



L'equilibrio economico.

Valutazione della redditività aziendale

Prof. Mauro Romano

*Ordinario di Economia Aziendale
Università degli Studi di Bari*



Schema logico

- Nozione di equilibrio economico
- La valutazione delle performance economiche attraverso gli indici di bilancio
- Gli indici di redditività
 - La redditività del patrimonio netto
 - La redditività del capitale investito
 - Le determinanti della redditività del capitale investito: ROS e *Asset turnover*
 - Le relazioni tra ROE, ROI e ROD: la leva finanziaria
- Evidenze di valore: logiche *residual income* e valore d'azienda
- Conclusioni



Schema logico



Nozione di equilibrio economico

- La valutazione delle performance economiche attraverso gli indici di bilancio
- Gli indici di redditività
 - La redditività del patrimonio netto
 - La redditività del capitale investito
 - Le determinanti della redditività del capitale investito: ROS e *Asset turnover*
 - Le relazioni tra ROE, ROI e ROD: la leva finanziaria
- Evidenze di valore: logiche *residual income* e valore d'azienda
- Conclusioni



Il concetto di economicità

- ❑ L'economicità è il criterio che ispira le scelte aziendali: esso determina la convenienza ad intraprendere, continuare estinguere o modificare una determinata iniziativa economica.
- ❑ L'economicità può essere apprezzata *ex-ante* o *ex-post*.
- ❑ L'economicità può essere esaminata:
 - 1) rispetto alla singola impresa (c.d. «**economicità aziendale**»);
 - 2) con riferimento all'impresa inserita in un sistema economico più ampio; in questo caso si distingue tra:
 - «**economicità super-aziendale di gruppo**»;
 - «**economicità super-aziendale collettiva**» o «**macro-economicità**».



L'economicità aziendale

□ Condizioni di economicità aziendale:

- 1) l'**equilibrio economico** dell'esercizio (o, anche, «autosufficienza economica dell'esercizio»);
- 2) l'**adeguata potenza finanziaria**.



Prima condizione di economicità aziendale: l'equilibrio economico

□ Definizione di equilibrio economico:

✓ è l'attitudine dell'impresa a remunerare, alle condizioni cui essa debba ritenersi vincolata, tutti i fattori produttivi necessari al conveniente svolgimento della gestione.

□ In altri termini, c'è equilibrio economico quando i ricavi, ossia i proventi derivanti dalla gestione, siano almeno uguali alla remunerazione dei fattori di produzione.

□ Quali sono le caratteristiche di remunerazione dei fattori di produzione?

✓ Fattori di produzione in posizione contrattuale (materie prime, lavoro dipendente, capitali finanziati da terzi, etc.):

hanno una remunerazione *fissa, prioritaria* e certa;

✓ Fattori di produzione in posizione residuale (capitali finanziari dai soggetti proprietari, rischio d'impresa, opera direzionale dell'imprenditore):

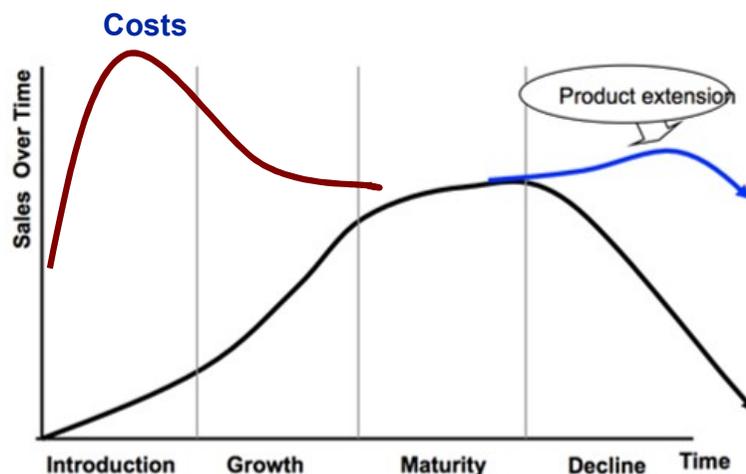
hanno remunerazione *variabile, successiva* e incerta



Prima condizione di economicità aziendale: l'equilibrio economico

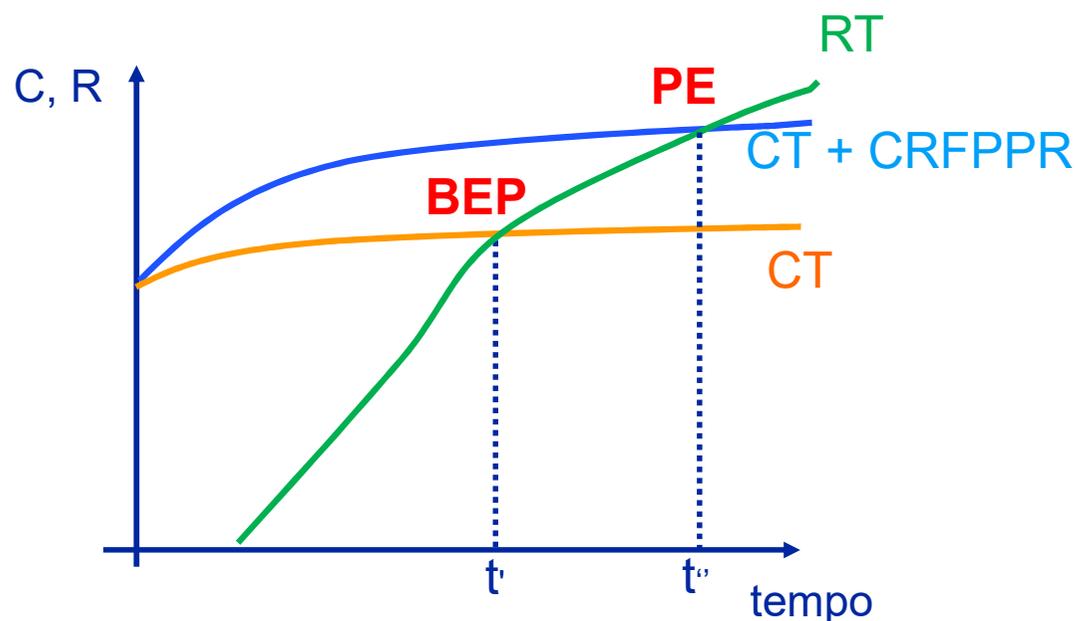
- ❑ Quando un'impresa è in equilibrio economico?
 - ✓ l'impresa realizza il suo equilibrio economico se - con il flusso dei ricavi derivanti dalla gestione - riesce a coprire il costo dei fattori produttivi in posizione contrattuale e a remunerare «congruamente» i fattori produttivi posti in posizione residuale.

- ❑ La condizione di equilibrio economico si raggiunge nel medio-lungo termine.





Prima condizione di economicità aziendale: l'equilibrio economico



- ❑ Il BEP non è un punto di equilibrio economico: esso indica il punto in cui i ricavi totali sono uguali ai costi totali.
- ❑ Il BEP non considera la congrua remunerazione dei fattori produttivi in posizione residuale.
- ❑ Un'impresa che abbia raggiunto il BEP non è in equilibrio economico.

