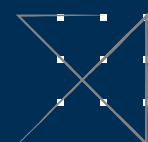


# Food & Beverage

*L'indagine 2013 sulle principali  
Società Europee per Capitalizzazione di borsa*



**ACTIVE  
VALUE  
ADVISORS.**

*Management Consultants*

# Indice

## FOOD & BEVERAGE

L'indagine 2013 sulle principali Società Europee per Capitalizzazione di Borsa

### **Executive Summary**

#### **i. Quadro economico di riferimento**

#### **ii. Il campione di Ricerca**

#### **iii. Performance storica: approccio tradizionale**

#### **iv. Performance storica: ottica Economic Value Added**

#### **v. Performance storica: ottica People-Based**

#### **vi. La sfida lanciata dal Mercato: sostenere la performance nel tempo**

### **Glossario**

Lo scenario macroeconomico globale è stato contrassegnato anche nel 2012 dal persistere di un generalizzato clima di incertezza, contrazione dei consumi, rallentamento della produzione ed austerità. A livello europeo, i dati elaborati dal *IMF* evidenziano un contesto economico fortemente provato dal protrarsi della crisi globale, di cui ancora non si è probabilmente passato il 'giro di boa'.

L'attività di ricerca ha voluto quindi indagare come tale contesto abbia inciso sul comparto *Food & Beverage*, settore storicamente influenzato in modo significativo da dinamiche socio-culturali, ma soprattutto da fattori di natura socio-demografica. Importanti quesiti riguardano in futuro il modo in cui il comparto saprà rispondere alla sempre più pressante domanda di alimenti, al conseguente innalzamento del prezzo delle commodity e ai cambiamenti nelle abitudini alimentari dei clienti e consumatori finali.

L'attività di ricerca ha avuto quindi ad oggetto **50 società europee** appartenenti al comparto *Food & Beverage* e distinte per segmenti di business: "*Brewers*", "*Distillers & Vintners*", "*Soft Drinks*", "*Fishing*", "*Food Products*" e "*Dairy*".

L'analisi ha adottato una visione di mercato in quanto riteniamo che i prezzi rappresentino sempre dei giudizi con cui confrontarsi e sulla cui base è possibile leggere le performance delle imprese. Le pagine seguenti offrono pertanto una fotografia dei **giudizi che il mercato dei capitali esprime sulle principali società europee a giugno 2013**, affiancate dalla lettura delle **performance gestionali di creazione di valore conseguite nel 2012 e quelle prospettive**.

I giudizi sono stati altresì utilizzati per verificare qualora i valori del **goodwill** iscritti a bilancio da alcune imprese siano ritenuti dal mercato realistici e sostenibili. La comprensione di tale giudizio è stata dedotta raffrontando le aspettative implicite nei prezzi e le aspettative equivalenti implicite nei valori di *goodwill*.

Infine, alla lettura tradizionale delle performance di Creazione di Valore, basata su quantità e rendimento del capitale investito, è stata affiancata una lettura che pone maggiore attenzione alle **Risorse Umane**. Crediamo che questa vista, che pone le persone al centro della performance d'impresa, debba sempre più essere compresa e gestita affinché la Creazione di Valore risulti durevole e sostenibile nel tempo.



# Quadro economico di riferimento

**Un contesto macroeconomico certamente difficile. Deboli segnali di ripresa, ma ancora molte incertezze.**

## Lo scenario macroeconomico globale

Lo scenario macroeconomico globale è stato contrassegnato nel 2012 dal persistere di un generalizzato clima di incertezza, contrazione dei consumi, rallentamento della produzione ed austerità. La crescita mondiale<sup>1</sup> ha subito un'ulteriore pesante flessione (+4,0% nel 2011, +3,2% nel 2012), interessando sia gli *Emerging Market* (+6,4% nel 2011, +5,1% nel 2012) che le *Advanced Economies* (+1,6% nel 2011, +1,2% nel 2012).

Le stime del IMF prevedono nei prossimi tre semestri un possibile miglioramento a livello globale, ma rimangono caute riguardo una completa ripresa delle *Advanced Economies*: la crescita mondiale rimarrà pressoché costante nel 2013 (+3,3%), raggiungendo i valori del 2011 l'anno seguente (+4,0%).

Importanti decisioni di natura politico-economica hanno certamente contribuito a favorire tale ripresa e ad allontanare possibili ulteriori minacce: il 'Fiscal Cliff' statunitense, lo scongiurato 'breakup' dell'euro e l'adozione di una politica monetaria espansiva da parte della maggior parte delle Banche Centrali hanno tutte avuto effetti positivi nel dare impulso all'economia e nel rassicurare i mercati. Tuttavia l'esplosione del caso Cipro, le elezioni in Italia e le tensioni sui debiti dei Paesi Periferici hanno evidenziato, almeno per l'area europea, una situazione di forte incertezza ed instabilità, difficilmente sanabile qualora non si ricorra urgentemente a severi interventi e riforme strutturali.

Fig. 1 - Tassi di crescita in Europa

(GDP Growth %)	2011	2012	2013 <sub>r</sub>	2014 <sub>r</sub>
<b>EUROPE</b>	2,0	0,0	0,3	1,5
<b>Advanced Europe</b>	1,4	-0,3	0,0	1,2
<b>Euro Area</b>	1,4	-0,6	-0,3	1,1
Germany	3,1	0,9	0,6	1,5
France	1,7	0,0	-0,1	0,9
Italy	0,4	-2,4	-1,5	0,5
Spain	0,4	-1,4	-1,6	0,7
Netherlands	1,3	-0,9	-0,5	1,1
Belgium	1,9	-0,2	0,2	1,2
Austria	3,1	0,8	0,8	1,6
Greece	-6,9	-6,4	-4,2	0,6
Portugal	-1,5	-3,2	-2,3	0,6
Finland	2,9	-0,2	0,5	1,2
Ireland	0,7	0,9	1,1	2,2
United Kingdom	0,9	0,2	0,7	1,5
Sweden	4,0	1,2	1,0	2,2
Switzerland	1,9	1,0	1,3	1,8
Norway	1,7	3,0	2,5	2,2
Denmark	1,0	-0,6	0,8	1,3
<b>Emerging Europe</b>	5,3	1,6	2,2	2,8

## Il contesto europeo

I dati elaborati dal IMF evidenziano un contesto economico fortemente provato dal protrarsi della crisi globale, ormai giunta al suo sesto anno consecutivo. L'area europea nel suo complesso<sup>2</sup> ha registrato una crescita nulla nel 2012, mentre l'Area Euro è stata interessata da un contesto recessivo (-0,6%), con l'area tedesca unica a trainare significativamente l'economia (Germania +0,9%). L'area mediterranea è risultata invece la più colpita: Grecia -6,4%, Portogallo -3,2%, Spagna -1,4% ed infine l'Italia ha registrato una crescita negativa del 2,4%.

Le prospettive per i prossimi due anni non sono rassicuranti e altresì sono state recentemente riviste a ribasso. L'area Euro vedrà il PIL aggregato contrarsi ulteriormente dello 0,3%, con ipotesi di ripresa solamente nel 2014. Conseguentemente l'area italiana, uscita fortemente provata da un 2012 catastrofico, si troverà ad affrontare la recessione in un contesto di forte debolezza economica e, aspetto non certamente secondario, di incertezza politica.

<sup>1</sup>Dati WEO International Monetary Fund - World Economic Outlook Aprile 2013.

<sup>2</sup>Considerando anche i Paesi non appartenenti all'Area Euro e i Paesi Emergenti dell'Europa Centro-Orientale.

## Il comparto Food & Beverage

Il difficile contesto congiunturale ha influito, come vedremo nel prosieguo, anche sulle performance registrate dalle società appartenenti al comparto Food & Beverage. Settore tuttavia testimone già negli ultimi decenni di importanti dinamiche economiche e socio-culturali che ne hanno incrementato negli anni il livello di challenge: il consolidamento a livello mondiale di grandi player, l'emergere dei paesi emergenti quali importanti mercati e una continua evoluzione tecnologica a facilitare una sempre più maggiore diversificazione di prodotti.

Se tuttavia queste dinamiche possono trovare riscontro anche in altri settori, alcune peculiarità hanno e continueranno ad contraddistinguere ed influenzare prettamente il settore *Food & Beverage*:

**Commodity Price:** il primo elemento di rilievo è indubbiamente l'alta volatilità dei prezzi delle commodity. La crescita economica e demografica registrata nell'ultimo ventennio, in special modo quella dei mercati in via di sviluppo, ha agito da propulsore nei confronti della domanda aggregata globale, mentre l'aumento della ricchezza ha influito sulla sua composizione qualitativa, orientando le nuove classi medie verso alimenti più complessi (in special modo carne e pesce da allevamenti intensivi), che tuttavia richiedono un maggior dispendio di risorse per la loro produzione.

L'offerta, d'altro canto, è invece legata a limiti di natura geografica e tecnica (colture intensive e impoverimento del territorio), nonché ai continui e sempre più importanti stravolgimenti climatici. La crescente urbanizzazione e il sempre maggior ricorso ai biocombustibili hanno

Fig. 2 - FAO Food Price Index

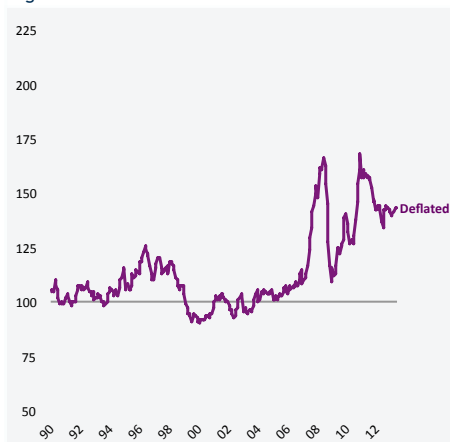
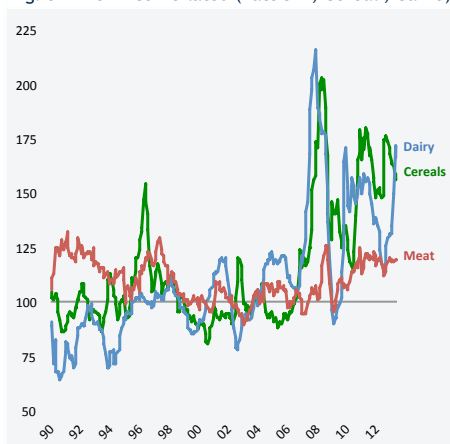


Fig. 3 - FAO Price Deflated (Latticini, Cereali, Carne)



infine ridotto lo spazio destinato alle colture alimentari, acuendo ulteriormente il divario tra domanda e offerta. L'incremento dei costi energetici per la produzione e il trasporto ha infine agito da volano inflazionistico, slegando a volte la dinamica dei prezzi da considerazioni microeconomiche.

