

Universitas  
Mercatorum



GLI INDICI DI  
REDDITIVITÀ  
*Laura Martiniello*

# Indice

1. PREMESSA	3
2. LA REDDITIVITA' PER GLI AZIONISTI (ROE)	5
3. LA REDDITIVITÀ DEGLI INVESTIMENTI (ROI)	8
4. LA SCOMPOSIZIONE DEL ROI	10
5. INDICI BASATI SUL VALORE DI MERCATO	14



*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

## 1. PREMESSA

L'analisi della redditività, espressione principale dell'equilibrio economico dell'azienda e indicatore della sua capacità di generare ricchezza e remunerare il capitale investito, si sviluppa “ad albero”: dalla sintesi all'analisi.

Dapprima si verifica il risultato finale in termini di redditività residuale per gli azionisti, per poi analizzarne le cause determinanti. In particolare è possibile analizzare gli effetti sulla redditività ascrivibili:

- alla gestione operativa,
- alla gestione extra-caratteristica,
- alla gestione finanziaria, con particolare riferimento all'effetto dell'indebitamento sulla redditività,
- all'incidenza dell'area straordinaria.



Solo l'analisi completa delle diverse componenti della redditività aziendale permette una completa e significativa possibilità

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

di valutazione dell'equilibrio economico dell'impresa, altrimenti non propriamente comprensibile.



*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

## 2. LA REDDITIVITA' PER GLI AZIONISTI (ROE)

La redditività per gli azionisti è data dal rapporto tra il risultato netto per gli azionisti (che costituisce la remunerazione loro spettante) ed il capitale investito in azienda dagli azionisti stessi, cioè il patrimonio netto.

L'indice è denominato ROE (return on equity) ed è così calcolato:

$$\text{ROE (return on equity)} = \frac{\text{Reddito Netto}}{\text{Mezzi Propri}}$$

misura il rendimento dell'investimento effettuato dai proprietari dell'impresa

Il ROE è un valore percentuale che può essere positivo, quando si crea ricchezza o negativo quando si distrugge ricchezza.

Per essere soddisfacente, il ROE dovrebbe essere almeno pari alla redditività che gli azionisti potrebbero ottenere da investimenti azionari alternativi aventi pari grado di rischio. Ovvero il rendimento è pari al rendimento reale degli investimenti privi di rischio (titoli di Stato) + premio per il rischio (variabile in funzione della rischiosità dell'impresa).

In particolare, deve essere:

- superiore agli altri investimenti alternativi (tenuto conto dei relativi coefficienti di rischio).
- non inferiore ai rendimenti attesi dagli investitori.

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

Il premio al rischio di settore e d'impresa deve naturalmente essere stimato caso per caso. Vi sono alcuni settori meno rischiosi della media, per cui il premio al rischio d'impresa è negativo (public utilities, immobiliare, assicurazioni, banche, etc.), ed altri molto più rischiosi della media (biotecnologie, alta tecnologia, attività commerciale, etc.). Inoltre, occorre considerare che le piccole e medie imprese e le società non quotate costituiscono investimenti di difficile liquidabilità, e quindi più rischiosi.

A titolo di largo orientamento, si può considerare che devono essere tolti 2-3 punti % per le imprese meno rischiose e devono essere aggiunti 4-5% o anche di più per le imprese più rischiose e non quotate.

Quale mera indicazione di sintesi, il “ROE equo” può stimarsi, in media e al momento in cui scriviamo, intorno al 8-10% per le società quotate e al 10-12% per le società non quotate .

Il ROE equo è, dunque, il costo opportunità del capitale per gli azionisti:

- al di sotto del ROE equo, l'azienda ha una performance insoddisfacente: non crea valore per gli azionisti e non attrae altri finanziamenti;
- al di sopra del ROE equo, l'azienda sta creando valore per gli azionisti, dando a loro un rendimento superiore rispetto ad altre opportunità a parità di rischio.

La determinazione del costo dei mezzi propri, oltre a rappresentare un benchmark utile ad esprimere un giudizio sulla redditività prodotta per gli azionisti, è funzionale, come si vedrà in seguito, a determinare il costo medio ponderato del capitale (sia

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

capitale di rischio che capitale di credito) e, dunque, a permettere l'apprezzamento della redditività aziendale nel suo complesso.

Inoltre, una configurazione più corretta dell'indice è quella che considera al denominatore il patrimonio netto risultante al termine del periodo considerato meno l'utile d'esercizio.

Infine, il ROE può essere calcolato al lordo dei componenti di reddito straordinari e non ricorrenti, che poiché non si ripeteranno devono essere neutralizzati al fine di stimare una capacità reddituale normale dell'impresa.

In tal caso, si definisce reddito normalizzato ( $U_{norm}$ ) il reddito al lordo, ovvero quello determinato senza considerare i ricavi e i costi straordinari e non ricorrenti. Di conseguenza, il ROE normalizzato sarà dato dal seguente rapporto:

$$ROE_{norm} = U_{norm}/PN$$

Il confronto tra ROE normalizzato e ROE lordo evidenzia l'effetto dell'area straordinaria.

