



EASY SHARE FINANCE

SOCIETA' DI CONSULENZA IN FINANZA AZIENDALE E FORMAZIONE

ANALISI FINANZIARIA - I DIAGRAMMI DUPONT ED ECONOMIC PROFIT

di Maurizio Nizzola (*)

L'analista finanziario deve essere in grado di combinare adeguatamente abilità, esperienza e strumenti tali da consentirgli di valutare con rapidità e precisione le performance dell'impresa e il livello di equilibrio economico e finanziario conseguenti. Riferendoci agli strumenti in particolare, abbiamo differenti opportunità che possono condurre ad un'analisi corretta per quanto riguarda i risultati e, soprattutto, in tempi rapidi. Aspetto quest'ultimo fondamentale, in quanto l'analisi deve supportare le decisioni tattiche e strategiche da attuare velocemente in azienda e consentire a quest'ultima di poter competere adeguatamente sul mercato. E' molto difficile, se non impossibile, spingere il lavoro di analisi in tutti gli ambiti di lavoro aziendali, valutandone conseguentemente gli aspetti e le ricadute possibili. Per meglio puntualizzare questo aspetto ci possiamo servire di un gioco di parole quale: "il lavoro di analisi deve essere il più possibile sintetico, lasciando aperte tutte le necessità di approfondimento di contenuti che si ritengono strategici e di particolare importanza". Questo breve studio ha lo scopo di fornire indicazioni riguardo ad un modello che abbia tali requisiti. Partendo da questa premessa, il più tradizionale e pur sempre valido percorso per mettere a fuoco un giudizio affidabile e completo sullo stato di salute di un'impresa è quello di affidarsi ad uno degli strumenti di composizione degli indici di bilancio. Individuando un buon sistema di raccordo degli indicatori è possibile apprezzare rapidamente l'andamento dell'impresa.

Il risultato di sintesi è legato al primo indice della scala gerarchica degli indicatori il Return on Equity o in acronimo ROE.

Definizione di ROE e sue implicazioni nella gestione

Il ROE, calcolato quale rapporto tra Risultato netto su Capitale proprio, esprime la redditività complessiva dei mezzi propri, vale a dire quanti euro di utile netto l'impresa ha saputo realizzare per 100 euro di capitale di rischio. Poiché il valore al numeratore comprende i risultati realizzati nelle diverse aree della gestione, l'indicatore può essere considerato riassuntivo della economicità complessiva, cioè dell'efficienza e dell'efficacia con cui l'alta direzione ha condotto l'intero processo gestionale. Il ROE è, infatti, influenzato dalle scelte compiute nell'ambito della gestione caratteristica, ma anche dalle decisioni relative alla gestione finanziaria, patrimoniale, accessoria e dalle disposizioni fiscali. Rappresenta, in modo sintetico, l'ammontare delle risorse generate dall'attività dell'impresa e ne approssima il livello di autofinanziamento potenziale raggiungibile attraverso la ritenzione degli utili netti; da questo punto di vista esprime il tasso di sviluppo degli investimenti sostenibile senza modificare il coefficiente di indebitamento, eccetto i dividendi o le altre variazioni del capitale proprio. Nello specifico il ROE dovrà necessariamente essere superiore al tasso "risk free", altrimenti la gestione non avrà risultati apprezzabili sull'incremento di valore dell'impresa. E' abbastanza intuitivo che per un investitore non avrebbe senso investire i propri capitali in imprese che producono un rendimento inferiore a quello dei titoli di Stato a media/lunga scadenza.

Non solo, è anche opportuno che il ROE sia superiore al costo del capitale proprio, quest'ultimo composto da vari fattori (*Risk Free + (Beta x sovra rendimento di mercato)*). Il ROE è un indicatore sintetico importante in quanto rappresenta un metodo facile e rapido per confrontare aziende e soprattutto valutare l'operato e la capacità di creare valore per gli azionisti da parte del management. Infine il valore del ROE, se elevato, influenza positivamente la capacità dell'impresa di reperire nuove risorse a titolo di capitale proprio, per cui non può che essere considerato positivamente ai fini della nostra analisi

Il modello DUPONT

Obiettivi

Il modello mira ad approfondire il concetto di ROE e in particolare la relazione che lo lega ad altri due indicatori di redditività, il ROI (Return on Investments) ed il ROS (Return on Sales) e soprattutto al cosiddetto "effetto leva", che peraltro con la crisi attuale, è diventato molto di moda come espressione.