Il risultato è lo straordinario incremento dei prezzi registrato nel corso del 2008, eguagliato e superato 3 anni dopo. Prescindendo da considerazioni di natura speculativa, è bene ricordare come tali dinamiche si basino su solidi fondamentali e su fenomeni di certo non destinati a scomparire nel breve termine.

**Eating Habits:** in tempo di crisi, la disponibilità di un minore potere d'acquisto ha orientato i consumatori alla ricerca di offerte e sconti anche in fatto di prodotti alimentari, slegando sempre più frequentemente l'acquisto da considerazioni inerenti il brand e evidenziando altresì un'ampia area di miglioramento in tema di pricing dei prodotti.

Laddove una strategia di prezzo non sia invece percorribile, aumentare il valore percepito dal cliente diventa un imperativo! A riguardo, il tema dell'obesità infantile e di una corretta nutrizione è diventato, soprattutto nei Paesi industrializzati, uno dei maggiori trend del momento; la sempre più pressante richiesta di alimenti dal contenuto "sano" ha infatti

**Dinamiche politiche, socio-culturali ed economiche... ecco come cambierà il comparto nei prossimi anni**



spinto l'agricoltura ad orientarsi verso coltivazioni biologiche, nonché i produttori a sviluppare linee di prodotti fat- e sugar-free e a promuovere campagne di sensibilizzazione.

**Carbon Footprint:** il cambiamento nelle abitudini alimentari oggi in atto ed efficacemente esemplificato dallo scontro tra "healthy food" e "junk food", in un prossimo futuro potrebbe anche riguardare la tematica dell'eco-sostenibilità. Grazie ad una maggiore consapevolezza dello stretto legame intercorrente tra emissioni inquinanti e cambiamenti climatici globali, sempre più numerosi sono infatti quelli che dichiarano di preferire prodotti locali e a "chilometro zero", rispetto a prodotti esotici e fuori stagione. Tuttavia in considerazione di problemi etici legati alla salvaguardia di economie in via di sviluppo (fortemente dipendenti dalle esportazioni) e tecnici legati alla capacità di reperire in loco prodotti sostitutivi, incerte sono per ora le modalità con cui i produttori riusciranno in futuro ad adeguarsi a simili richieste.

**Tougher Regulation:** una soluzione univoca ai temi della corretta nutrizione e dell'eco-sostenibilità potrebbe venire dall'introduzione di etichette recanti informazioni sui contenuti nutrizionali degli alimenti e sull'impatto ambientale connesso alla loro produzione. Se da un lato i recenti interventi normativi hanno imposto a livello europeo una maggiore disclosure in fatto di contenuti (direttiva 2000/13/CE e regolamento CE 1830/2003), limitato all'indicazione della provenienza è stato il contributo in tema di eco-sostenibilità. Ciò potrebbe quindi rappresentare un'ottima opportunità per quelle imprese produttrici che, proponendo uno standard condiviso per il calcolo della "carbon footprint", verrebbero sicuramente premiate dai consumatori per la loro virtuosità.

**Retailers & Privat Label:** la tradizionale offerta commerciale del comparto è oggi affiancata dalla sempre più prepotente presenza di prodotti sviluppati e distribuiti dai retailer (private label). Come precedentemente evidenziato, forti incrementi dei prezzi, danno luogo ad acquisti impulsivi legati principalmente a tematiche di convenienza. Viene quindi meno la forza commerciale di brand noti, mentre assumono maggior valore altri poco conosciuti, ma la cui qualità percepita è comunque giudicata sufficiente. In futuro il contesto competitivo esporrà sempre più le imprese del comparto a interrogarsi sulla validità della propria offerta. Queste, in estrema sintesi, le dinamiche che interesseranno il comparto Food & Beverage nei prossimi anni. Il modo in cui le imprese del settore sapranno rispondere alle sfide imposte dal mercato, si ripercuoterà inevitabilmente sulla loro performance e sul valore creato.

## Il Campione di Ricerca

L'attività di ricerca ha voluto indagare la performance ottenuta dal comparto *Food & Beverage* nel 2012, attraverso l'analisi di un paniere di società italiane ed europee quotate.

Nello specifico, il campione è stato selezionato prendendo a riferimento 50 tra le prime per capitalizzazione di mercato; la tabella qui presentata le elenca sommariamente, distinguendole per nazione, capitalizzazione e segmento di appartenenza, in particolare:

6 operanti nel segmento *Brewers*;

8 nel segmento *Distillers & Vintners*;

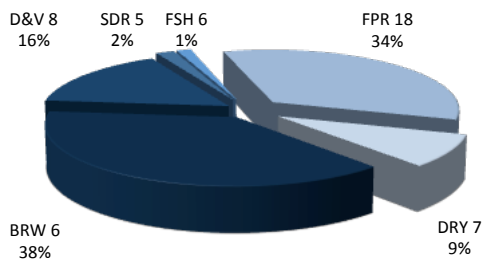
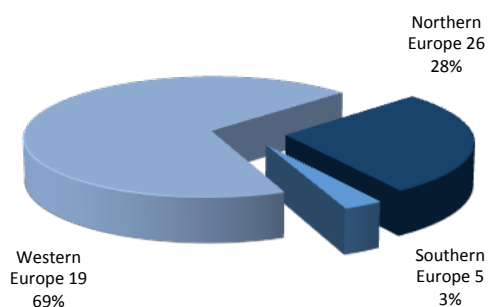
5 nel segmento *Soft Drinks*;

6 nel segmento *Fishing*;

18 nel segmento *Food Products*;

7 nel segmento *Dairy*.

Fig. 4 - Il Campione di Ricerca, settore Food & Beverage



Laddove: BRW - Brewers  
 D&V - Distillers & Vintners  
 SDR - Soft Drinks  
 FSH - Fishing  
 FPR - Food Products  
 DRY - Dairy

	Company	Country	Cap.on
BRW	ANHEUSER-BUSCH INBEV S.A.	BEL	111.444
	SABMILLER PLC	GBR	60.322
	HEINEKEN N.V.	NLD	28.627
	CARLSBERG A/S	DNK	10.906
	ROYAL UNIBREW A/S	DNK	693
	OLVI OYJ	FIN	543
D&V	DIAGEO PLC	GBR	55.510
	PERNOD RICARD S.A.	FRA	22.806
	REMY COINTREAU S.A.	FRA	4.159
	DAVIDE CAMPARI-MILANO S.p.A.	ITA	3.255
	C & C GROUP PLC	IRL	1.407
	MARNIER LAPOSTOLLE S.A.	FRA	370
	LANSON-BCC S.A.	FRA	207
	CVNE S.A.	ESP	200
SDR	COCA-COLA BOTTLING COMPANY S.A.	GRC	7.140
	BRITVIC PLC	GBR	1.424
	A.G. BARR PLC	GBR	696
	NICHOLS PLC	GBR	428
	SPADEL GROUP S.A.	BEL	252
FSH	MARINE HARVEST ASA	NOR	2.979
	CERMAQ ASA	NOR	1.237
	LEROY SEAFOOD ASA	NOR	1.152
	SALMAR ASA	NOR	887
	AUSTEVOLL SEAFOOD ASA	NOR	886
	BAKKAFROST	NOR	450
FPR	NESTLÉ LTD	CHE	161.305
	KERRY GROUP PLC	IRL	7.409
	CHOCOLATE WORKS LINDT LTD	CHE	4.534
	ARYZTA LTD	CHE	3.982
	BARRY CALLEBAUT LTD	CHE	3.865
	EBRO FOODS S.A.	ESP	2.390
	CSM N.V.	NLD	1.112
	RIEBER & SON ASA	NOR	683
	BELL AG	CHE	681
	CRANSWICK PLC	GBR	669
	GREENCORE PLC	GBR	607
	RAISIO OYJ	FIN	594
	CLOETTA AB	SWE	594
	BONDUELLE S.A.S.	FRA	580
	LOTUS BAKERIES N.V.	BEL	505
	HILTON FOOD PLC	GBR	307
	HKSCAN OYJ	FIN	191
PREMIER FOODS PLC	GBR	171	
DRY	DANONE S.A.	FRA	36.294
	PARMALAT S.p.A.	ITA	4.277
	GLANBIA PLC	IRL	3.036
	FROMAGERIES BEL S.A.	FRA	1.849
	EMMI LTD	CHE	1.210
	DAIRY CREST PLC	GBR	722
BONGRAIN S.A.	FRA	721	

Dati Reuters Thomson One, valori in € Mio.



# Performance Storica: approccio tradizionale

Analizzando in ottica comparativa i risultati ottenuti dal Campione nel corso del 2012, il comparto *Food & Beverage* è stato caratterizzato da un marcato incremento del fatturato aggregato rispetto ai valori 2011, passando infatti da circa 245 Mld. a 264 Mld. (+7,7%). L'incremento ha principalmente interessato il segmento *Distillers & Vintners* (14,0%) mentre, se si eccettua il segmento *Soft Drinks* (+3,1%), la crescita media si è attestata tra il 6% e l'8%.

Esaminando poi la distribuzione geografica dei ricavi, l'incremento si è concentrato maggiormente nella regione Settentrionale (+8,8%) e Meridionale (+8,4%) dell'Europa, mentre leggermente più contenuto è risultato l'incremento nell'area Occidentale (+7,2%).

Guardando quindi a redditività e profittabilità, il comparto ha registrato un consistente incremento di entrambi gli indicatori, mantenendo altresì un'ottima performance (*EBIT/Sales* pari a 16,0% e *Profit/Sales* 11,9%).

Ciò premesso, riteniamo quanto emerso non esaustivo: le evidenze raccolte non sono univoche e le performance registrate differiscono sensibilmente da segmento a segmento e, ancor più, da società a società. L'analisi che segue e la tabella presentata in Fig. 10 vogliono quindi offrire al lettore validi spunti per un'analisi più puntuale del campione di Ricerca.

