

LIBERA UNIVERSITÀ INTERNAZIONALE DEGLI STUDI
SOCIALI
“LUISS - GUIDO CARLI”



DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT
Corso di Laurea Magistrale in
Consulenza Aziendale

**DINAMICHE DI PERFORMANCE DELLE
PRIME DIECI IMPRESE INDUSTRIALI
QUOTATE: UNA VERIFICA NEI PAESI
BRICS**

RELATORE:

PROF. FABRIZIO DI LAZZARO

LAUREANDO:

LUIGI SAVOCA

CORRELATORE:

PROF. PAOLO BASTIA

MATR. 658641

ANNO ACCADEMICO 2014-15

*Ai miei genitori,
a Carlo e Alessandra*

INDICE

INTRODUZIONE.....	6
CAPITOLO 1 METODI DI VALUTAZIONE D’AZIENDA	8
1. L’ANALISI DI BILANCIO	8
2. L’ANALISI FINANZIARIA	12
<i>1.1 Dividend-discount model (DDM)</i>	<i>.....</i>
<i>1.2 Discounted Free Cash Flow model.....</i>	<i>.....</i>
3. VALUTAZIONE BASATA SUI MULTIPLI.....	16
4. PERFORMANCE DEL VALORE.....	20
CAPITOLO 2 VERIFICA EMPIRICA NELLE IMPRESE INDUSTRIALI QUOTATE NEI PAESI BRICS.....	26
1. PAESI BRICS	26
2. SELEZIONE DELLE IMPRESE	29
<i>2.1 Brasile</i>	<i>.....</i>
<i>2.2 Russia.....</i>	<i>.....</i>
<i>2.3 India</i>	<i>.....</i>
<i>2.4 Cina.....</i>	<i>.....</i>
<i>2.5 Sudafrica.....</i>	<i>.....</i>
3. INDICATORI SCELTI PER L’ANALISI DELLA PERFORMANCE	34
<i>3.1 Analisi della struttura</i>	<i>34</i>
<i>3.2 Analisi della liquidità</i>	<i>35</i>
<i>3.3 Analisi della redditività.....</i>	<i>36</i>
<i>3.4 Analisi della posizione debitoria.....</i>	<i>37</i>
CAPITOLO 3 DINAMICHE DI PERFORMANCE NEI PAESI BRICS	39
1. BRASILE
<i>1.1. Analisi della struttura</i>	<i>.....</i>
<i>1.2. Analisi della liquidità</i>	<i>.....</i>
<i>1.3. Analisi della redditività.....</i>	<i>.....</i>
<i>1.4. Analisi della posizione debitoria.....</i>	<i>.....</i>
<i>1.5. Analisi degli indicatori riferibili al mercato azionario.....</i>	<i>.....</i>

2. RUSSIA	50
2.1. <i>Analisi della struttura</i>	
2.2. <i>Analisi della liquidità</i>	
2.3. <i>Analisi della redditività</i>	
2.4. <i>Analisi della posizione debitoria</i>	
2.5. <i>Analisi degli indicatori riferibili al mercato azionario</i>	
3. INDIA	61
3.1. <i>Analisi della struttura</i>	
3.2. <i>Analisi della liquidità</i>	
3.3. <i>Analisi della redditività</i>	
3.4. <i>Analisi della posizione debitoria</i>	
3.5. <i>Analisi degli indicatori riferibili al mercato azionario</i>	
4. CINA	71
4.1. <i>Analisi della struttura</i>	
4.2. <i>Analisi della liquidità</i>	
4.3. <i>Analisi della redditività</i>	
4.4. <i>Analisi della posizione debitoria</i>	
4.5. <i>Analisi degli indicatori riferibili al mercato</i>	
5. SUDAFRICA	82
5.1. <i>Analisi della struttura</i>	
5.2. <i>Analisi della liquidità</i>	
5.3. <i>Analisi della redditività</i>	
5.4. <i>Analisi della posizione debitoria</i>	
5.5. <i>Analisi degli indicatori riferibili al mercato azionario</i>	
 CAPITOLO 4 ANALOGIE E DIFFERENZE TRA I PAESI BRCICS	 93
 CONCLUSIONE	 97
 APPENDICE	 98

Introduzione

Il un mondo ormai globalizzato, è importante saper scegliere tra le migliori opportunità di investimento, avendo a disposizione tutte le realtà presenti nel globo. L'investimento in un'impresa anziché un'altra, si basa sulle informazioni a disposizione del soggetto che investe, riguardo l'opportunità di conseguire profitti futuri relativi al grado di rischio che presenta l'investimento.

Per tal motivo diventa fondamentale avere un quadro generale della situazione economica in cui riversano le imprese di paesi in via di sviluppo o di prima industrializzazione.

Il presente elaborato ha l'obiettivo di fornire un'analisi della situazione economico-finanziaria delle maggiori imprese industriali quotate dei paesi BRICS (Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica), sottolineandone i vari aspetti della performance aziendale.