➤ *Nella realtà, i nessi che avvengono strettamente insieme i distinti esercizi dell'azienda, nella successione degli anni, o in altre parole, l'unità economica della gestione nel tempo, non consente di determinare, se non per astrazione, equilibri economici per singoli esercizi.*



Prima condizione di economicità aziendale: l'equilibrio economico

- ❑ La congrua remunerazione del capitale:
 - ✓ indica il compenso che è in linea con le remunerazioni percepibili dai migliori investimenti alternativi, tenendo conto del rischio e del lavoro imprenditoriale svolto.
- ❑ Il tasso di congrua remunerazione è un tasso composito che compensi, oltre al puro impiego di capitale, l'attività dell'imprenditore e i rischi ai quali il capitale è esposto nella specifica attività d'impresa.
- ❑ Quali sono le caratteristiche di remunerazione dei fattori di produzione?
 - ✓ Reddito atteso dalla gestione \geq Reddito congruo: vi è convenienza a intraprendere o a continuare una certa iniziativa economica;
 - ✓ Reddito atteso dalla gestione $<$ Reddito congruo: i soggetti proprietari potrebbero trovare convenienza a iniziare o investire in altre iniziative rispetto a quella di cui si sta valutando la congrua remunerazione.



Prima condizione di economicità aziendale: l'equilibrio economico

□ Il tasso di congrua remunerazione

- ✓ il tasso di sconto è definibile, in prima approssimazione, come il saggio di rendimento richiesto dagli investitori, reali o potenziali, con riferimento all'azienda da valutare.
- ✓ è un tasso «minimo» di rendimento che rende gli azionisti indifferenti tra l'investimento nel capitale dell'azienda ovvero in un'attività alternativa.
- ✓ È un tasso opportunità specificamente riferito a una determinata azienda.



Prima condizione di economicità aziendale: l'equilibrio economico

- Il tasso di congrua remunerazione del capitale proprio («cost of equity»)

$$i = i_1 + i_2$$

dove:

i_1 = *risk free rate*;

i_2 = premio per il rischio (*equity risk premium*).

- Per la stima del *risk free rate* si usa prendere come riferimento il valore medio del rendimento dei Titoli di Stato degli ultimi 3/5 anni antecedenti all'epoca della valutazione, ovvero il rendimento atteso dei Titoli di Stato, qualora si sia in possesso di attendibili previsioni.
- Per il calcolo del premio per il rischio, due sono le tecniche di stima che hanno trovato ampia diffusione nella dottrina e nella prassi valutativa:
 - 1) Regola di Stoccarda;
 - 2) *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).



Prima condizione di economicità aziendale: l'equilibrio economico

- Il tasso di congrua remunerazione del capitale proprio («cost of equity»)
 - La Regola di Stoccarda stima il premio per il rischio in misura corrispondente all'abbattimento dei risultati attesi. Si assume di norma una percentuale di abbattimento del 30%.
 - ✓ Il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) stima il rischio in termini di variabilità dei rendimenti aziendali rispetto a quelli del mercato azionario. In formula, il premio viene determinato nel seguente modo:

$$i_2 = \beta (R_m - i_1)$$

Il *Beta* rappresenta il coefficiente angolare della retta di regressione che interpola i rendimenti storici dell'azienda rispetto ai rendimenti di mercato

Nella pratica, si utilizza solitamente il *beta medio* del settore, espressione del rischio sistematico non diversificabile delle aziende che compongono il campione di riferimento.

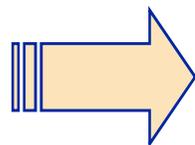
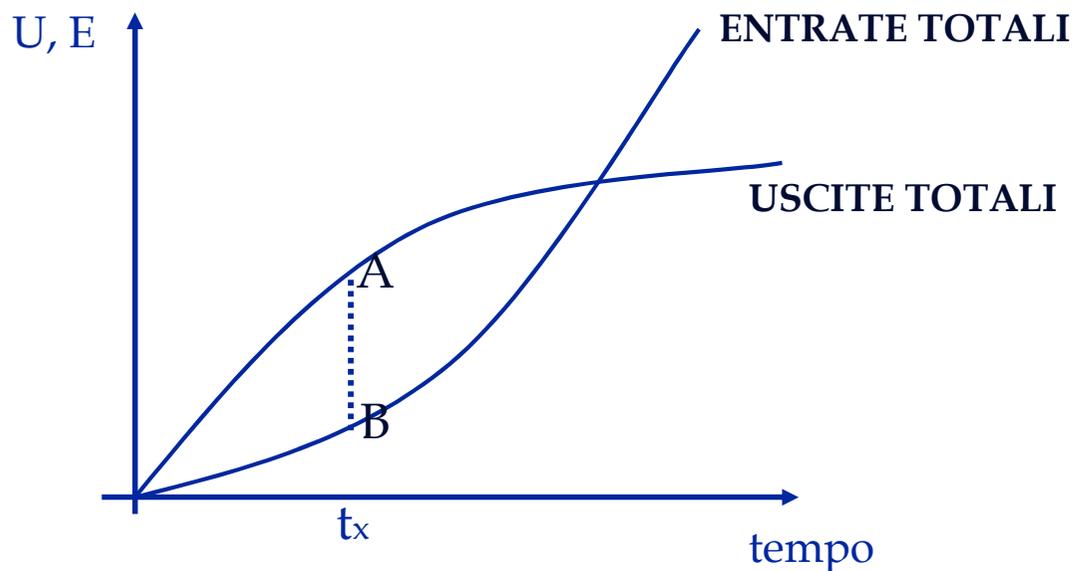
dove:

R_m = il rendimento medio del mercato azionario;
 β = il *beta-factor*;
 $R_m - i_1$ = è il c.d. premio medio di mercato.



Seconda condizione di economicità aziendale: l'adeguata potenza finanziaria

IL FABBISOGNO FINANZIARIO DELLA GESTIONE



$$FF_{tx} = U_L - E_R$$

dove:

FF_{tx} è il fabbisogno finanziario richiesto dalla gestione al tempo t_x ;

U_L sono le Uscite rilevate in fase di liquidazione;

E_R indica le Entrate rilevate in fase di riscossione.

FASI DELLE ENTRATE

- 1) Previsione;
- 2) Accertamento;
- 3) Riscossione.

* * * * *

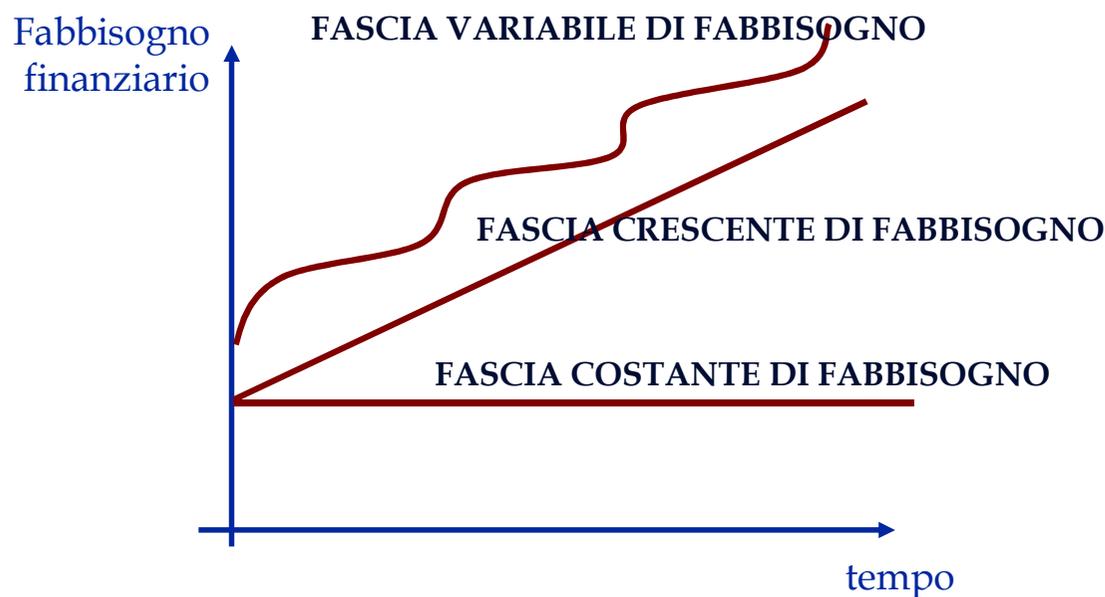
FASI DELLE USCITE

- 1) Previsione;
- 2) Liquidazione;
- 3) Pagamento.