## Segmento Brewers

Il segmento ha registrato una crescita in linea con il comparto (+7,5), incrementando altresì gli ottimi livelli di produttività (22,6%) e profittabilità (19,4%). Tra le società del segmento segnaliamo:

- ANHEUSER-BUSH INBEV: il Gruppo belga leader nella produzione e commercializ-

Fig. 5 - Ricavi per aree, settore *Food & Beverage*

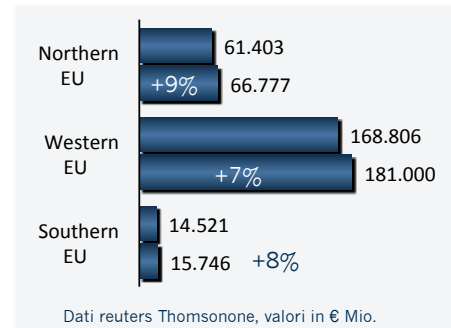


Fig. 6 - Performance *Food & Beverage* (totale)

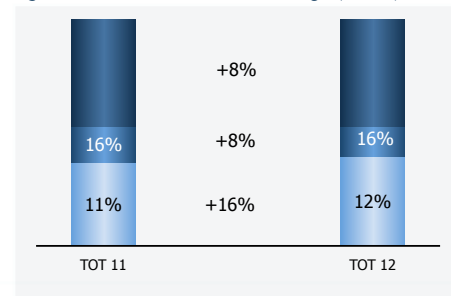
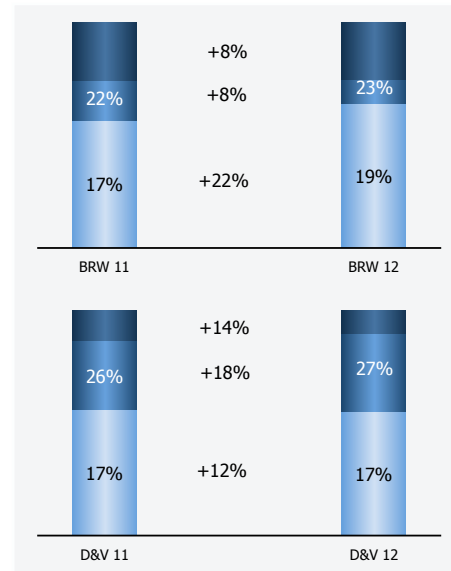


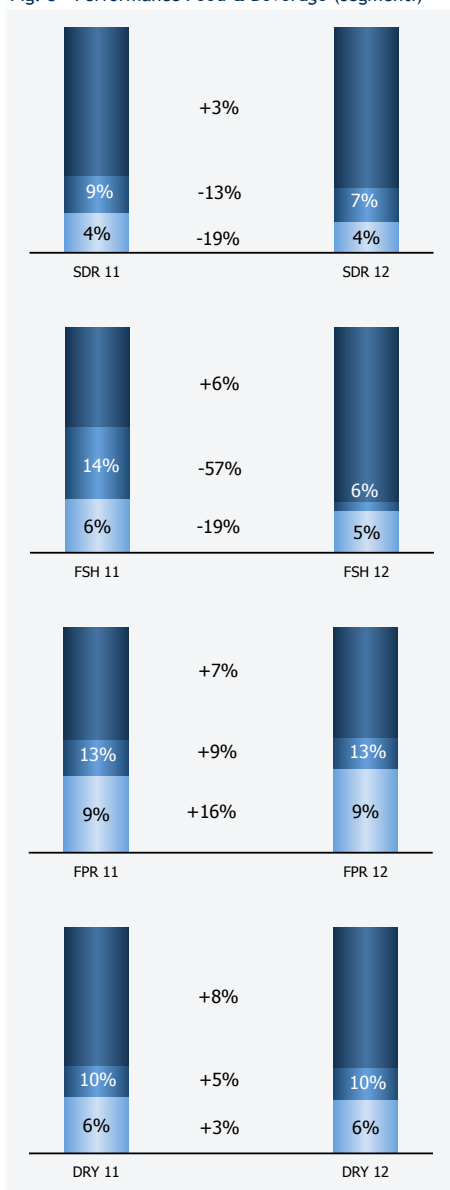
Fig. 7 - Performance *Food & Beverage* (segmenti)



<sup>3</sup>Legenda ai grafici in Fig. 5, 6 e 7.



Fig. 8 - Performance Food &amp; Beverage (segmenti)



zazione di birra, ha superato nel 2012 i 30 Mld. di fatturato e risulta la prima società del campione per produttività e profittabilità (rispettivamente 30,5% e 23,7%)

### Segmento Distillers & Vintners

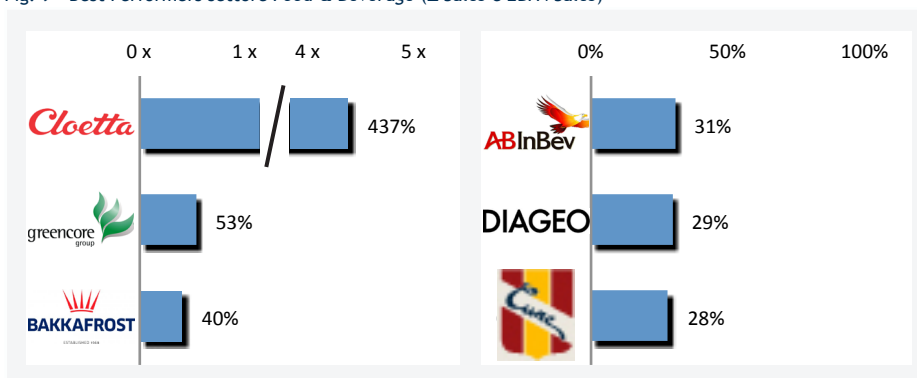
Il segmento ha registrato nel 2012 una notevole crescita (14,0%), principalmente imputabile a Diageo (+20,9%) il cui fatturato rappresenta oltre la metà del segmento. La performance aggregata è in miglioramento sia per quanto riguarda la produttività (27,0%), che la profittabilità (16,6%). Tra le società del segmento segnaliamo:

- DAVIDE CAMPARI-MILANO: il gruppo italiano ha registrato nel 2012 una modesta crescita (5,2%), mantenendo un'ottima performance reddituale (22,7%).

### Segmento Dairy

Non brillante come i segmenti precedentemente analizzati, le società specializzate nella produzione di latticini e suoi derivati hanno registrato complessivamente una crescita modesta (+7,8%), mantenendo una performance positiva, ma non eccezionale (*EBIT/Sales* pari a 9,5% e *Profit/Sales* 6,0%). Tra le società del segmento segnaliamo:

- PARMALAT: società italiana attiva nella produzione di latte e suoi derivati, guidata dal gruppo francese Lactalis. Nel 2012 ha superato i 5 Mld. di fatturato, registrando una notevole crescita (+16,1%). Guardando a redditività e profittabilità, la performance non risulta particolarmente brillante se confrontata coi principali peers (*EBIT/Sales* pari a 2,4% e *Profit/Sales* 1,5%)

Fig. 9 - Best Performers settore Food & Beverage ( $\Delta$  Sales e *EBIT/Sales*)

<sup>4</sup>La crescita del fatturato di Cloetta dipende dalla recente acquisizione di Goody Good Stuff, società dolciaria.



Fig. 10 - Performance storica: approccio tradizionale

	Company	Sales			EBIT			Profit		
		2011	2012	Δ %	2011	2012	% Sales	2011	2012	% Sales
BRW	ANHEUSER-BUSCH INBEV S.A.	27.937	30.803	10%	8.605	9.396	31%	5.695	7.309	24%
	SABMILLER PLC	12.633	13.064	3%	2.651	2.874	22%	3.384	2.627	20%
	HEINEKEN N.V.	17.123	18.383	7%	2.480	2.699	15%	1.560	3.109	17%
	CARLSBERG A/S	8.552	9.007	5%	1.214	1.225	14%	766	837	9%
	ROYAL UNIBREW A/S	462	460	≈	63	64	14%	47	50	11%
	OLVI OYJ	285	312	9%	27	30	10%	13	26	8%
		66.992	72.030	8%	15.039	16.289	23%	11.465	13.959	19%
D&V	DIAGEO PLC	11.003	13.301	21%	3.154	3.922	29%	2.234	2.561	19%
	PERNOD RICARD S.A.	7.643	8.215	7%	1.908	2.113	26%	1.077	1.173	14%
	REMY COINTREAU S.A.	1.026	1.193	16%	206	244	20%	111	130	11%
	DAVIDE CAMPARI-MILANO S.p.A.	1.274	1.341	5%	299	305	23%	160	157	12%
	C & C GROUP PLC	481	477	-1%	111	114	24%	97	89	19%
	MARNIER LAPOSTOLLE S.A.	121	122	1%	-5	1	1%	6	7	6%
	LANSON-BCC S.A.	310	275	-11%	44	38	14%	21	18	6%
	CVNE S.A.	50	49	-2%	8	14	28%	5	12	25%
		21.908	24.973	14%	5.725	6.750	27%	3.710	4.147	17%
SDR	COCA-COLA BOTTLING COMPANY S.A.	6.854	7.045	3%	543	451	6%	273	193	3%
	BRITVIC PLC	1.498	1.577	5%	157	141	9%	68	72	5%
	A.G. BARR PLC	283	279	-1%	40	41	15%	34	30	11%
	NICHOLS PLC	118	133	12%	22	25	19%	16	19	14%
	SPADEL GROUP S.A.	197	198	1%	8	9	5%	9	9	5%
		8.951	9.232	3%	769	669	7%	399	323	4%
FSH	MARINE HARVEST ASA	2.068	2.108	2%	351	72	3%	145	56	3%
	CERMAQ ASA	1.502	1.606	7%	177	57	4%	102	33	2%
	LEROY SEAFOOD ASA	1.185	1.241	5%	157	106	9%	49	67	5%
	SALMAR ASA	490	573	17%	76	47	8%	19	66	11%
	AUSTEVOLL SEAFOOD ASA	1.553	1.617	4%	181	108	7%	68	88	5%
	BAKKAFROST	178	249	40%	45	37	15%	44	36	14%
		6.975	7.392	6%	987	427	6%	426	345	5%
FPR	NESTLÉ LTD	68.904	76.389	11%	10.580	11.745	15%	8.076	9.165	12%
	KERRY GROUP PLC	5.302	5.848	10%	472	541	9%	361	267	5%
	CHOCOLATE WORKS LINDT LTD	2.050	2.224	8%	260	300	14%	203	225	10%
	ARYZTA LTD	4.346	4.216	-3%	360	339	8%	256	146	3%
	BARRY CALLEBAUT LTD	3.922	4.022	3%	306	288	7%	152	119	3%
	EBRO FOODS S.A.	1.804	2.041	13%	225	265	13%	152	158	8%
	CSM N.V.	3.113	754	-76%	120	58	8%	-179	-67	-9%
	RIEBER & SON ASA	554	568	2%	31	33	6%	21	-5	-1%
	BELL AG	2.045	2.079	2%	91	87	4%	60	63	3%
	CRANSWICK PLC	985	1.035	5%	56	59	6%	45	43	4%
	GREENCORE PLC	925	1.416	53%	55	71	5%	23	43	3%
	RAISIO OYJ	553	584	6%	32	27	5%	21	12	2%
	CLOETTA AB	105	566	437%	0	48	8%	1	-9	-2%
	BONDUELLE S.A.S.	1.726	1.767	2%	56	58	3%	31	48	3%
	LOTUS BAKERIES N.V.	276	288	5%	36	37	13%	24	26	9%
	HILTON FOOD PLC	1.175	1.260	7%	31	32	3%	22	23	2%
	HKSCAN OYJ	2.491	2.547	2%	29	-9	0%	12	16	1%
PREMIER FOODS PLC	2.394	2.165	-10%	186	119	5%	-388	16	1%	
		102.670	109.768	7%	12.927	14.098	13%	8.892	10.289	9%
DRY	DANONE S.A.	19.318	20.869	8%	2.759	2.819	14%	1.855	1.787	9%
	PARMALAT S.p.A.	4.538	5.270	16%	199	125	2%	171	80	2%
	GLANBIA PLC	2.671	2.212	-17%	161	307	14%	113	144	7%
	FROMAGERIES BEL S.A.	2.527	2.649	5%	184	216	8%	97	130	5%
	EMMI LTD	2.242	2.470	10%	107	123	5%	85	103	4%
	DAIRY CREST PLC	1.958	2.574	31%	114	128	5%	-21	102	4%
	BONGRAIN S.A.	3.981	4.084	3%	117	108	3%	50	74	2%
		37.235	40.128	8%	3.642	3.826	10%	2.351	2.419	6%

Dati Reuters Thomson One, valori in € Mio.