Come detto, ai fini dell'analisi della redditività, il primo elemento da considerare è la capacità dell'impresa di remunerare il capitale investito dai soci. Partendo da questo elemento poi, l'analisi si sviluppa “ad albero”: dalla sintesi all'analisi.

Nell'ipotesi di un ROE non soddisfacente, l'analisi delle cause di un tale risultato sono principalmente da ricercarsi nella:

- a) gestione operativa, al fine di comprendere quanto rende il business tipico dell'impresa (core business);
- b) struttura finanziaria.

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

### 3. LA REDDITIVITÀ DEGLI INVESTIMENTI (ROI)

La redditività operativa esprime la redditività del capitale investito nella gestione operativa, ed è data dal rapporto tra il reddito operativo (o EBIT) e il capitale investito operativo netto (ION) anche detto CION.

L'indice è denominato generalmente ROI (Return on investment).

$$\text{ROI (return on investment)} = \frac{\text{Reddito Operativo}}{\text{Impieghi Operativi Netti}}$$



misura il rendimento del capitale investito nell'attività operativa (netto debiti commerciali)

Il ROI è soddisfacente se, assumendo l'assenza di effetti della gestione finanziaria e straordinaria, è in grado, detratte le imposte, di condurre ad un “ROE equo”. Pertanto, il ROI soddisfacente si può ottenere “lordizzando” il “ROE equo” nel seguente modo:

$$ROI_{equo} = ROE_{equo} / (1 - t)$$

dove

- $t$  è il tax rate effettivo.

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

La gestione operativa è quella di maggiore rilevanza, perché l'azienda è sana soltanto nel momento in cui la sua redditività deriva principalmente dagli investimenti operativi. Sono quindi necessari approfondimenti sulle determinanti della redditività della gestione operativa.



*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

## 4. LA SCOMPOSIZIONE DEL ROI

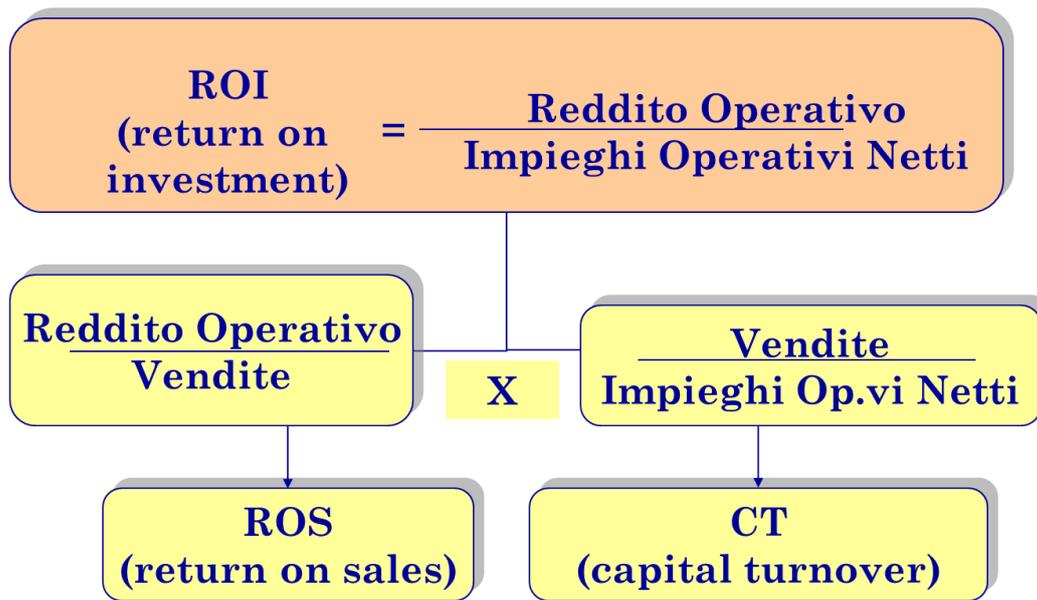
La redditività operativa si genera in diversi passaggi logici (in parte simultanei): dapprima occorre impiegare capitale nell'attività operativa, poi sviluppare un adeguato volume di ricavi, ed infine estrarre il reddito controllando opportunamente i costi di produzione.

Il ROI è il rapporto tra il punto di partenza (capitale investito operativo netto) ed il punto di arrivo (EBIT) di tale percorso logico, ma esso può essere scomposto in due passaggi logici introducendo la variabile dei ricavi:

- il primo passaggio logico rapporta i ricavi di vendita al capitale investito operativo netto ed esprime la capacità di sviluppare ricavi dato un certo investimento;
- il secondo passaggio logico rapporta il reddito operativo ai ricavi di vendita ed esprime la capacità di estrarre profitti dato un certo volume di ricavi.