Seconda condizione di economicità aziendale: l'adeguata potenza finanziaria

- L'andamento nel tempo del fabbisogno finanziario e le modalità di copertura



FASCIA COSTANTE DI FABBISOGNO FINANZIARIO

FASCIA CRESCENTE DI FABBISOGNO FINANZIARIO



*sono tendenzialmente finanziate
ricorrendo a nuovo capitale di
rischio o a forme di prestiti con
garanzia di stabilità*

FASCIA VARIABILE DI FABBISOGNO FINANZIARIO



*sono tendenzialmente finanziate
con finanziamenti elastici,
cioè modificabili a secondo delle
varie esigenze aziendali*



Seconda condizione di economicità aziendale: l'adeguata potenza finanziaria

- ❑ L'adeguata potenza finanziaria:
 - ✓ è necessario che il fabbisogno finanziario richiesto dalla gestione sia inferiore o uguale al fabbisogno finanziario concretamente fronteggiabile dall'impresa sulla base delle fonti di finanziamento di cui dispone, a titolo di:
 - capitale proprio;
 - autofinanziamento;
 - capitale di credito.

- ❑ Il fabbisogno finanziario concretamente fronteggiabile dall'impresa, data la struttura delle fonti di finanziamento, esprime la potenza finanziaria dell'impresa stessa.

- ❑ L'equilibrio finanziario - inteso come attitudine a fronteggiare il fabbisogno finanziario richiesto pienamente, continuamente e convenientemente - deve essere sempre soddisfatto, anche con riferimento al breve termine.

- ❑ In definitiva, un'impresa per rispondere alla seconda condizione di economicità aziendale deve essere sempre il grado di coprire il fabbisogno finanziario richiesto dalla gestione.



L'economicità aziendale realizzabile solo nel gruppo

X da sola

$Ric < C + CRCP$

EEE negativo

$PF < FFRG$

PF non adeguata

Z non risponde al requisito di economicità aziendale

X + Y + Z

$Ric \geq C + CRCP$

EEE positivo

$PF > FFRG$

PF adeguata

Z risponde al requisito di economicità aziendale conseguibile solo nel gruppo

□ Il giudizio di economicità all'interno del gruppo:

- ✓ X risponde al criterio di economicità aziendale conseguibili in seno al gruppo;
- ✓ il giudizio di economicità di gruppo differisce da quello *stand alone*;
- ✓ le risultanze positive di X nel gruppo sono dovute all'effetto sinergico che si realizza nel sistema-gruppo, che può interessare - anche con misura diversa - tutte le funzioni aziendali (organizzazione, marketing, produzione, finanza, etc.) e, persino, quella di governo e strategico-direzionale.



L'economicità super-aziendale di gruppo

X da sola

Ric < C + CRCP
EEE negativo
PF < FFRG
PF non adeguata

X + Y + Z

Ric < C + CRCP
EEE negativo
PF < FFRG
PF non adeguata

Z non risponde al requisito di economicità aziendale

Z non risponde al requisito di economicità aziendale conseguibile solo nel gruppo

tuttavia

Utile consolidato di gruppo con Z: U_1

Utile consolidato di gruppo senza Z: U_2

$$U_1 > U_2$$

□ Il giudizio di economicità super-aziendale di gruppo (o «economicità in funzione del gruppo»):

- ✓ X non risponde al requisito di economicità aziendale *stand alone*;
- ✓ sebbene, inserita nel gruppo con le aziende Y e Z, continua ad avere EEE negativo e PF non adeguata;
- ✓ ciononostante, il soggetto economico del gruppo reputa conveniente mantenere o istituire X in quanto il suo abbandono o la sua mancata costituzione recherebbe danno alla complessiva economia di gruppo.
- ✓ X crea utilità, dirette o indirette, a vantaggio di altre aziende del gruppo: essa è asservita completamente alle logiche di gestione del gruppo.



L'economicità super-aziendale collettiva (o “macroeconomicità”)

□ Il giudizio di economicità super-aziendale collettiva (o «macroeconomicità»):

- ✓ in alcuni contesti territoriali o settoriali specifici, può verificarsi che alcune aziende, che non rispondono da solo a giudizi di economicità aziendale, possano essere convenientemente costituite o, se esistenti, mantenute in vita in forza di un giudizio di economicità riferito alla collettività;
- ✓ in questi casi, i vantaggi della loro costituzione /mantenimento devono essere valutati secondo logiche collettive, in genere legate all'utilità pubblica e generale.
- ✓ Esempi:
 - mantenimento dei livelli occupazionali;
 - interventi in aree arretrate o depresse;
 - conservazione della vitalità di alcuni settori o attività.

X da sola

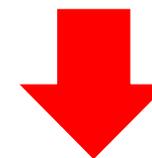
$$\text{Ric} < \text{C} + \text{CRCP}$$

EEE negativo

$$\text{PF} < \text{FFRG}$$

PF non adeguata

Z non risponde al requisito di economicità aziendale





Schema logico

- ↗ Nozione di equilibrio economico
- ✘ La valutazione delle performance economiche attraverso gli indici di bilancio
- ↗ Gli indici di redditività
 - La redditività del patrimonio netto
 - La redditività del capitale investito
 - Le determinanti della redditività del capitale investito: ROS e *Asset turnover*
 - Le relazioni tra ROE, ROI e ROD: la leva finanziaria
- ↗ Evidenze di valore: logiche *residual income* e valore d'azienda
- ↗ Conclusioni



La valutazione delle performance economiche tramite gli indici di bilancio

□ Indicatori e indici di bilancio

- ✓ Riclassificazione di Stato Patrimoniale, Conto Economico e Rendiconto Finanziario;
 - *Valori aggregati vs. Valori differenziali;*
 - *Grandezze flusso vs. Grandezze stock;*
 - *Flussi economici vs. Flussi finanziari.*
- ✓ Lettura a sistema e limiti interpretativi;
- ✓ Capacità segnaletica;
- ✓ Modalità di costruzione.

□ Equilibri aziendali:

1. equilibrio economico o reddituale;
2. equilibrio patrimoniale;
3. equilibrio finanziario.