# Performance Storica: ottica *Economic Value Added*

L'analisi della performance storica attraverso l'approccio tradizionale non ha permesso di evidenziare un *pattern* ben definito di quella che è stata la performance del comparto nel 2012, né di cogliere appieno quello che è stato l'impatto della congiuntura economica sulla stessa. Tuttavia, se le risorse economiche investite in una Società perdono progressivamente valore, potrebbe non essere (solo) 'colpa' di fattori esogeni o del clima di incertezza che stiamo vivendo.

A volte l'adozione di un approccio tradizionale ci rende miopi e non permette di mettere in luce eventuali problemi nella strategia perseguita e relative possibili soluzioni. Una visione chiara e condivisa di ciò che è necessario per creare Valore e di quali sono le leve agibili per farlo, può essere di aiuto sia per il management, che per gli investitori. Ma prima...

- Siamo certi di sapere da cosa dipende la capacità delle imprese di creare Valore e ricchezza? -

Generare valore - ovvero *Profitto Economico\_EVA*<sup>®</sup> positivo - è una questione di *Qualità* e di *Quantità*. Questa è la ragione per cui imprese di 'piccole' dimensioni possono generare enorme ricchezza e imprese di grandi dimensioni, invece, distruggere Valore.

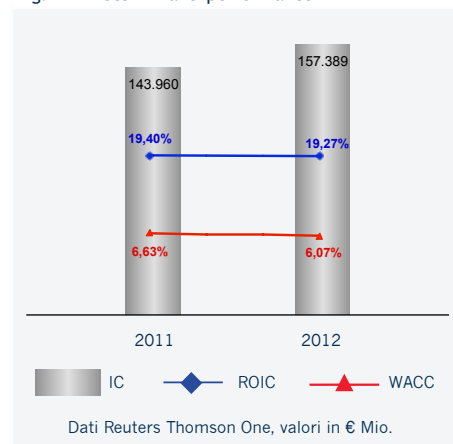
## L'importanza della 'Qualità' e della 'Quantità'

La *qualità* è una misura relativa che identifica qualcosa di un livello superiore rispetto ad un *hurdle* di riferimento. Dall'ottica di un investitore, dunque, un investimento di *qualità* è quello in grado di generare un ritorno maggiore rispetto ad altri investimenti di pari rischio.

Per misurare la 'Qualità' di ogni Società del nostro Campione si è calcolato il Tasso di Rendimento generato dal Capitale Investito nell'attività d'impresa (*ROIC*<sup>5</sup>) e lo si è confrontato con quanto gli investitori si aspetterebbero di realizzare per sostenere analoghi livelli di rischio (*WACC*<sup>6</sup>).

Nell'attività d'impresa, la 'Quantità' di Capitale Investito<sup>7</sup>, in grado di garantire un ritorno superiore al suo Costo Opportunità, è la seconda leva necessaria per creare Valore. Agendo da volano della Crescita, più Capitale sarà impiegato ad un alto tasso di ritorno, più sarà la ricchezza creata.

Fig. 11 - Determinanti performance EVA 11-12



La Fig. 11 riporta graficamente ed in modo sintetico le determinanti aggregate alla base della performance 2012 del comparto *Food & Beverage*. Importanti investimenti in *Quantità* (+10,2%) sono stati accompagnati da un lieve decremento della *Qualità*. Un contributo positivo ma marginale alla Creazione di Valore, viene infine da una riduzione del costo medio di finanziamento *WACC*.

In comparazione con il 2011, la performance aggregata è positiva ed in miglioramento: passa infatti da circa 19 a 22 Mld.

<sup>5</sup>ROIC = Return on Invested Capital

<sup>6</sup>WACC = Weighted Average Cost of Capital

<sup>7</sup>IC = Invested Capital, sommatoria dei valori contabili del Debito e dell'Equity



## Le leve manageriali per Creare Valore

Se *Qualità* e *Quantità* rappresentano gli unici 'pillar' su cui ci si dovrebbe basare per Creare Valore, molteplici sono invece le leve a disposizione del management.

Il tema della *Qualità* può ad esempio essere affrontato attraverso:

- Un miglioramento della *Economical Efficiency*, ossia un incremento della redditività ( $\Delta$  *ROIC* positivo) a parità di Capitale Investito in Azienda;
- Un miglioramento delle condizioni contrattuali/di mercato ( $\Delta$  *WACC* negativo) attraverso cui l'azienda finanzia il Capitale Investito in Azienda.

Il tema della *Quantità* può invece essere affrontato attraverso:

- Una crescita del Capitale Investito in Azienda ( $\Delta$  *Growth*), ossia quanto nuovo Capitale è stato allocato a parità di *Qualità* della performance;
- Un innalzamento della *Capital Efficiency*, ossia quanto nuovo capitale è stato allocato in presenza di un incremento (decremento) della *Qualità* della performance.

La rappresentazione grafica in Fig. 12 illustra sinteticamente il contributo dato da ciascuna leva manageriale al differenziale di performance registrato nel 2012 dal comparto.

L'analisi rafforza quanto emerso precedentemente: l'incremento della performance *EVA*<sup>®</sup> è principalmente imputabile ai nuovi investimenti in Capitale: il  $\Delta$  *Growth* contribuisce infatti al 74% del differenziale di performance. L'impatto è straordinariamente positivo grazie ad un *ROIC* nettamente superiore al *WACC*; quest'ultimo risulta in decremento dall'anno precedente, contribuendo ulteriormente (effetto positivo 34% del differenziale *EVA*<sup>®</sup>) alla performance 2012.

La riduzione della redditività del Capitale, evidenziata precedentemente, trova invece riscontro nell'analisi delle altre due leve manageriali: l'*Economical Efficiency* è infatti in lieve calo a causa di un non proporzionale aumento tra redditività e capitale (*NOPAT* +9,5%, *Invested Capital* +10,2%), ciò comporta un effetto negativo pari al 7% del differenziale *EVA*<sup>®</sup>; i nuovi investimenti effettuati con *ROIC* in decremento provocano infine una riduzione non significativa della *Capital Efficiency*.

### Peculiarità del comparto Food & Beverage

Guardando ora ai risultati conseguiti nel 2012 dal comparto, l'analisi delle risultanze contabili non ha permesso di chiarire quale sia il contributo economico dato dalle quattro leve manageriali, ma anzi sembrerebbe confutare quanto emerso in precedenza.

Le evidenze riportate in Fig. 13, suggeriscono infatti come il differenziale di performance *EVA*<sup>®</sup> sia quasi interamente spiegato da

Fig. 12 - Leve Manageriali  $\Delta$  *EVA* 11-12

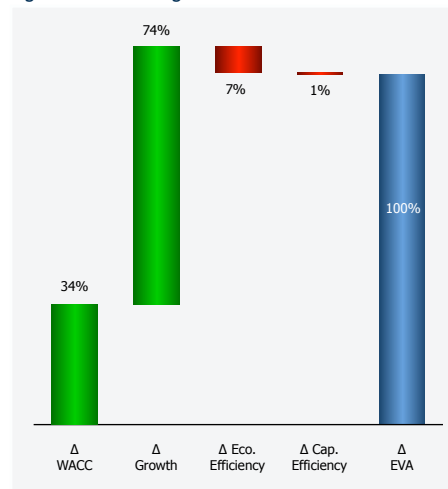
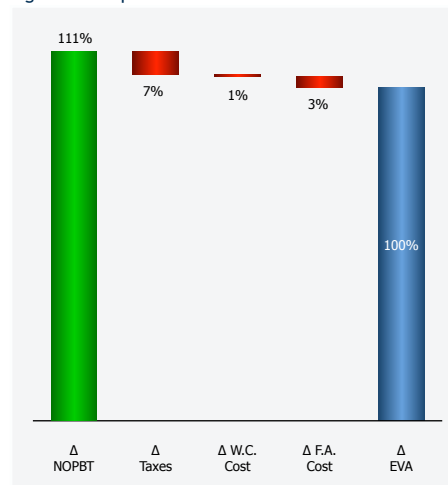
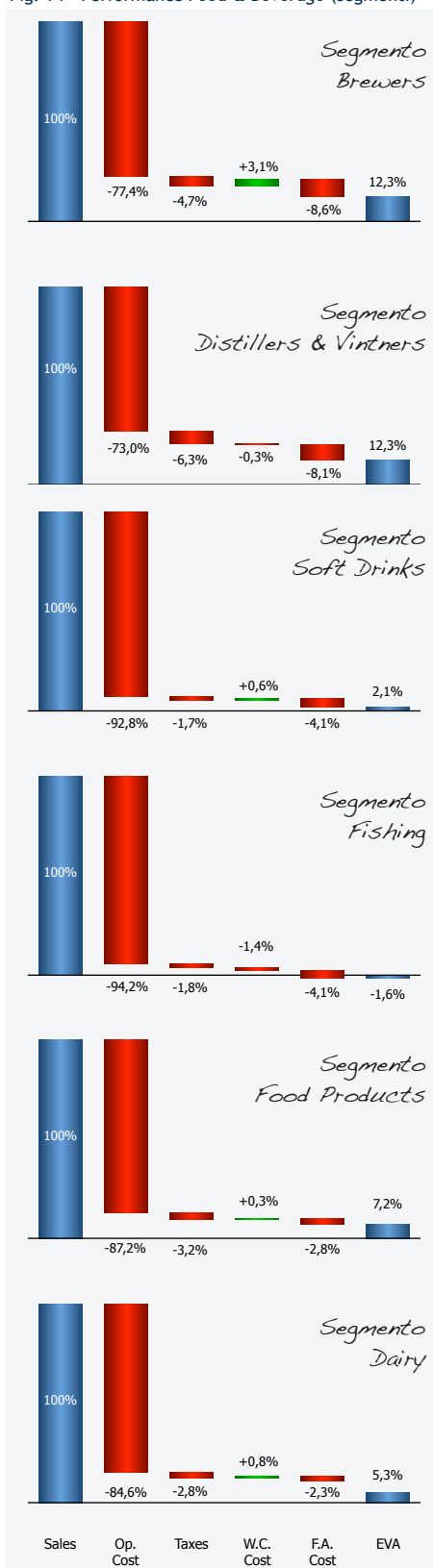


Fig. 13 - Componenti  $\Delta$  *EVA* 11-12



**Dotarsi di solide metodologie e comprendere quali possano essere le leve agibili permette al management di Creare Valore in maniera sostenibile**

Fig. 14 - Performance Food & Beverage (segmenti)



un incremento del NOPAT, in contrasto quindi con quanto scritto a riguardo dell'*Economical Efficiency*. Tuttavia a ben vedere, seppure non in maniera proporzionale al Capitale Investito, il NOPAT è in realtà aumentato in valore assoluto in parte per una questione di efficienza (Ricavi + 7,7%, Costi Operativi +6,4%) e in maniera preponderante per un effetto leva volto a sfruttare la storica alta marginalità del comparto (*EBIT/Sales* aggregato pari a 15,8%). Ciò quindi non confuta, ma integra quanto emerso in precedenza.