La scomposizione del ROI può ottenersi moltiplicando e dividendo il ROI stesso per i ricavi di vendita:

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*



Il ROI è quindi uguale al prodotto di due indici di secondo livello:

- il CT (Capital Turnover), che esprime il volume di ricavi di vendita sviluppati per ogni euro di capitale investito nella gestione operativa;
- il ROS (Return on Sales), che esprime il reddito operativo generato per ogni euro di ricavi di vendita

Si evidenzia come il CT sia generalmente espresso in unità, mentre il ROS in percentuale.

Il CT dipende da:

- i ricavi di vendita,
- le immobilizzazioni operative;
- il capitale circolante netto operativo.

Il ROS, invece, dipende da:

- i ricavi di vendita e
- i costi operativi.

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

Pertanto, analizzando l'andamento dei due indici, si può risalire alle cause determinanti dell'andamento della redditività.

In particolare:

- se l'aumento (o la riduzione) del ROI è spiegata da una variazione sincrona sia del CT che del ROS, è probabile che l'effetto sia dovuto all'aumento (o alla riduzione) delle vendite, che influenzano entrambi gli indici;
- se l'aumento (o la riduzione) del ROI è spiegata soprattutto dall'aumento (o dalla riduzione) del ROS, è probabile che l'effetto sia dovuto alla riduzione (o all'aumento) dei costi operativi, che influenzano solo il ROS;
- se l'aumento (o la riduzione) del ROI è spiegata soprattutto dall'aumento (o dalla riduzione) del CT, è probabile che l'effetto sia dovuto alla riduzione (o all'aumento) delle immobilizzazioni operative o del capitale circolante operativo, che influenzano solo il CT.

In sintesi, pertanto:

- l'effetto di leva operativa indotto da variazioni delle vendite influenza il ROI per il tramite sia della redditività sulle vendite (ROS), che della rotazione del capitale (CT);
- l'efficienza influenza il ROI per il tramite del ROS, in quanto altera la marginalità operativa netta rispetto alle vendite;
- la rotazione delle immobilizzazioni influenza il ROI per il tramite della rotazione del capitale (CT), di cui è una componente (quella fissa);

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

- il ciclo del circolante influenza il ROI per il tramite della rotazione del capitale (CT), determinandone l'altra componente (quella circolante).



*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

## 5. INDICI BASATI SUL VALORE DI MERCATO

Gli indici di redditività sono spesso utilizzati per misurare le performance in termini di valore delle imprese quotate in borsa.

In particolare il TSR (*Total shareholder return*) misura il rendimento globale dell'azionista, inteso sia come dividendi sia come capital gain.

Il suo valore è calcolato sommando all'incremento del prezzo del titolo, in un determinato intervallo temporale, l'effetto dei dividendi per azione corrisposti nello stesso periodo. Il calcolo del *total shareholder return* mostra, quindi, il tasso di rendimento annuo per un investitore che abbia acquistato il titolo di una società in una data X e lo abbia venduto in data Y.

Tale calcolo considera tutti i dividendi pagati dall'azienda reinvestiti nel titolo della stessa alla data di stacco della relativa cedola.

$$\text{TSR (total shareholder return)} = \frac{\text{Dividendi + Incr. Val.}}{\text{Prezzo di acquisto}}$$

L'indice di rendimento a m/l termine anche detto “*Dividend Yield*” misura, invece, la performance finanziaria del titolo in relazione alla sua capacità di garantire un rendimento, a prescindere dalle quotazioni.

Il *Dividend Yield* corrisponde al rapporto tra l'ultimo dividendo per azione corrisposto agli azionisti o annunciato e l'ultimo

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

prezzo dell'azione. Esso è utilizzato come indicatore del rendimento immediato indipendentemente dal corso del titolo azionario. Non va considerato un indicatore di rendimento di periodo in quanto la remunerazione non è riferita al valore iniziale dell'investimento ma al valore del momento. Non va considerato neanche come un rendimento atteso in quanto tiene conto solo del dividendo ultimo.

Come tutti gli altri multipli di mercato la sua importanza è limitata dallo sfasamento temporale fra i due termini utilizzati nel rapporto: il dividendo è un dato di bilancio, quindi un dato storico, il prezzo è un valore attuale.

$$\text{Rendimento di m/l termine} = \frac{\text{Dividendo}}{\text{Prezzo di borsa}}$$

Infine, l'EPS (*Earning per share*) o utile per azione misura l'utile netto spettante a ciascuna azione in circolazione.

La formula di calcolo per gli EPS non include i dividendi privilegiati. La formula elementare per il calcolo delle EPS è la seguente:

$$\text{EPS (earning per share)} = \frac{\text{Utile netto}}{\text{N° azioni}}$$

Per il calcolo del numeratore gli analisti finanziari utilizzano sia gli utili netti annuali (da bilancio annuale) sia i dati trimestrali che i dati annualizzati sulla base di ciascun trimestre.

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

Per il calcolo del denominatore si utilizza il numero di azioni ed in caso di variazioni durante il periodo di riferimento (per esempio un aumento di capitale che incrementa il numero di titoli sul mercato) è ottenuto dalla ponderazione del numero di titoli di riferimento nei singoli sotto-periodi.



*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*