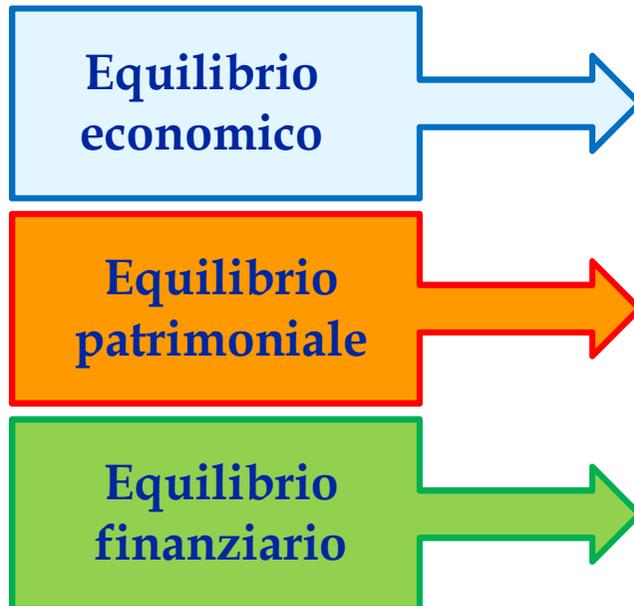
La valutazione delle performance economiche tramite gli indici di bilancio

CLASSIFICAZIONE DEGLI INDICI

Finalità di indagine
(Capacità segnaletica)



Modalità di costruzione
degli indici



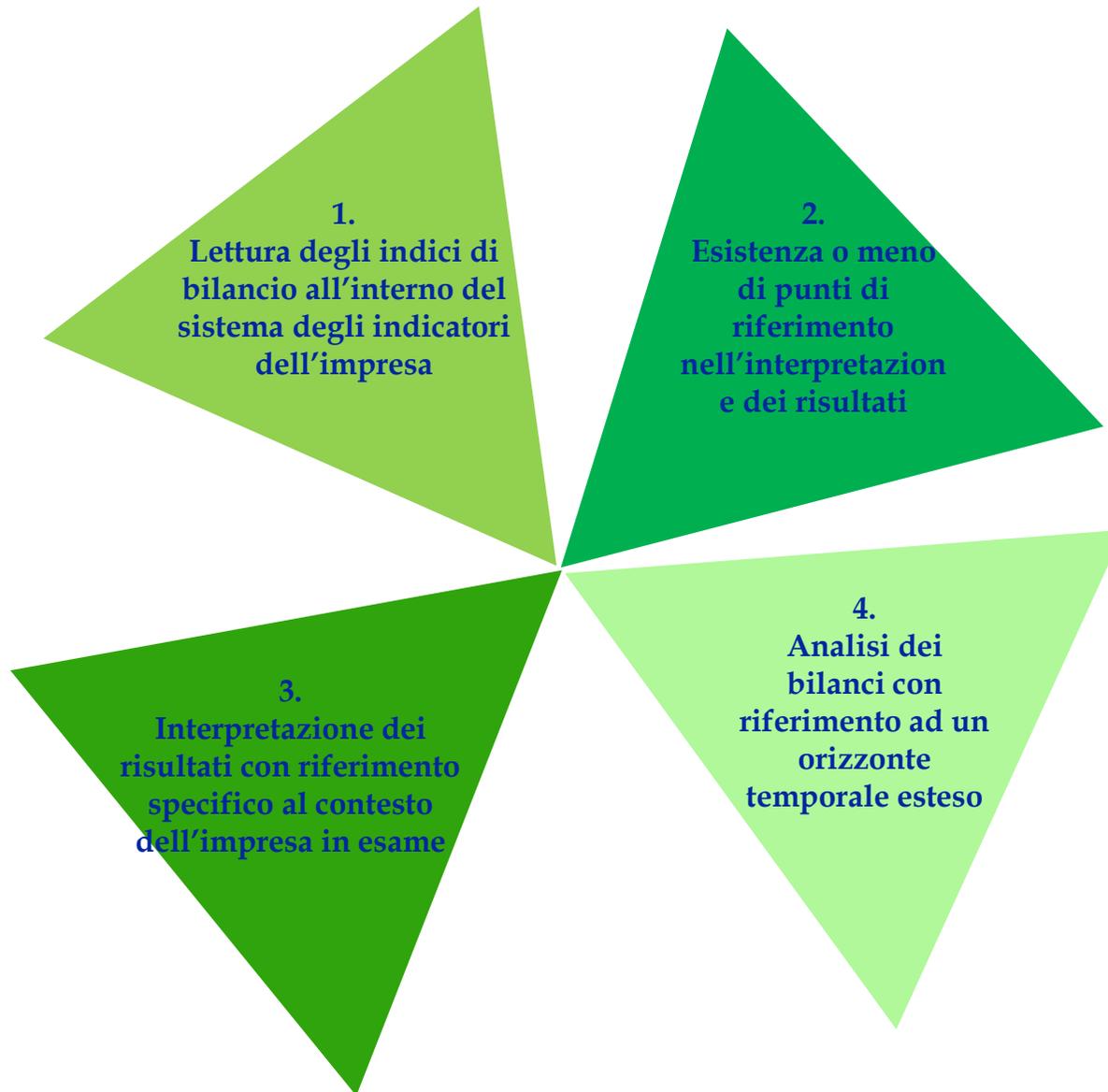
Flusso economico / Grandezza fondo
Flusso economico / Flusso economico

Grandezza fondo / Grandezza fondo

Flusso finanziario/ Grandezza fondo
Flusso finanziario/ Flusso economico



La valutazione delle performance economiche tramite gli indici di bilancio



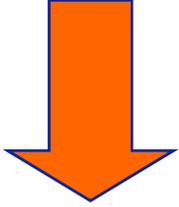
1. Modalità di costruzione
2. Significato economico-aziendale
3. Interpretazione dei risultati
4. Altri indici collegati



La struttura delle coperture finanziarie

CAPITALE INVESTITO NETTO OPERATIVO	PATRIMONIO NETTO
	FONDO TFR
	DEBITI FINANZIARI
EXTRA ASSETS	
LIQUIDITA' + CREDITI FINANZIARI	

Indebitamento
finanziario
netto



L'indebitamento finanziario netto (o posizione finanziaria netta) è data dalla differenza tra debiti finanziari, attività liquide e crediti finanziari.

La dimensione della posizione finanziaria netta segnala l'**effettivo grado di indebitamento** delle imprese.