I paesi BRICS rappresentano una valida alternativa d'investimento rispetto ai paesi più industrializzati quali Stati Uniti, Giappone ed i paesi europei. La loro crescita economica nell'ultimo periodo ha cambiato gli equilibri economici nel mondo rendendole delle vere superpotenze, vedi ad esempio la Cina. Per tal ragioni si è scelto di analizzare la performance delle imprese dei paesi BRICS.

La verifica empirica si concentra solo sulle imprese industriali, per focalizzarci sull'economia reale, tralasciando così la parte finanziaria.

Nella prima parte vengono descritte le diverse tipologie di misurazione della performance, fornendo l'impianto teorico sull'argomento.

Qui verranno illustrati gli aspetti di valutazione attraverso l'analisi di bilancio, con i relativi indici. A seguire l'aspetto della performance secondo un'analisi finanziaria, illustrando i modelli del dividend discount model (DDM) e discounted free cash flow. Infine poi, cogliamo gli aspetti teorici della valutazione basata sui multipli di mercato e della performance del valore d'impresa.

Nella parte centrale vengono prima illustrati gli aspetti principali della verifica empirica, che riguardano una visione generale sui paesi BRICS, il metodo di selezione delle imprese, e l'approccio con cui sono state analizzate, indicando i gli indicatori di performance, raggruppati a seconda della tipologia di analisi.

Si passerà infatti, ad analizzare la struttura patrimoniale, la situazione di liquidità, della redditività e della posizione debitoria delle imprese analizzate. Infine poi verrà illustrata un'analisi degli indicatori riferibili al mercato azionario.

Successivamente nel capitolo 3, vengono riportati ed analizzati i risultati della verifica empirica delle imprese industriali per ognuno dei paesi BRICS, commentando gli aspetti rilevanti.

Nell'ultima parte vengono riassunti gli aspetti conclusivi dell'analisi svolta facendo il punto sulla situazione generale delle principali imprese industriali dei paesi BRICS.

CAPITOLO 1

METODI DI VALUTAZIONE D'AZIENDA

Per valutare l'azienda, l'analista può servirsi di diversi strumenti volti a catturare i principali aspetti economico finanziari di essa. A seconda dell'obiettivo finale di valutazione si segue un determinato metodo preferito ad altri. Per avere una valutazione globale dell'impresa nessun metodo di valutazione, preso singolarmente, risulta essere esaustivo. Ognuno di essi con le proprie finalità e strumenti aiuta a completare il quadro di valutazione complessivo dell'azienda.

Tra i principali strumenti di valutazione d'azienda utilizzati possiamo annoverare i seguenti:

- 1) Analisi di Bilancio
- 2) Analisi Finanziaria
- 3) Valutazione basata sui multipli
- 4) Performance del valore

1. L'analisi di bilancio

Il bilancio di esercizio è il principale strumento d'informazione esterna per l'impresa, su di esso si basano la maggior parte delle valutazioni degli investitori. Il suo potere d'informazione può comportare forti variazioni negli indici di borsa legati ad una determinata impresa, con possibili ripercussioni a catena dovuti ad un'ampia

globalizzazione dei mercati. Per tale motivo rimane importante capire in maniera accurata la qualità delle informazioni contenute nel bilancio.

L'analisi di bilancio nasce proprio dall'esigenza di una migliore lettura ed interpretazione dei dati espressi nel bilancio d'esercizio¹. Risulta quindi, necessaria una rielaborazione del bilancio mettendo in relazione fra loro i dati, espressi tramite vari indici che indicano il grado di redditività, solidità e solvibilità dell'impresa. Fornendo così, in ultima analisi, un quadro segnaletico con i requisiti di chiarezza e sinteticità della situazione aziendale. Costruendo i vari indici, successivamente, si mettono a confronto i valori standard della stessa impresa nel tempo oppure si paragonano a valori di altre imprese nello stesso settore o in alternativa ai principali concorrenti.

Una delle principali critiche nei confronti dell'analisi di bilancio scaturisce proprio dal fatto che gli indici sono frutto di dati contenuti nel bilancio, quindi frutto di altri dati. Inoltre, il bilancio d'esercizio può essere sottoposto a cosiddette "manovre" contabili da parte dei manager in maniera tale da far apparire una situazione non veritiera. Tuttavia, malgrado tale mancanza di fiducia sull'attendibilità dei valori di bilancio, l'analisi per indici fornisce uno strumento molto utile proprio nell'individuare le più rilevanti anomalie e scorrettezze possibili all'interno dei bilanci.

Una volta ottenuta la chiave di lettura del bilancio è possibile formulare una valutazione del valore dell'impresa in maniera accurata. A seconda della tipologia di stakeholder, l'analisi fornisce strumento utile a capire la redditività conseguita, la redditività attesa e la creazione di valore e le sue determinati utili per gli azionisti. Ancora, può fornire informazioni riguardo la sostenibilità finanziaria per i suoi creditori, e per una prospettiva più manageriale riguardo la sostenibilità strategica per futuri investitori.