Le leve  $\Delta$  Growth e  $\Delta$  WACC hanno infine avuto effetti pressoché nulli sul costo complessivo del Capitale Investito: gli effetti positivi legati ad un miglioramento delle condizioni di finanziamento sono stati in parte compensati da un maggiore ricorso al Capitale stesso.

Differenze strutturali sono state infine rilevate tra i diversi segmenti, in parte confutando, in parte integrando con maggiori dettagli quanto emerso dall'analisi tradizionale:

- Segmenti Brewers e Distillers & Vintners:** l'analisi tradizionale aveva correttamente evidenziato una maggiore redditività dei segmenti rispetto ai valori medi di settore (costi operativi aggregati 76% del fatturato). Le performance *EVA*<sup>®</sup> risultano le migliori del comparto *Food & Beverage*: *EVA/Sales* 12,3% per entrambi i segmenti. Se confrontate però con il Capitale Investito, il segmento *Brewers* brilla con un *EVA/IC* pari a 15,1%, mentre il segmento *Distillers & Vintners* si ferma a 8,7% a causa di una maggiore incidenza del Capitale (*Invested Capital/Sales* pari a 1,4 - media di settore 0,6).
- Segmenti Food Products e Dairy:** sebbene caratterizzati da una più alta incidenza dei costi operativi le performance *EVA*<sup>®</sup> risultano discretamente positive se comparate al fatturato (*EVA/Sales* rispettivamente 7,2% e 5,3%), ma risultano eccezionali in rapporto al Capitale Investito (*EVA/IC* rispettivamente pari a 15,2% e 20,3%). Ciò è principalmente dovuto ad una minore incidenza del Capitale rispetto ai peers (*Invested Capital/Sales* rispettivamente pari a 0,5 e 0,3 - media di settore 0,6).



**Il Valore Creato è il parametro più direttamente correlato al Valore che il Mercato dei Capitali riconosce all'impresa**

## Campioni e Falling Angels

In quanto le performance delle singole società possono non corrispondere in modo puntuale con quelle del segmento di appartenenza, la tabella presentata in Fig. 17 vuole quindi offrire validi spunti per una categorizzazione sistemica delle società costituenti il paniere analizzato, attraverso una lettura 'semplificata' delle loro performance (*EVA*,  $\Delta EVA$  e  $\Delta Sales$ ):

- **Champion:** performance ineccepibile ed in crescita, sia adottando un'ottica *EVA*<sup>®</sup>, sia in termini di crescita del fatturato;
- **Focusing:** rallentamento della crescita a favore di una mirata e maggiore Creazione di Valore;
- **Falling Angel:** società un tempo campioni, la loro performance è ora decrescente ed è pertanto necessario interrogarsi nuovamente sulla validità della *Value Proposition*;
- **Need for Rebirth:** società in declino o in crisi, si assiste ad una completa e generalizzata distruzione di Valore;
- **What after Growth?:** società orientate alla sola crescita, si rende necessario verificare/ridefinire gli obiettivi;
- **On the right path:** società i cui obiettivi sono stati definiti in modo corretto e con performance in miglioramento, tuttavia non ancora 'campioni';
- **Restructuring:** società attualmente orientata alla 'rinascita';
- **Need for control:** società caratterizzata da una possibile flessione momentanea.

## Valore Creato e Apprezzamento di Mercato

I Mercati dei Capitali assolvono all'importante ruolo di valorizzare quotidianamente ed in modo dinamico il Valore Creato dall'impresa.

Attraverso l'analisi dei corsi azionari è possibile misurare il differenziale tra il valore riconosciuto dal Mercato al Capitale Investito in Azienda (*EV*<sup>®</sup>) e il relativo valore contabile (*IC*<sup>®</sup>). Tale valore riflette un maggior apprezzamento della società rispetto a quanto effettivamente investito nell'impresa. Il grafico in Fig. 16 mostra come l'apprezzamento (*MVA*<sup>10</sup>) è, salvo imperfezioni, positivamente correlato al Valore della performance *EVA*<sup>®</sup>.

Fig. 15 - MVA e Valore Creato 11-12

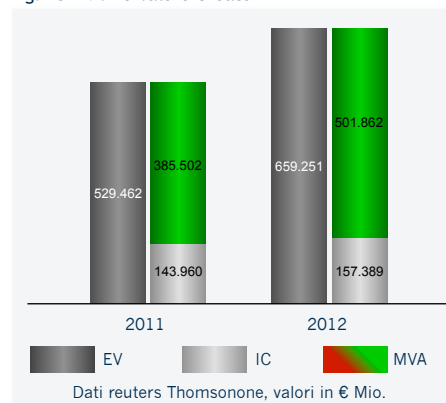
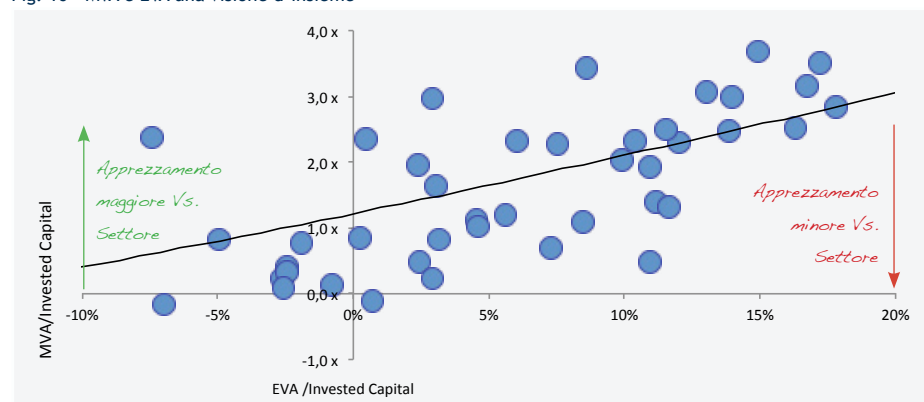


Fig. 16 - MVA e EVA una visione d'insieme



<sup>®</sup>EV = Enterprise Value, sommatoria della Capitalizzazione di Borsa e della Posizione Finanziaria Netta

<sup>®</sup>IC = Invested Capital, sommatoria dei valori contabili del Debito e dell'Equity

<sup>10</sup>MVA = Market Value Added

Fig. 17 - Performance storica: una prima categorizzazione

	Company	Performance EVA / SALES	Performance Analysis			Status
			EVA (+/-)	Δ EVA (+/-)	Δ SALES (+/-)	
BRW	ANHEUSER-BUSCH INBEV S.A.	20,55%	😊	😊	😊	Champion
	SABMILLER PLC	4,11%	😊	😞	😊	Need for control
	HEINEKEN N.V.	8,48%	😊	😊	😊	Champion
	CARLSBERG A/S	4,52%	😊	😊	😊	Champion
	ROYAL UNIBREW A/S	7,41%	😊	😊	😞	Focusing
	OLVI OYJ	4,41%	😊	😊	😊	Champion
D&V	DIAGEO PLC	16,00%	😊	😊	😊	Champion
	PERNOD RICARD S.A.	8,40%	😊	😊	😊	Champion
	REMY COINTREAU S.A.	6,72%	😊	😊	😊	Champion
	DAVIDE CAMPARI-MILANO S.p.A.	11,16%	😊	😊	😊	Champion
	C & C GROUP PLC	9,99%	😊	😞	😞	Falling angel
	MARNIER LAPOSTOLLE S.A.	-6,00%	😞	😊	😊	On the right path
	LANSON-BCC S.A.	-6,02%	😞	😊	😞	Restructuring
	CVNE S.A.	14,71%	😊	😊	😞	Focusing
SDR	COCA-COLA BOTTLING COMPANY S.A.	1,03%	😊	😞	😊	Need for control
	BRITVIC PLC	4,58%	😊	😞	😊	Need for control
	A.G. BARR PLC	8,29%	😊	😞	😞	Falling angel
	NICHOLS PLC	13,94%	😊	😊	😊	Champion
	SPADEL GROUP S.A.	1,93%	😊	😊	😊	Champion
FSH	MARINE HARVEST ASA	-4,81%	😞	😞	😊	What after growth?
	CERMAQ ASA	-1,83%	😞	😞	😊	What after growth?
	LEROY SEAFOOD ASA	2,15%	😊	😞	😊	Need for control
	SALMAR ASA	-2,44%	😞	😞	😊	What after growth?
	AUSTEVOLL SEAFOOD ASA	-0,73%	😞	😞	😊	What after growth?
	BAKKAFROST	5,12%	😊	😞	😊	Need for control
FPR	NESTLÉ LTD	8,88%	😊	😊	😊	Champion
	KERRY GROUP PLC	6,19%	😊	😊	😊	Champion
	CHOCOLATE WORKS LINDT LTD	7,37%	😊	😊	😊	Champion
	ARYZTA LTD	4,19%	😊	😞	😞	Falling angel
	BARRY CALLEBAUT LTD	4,27%	😊	😞	😊	Need for control
	EBRO FOODS S.A.	6,00%	😊	😊	😊	Champion
	CSM N.V.	-4,77%	😞	😞	😞	Need for rebirth
	RIEBER & SON ASA	0,19%	😊	😞	😊	Need for control
	BELL AG	1,01%	😊	😊	😊	Champion
	CRANSWICK PLC	3,12%	😊	😊	😊	Champion
	GREENCORE PLC	4,39%	😊	😊	😊	Champion
	RAISIO OYJ	0,91%	😊	😞	😊	Need for control
	CLOETTA AB	1,65%	😊	😊	😊	Champion
	BONDUELLE S.A.S.	-1,25%	😞	😊	😊	On the right path
	LOTUS BAKERIES N.V.	6,16%	😊	😊	😊	Champion
	HILTON FOOD PLC	1,58%	😊	😊	😊	Champion
HKSCAN OYJ	-2,12%	😞	😞	😊	What after growth?	
PREMIER FOODS PLC	2,66%	😊	😊	😞	Focusing	
DRY	DANONE S.A.	8,53%	😊	😞	😊	Need for control
	PARMALAT S.p.A.	-1,34%	😞	😞	😊	What after growth?
	GLANBIA PLC	9,63%	😊	😊	😞	Focusing
	FROMAGERIES BEL S.A.	3,63%	😊	😊	😊	Champion
	EMMI LTD	1,13%	😊	😊	😊	Champion
	DAIRY CREST PLC	2,50%	😊	😊	😊	Champion
	BONGRAIN S.A.	0,22%	😊	😞	😊	Need for control

<sup>11</sup>Legenda alla tabella in Fig. 17

😊😊😊	Champion	😊😊😞	Focusing
😊😊😞	Falling Angel	😞😞😞	Need for Rebirth
😞😊😊	On the right Path	😞😊😞	Restructuring
😊😞😊	Need for Control	😞😞😊	What after growth?