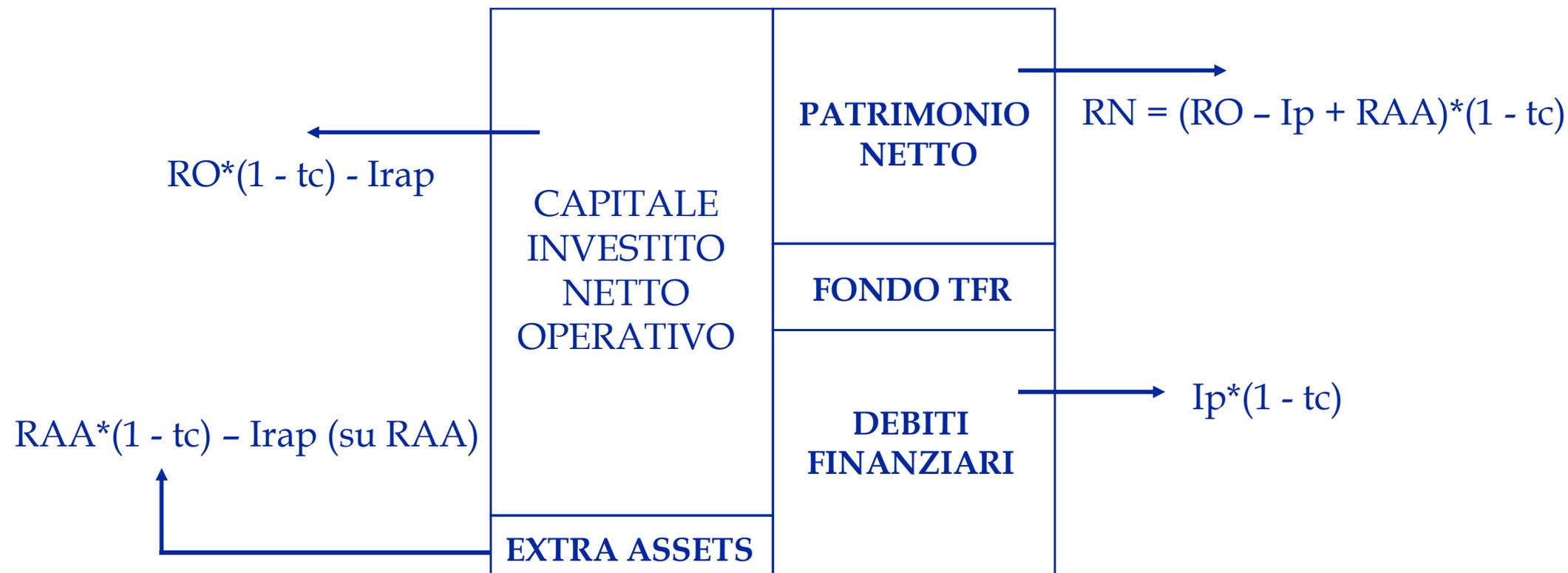
Il collegamento con il Conto Economico

SCHEMA SINTETICO DI RICLASSIFICAZIONE DEL CONTO ECONOMICO

$$\begin{aligned} & + \text{ Ricavi} \\ & - \text{ Costo monetario del venduto} \\ & = \text{ Margine operativo lordo (MOL)} \\ & \quad - \text{ Ammortamenti} \\ & = \text{ Risultato operativo} \\ & -/+ \text{ Risultato netto delle gestioni accessorie} \\ & \quad +/- \text{ Oneri finanziari netti} \\ & \quad +/- \text{ Componenti straordinarie di reddito} \\ & = \text{ Risultato prima delle imposte} \\ & \quad - \text{ Imposte} \\ & = \text{ Risultato netto} \end{aligned}$$



Il collegamento con il Conto Economico



dove:

Ro è il Risultato Operativo;
Ip indica gli interessi passivi;
tc rappresenta l'aliquota di imposta sul reddito;

RN individua il Reddito Netto;
RAA è il risultato delle attività o gestioni accessorie;
Irap è l'Imposta Regionale sulle attività produttive



Dai flussi reddituali a quelli monetari ...

I collegamenti esistenti tra Stato Patrimoniale e Conto Economico consentono di stabilire una **relazione** tra specifici **flussi di risultato**, misurati in termini economici, e specifiche **risorse impiegate**.

DINAMICA FINANZIARIA E PRINCIPALI CONFIGURAZIONI DI FLUSSI MONETARI:

- il flusso monetario della gestione corrente;
- il flusso monetario dell'area finanziaria;
- il flusso monetario dell'area fiscale;
- il flusso monetario delle aree accessorie.



I flussi monetari riferibili all'area operativa

FLUSSO MONETARIO DELLA GESTIONE CORRENTE =

Margine operativo lordo (MOL) - Variazione del Capitale Circolante Netto (CCN)

- le risorse liquide generate dalle operazioni di gestione corrente (acquisto-trasformaz.- vendita) possono essere calcolate sommando al risultato operativo gli oneri che non hanno rilevanza finanziaria (cioè, non originano effettivi movimenti monetari);
- si tratta principalmente degli ammortamenti >>>>>
Risultato operativo + Ammortamenti = Margine operativo lordo (MOL)
- la possibilità di destinare il MOL al finanziamento di impieghi estranei alla gestione corrente (p.e., acquisto di immobilizzazioni, rimborso di finanziamenti, etc.) dipende dalle variazioni del CCN; infatti, se aumenta il CCN, il flusso generato dalla gestione corrente risulta "congelato" in seguito all'aumento dei crediti commerciali o delle scorte di magazzino (ecco perché occorre tener conto delle Var. CCN).



I flussi monetari riferibili all'area operativa

SCHEMA SINTETICO DEL FLUSSO MONETARIO DELL'AREA OPERATIVA

+ Margine operativo lordo
- Variazione del Capitale Circolante Netto

= Flusso monetario della gestione corrente

± Variazione del Fondo TFR
- Investimenti riferibili all'area operativa
+ Disinvestimenti riferibili all'area operativa

= Flusso monetario riferibile all'area operativa

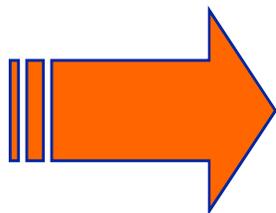


I flussi monetari dell'area finanziaria

SCHEMA SINTETICO DEL FLUSSO MONETARIO DELL'AREA FINANZIARIA

- Pagamento degli interessi passivi
 - Distribuzione dei dividendi
 - + Negoziazione di nuovi debiti
 - Rimborso di debiti in scadenza
- + Aumento del capitale sociale a pagamento
 - Rimborsi del capitale sociale

= Flusso monetario riferibile all'area finanziaria



Il flusso monetario della gestione finanziaria è calcolato sulla base di tutti i movimenti monetari riferibili all'area del capitale di credito e del capitale di rischio (non solo con riferimento alle remunerazioni delle fonti di finanziamento - interessi passivi e dividendi - ma anche alla negoziazione di nuovi prestiti, al rimborso di quelli già esistenti e alle operazioni di raccolta e rimborso del capitale proprio.)



Il flusso monetario delle gestioni accessorie (o dei *surplus assets*)

E' composto principalmente da due elementi:

- a) la quota di redditi maturata dalla gestioni accessorie che si è trasformata in flusso monetario;
- b) il saldo tra i nuovi investimenti e le dismissioni che si sono osservate nella gestione accessoria.

Anche in questa area gestionale la corretta determinazione del flusso monetario dovrebbe avvenire al netto delle rettifiche di carattere fiscale.



Schema “tipico” di rendiconto finanziario

$$\begin{aligned} & + \text{Margine operativo lordo} \\ & - \text{Variazione del capitale circolante netto} \\ & = \text{Flusso monetario della gestione corrente} \\ & \quad \pm \text{Variazione del Fondo TFR} \\ & \quad - \text{investimenti operativi} \\ & \quad + \text{disinvestimenti operativi} \\ & = \text{Flusso monetario della gestione operativa} \\ & \quad \pm \text{Flusso netto delle gestioni accessorie} \\ & \quad \pm \text{Interessi attivi (passivi) netti} \\ & \quad \quad - \text{Dividendi} \\ & \quad \pm \text{Variazioni del capitale sociale} \\ & \quad \quad - \text{Imposte} \\ & \quad \pm \text{Variazione della “posizione fiscale”} \\ & = \text{Variazione della posizione finanziaria netta} \end{aligned}$$



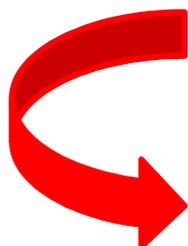
I flussi finanziari generati dalle gestione aziendale

FLUSSO MONETARIO NETTO DELLA GESTIONE OPERATIVA

(Free cash flow on operation - FCFO)

- + margine operativo lordo
- ± variazione del CCN
- ± variazione del Fondo TFR
- investimenti operativi
- + disinvestimenti operativi
- imposte sul risultato operativo

= FCFO



FLUSSO UNLEVERED

FLUSSO MONETARIO NETTO PER GLI AZIONISTI

(Free cash flow to Equity - FCFE)

