1% contro l'11,5%) ed un minor peso dei mezzi propri sul passivo totale (il 33,8% contro il 48%).

Se si mettono a confronto tutte le imprese dei due campioni analizzati, come si può vedere dalla figura 2 ci sono due società italiane (G.I.V. e Cavit) che si collocano nel segmento delle società di medio-grandi dimensioni con fatturato tra i 150 ed i 500 milioni di euro, mentre tutte le altre si collocano nel segmento delle società di media dimensione con fatturato tra i 40 ed i 150 milioni di euro.

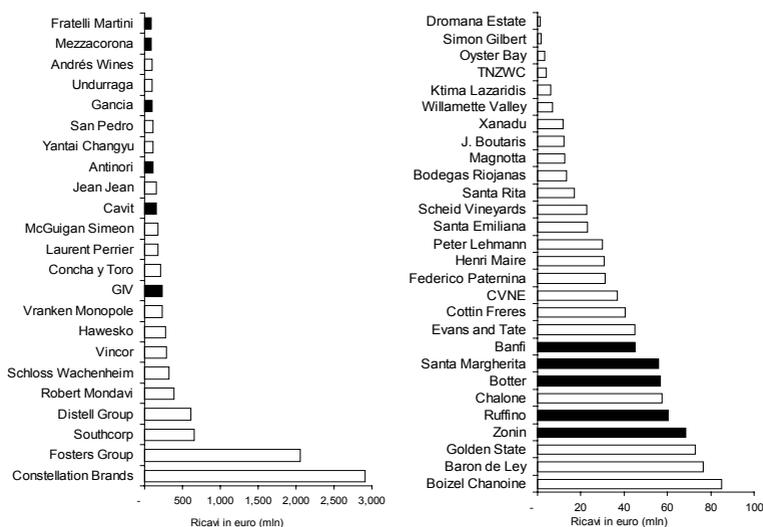


Fig. 2: Il livelli di fatturato delle società vinicole italiane e quelle quotate