# Performance Storica: ottica People-Based

**La creazione di Valore si può misurare anche considerando un 'Capitale' le Risorse Umane dell'impresa. Ciò significa identificare 'nuove' leve agibili per incrementare il Valore della Società e valorizzare le Risorse interne in una logica di costo-opportunità**

Una delle principali caratteristiche della metodologia EVA® è quella di offrire modalità di lettura alternative delle performance gestionali conseguite dalle imprese e di associare il Valore Creato alle determinanti che hanno concorso a generarlo.

È così che, operando una semplice scomposizione algebrica della formulazione 'tradizionale' di questa metrica<sup>12</sup>, è possibile determinare un **EVA® People-Based** calcolato rivelando la differenza tra Produttività delle Risorse Umane e il loro Costo medio (*Qualità*) e moltiplicando questo *spread* per il numero totale delle Risorse interne (*Quantità*).

In altre parole, si può determinare il Profitto Economico utilizzando il denominatore delle 'Persone', invece che del 'Capitale' e identificare così da un'ottica *People-Driven* le diverse (e forse più importanti!) leve agibili per incrementare il Valore della Società.

## La performance di Valore da un punto di vista People-Driven

Così come una Società, per generare Valore, ha bisogno che il Capitale impiegato nella stessa sia:

- Reddizio;
- Adeguatamente remunerato per il suo Costo-Opportunità;
- Impiegato in progetti ed attività economicamente profittevoli.

da una prospettiva *People-Driven*, per creare Valore è necessario che le Risorse Interne siano:

- Produttive;
- Adeguatamente remunerate per il lavoro che svolgono;
- Correttamente dimensionate all'interno della Struttura.

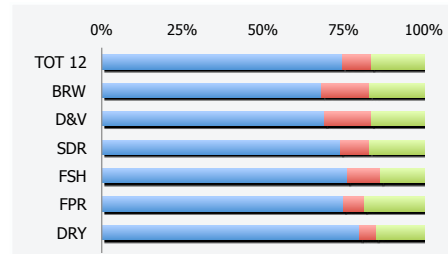
Le Persone rappresentano, infatti, un 'Capitale' di competenze e specificità che, come tale, deve essere reso quanto più profittevole e al servizio della capacità di creazione di Valore dell'impresa, anch'esso secondo una logica di Costo-opportunità.

## L'analisi del comparto Oil & Gas

La rappresentazione grafica in Fig. 18 mostra come tale analisi potrebbe essere facilmente applicata alla totalità dei segmenti, rappresentando il costo del personale una parte consistente dei costi operativi.

La tabella presentata in Fig. 19 offre invece una visione dettagliata delle determinanti della performance *People-Driven* per ciascuna società del campione analizzato; le stesse sono poi messe in relazione con il segmento di appartenenza (colonne 4 e 6). Come si può vedere, non solo la produttività delle risorse,

Fig. 18 - Composizione percentuale costi operativi



ma anche il loro costo varia sensibilmente da segmento a segmento, e tra società e società.



Fig. 19 - Performance storica: ottica People-Based

	Company	Employee	Productivity		Cost		EVA
BRW	ANHEUSER-BUSCH INBEV S.A.	117.632	86	1,4 x	32	1,0 x	54
	SABMILLER PLC	70.486	36	0,6 x	29	0,9 x	8
	HEINEKEN N.V.	76.191	60	1,0 x	39	1,2 x	20
	CARLSBERG A/S	41.708	43	0,7 x	33	1,0 x	10
	ROYAL UNIBREW A/S	1.635	68	1,1 x	47	1,4 x	21
	OLVI OYJ	1.905	27	0,4 x	20	0,6 x	7
			62		33		29
D&V	DIAGEO PLC	25.698	147	1,2 x	64	1,0 x	83
	PERNOD RICARD S.A.	18.308	102	0,8 x	65	1,0 x	38
	REMY COINTREAU S.A.	1.704	139	1,1 x	92	1,4 x	47
	DAVIDE CAMPARI-MILANO S.p.A.	2.450	126	1,0 x	65	1,0 x	61
	C & C GROUP PLC	1.001	110	0,9 x	62	0,9 x	48
	MARNIER LAPOSTOLLE S.A.	305	74	0,6 x	98	1,5 x	-24
	LANSON-BCC S.A.	537	29	0,2 x	60	0,9 x	-31
	CVNE S.A.	147	93	0,7 x	44	0,7 x	49
			127		66		61
SDR	COCA-COLA BOTTLING COMPANY S.A.	39.736	32	0,9 x	30	0,9 x	2
	BRITVIC PLC	3.337	74	2,0 x	53	1,6 x	22
	A.G. BARR PLC	976	71	1,9 x	47	1,4 x	24
	NICHOLS PLC	162	183	4,9 x	68	2,1 x	114
	SPADEL GROUP S.A.	719	70	1,9 x	65	2,0 x	5
				37		33	
FSH	MARINE HARVEST ASA	6.389	36	1,0 x	52	1,2 x	-16
	CERMAQ ASA	5.993	18	0,5 x	23	0,5 x	-5
	LEROY SEAFOOD ASA	1.883	89	2,4 x	75	1,7 x	14
	SALMAR ASA	823	63	1,7 x	80	1,9 x	-17
	AUSTEVOLL SEAFOOD ASA	5.284	35	0,9 x	37	0,9 x	-2
	BAKKAFROST	590	69	1,8 x	47	1,1 x	22
			37		43		-6
FPR	NESTLÉ LTD	339.000	56	1,0 x	36	0,9 x	20
	KERRY GROUP PLC	24.182	59	1,0 x	44	1,1 x	15
	CHOCOLATE WORKS LINDT LTD	8.157	78	1,4 x	58	1,5 x	20
	ARYZTA LTD	12.931	60	1,1 x	47	1,2 x	14
	BARRY CALLEBAUT LTD	6.100	79	1,4 x	51	1,3 x	28
	EBRO FOODS S.A.	4.637	80	1,4 x	54	1,4 x	26
	CSM N.V.	9.857	47	0,8 x	51	1,3 x	-4
	RIEBER & SON ASA	2.931	45	0,8 x	45	1,2 x	0
	BELL AG	6.248	55	1,0 x	52	1,3 x	3
	CRANSWICK PLC	4.402	36	0,6 x	29	0,7 x	7
	GREENCORE PLC	9.726	35	0,6 x	29	0,7 x	6
	RAISIO OYJ	1.885	38	0,7 x	35	0,9 x	3
	CLOETTA AB	2.579	62	1,1 x	58	1,5 x	4
	BONDUELLE S.A.S.	6.449	48	0,9 x	52	1,3 x	-3
	LOTUS BAKERIES N.V.	1.218	72	1,3 x	57	1,5 x	15
	HILTON FOOD PLC	2.266	45	0,8 x	36	0,9 x	9
	HKSCAN OYJ	7.475	45	0,8 x	52	1,3 x	-7
PREMIER FOODS PLC	9.288	55	1,0 x	49	1,3 x	6	
			56		39		17
DRY	DANONE S.A.	102.401	45	0,7 x	28	0,8 x	17
	PARMALAT S.p.A.	15.645	40	0,6 x	45	1,3 x	-5
	GLANBIA PLC	3.823	115	1,8 x	59	1,7 x	56
	FROMAGERIES BEL S.A.	952	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	EMMI LTD	5.074	67	1,0 x	61	1,8 x	6
	DAIRY CREST PLC	5.283	84	1,3 x	72	2,1 x	12
	BONGRAIN S.A.	18.870	42	0,7 x	41	1,2 x	0
			64		35		29

Dati Reuters Thomson One, valori in € /000

<sup>13</sup>Legenda al grafico in Fig. 18

- Altri costi operativi
- Costo del Capitale
- Costo del Personale



# La sfida lanciata dal Mercato: sostenere la performance nel tempo

**Obiettivo dell'impresa è quello di creare Valore, ma ciò deve avvenire in maniera sostenibile nel tempo.**

Creare valore e ricchezza attraverso un incremento di 'Qualità' o 'Quantità' è certamente uno degli aspetti focali del 'fare impresa', ma una questione non certo secondaria è garantirne la sua Sostenibilità nel tempo.

Per questo motivo analizzare le performance correnti è certamente un ottimo punto di partenza, ma di fondamentale importanza è altresì comprendere quali siano le aspettative del mercato riguardo alle performance prospettiche dell'azienda:

- E' plausibile che una performance EVA® positiva sia ripetibile anche in futuro? -
- Il Mercato valuta possibile un'inversione di tendenza per performance EVA® negative? -

## Il Mercato e le aspettative implicite nei corsi azionari

Il Mercato dei Capitali ha l'importante ruolo di valorizzare sinteticamente, nella quotazione di ogni giorno, le aspettative di una moltitudine di operatori ed investitori riguardo le performance future delle società oggetto di negoziazione. L'analisi dei corsi azionari offre pertanto valide indicazioni a supporto del management riguardo alla sostenibilità della performance corrente.

Oltre che come misura del Valore Creato, l'apprezzamento mostrato dal mercato nei confronti della società (*Market Value Added*) può infatti essere immaginato anche come una semplice sommatoria delle performance EVA® future attese dal Mercato. Immaginiamo di scomporlo in due componenti distinte:

### EVA® Perpetuity:

E' la parte di MVA spiegato dall'ipotizzare costante nel tempo l'ultima performance consuntivata (2012). Tale componente, sommata al valore del Capitale Investito, può essere efficacemente utilizzata come proxy del valore corrente di impresa (COV<sup>14</sup>).

### Future Growth Value:

Calcolato per differenza, è la parte di MVA che esprime il valore degli miglioramenti/peggioramenti di performance attesi dal mercato, rispetto agli ultimi risultati conseguiti.