- + margine operativo lordo
- ± variazione del CCN
- ± variazione del Fondo TFR
- investimenti operativi
- + disinvestimenti operativi

= FCFO AL LORDO DELLE IMPOSTE

- interessi passivi netti
- imposte sull'utile netto
- ± rimborsi/versamenti di capitale
- ± variazione dell'indebitamento netto

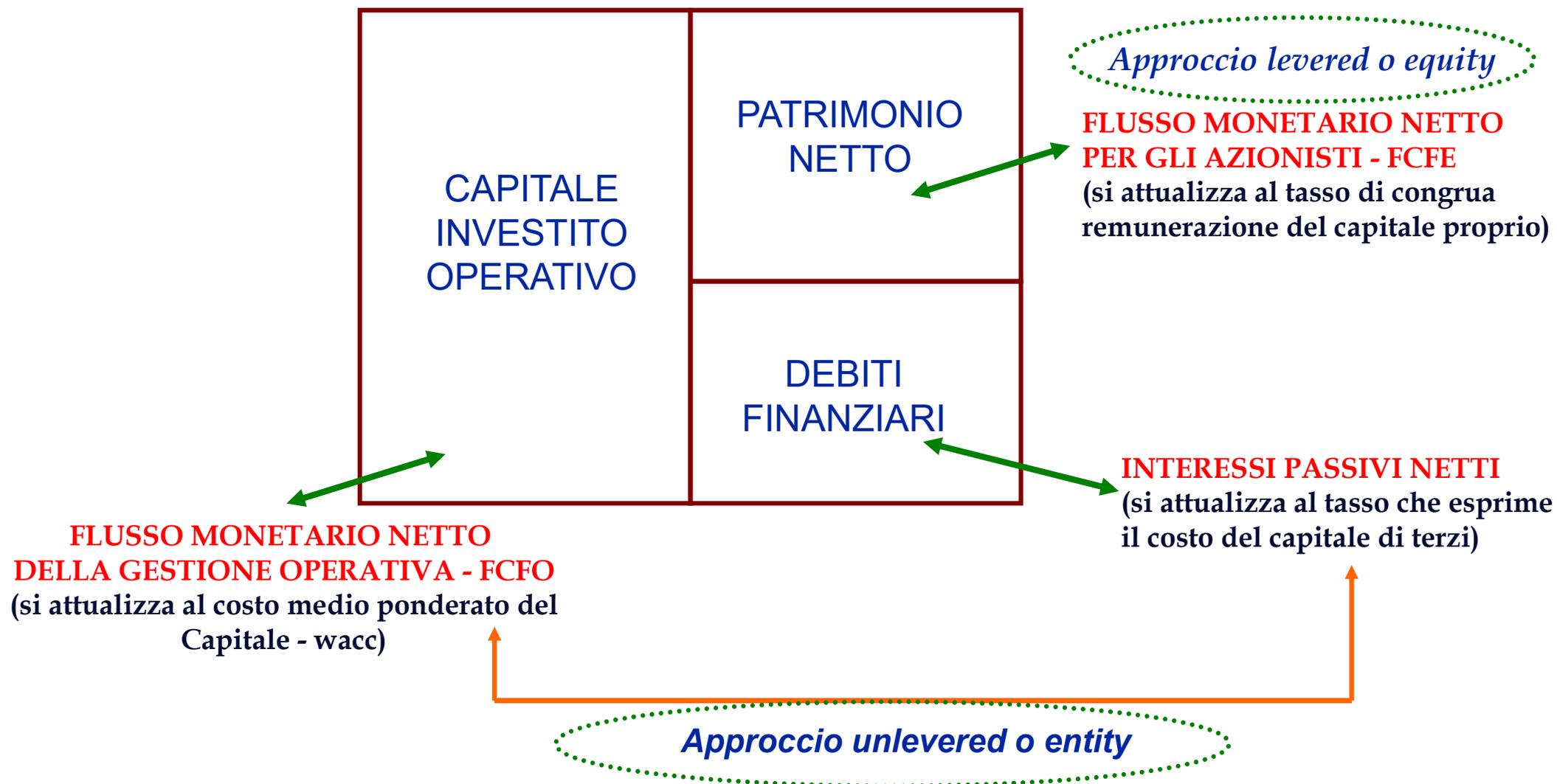
= FCFE



FLUSSO LEVERED



Rapporti tra grandezze flusso e grandezze stock





Schema logico

➤ Nozione di equilibrio economico

➤ La valutazione delle performance economiche attraverso gli indici di bilancio



Gli indici di redditività

- La redditività del patrimonio netto
- La redditività del capitale investito
- Le determinanti della redditività del capitale investito: ROS e *Asset turnover*
- Le relazioni tra ROE, ROI e ROD: la leva finanziaria

➤ Evidenze di valore: logiche *residual income* e valore d'azienda

➤ Conclusioni



Gli indici di redditività

□ L'analisi dell'equilibrio economico:

- ✓ gli indici di redditività, nella loro configurazione tipica, mettono a confronto una determinata configurazione di reddito con il capitale dal quale lo stesso reddito è stato prodotto;
 - confronto con dati di mercato / valori economici;
 - processi di creazione / distruzione di valore economico;

- ✓ gli indici di onerosità sono rapporti volti a indagare non il rendimento del capitale investito, quanto il costo percentuale di un capitale raccolto a titolo oneroso dell'impresa o l'incidenza di una certa tipologia di costo/ricavo su un risultato intermedio di conto economico.



La redditività del patrimonio netto

□ La redditività del patrimonio netto (il ROE):

- ✓ il ROE indica il rendimento del capitale apportato dai soggetti proprietari, cioè dai soggetti titolari del rischio d'impresa;
- ✓ il reddito netto, cioè il risultato economico dell'esercizio, esprime il compenso che direttamente (attraverso la distribuzione dei dividendi) o indirettamente (sotto forma di incremento del patrimonio netto) spetta ai portatori di capitale proprio.

□ Modalità di costruzione del ROE:

$$✓ \text{ ROE\% (redditività del Patrimonio Netto) } = \frac{\text{Reddito netto}}{\text{Patrimonio netto}}$$



La redditività del patrimonio netto

□ Significato economico-aziendale del ROE

2 chiavi di lettura fondamentali:

- ✓ il ROE è il rendimento percentuale del capitale di rischio investito dalla «proprietà» dell'azienda;
 - ✓ il ROE fornisce una prima indicazione del tasso potenziale di sviluppo interno dell'impresa, ovvero il livello di crescita degli investimenti realizzabili dall'impresa senza aumentare il saggio di indebitamento (e a condizione che non si distribuiscano gli utili).
- Il ROE fornisce altresì elementi utili di giudizio sull'operato del *top management team* in termini di contributo alla creazione / distruzione di ricchezza.



La redditività del patrimonio netto

□ Interpretazione dei risultati:

- ✓ relazione tra ROE e tasso di congrua remunerazione del capitale proprio;
- ✓ logiche di valutazione delle performance e di creazione del valore.

□ Altri indici collegati:

- ✓ rinvio.



La redditività del capitale investito (o «redditività dell'attivo netto»)

□ La redditività del capitale investito (il ROI):

- ✓ il ROI indica il rendimento del capitale investito nella gestione operativa dell'impresa;
- ✓ il capitale investito netto operativo misura il valore complessivo delle risorse investite nella gestione operativa;
- ✓ il capitale investito netto operativo va distinto dal capitale investito nella gestione accessoria-patrimoniale ed, eventualmente, da quello investito nella gestione finanziaria attiva.