¹ C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori, *Indici di bilanci*, Giuffrè, Milano, 2003

In sintesi, il percorso dell'analisi di bilancio, parte da una riclassificazione dello stato patrimoniale e del conto economico delle imprese, al fine di ottenere le grandezze finanziarie utili alla costruzione degli indici, dato che il bilancio così come si presenta non contiene tutte le informazioni necessarie al loro calcolo. Questo si verifica in quanto non sempre le modalità di stesura del bilancio secondo le normative di legge coincide con le esigenze dell'analista finanziario.

La parte principale dell'analisi di bilancio riguarda il calcolo degli indici e la loro interpretazione. Qui viene osservata la situazione aziendale sotto vari aspetti. Prima di tutto si analizza la composizione patrimoniale dell'impresa, misurando il peso percentuale di ogni aggregato patrimoniale sia dal lato degli impieghi che delle fonti. Di seguito, si procede alla verifica della condizione della solidità aziendale, per comprendere se l'impresa ha la capacità di mantenere l'equilibrio patrimoniale nel medio e lungo periodo. La verifica delle condizioni di equilibrio finanziario nel breve periodo si osserva attraverso l'analisi della liquidità dell'impresa.

Dal punto di vista economico, l'analisi si concentra sulla misurazione della redditività della gestione e delle sue determinanti, fornendo informazioni riguardo il rendimento per i soggetti interessati all'impresa. Gli indici di redditività mettono a confronto il reddito prodotto con una determinata configurazione del capitale. Il ROE (return on equity) esprime il rendimento globale dell'impresa per l'azionista. Viene calcolato dal rapporto tra il reddito netto e il capitale proprio e viene preso come riferimento per esprimere il potere di attrazione della gestione aziendale.

Per ottenere un indice che esprima il rendimento del capitale investito nella gestione, sia per i soci che i finanziatori dell'impresa, si rende opportuno il calcolo del ROI (return on investment). Tale indice è espresso dal rapporto tra il reddito operativo ed il capitale investito e rappresenta uno strumento utile per la valutazione del rendimento nella gestione operativa per tutti i finanziatori dell'impresa.

Con l'analisi delle determinanti del ROE si apprende che esso dipende dal ROI, dall'onerosità del capitale di credito e dalla struttura finanziaria. Dunque la

differenza tra il ROE ed il ROI è determinata dal tasso medio dei finanziamenti e dal quoziente di indebitamento (D/Mp). Esprimendo tale relazione come di seguito:

(1.1)

$$ROE = ROI + (ROI - tf)q$$

dove:

tf = tasso di finanziamento

q = quoziente di indebitamento

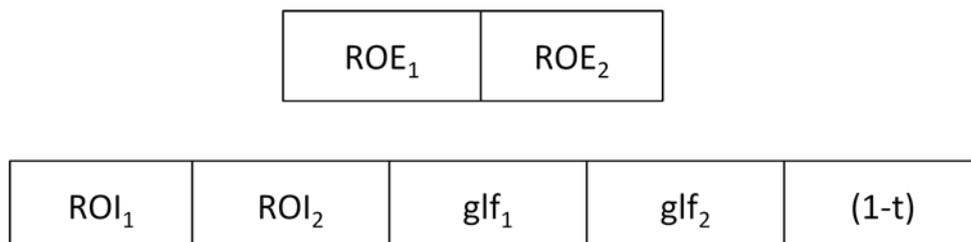
Dalla formula si osserva che tramite l'indebitamento si ha un effetto leverage, che migliora il rendimento del capitale di rischio. Tale effetto risulta positivo sul ROE quando $ROI > tf$, al contrario ha un effetto negativo sul ROE quando $ROI < tf$.

Infine va considerato che il ROE risente anche della gestione fiscale. Indicando con t, l'aliquota delle imposte, rappresentiamo con (1-t) il coefficiente di defiscalizzazione. Avremo quindi:

(1.2)

$$ROE = ROI + [(ROI - tf)q] \times (1 - t)$$

Secondo le relazioni appena espresse rappresentiamo di seguito le determinanti del ROE, attraverso il diagramma del ROE di primo livello. Ciò consente di poter fare un confronto spazio temporale della redditività delle imprese.



Il livello introdotto fin qui, dell'analisi della redditività, soddisfa le finalità della verifica empirica dei prossimi capitoli. Per una analisi più approfondita delle determinanti del ROE, insieme ad un livello più dettagliato del diagramma del ROE, si rimanda ad altre sedi in tema di analisi di bilancio

2. L'analisi finanziaria

Da un altro punto di vista rispetto a quello dell'analisi di bilancio, l'analista può fondare la propria analisi dell'impresa partendo da modelli legati a grandezze finanziarie quali i dividendi, capital gain o cash flow futuri per esprimere il valore di mercato dell'impresa

L'utilizzo di vari modelli per calcolare il valore di mercato dell'impresa non comporta una sua variazione assoluta, infatti, tutti i modelli sopraggiungono allo stesso risultato. L'unica differenza tra i vari modelli è l'utilizzo di grandezze finanziarie differenti.