Innanzitutto scomponiamo il ROE in modo da comprendere quali altri fattori lo influenzano:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Ricavi}}{\text{Totale Attività}} \times \frac{\text{Totale Attività}}{\text{Patrimonio Netto}} \times \frac{\text{Utile Netto}}{\text{Ricavi}}$$

In questo modo si può osservare come il ROE sia influenzato principalmente da tre fattori:

- l'efficienza nell'utilizzo delle Attività totali, misurata dal cosiddetto "asset turnover", ovvero il rapporto tra Ricavi e Totale delle Attività (primo membro nella formula sopra riportata);
- l'effetto leva o "leverage" dato dal rapporto tra Attività totali e Patrimonio Netto (secondo membro nella formula);
- l'efficienza dei margini, misurata dal "profit margin", che nella formula riportata rappresenta l'ultimo membro.

Sempre dallo schema DUPONT è possibile ottenere un'altra relazione:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Capitale investito}}{\text{Patrimonio Netto}} \times \frac{\text{Ricavi}}{\text{Capitale investito}} \times \frac{\text{Ebit}}{\text{Ricavi}} \times \frac{\text{Utile Netto}}{\text{Ebit}}$$

e infine inserendo la formula del ROI (EBIT/Capitale Investito) al posto dei due membri centrali, si ottiene la terza importante relazione:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Capitale investito}}{\text{Patrimonio Netto}} \times \text{ROI} \times \frac{\text{Utile Netto}}{\text{Ebit}}$$

La storia

Il modello DUPONT è stato ideato nel 1914 da Donaldson Brown, un ingegnere elettronico che faceva parte del dipartimento di tesoreria e finanza del gigantesco gruppo chimico. Alcuni anni dopo la DUPONT acquisì il 23% delle azioni di GENERAL MOTORS CORP. conferendo a Brown il compito di riassetare le finanze piuttosto aggrovigliate dell'azienda automobilistica. Si è trattato probabilmente del primo tentativo di riprogettazione di un sistema di controllo economico e finanziario apportato su larga scala negli USA. In seguito al successo conseguito il modello DUPONT venne adottato dalla maggioranza delle grandi società statunitensi. Questo modello ha rappresentato la forma di analisi finanziaria più utilizzata fino agli anni '70.

Come si sviluppa il modello: un esempio

Per realizzare un applicazione del modello DUPONT abbiamo riclassificato i bilanci consolidati del GRUPPO AMPLIFON riportati sul sito web della società: [Bilancio consolidato e bilancio d'esercizio al 31.12.2011.](#)