□ Modalità di costruzione del ROI:

$$✓ \text{ ROI\% (reddittività del Capitale Investito) } = \frac{\text{Reddito operativo}}{\text{CINO}}$$



La redditività del capitale investito (o «redditività dell'attivo netto»)

- Significato economico-aziendale del ROI:
 - ✓ il ROI esprime il rendimento di tutte le risorse impiegate nell'attività d'impresa;
 - ✓ il ROI ha una valenza informativa importante perché «neutralizza» due importanti dimensioni della gestione che, invece, incidono sul ROE, ovverosia (i.) l'onerosità del capitale di credito; (ii.) gli effetti dell'imposizione fiscale;
 - ✓ il ROI consente di analizzare la performance operativa di un'impresa e di effettuare raffronti spazio-temporali a «parità di condizioni», cioè senza considerare gli effetti delle politiche finanziarie e gli impatti fiscali (che potrebbero differenziarsi da Paese a Paese);
 - ✓ il ROI è noto, pur con sfumature diverse, anche come «Return on Asset (ROA)», «Return on Capital (ROC)» o «Return on Capital Employed (ROCE)».



La redditività del capitale investito (o «redditività dell'attivo netto»)

□ Interpretazione dei risultati:

2 prospettive interpretative fondamentali:

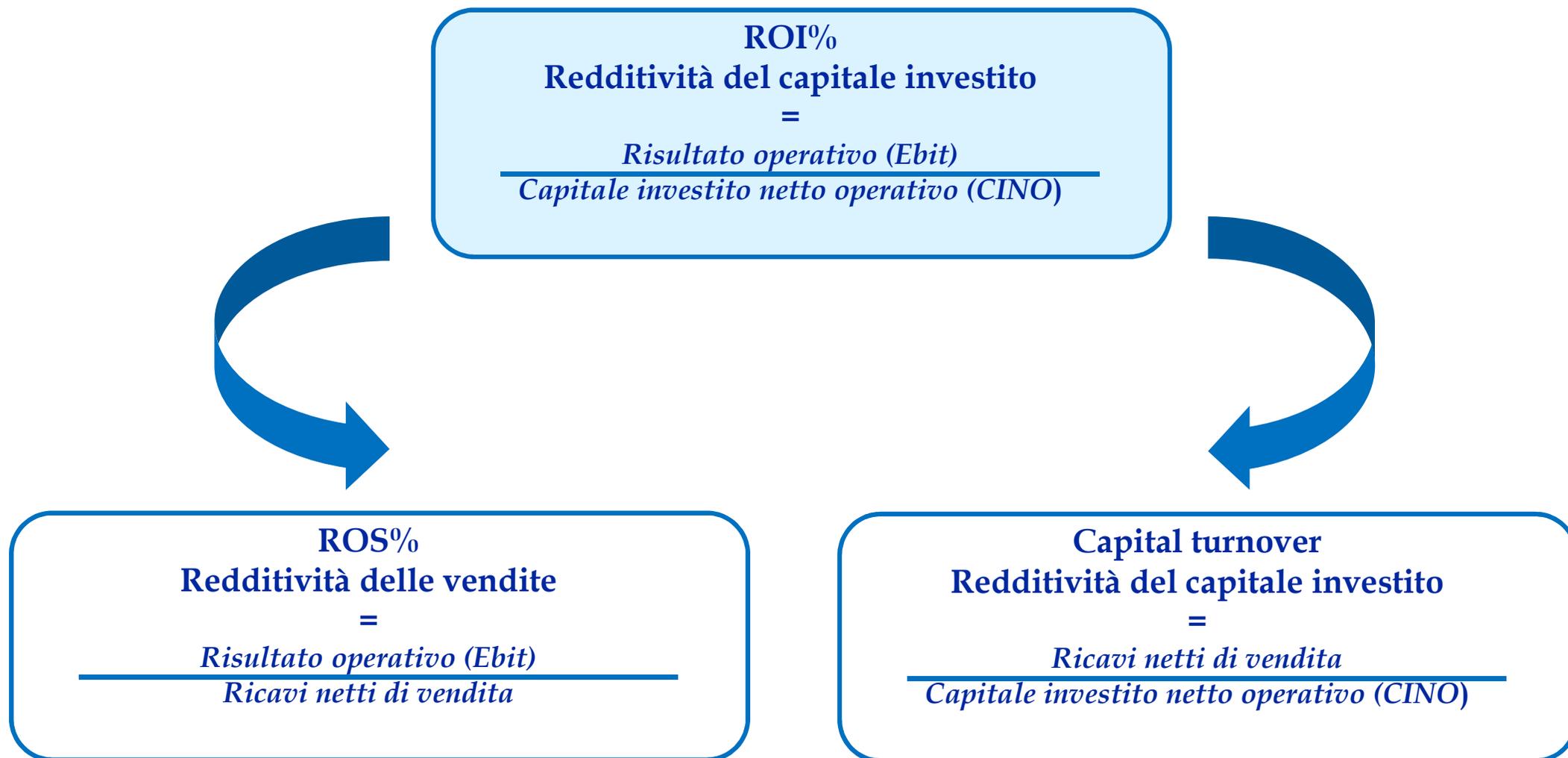
- ✓ all'esterno dell'impresa, il ROI assume importanza con riferimento ai *competitors* aziendali nell'ambito delle analisi di *benchmark*;
- ✓ all'interno dell'impresa, il ROI va confrontato con l'onerosità media dei mezzi di terzi, cioè il costo che l'impresa sostiene per l'accensione dei debiti di finanziamento, per comprendere l'operatività della leva finanziaria.

□ Altri indici collegati:

- ✓ ROS;
- ✓ Capital turnover;
- ✓ Leverage ratio.



La determinanti del ROI: ROS e *Asset Turnover*





La determinanti del ROI: ROS e *Asset Turnover*

ROS%

Redditività delle vendite

=

Risultato operativo (Ebit)

Ricavi netti di vendita

Capital turnover

Redditività del capitale investito

=

Ricavi netti di vendita

Capitale investito netto operativo (CINO)

❑ Redditività delle vendite (ROS):

- ✓ il ROS fornisce una misura della capacità dell'impresa di generare margini operativi attraverso le fonti principali di ricavo, cioè quelli di vendita;
- ✓ il ROS riflette quattro dimensioni fondamentali dell'area operativa di gestione:
 1. il livello di efficienza dei processi produttivi;
 2. la capacità commerciale;
 3. la redditività del mix di prodotti venduti.

❑ Capital turnover (o «Asset turnover»):

- ✓ il capital turnover è l'indice di rotazione del capitale investito;
- ✓ il capital turnover indica quante volte il capitale investito è stato idealmente rinnovato nel corso dell'anno attraverso le vendite;
- ✓ sotto un altro punto di vista, il capital turnover esprime l'ammontare di fatturato generato per ogni euro di capitale investito nell'impresa;
- ✓ non si indica in percentuale.