Di seguito vengono illustrati brevemente alcuni modelli per formulare il valore di mercato dell'impresa.

1.1 Dividend-discount model (DDM)

Il modello si basa sull'attualizzazione dei dividendi per la stima del valore intrinseco di un'azione². Vi sono due tipologie di risorse per i possessori di azioni: i dividendi (Div) e il *capital gain*, che si genera dalla differenza di prezzo nel momento in cui

² www.borsaitaliana.it

l'azionista vende la propria azione (P_1) rispetto al momento in cui l'azione è stata acquistata (P_0).



Il dividendo e il prezzo nel periodo uno sono incerti, essi si basano sulle aspettative degli investitori al momento dell'acquisto. Date tali aspettative l'investitore è disposto a pagare una somma oggi che non eccede il valore attuale dei dividendi futuri (Div_1) e del prezzo alla fine del periodo (P_1). Inoltre, il tasso di attualizzazione da utilizzare è il tasso di rendimento del capitale proprio (r_E) che rappresenta il costo opportunità per l'azionista visto come ritorno atteso di altri investimenti col medesimo rischio. Quindi avremo la seguente condizione:

(1.3)

$$P_0 = \frac{Div_1 + P_1}{1 + r_E}$$

Se prendiamo in considerazione l'Eq. 1.3 per un periodo n avremo che il prezzo in 0 è dato dalla somma dei dividendi futuri attualizzati più il prezzo di vendita attualizzato. Otteniamo così la formula principale del DDM

Dividend-Discount Model

(1.4)

$$P_0 = \frac{Div_1}{1 + r_E} + \frac{Div_2}{(1 + r_E)^2} + \dots + \frac{Div_N}{(1 + r_E)^N} + \frac{P_N}{(1 + r_E)^N}$$

Uno dei principali limiti del dividend-discount model consiste sulla stima del prezzo atteso dell'azione alla fine del periodo (P_1) soggetto alle aspettative degli investitori. Notiamo che l'Eq. 1.4 si riferisce per un qualsiasi periodo N . nell'ipotesi

che l'impresa abbia una vita infinita, possiamo possedere il titolo fino all'infinito rendendo irrilevante il prezzo di vendita in N. Ecco che l'Eq. 1.4 diventa:

(1.5)

$$P_0 = \frac{Div_1}{1+r_E} + \frac{Div_2}{1+r_E} + \frac{Div_3}{1+r_E} + \dots = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{Div_n}{(1+r_E)^n}$$

Altro problema teorico si riscontra nella previsione della crescita dei dividendi futuri. La pratica più comune consista nel porre ai dividendi un tasso di crescita g costante fino all'infinito. Avremo quindi:

Constant Dividend Growth Model

(1.6)

$$P_0 = \frac{Div_1}{r_E - g}$$

Il Dividend-discount model rappresenta un valido strumento di valutazione a livello teorico, ma purtroppo risulta poco utilizzato nella pratica poiché i dividendi non rappresentano una misura di creazione del valore. Infatti, un'azienda che non crea valore potrebbe indebitarsi per distribuire dividendi. Tale limite può essere superato utilizzando il Discounted Free Cash Flow Model (DFCF).

1.2 Discounted Free Cash Flow model

Basato sulla valutazione dei flussi di cassa, il DFCF ci permette di valutare l'impresa attualizzando i free cash flow futuri che misurano il flusso di cassa generato prima dei pagamenti nei confronti dei debiti di finanziamento e verso gli azionisti, stimando così, il valore totale dell'impresa.

Per ottenere il flusso di cassa andiamo a sommare o sottrarre all'EBIT defiscalizzato quelle grandezze finanziarie non monetarie presenti nel conto economico.

(1.7)

$$\text{Free Cash Flow} = [\text{EBIT} \times (1 - t)] + \text{Ammortamento} \pm \text{Acquisto} / \\ \text{Vendita Immobilizzazioni} \pm \Delta \text{Capitale Circolante Netto}$$

Per attualizzare i flussi di cassa, a differenza del dividend discount model utilizziamo il tasso WACC (weighted average cost of capital), in quanto considera sia il costo del capitale proprio che del capitale di debito. L'unico caso in cui $r_e = r_{wacc}$, si verifica quando le fonti dell'impresa sono costituite interamente da capitale proprio.

