

R



Il Vino e gli investitori

Analisi dei rendimenti e delle possibili
strategie di investimento

REVIDERE

Il Vino e gli investitori

Analisi dei rendimenti e delle possibili strategie di investimento

Il *food & beverage* sta diventando per gli investitori il nuovo target d'investimento, come lo è stato negli scorsi decenni il settore moda. Ma se il *food* rappresenta già un mercato di sbocco per i capitali da investire in Italia da parte degli operatori, anche di private equity, il *beverage*, nella dimensione riferibile al mondo del **Vino**, presenta ancora delle difficoltà nell'apertura al mercato dei capitali.

Eppure le evidenze desunte dal mercato, come pure dall'analisi "Il vino italiano e lo scenario globale" realizzata del centro studi di Mediobanca, farebbero propendere per l'esistenza di un insieme di aziende che potrebbero espandersi con maggior forza verso mercati d'oltralpe, in particolare quello cinese, grazie all'apertura del capitale a terzi investitori.

Per dare consistenza a quanto asserito abbiamo condotto un'analisi su un *panel* di società quotate in Europa, rientranti nei sector *Distillers & Vintners* e *Soft Drinks* tramite l'utilizzo e l'elaborazione di dati e informazioni desunti dalla banca dati Infront Analytics. L'analisi è stata concentrata sulle aziende che nella propria business description contengono il suffisso *wine* e i cui dati di bilancio al 31 dicembre 2017 fossero disponibili sul data provider Infront.

Date queste premesse metodologiche il campione è composto da 24 società che nel corso dell'esercizio 2017 hanno evidenziato le seguenti performance:

- **ROE** mediano del **7,2%** (il *return on equity*, ROE, rappresenta il rendimento annuo per gli azionisti essendo dato dal rapporto tra il risultato netto d'esercizio e il patrimonio netto contabile);
- **ROIC** mediano del **9,1%** (il *return on invested capital*, ROIC, rappresenta il rendimento annuo per gli azionisti e i terzi portatori di capitali, i finanziatori, essendo dato dal rapporto tra il Nopat, ossia l'EBIT al netto delle imposte figurative, e il capitale investito netto);
- **Multipli P/E** e **EV/EBITDA** mediani pari, rispettivamente, al 21,13x e al 17,18x;
- Rapporto mediano tra **PP&E** (Property Plant & Equipment) e **Total Asset** pari al **20,9%** e **capital intensity** mediana, data dal rapporto D&A/EBITDA, pari al **15%**.

I RENDIMENTI IN FUNZIONE DELL'INTENSITA' DEL CAPITALE INVESTITO

Ed è proprio dal rapporto PP&E/Total Asset che l'analisi è stata sviluppata, dividendo in due insiemi le aziende del campione: quelle aventi un rapporto inferiore alla mediana del 20,9% (Gruppo A) e quelle aventi un rapporto superiore (Gruppo B). La presenza, in misura significativa, della componente "fondo" (terreni, vigneti) tra gli attivi tangibili delle società si è rilevata essere un fattore primario nella misurazione delle performance delle società.

Dalla separazione del campione in due blocchi emerge una significativa distanza tra i valori mediani degli indici sopra richiamati. Il rapporto PP&E/Total Asset e la *capital intensity* (D&A/Ebitda) sono infatti risultati pari a circa il 10% per il gruppo A e il 31% circa per il Gruppo B.

	GRUPPO A mediana	GRUPPO B mediana
Property Plant & Equipment / Total Asset	9,0%	31,9%
Depreciation & Amortization / EBITDA	11,1%	31,5%

Osservando i rendimenti delle società emerge con maggior evidenza la distanza tra i due insiemi. Infatti, sia il rendimento mediano del capitale proprio (ROE), che quello del capitale investito (ROIC), presentano dati nettamente migliori nel Gruppo A, caratterizzato da una minor intensità di investimenti in asset tangibili, con una differenza di 7-8 punti percentuali sul Gruppo B. Anche il ROIC spread mediano, differenziale tra ROIC e WACC (costo medio ponderato del capitale) conferma tale logica.

	GRUPPO A mediana	GRUPPO B mediana
ROE	10,7%	3,6%
ROIC	10,5%	2,3%
ROIC spread	6,8%	-0,2%

Analizzando la struttura finanziaria, è evidente come entrambi i gruppi presentino un rapporto di indebitamento (PFN/Equity) abbastanza simile, tra lo 0,38 e lo 0,43. Dal lato della sostenibilità del debito c'è da osservare inoltre che il Gruppo A, a fronte di un margine sulle vendite (Ebitda %) mediano del 18,7%, significativamente più elevato del Gruppo B (10,9%), presenta un maggior rapporto PFN/Ebitda, indice di una miglior capacità (e possibilità) di sfruttare la leva finanziaria grazie ai maggiori flussi di cassa generati dall'attività operativa.