Fig. 20 - Capitalizzazione di settore, Gen10-Giu13

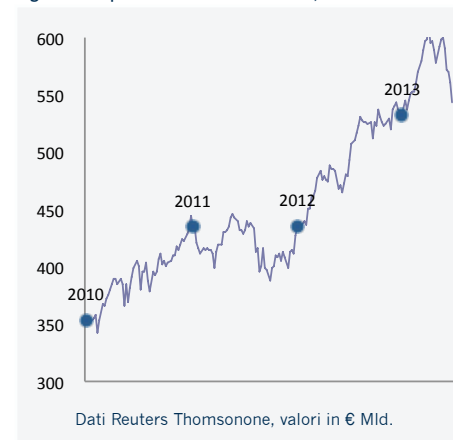
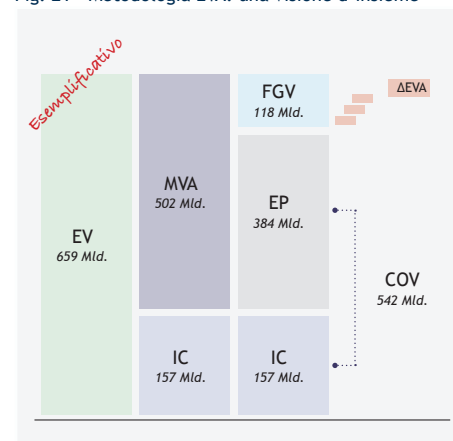


Fig. 21 - Metodologia EVA: una visione d'insieme<sup>15</sup>



<sup>14</sup>COV = Current Operation Value

<sup>15</sup>Rielaborazioni AVA su dati Reuters Thomson One, dati di mercato a giugno 2013

Il valore positivo del *FGV* a giugno 2013, implicava un atteso miglioramento dell'attuale performance *EVA*<sup>®</sup> aggregata. Ciò risultava particolarmente valido per i segmenti *Brewers* (*FGV* positivo, *FGV/IC* +1,4x) e *Soft Drinks* (*FGV* positivo, *FGV/IC* +1,6x). Le attese risultavano moderatamente ottimistiche per i segmenti *Fishing* e *Distillers & Vintners*, mentre per i segmenti *Food Products* e *Dairy* le attese erano neutrali.

Per quanto concerne le singole società, differenze significative possono essere invece osservate all'interno del campione. Generalizzando, a performance scadenti sono spesso associate aspettative ottimistiche. Viceversa a performance particolarmente positive, aspettative pessimistiche. Non mancano tuttavia le eccezioni.

Al fine di cogliere in maniera pragmatica e più puntuale l'entità dei *FGV* associati alle singole società analizzate, la tabella proposta in Fig. 22 riporta i prezzi delle quotazioni correnti, nonché la valorizzazione delle seguenti grandezze:

- **BV:** la componente di prezzo spiegata dal *Tangible Book Value*;
- **MVA:** la componente di prezzo spiegata dal *Market Value Added*.

In maniera speculare, sono poi riportati:

- **BV+EP:** la componente di prezzo spiegata dalla sommatoria tra *Tangible Book Value* e l'ultima performance *EVA*<sup>®</sup> ipotizzata costante nel tempo (*EVA*<sup>®</sup> Perpetuity);
- **FGV:** la componente di prezzo spiegata dalle Attese del Mercato riguardo a futuri miglioramenti/peggioramenti dell'ultima performance consuntivata (*Future Growth Value*).

La lettura della tabella è di facile comprensione e permettere di rispondere a:

- Che cosa muove il prezzo dell'azione? Le performance acquisite o quelle prospettive? -

## ROIC impliciti e sostenibilità del Goodwill

Ad aspettative di Valore positive (*FGV*>0), il Mercato associa miglioramenti della performance corrente: possano questi essere raggiunti attraverso leve *Quantitative* (crescita) o *Qualitative* (efficienza). Viceversa, nel caso di aspettative negative.

Riconducendo tali aspettative unicamente alla seconda componente (*Qualità*) ed operando un semplice esercizio algebrico, è stato possibile calcolare un *ROIC adjusted\_Performance Attesa* che ingloba le aspettative implicite nelle attuali quotazioni di mercato.

Per molte delle Società analizzate, tale valore è risultato superiore al rendimento ottenuto nel corso dell'ultimo esercizio, sintomatico quindi di un Mercato ottimista, le cui attese sono di un miglioramento delle condizioni economiche e di una rapida ripresa. Nel campione analizzato, fanno tuttavia eccezione alcune Società la cui performance eccezionalmente positiva nel 2012 è attualmente giudicata non sostenibile dal mercato.

La sostenibilità della performance è infine strettamente collegata al tema degli *intangibile*: il *goodwill* iscritto a bilancio recepisce infatti delle aspettative di performance incrementale che, qualora non siano state o non vengano conseguite, comportano uno *write-off* di tali poste.

Sempre nell'ipotesi limite di utilizzare solo il driver della '*Qualità*' piuttosto che della '*Quantità*', l'impiego di un *ROIC adjusted\_Performance Minima* capace di riflettere il rendimento minimo da conseguire affinché il valore del *goodwill* iscritto a bilancio sia congruo, permette di comprendere quale sia il giudizio degli operatori di mercato riguardo alla sua sostenibilità.

Il *ROIC*, così ottenuto, quando superiore a quello espresso dalle aspettative del mercato potrebbe essere infatti sintomatico di un giudizio troppo ottimistico delle 'aspettative' iscritte a bilancio. La tabella in Fig. 22 indica accanto ad ogni società un giudizio sintetico sulla sostenibilità del *goodwill* (▲ / ▼) e vuole quindi offrire validi spunti di discussione all'interno del *Board* affinché si dia avvio ad un processo di *impairment* qualora negativo.

**Il mercato aiuta a comprendere se la performance sia innanzitutto ripetibile e altresì se sia corretto o meno procedere ad un impairment del goodwill**



Fig. 22 - Corsi azionari, aspettative e sostenibilità della performance<sup>16</sup>

	Company	Price	Mkt. Appreciation (price)		Mkt. Expectation (price)		ROIC		Goodwill	
		28 Jun.	BV	MVA	BV+EP	FGV	2012	Expect.	2012	Grade
BRW	ANHEUSER-BUSCH INBEV S.A.	€ 69,34	-€ 5,01	€ 74,35	€ 51,04	€ 18,30	41,6%	52,9%	39.239	▲▲▲
	SABMILLER PLC	€ 37,64	€ 3,16	€ 34,48	€ 7,71	€ 29,93	10,3%	29,3%	15.455	▲▲
	HEINEKEN N.V.	€ 49,70	€ 1,58	€ 48,12	€ 50,23	-€ 0,53	16,5%	16,4%	10.780	▲▲
	CARLSBERG A/S	€ 70,85	€ 14,23	€ 56,62	€ 50,34	€ 20,51	12,9%	16,1%	7.226	▲
	ROYAL UNIBREW A/S	€ 68,64	€ 14,65	€ 53,99	€ 58,58	€ 10,06	25,5%	29,6%	33	▲▲▲
	OLVI OYJ	€ 26,16	€ 6,15	€ 20,01	€ 17,72	€ 8,44	13,3%	18,8%	18	▲▲
D&V	DIAGEO PLC	€ 22,11	€ 2,11	€ 20,01	€ 17,33	€ 4,79	18,6%	22,7%	1.622	▲▲▲
	PERNOD RICARD S.A.	€ 85,96	€ 21,40	€ 64,56	€ 63,20	€ 22,76	10,8%	13,2%	5.126	▲
	REMY COINTREAU S.A.	€ 81,70	€ 21,04	€ 60,66	€ 46,31	€ 35,39	12,3%	20,7%	23	▲▲
	DAVIDE CAMPARI-MILANO S.p.A.	€ 5,60	€ 0,64	€ 4,96	€ 6,26	-€ 0,66	16,6%	15,2%	1.057	▲▲
	C & C GROUP PLC	€ 4,13	€ 0,99	€ 3,14	€ 2,29	€ 1,84	21,1%	35,8%	442	▲▲
	MARNIER LAPOSTOLLE S.A.	€ 4.348	€ 1.571	€ 2.777	-€ 63	€ 4.411	-2,1%	17,9%	n.a.	
	LANSON-BCC S.A.	€ 31,95	€ 22,80	€ 9,15	-€ 17,93	€ 49,88	3,7%	6,9%	50	▲
	CVNE S.A.	€ 14,05	€ 7,48	€ 6,57	€ 16,80	-€ 2,75	13,9%	11,4%	n.a.	
SDR	COCA-COLA BOTTLING COMPANY S.A.	€ 20,30	€ 3,64	€ 16,66	€ 5,91	€ 14,39	11,5%	26,7%	1.709	▲▲
	BRITVIC PLC	€ 5,85	-€ 0,51	€ 6,36	€ 4,15	€ 1,70	20,3%	25,4%	172	▲▲▲
	A.G. BARR PLC	€ 5,96	€ 1,08	€ 4,88	€ 4,26	€ 1,70	21,2%	29,2%	27	▲▲▲
	NICHOLS PLC	€ 11,63	€ 0,97	€ 10,66	€ 9,87	€ 1,76	356,9%	426,4%	20	▲▲▲
	SPADEL GROUP S.A.	€ 60,66	€ 23,95	€ 36,71	€ 39,64	€ 21,02	14,5%	26,0%	n.a.	
FSH	MARINE HARVEST ASA	€ 0,79	€ 0,35	€ 0,45	-€ 0,08	€ 0,88	1,3%	11,5%	288	▲
	CERMAQ ASA	€ 13,37	€ 8,33	€ 5,04	€ 3,13	€ 10,24	3,6%	8,5%	n.a.	
	LEROY SEAFOOD ASA	€ 21,10	€ 8,29	€ 12,81	€ 16,45	€ 4,65	9,1%	10,9%	272	▲
	SALMAR ASA	€ 7,83	€ 2,88	€ 4,94	€ 1,10	€ 6,73	5,0%	12,2%	59	▲
	AUSTEVOLL SEAFOOD ASA	€ 4,37	€ 3,35	€ 1,03	€ 2,31	€ 2,06	4,9%	6,4%	242	▼
	BAKKAFROST	€ 9,22	€ 3,45	€ 5,77	€ 7,38	€ 1,84	11,2%	13,4%	0	▲▲
FPR	NESTLÉ LTD	€ 50,02	€ 7,28	€ 42,74	€ 49,64	€ 0,38	22,2%	22,3%	27.026	▲▲▲
	KERRY GROUP PLC	€ 42,17	€ 1,63	€ 40,54	€ 35,87	€ 6,30	29,2%	33,5%	1.752	▲▲▲
	CHOCOLATE WORKS LINDT LTD	€ 33.170	€ 10.469	€ 22.701	€ 29.457	€ 3.713	23,0%	26,3%	n.a.	
	ARYZTA LTD	€ 43,37	€ 3,88	€ 39,49	€ 39,57	€ 3,80	15,3%	16,3%	1.790	▲▲
	BARRY CALLEBAUT LTD	€ 704	€ 145	€ 559	€ 693	€ 11	19,6%	19,8%	334	▲▲
	EBRO FOODS S.A.	€ 15,54	€ 5,65	€ 9,89	€ 24,16	-€ 8,62	15,4%	10,2%	823	▲
	CSM N.V.	€ 15,46	€ 11,19	€ 4,27	€ 4,11	€ 11,34	4,4%	8,7%	54	▲
	RIEBER & SON ASA	€ 8,78	€ 1,64	€ 7,14	€ 1,84	€ 6,95	7,6%	23,8%	71	▲▲
	BELL AG	€ 1.702	€ 1.296	€ 406	€ 2.139	-€ 436	9,2%	7,7%	41	▲
	CRANSWICK PLC	€ 13,78	€ 3,54	€ 10,24	€ 13,73	€ 0,04	22,9%	22,9%	152	▲▲
	GREENCORE PLC	€ 1,51	-€ 0,77	€ 2,29	€ 1,26	€ 0,25	198,9%	222,8%	559	▲▲▲
	RAISIO OYJ	€ 3,63	€ 1,31	€ 2,32	€ 1,82	€ 1,81	8,7%	17,0%	111	▲▲
	CLOETTA AB	€ 2,06	€ 0,57	€ 1,49	€ 1,13	€ 0,93	7,6%	10,6%	224	▲
	BONDUELLE S.A.S.	€ 18,14	€ 8,64	€ 9,50	-€ 0,83	€ 18,97	4,8%	9,8%	211	▲
	LOTUS BAKERIES N.V.	€ 636	€ 150	€ 486	€ 474	€ 162	18,4%	24,2%	26	▲▲
	HILTON FOOD PLC	€ 4,31	€ 0,62	€ 3,68	€ 4,19	€ 0,12	43,8%	45,0%	1	▲▲▲
	HKSCAN OYJ	€ 3,47	€ 5,86	-€ 2,39	-€ 8,21	€ 11,68	0,0%	5,8%	102	▼
PREMIER FOODS PLC	€ 0,71	-€ 1,59	€ 2,30	€ 1,59	-€ 0,87	14,9%	12,9%	880	▼▼	
DRY	DANONE S.A.	€ 57,13	€ 1,33	€ 55,80	€ 58,39	-€ 1,26	48,3%	47,3%	11.361	▲▲▲
	PARMALAT S.p.A.	€ 2,43	€ 1,46	€ 0,97	€ 0,87	€ 1,56	2,9%	13,4%	478	▲
	GLANBIA PLC	€ 10,30	€ 1,19	€ 9,11	€ 12,04	-€ 1,74	35,7%	31,0%	189	▲▲▲
	FROMAGERIES BEL S.A.	€ 269	€ 110	€ 159	€ 344	-€ 75	17,6%	13,9%	385	▲
	EMMI LTD	€ 226	€ 125	€ 101	€ 209	€ 17	8,6%	9,1%	152	▲
	DAIRY CREST PLC	€ 5,29	€ 3,18	€ 2,11	€ 12,05	-€ 6,76	16,2%	7,9%	138	▲
	BONGRAIN S.A.	€ 51,41	€ 62,21	-€ 10,80	€ 76,55	-€ 25,14	5,2%	3,9%	267	▼

