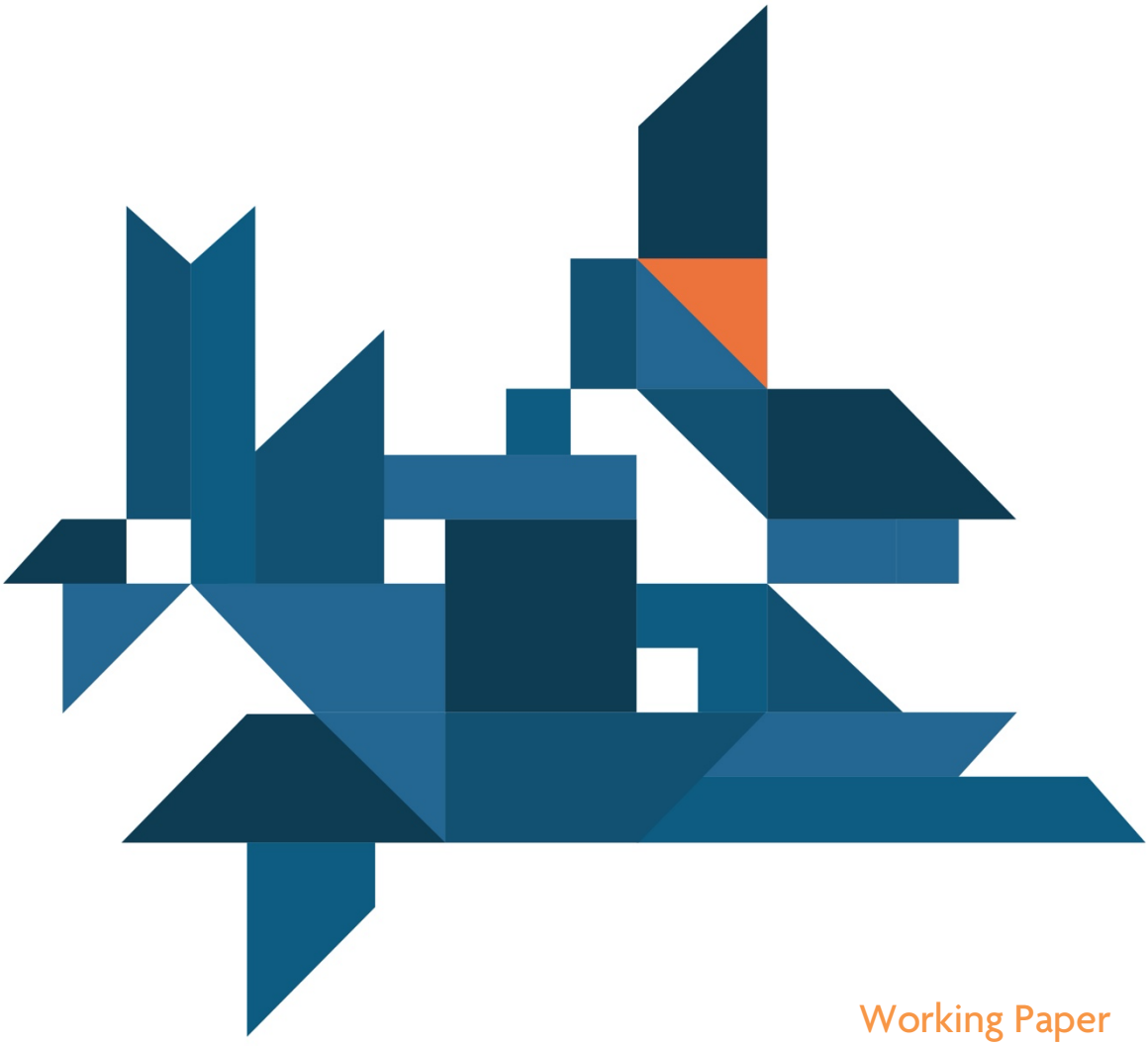
inFinance
TRAINING & ADVISORY



Working Paper

THE COMPANY IN A NUTSHELL

Esiste uno strumento in grado di analizzare un'entità complessa come l'azienda attraverso un unico prospetto? Esiste un sistema con cui effettuare una rapida diagnosi di una buona parte delle problematicità dell'impresa?

Sebbene si tratti di una grande sfida, nell'ambito dell'analisi di bilancio esiste davvero uno strumento in grado di assolvere, almeno in parte, a tale funzione: la Matrice DuPont.