Il valore dell'impresa si calcola dunque:

Discounted Free Cash Flow

(1.8)

$$V_0 = \frac{FCF_1}{1 + r_{wacc}} + \frac{FCF_2}{(1 + r_{wacc})^2} + \dots + \frac{FCF_N + V_N}{(1 + r_{wacc})^N}$$

Per la stima dei flussi cassa vi sono tre metodi utilizzabili. “

- a) Metodi finanziari analitici: dove la previsione dei flussi di cassa avviene anno per anno in modo analitico fino alla fine della vita utile dell'impresa. Maggiormente applicato quando vi è un orizzonte temporale definito e alta prevedibilità dei flussi.
- b) Metodi finanziari sintetici: si utilizzano per previsioni di medio e lungo periodo e si fondano sulla costanza di alcuni dati. Questo metodo si applica nelle valutazioni con orizzonte temporale indefinito, nell'ipotesi che l'azienda si trovi in situazione di equilibrio finanziario duraturo nel tempo.
- c) Metodi finanziari analitici con terminal value: è il metodo più utilizzato dovuto alla circostanza per cui non bisogna prevedere i flussi per tutto l'arco temporale, ma si procede soltanto ad una stima analitica di un breve periodo

(tra i 4 e i 7 anni), mentre per il restante periodo si applica il metodo finanziario sintetico. Il valore finale dell'impresa quindi sarà dato dalla somma dei cash flow analitici attualizzati, più un terminal value che rappresenta la somma dei flussi futuri che vanno dall'ultimo anno stimato analiticamente, fino ad un tempo infinito.³ Infine, il terminal value può essere calcolato sia mantenendo costanti i flussi, sia ipotizzando un certo tasso di crescita g dei cash flow.

3. Valutazione basata sui multipli

Ampiamente utilizzata dagli analisti per la sua semplicità, infatti la valutazione con i multipli non richiede accurate previsioni o ipotesi riguardo le grandezze finanziarie dell'impresa come ad esempio la crescita o il WACC.

Il metodo dei multipli ci permette di stimare il valore dell'azienda sulla base dei prezzi di mercato. Inoltre, permette di poter condurre valutazioni di aziende non quotate prendendo a riferimento i prezzi di aziende comparabili, mentre per le imprese quotate è utile a stabilire una stima del target price, cioè quel valore a cui dovrebbero tendere le quotazioni.

Il valore di mercato viene calcolato tramite i seguenti passaggi:⁴

- 1) Selezionare un parametro di misurazione della performance come base per il calcolo dei multipli. I parametri più frequenti conducono alla valutazione dell'equity o del c.d. enterprise value inteso come valore dell'attivo netto.
- 2) Calcolare il multiplo di un'impresa o insieme di imprese che abbia caratteristiche simili quali settore di appartenenza, dimensione etc.

³ www.borsaitaliana.it

⁴ K. G. Palepu, P. M. Healy, E. Peek, *Business analysis and valuation*, Cengage Learning, 2013

- 3) Applicare il multiplo dell'impresa scelta al parametro di performance dell'azienda in analisi del primo step.

Tramite i passaggi appena descritti la formula per calcolare il valore dell'impresa è la seguente:⁵

(1.9)

$$V_x = C_x \cdot M$$

dove:

V_x = valore di mercato dell'impresa (o enterprise value)

C_x = parametro di riferimento dell'impresa oggetto di valutazione

M = multiplo

Tra i multipli maggiormente utilizzati dagli analisti troviamo i seguenti:

- **Price / Earnings (P/E)**

Si basa sull'ipotesi di una forte correlazione tra gli utili d'esercizio ed il valore dell'impresa espresso attraverso il prezzo di una singola azione. Per capire quali sono le determinanti del P/E facciamo riferimento al metodo reddituale per la valutazione delle aziende. Ipotizzando un orizzonte infinito e un flusso di redditi costante avremo che il valore dell'impresa sarà espresso come:

(1.10)

$$P = \frac{E}{i}$$

dove i rappresenta il tasso equo di redditività di investimento con stesso grado di rischio. A questo punto possiamo ricavare dalla formula precedente il nostro multiplo:

⁵ C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori, Indici di bilancio, Giuffrè, Milano, 2003

(1.11)

$$\frac{P}{E} = \frac{1}{i}$$

In questo modo possiamo affermare che il multiplo P/E dipende dal grado di rischio del capitale (i), in altre parole dal livello dei tassi d'interesse di mercato, dal rischio operativo legato al settore ed al rischio finanziario dell'impresa.

• **Price / Book Value (P/BV)**

Esso cerca di mettere in correlazione il valore di mercato dell'impresa con il valore contabile, e capire quanto incidono quei valori economici non riportabili nel bilancio d'esercizio. Per trovare le sue determinanti facciamo riferimento sempre al metodo reddituale, rappresentando il flusso di reddito come prodotto tra ROE e Book Value:

(1.12)

$$P = \frac{(ROE \times BV)}{i}$$

Esprimendo l'Eq. 1.10 in funzione del multiplo P/BV avremo:

(1.13)

$$\frac{P}{BV} = \frac{ROE}{i}$$

Le determinanti del P/BV sono come in precedenza il livello dei tassi d'interesse di mercato, il rischio operativo del settore e il rischio finanziario, a cui va aggiungersi anche il ROE.