GRUPPO AMPLIFON

Bilanci riclassificati

	2009		2010		2011	
	euro	%	euro	%	euro	%
STATO PATRIMONIALE ATTIVO						
Immobilizzi materiali netti	60.950	8,27%	87.792	7,55%	91.380	7,87%
Immobilizzi immateriali netti	318.087	43,17%	688.372	59,16%	697.262	60,06%
Immobilizzi finanziari	83.126	11,28%	98.209	8,44%	99.266	8,55%
Immobilizzi commerciali	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
TOTALE ATTIVO IMMOBILIZZATO	462.163	62,73%	874.373	75,15%	887.908	76,48%
Magazzino	35.854	4,87%	37.154	3,19%	34.651	2,98%
Crediti commerciali	97.273	13,20%	98.317	8,45%	104.838	9,03%
Crediti finanziari a breve	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Altri crediti a breve	39.454	5,35%	28.198	2,42%	25.337	2,18%
Disponibilità a breve	172.581	23,42%	163.669	14,07%	164.826	14,20%
Titoli di pronto realizzo	2.615	0,35%	559	0,05%	-	0,00%
Cassa, Banche e c/c postali	99.422	13,49%	124.926	10,74%	108.305	9,33%
Disponibilità liquida	102.037	13,85%	125.485	10,78%	108.305	9,33%
TOTALE CIRCOLANTE	274.618	37,27%	289.154	24,85%	273.131	23,52%
TOTALE ATTIVO NETTO	736.781	100,00%	1.163.527	100,00%	1.161.039	100,00%
STATO PATRIMONIALE PASSIVO						
Capitale versato	3.969	0,54%	4.408	0,38%	4.422	0,38%
Riserve	186.102	25,26%	309.833	26,63%	344.016	29,63%
Utile	29.178	3,96%	30.581	2,63%	42.732	3,68%
Capitale Netto dei soci	219.249	29,76%	344.822	29,64%	391.170	33,69%
Fondi per rischi ed oneri futuri	26.443	3,59%	27.203	2,34%	27.123	2,34%
Fondo T.F.R.	7.299	0,99%	10.943	0,94%	11.101	0,96%
Debiti finanziari a lungo	185.088	25,12%	447.950	38,50%	417.800	35,99%
Debiti comm.li a l/t	-	0,00%	1.029	0,09%	1.562	0,13%
Altri debiti a lungo	29.953	4,07%	49.704	4,27%	53.572	4,61%
Totale debiti a m/l termine	215.041	29,19%	498.683	42,86%	472.934	40,73%
RISORSE STABILI DI FINANZIAMENTO	468.032	63,52%	881.651	75,77%	902.328	77,72%
Debiti finanziari a breve	60.754	8,25%	50.393	4,33%	49.104	4,23%
Debiti comm.li a breve	99.654	13,53%	119.157	10,24%	99.345	8,56%
Debiti tributari	24.184	3,28%	24.380	2,10%	23.563	2,03%
Altri debiti a breve	84.157	11,42%	87.946	7,56%	86.699	7,47%
TOTALE DEBITI A BREVE	268.749	36,48%	281.876	24,23%	258.711	22,28%
TOTALE PASSIVO	736.781	100,00%	1.163.527	100,00%	1.161.039	100,00%

CONTO ECONOMICO	2009		2010		2011	
	euro	%	euro	%	euro	%
A) VALORE PRODUZIONE	663.766	100,00%	711.344	61,14%	830.105	100,00%
B) Costo della Produzione	(387.401)	-58,36%	(410.333)	-35,27%	(436.662)	-52,60%
VALORE AGGIUNTO (A - B)	276.365	41,64%	301.011	25,87%	393.443	47,40%
C) Costo del lavoro	(186.219)	-28,05%	(204.122)	-17,54%	(248.932)	-29,99%
MARGINE OPER. LORDO (A-B-C)	90.146	13,58%	96.889	8,33%	144.511	17,41%
D) Accant. e ammortamenti	(30.295)	-4,56%	(31.711)	-2,73%	(44.218)	-5,33%
RISULTATO OPERATIVO (A-B-C-D)	59.851	9,02%	65.178	5,60%	100.293	12,08%
E) Saldo gest. finanziaria	(13.586)	-2,05%	(11.594)	-1,00%	(27.989)	-3,37%
F) Saldo gest. straordinaria	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
RISULTATO ANTE IMP. (A-B-C-D-E-F)	46.265	6,97%	53.584	4,61%	72.304	8,71%
Imposte sul reddito d'es.	(17.087)	-2,57%	(23.003)	-1,98%	(29.572)	-3,56%
RISULTATO NETTO	29.178	4,40%	30.581	2,63%	42.732	5,15%

Tendenza

-  Performance migliorata rispetto all'anno precedente
 Performance peggiorata rispetto all'anno precedente
 Performance non valutabile

	ROE			Red. mezzi propri in %		
	Valore	Tendenza	Indicatore	Valore	Tendenza	Indicatore
2011	10,9%	↑	buono			
2010	8,9%	↓	neutro			
2009	13,3%		buono			

	ROA			Red. Operat./Attivo in %		
	Valore	Tendenza	Indicatore	Valore	Tendenza	Indicatore
2011	8,6%	↑	neutro			
2010	5,6%	↓	neutro			
2009	8,1%		neutro			