I rapporti tra ROE, ROI e ROD: la leva finanziaria

DIFFERENZIALE DI LEVA



$$\text{ROE} = \{ \text{ROI} + [(\text{ROI} - s) \times (\text{CC}/\text{CP})] \} \times [\text{R.N.} / \text{Risultato lordo di competenza}]$$

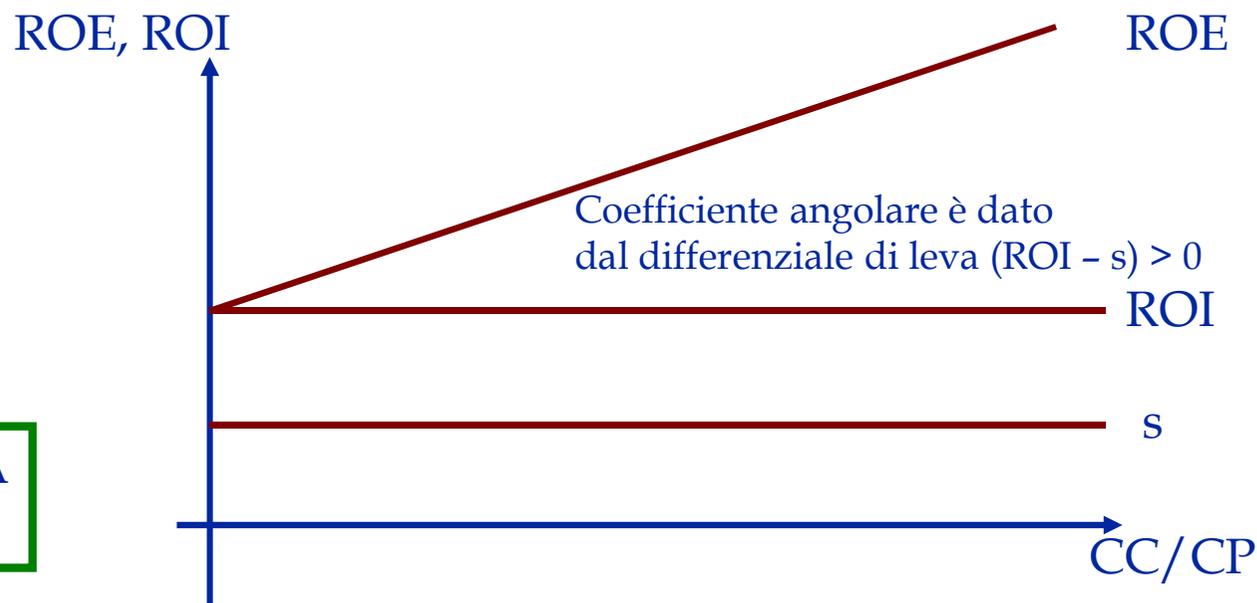
GESTIONE
OPERATIVA

GESTIONE
FINANZIARIA

GESTIONE STRAORDINARIA E FISCALE

EFFETTO LEVA:
il ROE risente in modo più che
proporzionale delle variazioni
della redditività del capitale
investito, data la presenza
di un certo indebitamento

LEVA FINANZIARIA POSITIVA
 $\text{ROI} > s$



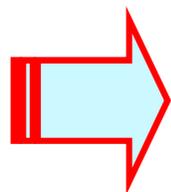
Se $\Delta+$ indebitamento: $\text{ROE} > \text{ROI} \gg \gg \gg$ conviene indebitarsi



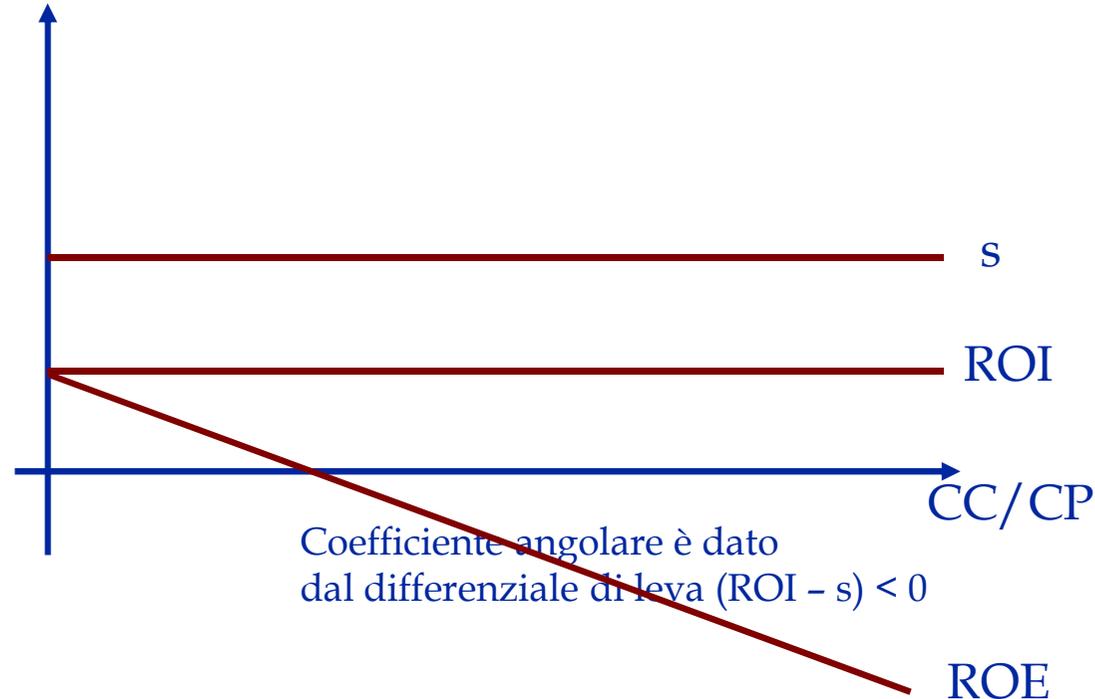
I rapporti tra ROE, ROI e ROD: la leva finanziaria

ROE, ROI

LEVA FINANZIARIA NEGATIVA
 $ROI < s$



Se $\Delta+$ indebitamento:
 $ROE < ROI$
>>>> non conviene indebitarsi



ROE dipende da:

- redditività del capitale investito (ROI);
- costo dell'indebitamento;
- leverage;
- tasso di incidenza dei proventi / oneri straordinari e gestione fiscale.



Schema logico

- Nozione di equilibrio economico
- La valutazione delle performance economiche attraverso gli indici di bilancio
- Gli indici di redditività
 - La redditività del patrimonio netto
 - La redditività del capitale investito
 - Le determinanti della redditività del capitale investito: ROS e *Asset turnover*
 - Le relazioni tra ROE, ROI e ROD: la leva finanziaria
- ✖ Evidenze di valore: logiche *residual income* e valore d'azienda
- Conclusioni



Evidenze di valore: logiche *residual income* e valore d'azienda

- Logiche «residual income»:
2 approcci fondamentali:

- ✓ Primo approccio basato sui risultati netti

$$\text{Residual income} = (\text{ROE} - ie) * \text{PNR}$$

- è alla base dei metodi misti di valutazione delle aziende, secondo logiche *equity side*;
- nel metodo misto con stima autonoma dell'avviamento, l'attualizzazione del *residual income* per x anni consente di pervenire al valore del *goodwill*;

- ✓ Secondo approccio basato sui risultati operativi

$$\text{Economic Value Added} = (\text{ROC} - wacc) * \text{CINO}$$

- è alla base del metodo EVATM, molto utilizzato nel mondo anglosassone per la stima del valore d'azienda e per misurare le performance del TMT.



Schema logico

- Nozione di equilibrio economico
- La valutazione delle performance economiche attraverso gli indici di bilancio
- Gli indici di redditività
 - La redditività del patrimonio netto
 - La redditività del capitale investito
 - Le determinanti della redditività del capitale investito: ROS e *Asset turnover*
 - Le relazioni tra ROE, ROI e ROD: la leva finanziaria
- Evidenze di valore: logiche *residual income* e valore d'azienda



Conclusioni