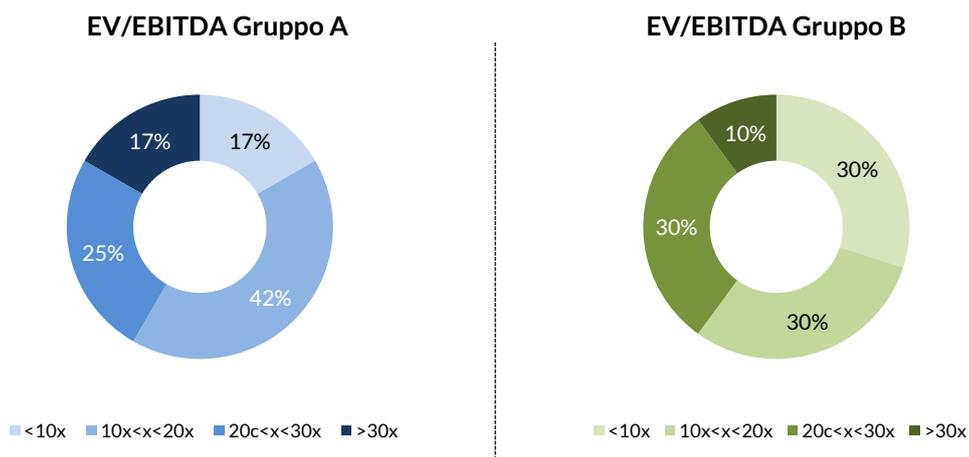
	GRUPPO A mediana	GRUPPO B mediana
PFN/Equity	0,43	0,38
Ebitda margin (%)	18,7%	10,9%
PFN/Ebitda	2,13	1,57

MULTIPLI DI MERCATO

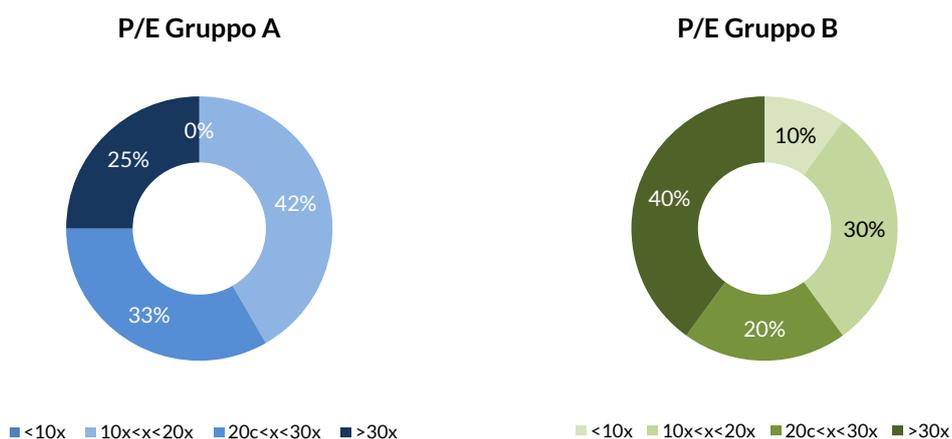
A livello di valutazione aziendale, l'analisi è stata effettuata considerando due fra i multipli di mercato solitamente più utilizzati: l'**EV/Ebitda** (rapporto tra valore del capitale investito netto e l'Ebitda - versione *asset side*) e il **Price/Earning** (rapporto tra capitalizzazione di mercato e utile

contabile – versione *equity side*). Entrambi sono stati calcolati con valori degli ultimi 12 mesi (LTM).