	RNEBIT			Utile netto/Red. operativo in %		
	Valore	Tendenza	Indicatore	Valore	Tendenza	Indicatore
2011	42,6%	↓	buono			
2010	46,9%	↓	buono			
2009	48,8%		buono			

	MARGINE SU RICAVI			Red. operativo/Fatturato in %		
	Valore	Tendenza	Indicatore	Valore	Tendenza	Indicatore
2011	12,1%	↑	neutro			
2010	9,2%	↑	neutro			
2009	9,1%		neutro			

	TURNOVER			Fatturato/Totale attivo		
	Valore	Tendenza	Indicatore	Valore	Tendenza	Indicatore
2011	0,7	↑	negativo			
2010	0,6	↓	negativo			
2009	0,9		negativo			

	LEVERAGE			Totale attivo/mezzi propri		
	Valore	Tendenza	Indicatore	Valore	Tendenza	Indicatore
2011	3,0	↑	buono			
2010	3,4	↓	neutro			
2009	3,4		neutro			

	EBIT/ONERI FINANZ.			Copert. inter. da reddito oper.		
	Valore	Tendenza	Indicatore	Valore	Tendenza	Indicatore
2011	3,6	↓	neutro			
2010	5,6	↑	buono			
2009	4,4		buono			

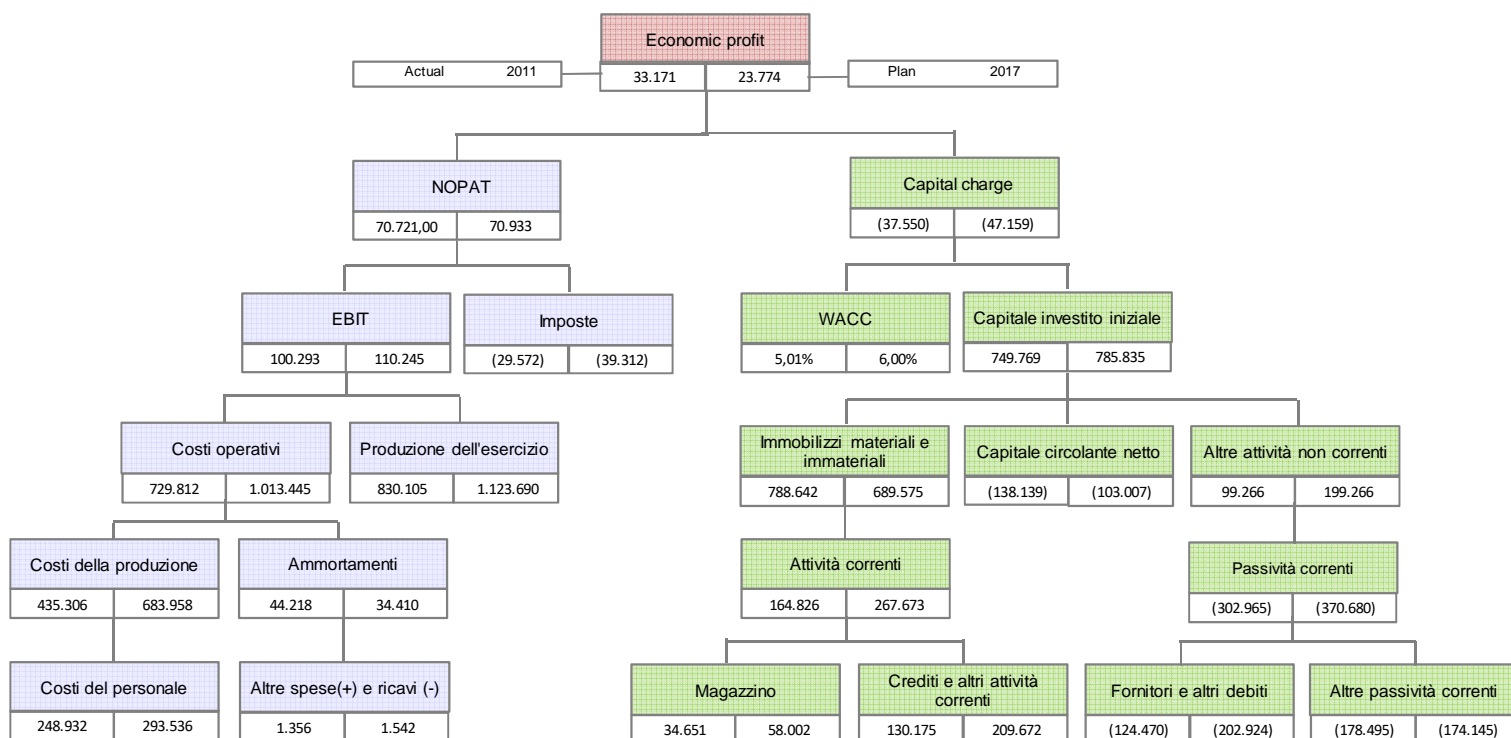
	ONERI FINANZ / D			Oneri fin./Posiz. fin. netta in %		
	Valore	Tendenza	Indicatore	Valore	Tendenza	Indicatore
2011	11,0%	↓	negativo			
2010	3,1%	↑	buono			
2009	9%		neutro			