• **Enterprise Value / Ebit** $\left(\frac{V_0}{EBIT}\right)$

Tale multiplo ci rende possibile il confronto tra imprese con una situazione debitoria differente, dato che l'EBIT va a misurare il flusso di reddito prima del pagamento del debito. Utilizzando il metodo reddituale unlevered, con un orizzonte temporale infinito e flussi di Ebit costanti avremo:

(1.14)

$$V_0 = \frac{EBIT \times (1 - t)}{wacc}$$

Riscrivendo in funzione del multiplo:

(1.15)

$$\frac{V_0}{EBIT} = \frac{(1 - t)}{wacc}$$

In tal modo risulta semplice individuare le determinanti del multiplo $V_0/Ebit$. Esse riguardano il livello dei tassi di mercato, il rischio operativo e il rischio finanziario, elementi contenuti nel wacc, più l'aliquota fiscale (t).

Il principale limite dell'uso dei multipli deriva dalla impossibilità di trovare due imprese identiche. Quindi l'utilità di tale metodo dipende dalla natura delle differenze tra imprese e la sensitività dei multipli a tali differenze.⁶ Una soluzione potrebbe essere fondata sulla scelta di un multiplo medio di settore, evitando di focalizzarsi su una sola impresa.

Ulteriore limite della valutazione per multipli è rappresentato dal fatto che si valuta l'impresa relativamente ad altre aziende, questo ad esempio non permette una valutazione di performance di un intero settore.

⁶ J. Berk, P. De Marzo, *Corporate Finance*, Pearson, 2014

4. Performance del valore

Negli ultimi anni, il sistema di valutazione di performance aziendale ha ampliato i suoi strumenti, attraverso l'introduzione di nuovi indicatori, ulteriori rispetto a quelli "classici" di derivazione contabile.

Il concetto sempre più diffuso di valore economico del capitale, quale indicatore di performance, ha incentrato la valutazione aziendale verso un'ottica orientata al valore, quindi verso la capacità dell'impresa di creare valore soprattutto verso i proprietari dell'impresa. Di conseguenza, il sistema di gestione aziendale del management e i sistemi di misurazione della performance hanno seguito tale cambiamento.

La gestione aziendale orientata al valore viene definita come una filosofia di gestione che identifica nel valore economico del capitale l'asset fondamentale da preservare ed accrescere nel tempo. Da distinguere quindi dalla logica dei profitti.⁷

Questo fenomeno ha portato alla considerazione di ulteriori fattori di rischio, in particolare di un rischio strategico, riguardo la possibilità che l'impresa non possa mantenere la propria posizione competitiva sul mercato nel medio e lungo termine. In tale contesto, ai fini della valutazione, il management e gli analisti finanziari pongono la loro attenzione non solo ai risultati economico-finanziari assoluti, ma anche alle condizioni con cui tali risultati sono conseguiti. Tra i fattori chiave di natura non finanziaria possiamo trovare particolare attenzione per l'immagine aziendale, l'attività di ricerca, il posizionamento competitivo. Sotto tale aspetto il modello di Kaplan e Norton della "Balance Scorecard"⁸ rappresenta un valido strumento di analisi.

In sintesi, il modello prende in considerazione i tradizionali strumenti di misurazione della performance, prendendo atto però della loro incapacità di monitorare le

⁷F. Di Lazzaro, *La performance del valore per l'analisi aziendale*, G. Giappichelli, Torino, 2013

⁸R.S: Kaplan, D.P. Norton, *Translating strategy into action. The Balance Scorecard*, Harvard Business School Press, Boston, 1996

variabili strategiche per la creazione di valore nel futuro, in quanto riferiti al passato.

Il modello Balance Scorecard dunque, cerca di rendere complementari i tradizionali parametri economico-finanziari con i parametri di misurazione di performance futura. Tra di essi possiamo trovare, ad esempio, la capacità di creare valore attraverso investimenti riguardo capitale umano, innovazione, processi, posizionamento competitivo dei prodotti, canali di vendita ed approvvigionamento.

L'utilizzo complementare di entrambe le metodologie di misurazione della performance, manifesta il fatto che prese singolarmente, emergano dei limiti. Per quanto riguarda i tradizionali strumenti, possiamo ricordare la forte ispirazione prudenziale e la non considerazione della congrua remunerazione del capitale proprio. Riguardo, ai nuovi strumenti di misurazione invece, possiamo riscontrare un rischio alla soggettività di alcune determinazioni.