Questo strumento, che deve il proprio nome all'omonima azienda statunitense prima utilizzatrice di tale approccio, scompone l'indice di redditività ROE (Return on Equity) in tre componenti che misurano il contributo apportato dalle diverse aree gestionali al rendimento del capitale degli azionisti in termini di efficacia ed efficienza.

In particolare, un'impresa è efficace quando riesce a ottenere un risultato desiderato mentre è efficiente quando è in grado di generare un maggior beneficio nell'impiego delle proprie risorse rispetto al costo delle medesime.

L'efficacia e l'efficienza sono misurate attraverso degli specifici indici di bilancio all'interno della matrice DuPont, la quale può essere illustrata come un albero dove il fulcro è il ROE e i relativi rami rappresentano le diverse componenti e sottocomponenti in cui può essere scomposto, sino ad arrivare alle estremità, ossia le grandezze economiche e patrimoniali.

L'analisi nel prospetto DuPont è tendenzialmente effettuata su due anni di bilancio allo scopo di effettuare delle comparazioni.

Addentriamoci ora nella spiegazione dei tre componenti fondamentali del ROE di cui si è accennato.

Il primo è rappresentato dall'indice di efficacia operativa, il cui calcolo muove da due grandezze economiche: il valore della produzione e i costi operativi, la cui differenza restituisce il reddito derivante dalla gestione tipica dell'impresa ovvero il reddito operativo.

Rapportando il reddito operativo aziendale al valore della produzione si ottiene il ROS (Return on Sales) che esprime la redditività delle vendite generate dall'impresa attraverso il proprio core business:

$$ROS = \frac{Reddito\ operativo}{Valore\ della\ produzione}$$

Il ROS può essere inteso quale indice dell'efficacia dell'azione aziendale: si realizza un prodotto ottenendo un risultato economico quindi tanto più il ROS è elevato quanto più si è efficaci nell'azione di produzione e vendita.

Il secondo componente del ROE è l'indice di Turnover, calcolato come rapporto tra il valore della produzione e il capitale investito. Tale indicatore esprime l'efficienza nell'impiego delle risorse patrimoniali e la capacità dell'impresa di far "ruotare" il capitale investito attraverso le vendite:

$$Turnover = \frac{Valore\ della\ produzione}{Capitale\ investito}$$

L'efficienza è, quindi, la capacità di ottimizzare le risorse; meno capitale si utilizza a parità di valore della produzione (si pensi al capitale circolante magari assorbito da crediti verso clienti o importanti sorte di magazzino) più si ottimizza il costo e la resa del medesimo.

La sintesi di efficacia ed efficienza trova la sua misura in un indice in grado di determinare la redditività del capitale investito a prescindere dalle fonti di finanziamento adottate: il ROI (Return on Investments).

Quest'ultimo viene determinato operando il rapporto tra il reddito operativo e il capitale investito; tuttavia, se ci pensiamo il ROI altro non è che l'efficacia (il ROS) moltiplicata per efficienza (il Turnover):

$$ROI = \frac{Reddito\ operativo}{\cancel{Valore\ della\ produzione}} * \frac{\cancel{Valore\ della\ produzione}}{Capitale\ investito}$$

OVVERO ROI = ROS * TURNOVER

Il ROI è uno dei primi punti di approdo della matrice Dupont; essa con la sua struttura ad albero ci spiegherà quindi quali fattori hanno impattato sul ROI risalendo a ciò che ha impattato su ROS e Turnover quali i costi operativi, la dimensione del capitale circolante e il livello del fatturato solo per citare i principali.

Tuttavia, ci manca la terza dimensione di analisi! La terza e ultima componente è quella che analizza l'incidenza nell'uso dell'effetto di leva finanziaria mettendo a confronto l'ammontare del debito aziendale con il patrimonio netto.

La leva del debito influisce sul rendimento degli azionisti in quanto il ricorso all'indebitamento comporta un minore apporto di capitale da parte della proprietà e contestualmente il sostenimento di oneri finanziari fiscalmente deducibili, il cui importo prescinde dalle performance aziendali.

Il profitto dei soci è costituito non solo dal rendimento del capitale proprio investito ma anche da un rendimento aggiuntivo, dato dalla differenza tra il rendimento dell'attività operativa dell'impresa (ROI) e il costo del debito, tanto maggiore quanto più l'impresa è indebitata.

Attenzione però!