	VENDITE / DEBITI			Vendite/Posiz. fin. netta		
	Valore	Tendenza	Indicatore	Valore	Tendenza	Indicatore
2011	2,3	↑	neutro			
2010	1,9	↓	negativo			
2009	4,6		neutro			

	EBIT/VENDITE			Risultato operativo/Vendite in %		
	Valore	Tendenza	Indicatore	Valore	Tendenza	Indicatore
2011	12%	↑	buono			
2010	9,2%	↑	buono			
2009	9,1%		buono			

DIAGRAMMA DEL PROFITTO ECONOMICO

Questo diagramma riproduce con il metodo "top-down" o viceversa lo sviluppo progressivo del profitto generato confrontando i vari livelli di risultato del conto economico e dello stato patrimoniale-finanziario. E' un metodo rapido ed estremamente utile per mettere a confronto le gestioni dell'ultimo anno di consuntivo e dell'ultimo di preventivo, valutando il valore creato al netto del costo del capitale impiegato (EVA).

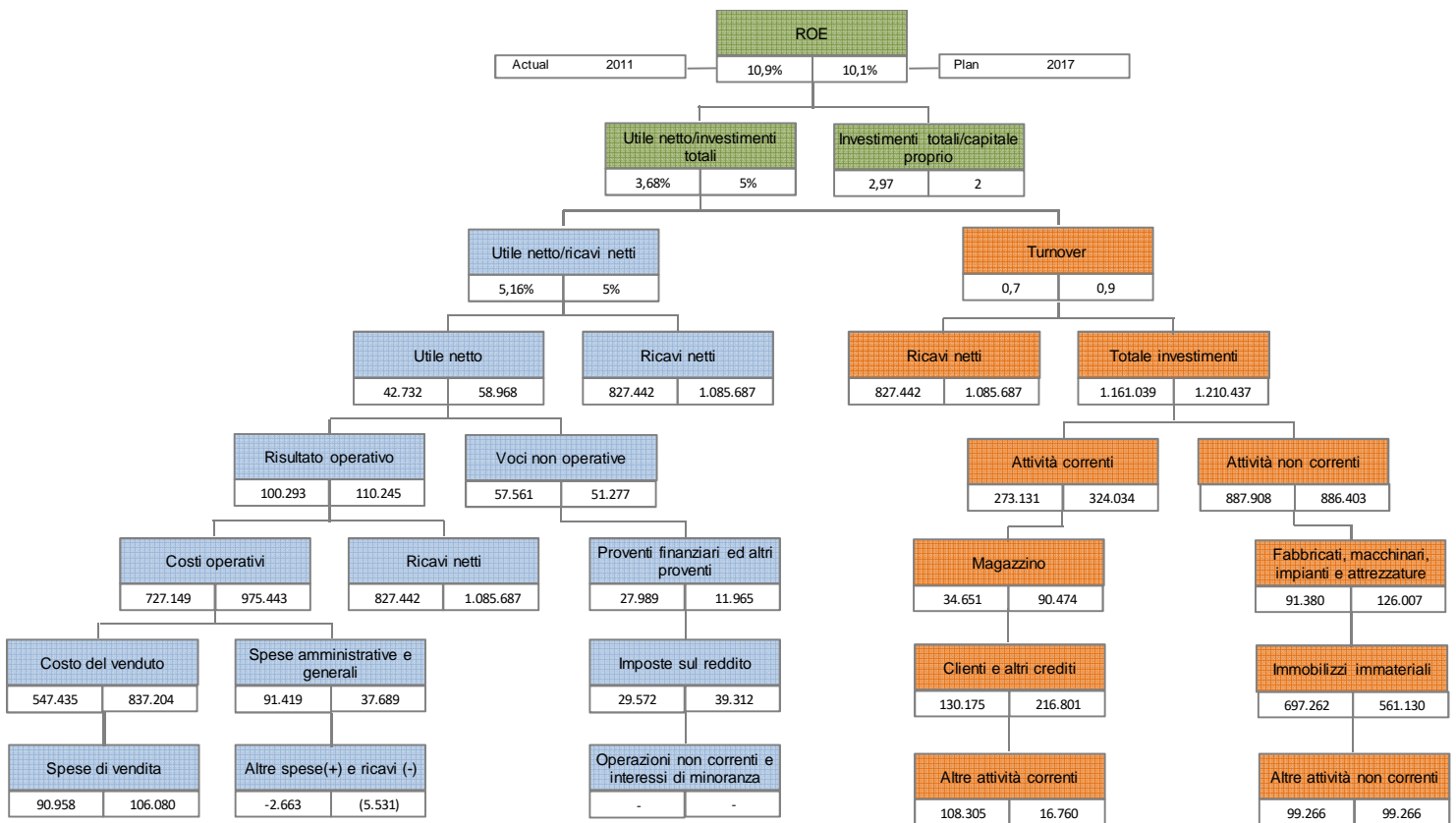


- **Economic Profit** = è il valore prodotto dalla gestione e derivante dalla differenza tra Nopat e Capital Charge e si può esprimere con il concetto di EVA[®] (*Economic Value Added*). L'*Economic Value Added* si fonda sull'assunto per cui un'azienda crea valore laddove i profitti sono superiori al costo complessivo delle fonti di finanziamento. La misura del valore generato o distrutto annualmente dall'azienda è data dal profitto operativo al netto delle imposte, (*NOPAT*), dedotto un costo figurativo rappresentante la remunerazione del capitale investito.
- **NOPAT** = è l'acronimo di "*net operating profit after taxes*"; ossia il risultato operativo (EBIT) al netto d'imposte.