Per la valutazione del capitale economico vi sono succedute diverse metodologie, sia in studi di Economia aziendale che di Finanza aziendale. Gli studiosi di economia aziendale preferiscono il metodo cosiddetto reddituale, nelle sue due diverse configurazioni con stima indiretta o diretta dell'avviamento.⁹

Simile alla configurazione aziendale, troviamo poi anche nel ramo della Finanza Aziendale, la cosiddetta metodologia denominata *Mva (Market value added)*, utilizzata a seguito degli studi di B. Stewart III.¹⁰

Secondo tale impostazione il *Mva* è dato dall'attualizzazione degli *Eva (Economic value added)* futuri. Ipotizzando una durata dei flussi illimitata avremo:

(1.16)

$$Mva = \frac{Eva}{i}$$

⁹ Si veda nel dettaglio: C. Caramiello, *La valutazione dell'azienda*, Giuffrè, Milano, 1993

¹⁰ B. Stewart, *The quest for value*, Harper Collins, 1991

Per *Eva* si intende la differenza tra reddito effettivo e reddito equo dell'impresa in un determinato esercizio. Tale differenza viene espressa per mezzo dei tassi di remunerazioni rapportati al capitale impiegato. Avremo quindi:

(1.17)

$$Eva = (\text{tasso effettivo} - \text{tasso equo}) \times \text{Capitale impiegato}$$

Volendo riconciliare il *Mva* al metodo reddituale, utilizziamo il valore aggiunto del capitale (*Vac*), che si ottiene dall'attualizzazione dei redditi economici futuri (R_e). Con una durata infinita dei redditi economici otteniamo:

(1.18)

$$Vac = \frac{R_e}{i}$$

Dove R_e equivale a:

(1.19)

$$R_e = (\text{rendimento effettivo} - \text{rendimento equo}) \times Cec$$

Cec = capitale economico contabile

Infine poi per ottenere il valore di mercato del capitale impiegato (*Vmc*), andiamo a sommare il *Vac* al capitale economico contabile (Cec).

(1.20)

$$Vmc = Cec + Vac$$

Driver del valore

Per capire al meglio la misurazione della performance del valore, è opportuno analizzare i cosiddetti “driver” del valore. Essi costituiscono le variabili critiche da cui dipende direttamente il valore stesso.

Lo studio delle determinanti del valore ci permette di fare sia delle analisi temporali di una stessa impresa, confrontando parametri di due o più esercizi successivi, sia mettendo a confronto i parametri di due o più imprese concorrenti.

Partendo dalle osservazioni sulle variazioni del Valore aggiunto del capitale (Vac) di due periodi successivi osserviamo il seguente rapporto:

(1.21)

$$\frac{Vac_2}{Vac_1}$$

- se > 1 incremento del valore rispetto al periodo precedente
- se $= 1$ nessuna variazione di valore rispetto al periodo precedente
- se < 1 decremento del valore rispetto al periodo precedente

Attraverso la scomposizione del Vac, possiamo distinguere gli effetti dovuti a variazioni del reddito economico dagli effetti dovuti a variazioni del tasso di attualizzazione.

(1.22)

$$\frac{Vac_2}{Vac_1} = \frac{Re_2}{Re_1} \times \frac{i_1}{i_2}$$

Il rapporto $\left(\frac{Re_2}{Re_1}\right)$ misura l'effetto sul Vac di una variazione del reddito economico.

Effetto che può essere favorevole (se > 1), nullo (se $= 1$), sfavorevole (se < 1).

Il rapporto $\left(\frac{i_1}{i_2}\right)$ misura l'effetto sul Vac di una variazione dei tassi di attualizzazione. In questo caso un incremento del Vac corrisponde ad una riduzione del tasso. Quindi si avrà un effetto favorevole se $\left(\frac{i_1}{i_2}\right) > 1$, effetto nullo se = 1, effetto sfavorevole se < 1 .

Continuando la nostra analisi dei driver del valore, procedendo con la scomposizione dei fattori che determinano una variazione del reddito economico (Re). Dall'Eq. 1.19 sappiamo che

(1.23)

$$Re = (\text{tasso effettivo} - \text{tasso equo}) \times \text{Capitale impiegato}$$

Denominando come Spread, la differenza tra il tasso effettivo e il tasso equo

(1.24)

$$Re = \text{Spread} \times C$$

Per cui il rapporto Re_2/Re_1 può essere scomposto come segue:

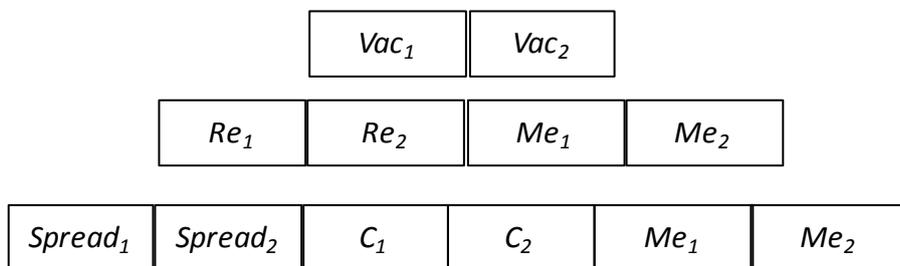
(1.25)

$$\frac{Re_2}{Re_1} = \frac{\text{Spread}_2 \times C_2}{\text{Spread}_1 \times C_1} = \frac{\text{Spread}_2}{\text{Spread}_1} \times \frac{C_2}{C_1}$$

Osservando tale relazione, possiamo distinguere gli effetti su Re dovuti ad una variazione dello Spread tra i tassi rispetto agli effetti dovuti ad una variazione del capitale.