Gli EV/Ebitda mediani sono molto vicini (**17,2x** per il Gruppo A contri i **16x** del Gruppo B), e anche a livello di distribuzione entrambi i gruppi presentano una certa omogeneità. I maggiori margini operativi lordi (Ebitda) generati dalle imprese con minor intensità di capitale investito fa sì che il loro valore, pur in presenza di multipli molto simili, risulti significativamente più alto (la capitalizzazione di borsa mediana è infatti 4,1 volte superiore)



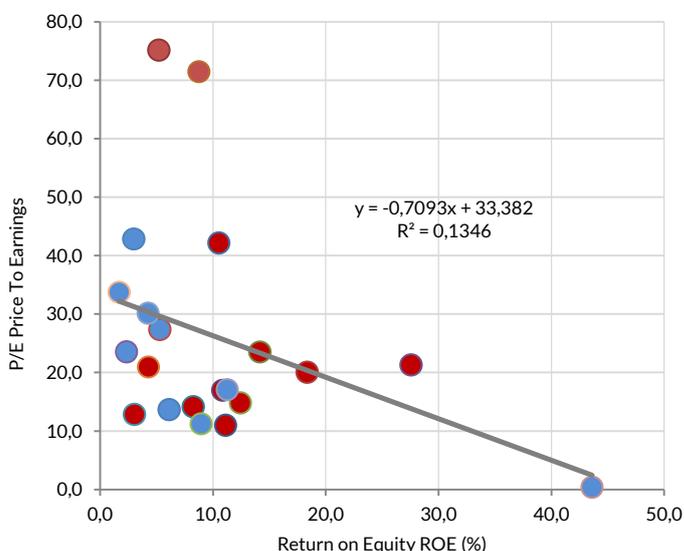
Il P/E mediano del Gruppo B ha invece un importo più elevato (**25,5x** contro i **20,5x** del Gruppo A), mentre come distribuzione non ci sono grandi differenze, con un multiplo superiore ai 20x in oltre la metà delle aziende. Questo non significa che le aziende del Gruppo B abbiano un valore più alto, dato che la loro capitalizzazione di mercato è circa ¼ di quelle del Gruppo A.



È stata infine effettuata un'analisi di regressione tra il ROE ed il P/E, per poter constatare se esiste una correlazione tra questi due indicatori, ed in particolar modo se il P/E è dipendente in qualche misura dal ROE.

I punti rossi del grafico sottostante rappresentano il Gruppo A, cioè le aziende con una minore intensità del capitale, mentre quelli blu sono le aziende del Gruppo B. Il risultato mostra una

relazione inversamente proporzionale tra le due variabili: alla crescita del rendimento sul capitale (ROE), il multiplo tende a diminuire. Infatti, al crescere dell'utile, che rappresenta il denominatore del multiplo P/E, quest'ultimo diminuisce.



Le società del Gruppo B, che presentano un ROE mediano più basso rispetto a quelle del Gruppo A, sono maggiormente concentrate sotto la linea di tendenza con un multiplo P/E tendenzialmente più elevato.

Dall'analisi sono stati esclusi gli outliers

UNA SFIDA PER I FONDI E UN'OPPORTUNITA' PER LE AZIENDE AGRICOLE (E VICEVERSA)

I diversi rendimenti espressi dalle società in funzione della maggiore o minore intensità di capitale investito in tangibili e della presenza negli asset di terreni adibiti a vigneto rende evidente quello che nella comunità finanziaria sembra essere il modello di investimento, ossia la separazione della proprietà fondiaria (*land owner*) dal ramo operativo (azienda agricola operativa). I maggiori rendimenti da quest'ultimo generati meglio si sposano con quelli richiesti dai fondi, ma non solo. L'ingresso da parte di un investitore in un'azienda che detiene anche la proprietà fondiaria richiede un significativo esborso di capitali il cui ritorno è di certo a lungo termine, mentre il *time to market* per i fondi è solitamente indirizzato su tempi più brevi di disinvestimento.

La sfida per il comparto sarà quella di intercettare quelle realtà imprenditoriali che intendono sviluppare e rafforzare (o addirittura creare) il proprio *brand* in mercati esteri sfidanti come, ad esempio, quello statunitense e cinese. La capacità finanziaria dei fondi e il maggior tasso di managerializzazione che essi portano può rappresentare infatti un'opportunità di certo interessante.

Sfida altrettanto interessante in termini valutativi, dove la valorizzazione dell'azienda agricola "operativa" dovrà fare i conti con la stima di un congruo canone di affitto figurativo dei vigneti, oltre alla corretta individuazione e stima della configurazione di valore più adeguata alla fattispecie in oggetto. In funzione del tipo di operazione sul capitale che verrà realizzata i PIV (Principi Italiani di Valutazione), identificano diverse configurazioni di valore, quali il valore di mercato, il valore intrinseco, il valore di investimento e il valore negoziale equitativo.



Revidere Società di Revisione Srl

Via A. Dominutti 2
37135 Verona (VR)

revidere.it
michele.zampieri@revidere.it
+39.0458069236