- **Capital charge** = indica il costo del capitale impiegato a produrre il NOPAT. Per capitale impiegato s'intende il capitale investito all'inizio dell'esercizio (immobilizzazioni materiali e immateriali nette + immobilizzi finanziari + posizione finanziaria verso il gruppo + capitale circolante netto). Il costo deriva dal rapporto Capitale investito x WACC.
- **WACC** = è l'acronimo di *Weighted Average Capital Cost*, il termine indica il costo medio ponderato % del capitale investito. Le fonti finanziarie considerate sono due:
 - ✓ i mezzi propri;
 - ✓ i debiti finanziari (posizione finanziaria netta);

DIAGRAMMA DUPONT

Il diagramma o schema DUPONT analizza un indicatore di fondamentale importanza il ROE approfondendo il legame tra esso e due indicatori di redditività il ROI e il ROS e soprattutto al cosiddetto "effetto leva". In questo schema sviluppato a piramide e possibile vedere che il ROE è influenzato da tre fattori:

1. l'efficienza nell'utilizzo totale delle attività, misurata dal cosiddetto "Asset Turnover", ovvero il rapporto tra Ricavi e Totale delle Attività;
2. l'effetto leva (leverage" che è dato dal rapporto tra Totale delle Attività e Patrimonio Netto;
3. l'efficienza dei margini



(*) responsabile area consulenza e affari di Easy Share Finance S.r.l.

E.S.F. S.A.S. di Antonella Antonelli & C. Partita Iva e Codice Fiscale 02723100166
 Via V. W. Goethe 24, 24128 Bergamo (Bg) Italy
 Tel. +39 035 260900; Fax +39 035 4329647
www.easysharefinance.com