L'impresa deve presentare un ROI maggiore del costo del debito; in caso contrario la leva finanziaria lavora "al contrario" e può creare importanti squilibri.

Se ci pensiamo, infatti, la leva del debito è in grado di magnificare il rendimento degli azionisti solo ove il costo del debito fosse inferiore al ROI aziendale, al contrario l'impresa investirebbe nel proprio business registrando delle perdite che deprimerebbero il capitale dei soci incrementando il gap tra quest'ultimo e il capitale finanziato da terzi.

Non bisogna inoltre dimenticare di contemplare l'impatto della gestione fiscale sul reddito dell'impresa e la deducibilità ai fini IRES degli oneri finanziari sul debito che permette all'impresa di godere del beneficio dello "Scudo fiscale" sugli oneri finanziari, ossia un minor del prelievo da parte dell'erario correlato ad un minor reddito imponibile per i maggiori costi sostenuti.

L'unione delle tre componenti conduce al ROE che in sintesi è illustrato nella formula di seguito:

$$ROE = [ROI + (ROI - i) * \frac{D}{E}] * (1 - t)$$

Dove:

- i rappresenta il costo del debito
- D/E è la leva finanziaria
- t è l'aliquota fiscale

La matrice DuPont è un importante strumento di analisi dal quale è semplice e immediato desumere una perdita di efficacia o efficienza da parte dell'impresa rispetto all'anno precedente, la quale può essere correlata a una contrazione del ROS, a una riduzione dell'indice di Turnover, a un peggioramento nell'uso della leva del debito oppure a un mix dei tre componenti.

Tale prospetto è facilmente applicabile a casistiche reali, muovendo dalla creazione di file Excel nei quali procedere alla scomposizione del ROE nei vari componenti, a partire dalle grandezze economiche e patrimoniali. Nella struttura ad albero tipica di questo schema è importante esplicitare le formule di calcolo degli indicatori allo scopo di rendere più evidenti le correlazioni tra i medesimi.

Esistono, inoltre, dei "tricks" attraverso i quali realizzare una matrice DuPont ottimale e ottenere un valore del ROE più corretto:

1. Utilizzare valori patrimoniali medi di due anni consecutivi allo scopo di cogliere la variazione delle grandezze di stato patrimoniale da un anno all'altro.
2. Determinare la leva del debito al lordo dell'effetto fiscale, contemplando non solo i debiti di natura finanziaria bensì anche quelli di natura fiscale in rapporto al patrimonio netto. Ai fini di tale calcolo, l'ammontare dei debiti da considerare al numeratore dell'indicatore è pari alla somma di posizione finanziaria netta, ossia i debiti di matrice finanziaria al netto delle liquidità aziendali e di posizione tributaria netta, ossia la differenza tra debiti e crediti legati al pagamento delle imposte IRES e IRAP.
3. Il capitale investito netto è costituito dalle immobilizzazioni pluriennali di stato patrimoniale al netto del relativo fondo di ammortamento e del capitale circolante commerciale, la differenza tra attività a breve e passività a breve.
4. Il tasso medio di indebitamento da confrontare con il ROI aziendale è dato dal rapporto tra gli oneri finanziari corrisposti dall'impresa al lordo dell'aliquota fiscale e la somma di posizione finanziaria netta e posizione tributaria netta.
5. L'aliquota fiscale si calcola effettuando il rapporto tra le imposte dell'esercizio e il reddito dell'impresa ante pagamento delle imposte e non applicando a quest'ultimo, come avviene nella maggior parte dei casi, l'aliquota del 27,9% (la somma di IRES pari al 24% e di IRAP pari al 3,9%) in quanto l'effettiva imposizione fiscale dipende dalla presenza di costi non deducibili e alla presenza di imposte anticipate e differite.

Che dire? Buona analisi, in un “guscio di noce”!

Aprile 2020

Autore | **Gessica Valsecchi**
Analyst di inFinance

inFinance

FORMAZIONE E CONSULENZA SPECIALIZZATA IN
FINANZA AZIENDALE, CONTROLLO DI GESTIONE E BANKING.

---

inFinance S.r.l.
Via Massena 4 20145 Milano
P. IVA 09220050968

t. +39 02 86.89.17.63
info@infinance.it
www.infinance.it

Seguici anche su

Il sistema interno di gestione per la qualità è certificato secondo la norma UNI EN ISO 9001:2015 per i settori EA 35 e EA 37