Dati Reuters Thomson One, valori in € Mio.

<sup>16</sup>Rielaborazioni AVA su dati Reuters Thomson One, dati di mercato a giugno 2013

Fig. 23 - FGV e EVA una visione d'insieme



Fig. 24 - Top Performers

Sfide di comunicazione	EVA/IC	FGV/IC
	11%	-1,6 x
	29%	-0,7 x
	43%	-0,2 x
Sfide di Sviluppo	EVA/IC	FGV/IC
	-7%	3,8 x
	-5%	1,6 x
	-4%	1,5 x
Eccellenze	EVA/IC	FGV/IC
	351%	12,3 x
	191%	3,1 x
	35%	1,6 x

**Eccellenze:**

Società con performance buone o ottime e dai miglioramenti attesi, rappresentano dei 'gioiellini' di settore. Il mercato reputa sostenibile l'ottima performance conseguita, in quanto la società è in uno stadio di forte sviluppo iniziale o perché mantiene una leadership consolidata e difficilmente attaccabile.

**Il mercato e le sue sfide**

Analizzare le aspettative implicite nei prezzi di Mercato è di fondamentale importanza al fine di comprendere se la strategia perseguita dalle imprese sia apprezzata dal mercato e/o appropriata nel dare risposta a quanto atteso. Immaginando quindi di formare una matrice con i due assi cartesiani (*EVA/IC* e *FGV/IC*) è possibile identificare 4 differenti cluster, caratterizzati da performance attese e livelli di sfida differenti (Fig. 23).

**Sfide di Comunicazione:**

Società cui sono associate performance buone o ottime e valori *FGV* negativi. Il mercato è pessimista e reputa non sostenibile la performance corrente.

**Sfide di Sviluppo:**

Società cui sono associate performance negative o scadenti e valori *FGV* positivi. Il mercato è ottimista e reputa possibile un'inversione di tendenza.

**Cause Perse:**

Società con performance negative, cui il mercato non associa miglioramenti futuri. Nessuna società presenta valori così estremi da poter essere giudicata tale.

La lettura dei corsi azionari aiuta il management a comprendere quali sfide il mercato stia lanciando, ma soprattutto a valorizzare il relativo livello di challenge



# Glossario

## **ECONOMIC VALUE ADDED o ECONOMIC PROFIT (EVA® o EP)**

L'EVA® è un Reddito residuale, ovvero ciò che rimane dai Ricavi dell'impresa dopo aver dedotto il Costo di tutti i fattori funzionali alla produzione dei Ricavi stessi, incluso il Costo opportunità del Capitale investito nell'impresa dagli azionisti.

Secondo questo modello, equivalente al DCF, il Valore d'impresa è pari al valore del Capitale presente in azienda al momento della valutazione, più il valore attuale degli EVA® che la gestione saprà generare in futuro (MVA).

E' il parametro più correlato al valore che il Mercato dei Capitali riconosce all'impresa poiché ad incrementi della performance EVA®, il Mercato risponde con un maggior valore di MVA.

Tale modello, dunque, prevede che il Valore d'impresa sia funzione dei risultati gestionali futuri espressi in termini di EVA® e maggiori sono tali risultati attesi, maggiore sarà il Valore della Società.

## **MARKET VALUE ADDED (MVA)**

È il maggior valore che, ad una certa data, gli azionisti di un'impresa possiedono rispetto a quanto originariamente investito.

E' calcolato come differenza tra il Valore d'impresa (*Enterprise Value*) e il Capitale investito nella Società (Debito + Equity), inclusivo di eventuali *Goodwill*. Il MVA si può ulteriormente scomporre in Valore delle performance Future (FGV) e Valore della performance Corrente.

## **FUTURE GROWTH VALUE (FGV)**

E' il Valore attuale dei miglioramenti o peggioramenti di *Profitto Economico/EVA®* attesi rispetto alla performance corrente dell'impresa.

## **VALORE DELLA PERFORMANCE CORRENTE**

Valore attuale di un flusso perpetuo di *Profitto Economico/EVA®* ipotizzato costante.

## **WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL (WACC)**

È il Costo medio ponderato di tutto il Capitale investito nell'attività d'impresa, proprio e di debito. E' anche definito 'Costo-opportunità' poiché corrisponde al ritorno che gli investitori si aspetterebbero di realizzare da investimenti alternativi di pari livello di rischio.

E' una media ponderata del Costo del Capitale di Debito e del Costo del Capitale Proprio, con fattori di ponderazione pari ai pesi che Debito e Capitale Proprio assumono sul valore che emerge dalla loro somma.

## **RETURN ON INVESTED CAPITAL (ROIC)**

È l'indicatore che esprime la redditività del Capitale raccolto sul mercato finanziario (presso azionisti e intermediari) e investito nell'attività dell'impresa.

E' calcolato come:  $Nopat / Capitale Investito Tangibile$ .

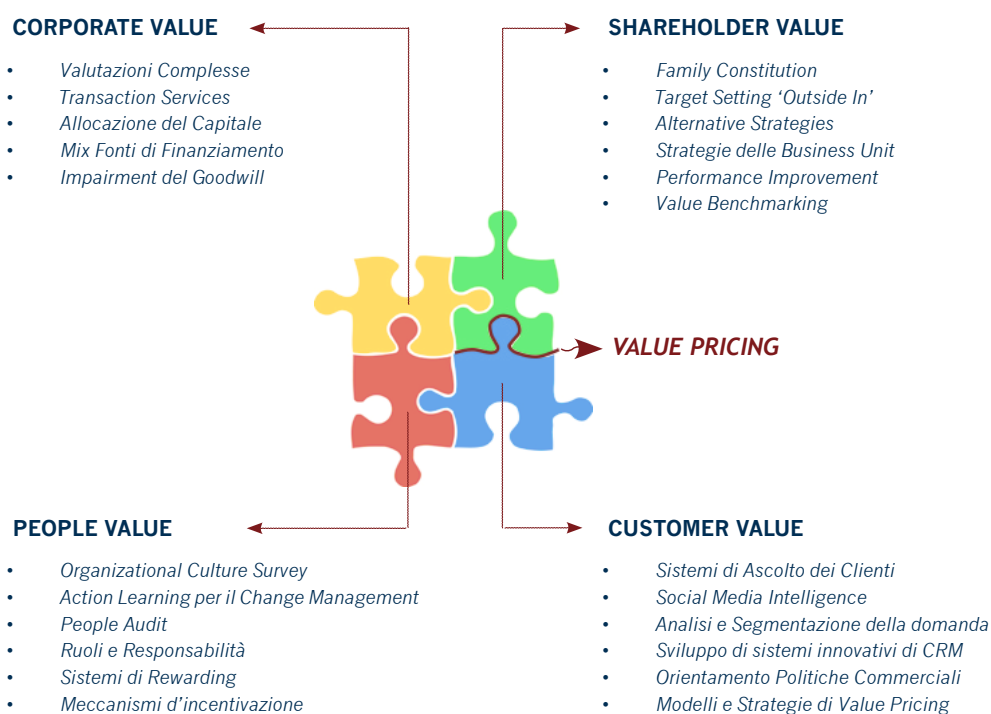
Active Value Advisors è una società di consulenza direzionale indipendente che si propone come partner per quelle imprese che necessitano di rafforzare il proprio Sistema di Governo e per quelle aziende che vogliono intraprendere percorsi di crescita, attraverso soluzioni coerenti con l'obiettivo di creazione di Valore sostenibile.

I professionisti di Active Value Advisors hanno un'esperienza pluriennale nell'assistere i principali gruppi quotati italiani nello sviluppo di Piani Industriali, nella definizione di azioni tese a migliorare la performance di creazione di Valore e nell'attività di assistenza al processo di cambiamento che le dinamiche competitive e le opportunità di mercato richiedono.

Nello svolgimento dei mandati assegnati viene utilizzato un unico linguaggio professionale che si declina in servizi afferenti a tematiche di gestione diverse: lo Shareholder Value, il Customer Value, il People Value, il Corporate Value.

Ciascun centro di competenza risponde ad una dimensione gestionale fondamentale: l'Azionista, il Cliente, le Risorse Interne, il Valore degli Asset.

Grazie alla collaborazione con professionisti accreditati nell'area del Pricing Strategico, Active Value Advisors ha arricchito le proprie competenze e metodologie professionali con modelli e strumenti innovativi di Value Pricing.





Active Value Advisors.

T +39 02 36697100

F +39 02 36697101

E [info@activevalue.eu](mailto:info@activevalue.eu)

I [www.activevalue.eu](http://www.activevalue.eu)