Diagramma del valore

A questo punto siamo in grado di redigere il cosiddetto diagramma del valore.¹¹ Tale schema illustra in maniera semplificata le determinanti del valore nella loro scomposizione appena illustrata. Inserendo i valori di due periodi consecutivi di un'impresa, siamo in grado di comprendere le cause che hanno determinato una variazione del valore. Allo stesso modo, inserendo i valori di due imprese concorrenti è possibile interpretare i punti di forza dell'uno o dell'altra impresa, in un'ottica anche di stabilire un benchmark di mercato.



Dove:

$$Vac = Re/i$$

$$Me = 1/i$$

$$Re = Spread \times C$$

¹¹ F. Di Lazzaro, *La performance del valore*, Giappichelli, Torino, 2013

CAPITOLO 2

VERIFICA EMPIRICA NELLE IMPRESE INDUSTRIALI QUOTATE NEI PAESI BRICS

Per l'applicazione dei metodi di valutazione dell'impresa descritti nel precedente capitolo, è stata svolta una verifica empirica dei principali indicatori di performance avente ad oggetto le principali imprese industriali quotate nei paesi BRICS.

1. Paesi BRICS

L'acronimo BRIC venne coniato per la prima volta da Jim O'Neill nel 2001, al tempo direttore della ricerca di Goldman Sachs, al fine di evidenziare la rapida crescita del Brasile, Russia, India e Cina nel mondo della finanza. Successivamente nel 2010 sarà incluso nell'acronimo anche il Sudafrica, divenendo di fatto BRICS.

Inizialmente, l'intento era quello di individuare un gruppo di paesi in via di sviluppo, in modo da portare avanti un concetto di globalizzazione più complesso, e meno concentrato sugli Stati Uniti, come era avvenuto fin'ora. Infatti, l'interesse a guardare verso altre realtà economiche, prende forma all'indomani dei fatti accaduti l'11/9, che evidenziano una elevata dipendenza dall'economia statunitense. I paesi BRICS, grazie ad una serie di circostanze politiche ed economiche, hanno cominciato un periodo di rapida crescita a partire dall'inizio degli anni duemila.

La Cina entra a far parte del WTO (World Trade Organization) nel 2001, mentre tra il 2001 e il 2005 la Russia incrementa la vendita di petrolio del 761%. Il mercato azionario in India cresce del 190% tra il 2001 e il 2005, il Brasile nel 2003 avvia un

periodo di prosperità economica sotto la guida del presidente Lula. Tali circostanze hanno portato i paesi BRICS ad essere considerati delle potenze economiche insieme ai paesi europei, al Giappone e agli Stati Uniti. La Cina ad esempio è divenuta la seconda potenza mondiale dopo gli USA a partire dal 2010.

Secondo le stime di Goldman Sachs, nel 2018, l'economia dei paesi BRICS supererà quella degli Stati Uniti.

Il fattore che accresce ancor di più le aspettative di crescita dei paesi BRICS, è rappresentato da una forte cooperazione tra di essi, nutrita dal comune interesse di rappresentare i paesi in via di sviluppo ponendosi sullo stesso piano dei paesi industrializzati¹². Nel 2009, si è tenuto il primo incontro dei leader dei paesi BRICS, a cui ne sono succeduti altri, con l'obiettivo di un mondo multipolare migliorandone il ruolo del diritto internazionale, la cooperazione, rispetto reciproco, azioni coordinate e decise da tutti gli stati.

La cooperazione tra i paesi BRICS è oggetto continuo di studi di ricerca. Molti studiosi cercano di esplicitare gli interessi comuni, ma allo stesso tempo sottolineano la difficoltà di unire valori, principi, obiettivi diversi per ciascun paese. Ogni paese ha una storia, un contesto, una politica, un sistema economico totalmente diversi. Luckhurst¹³, nella sua analisi mette a confronto gli interessi comuni dei vari paesi BRICS riguardo gli scambi internazionali, investimenti esteri e la politica monetaria, con le politiche interna e le priorità di sviluppo di ogni paese.

I risultati di quest'ultima analisi fanno emergere alcune divergenze, tra le quali ad esempio la competitività ad attrarre investimenti dei paesi industrializzati. Inoltre, negli ultimi anni la disputa tra Cina e Russia nel settore energetico riguardo

¹²Ramesh Thakur (2014) How representative are brics?, Third World Quarterly, 35:10, 1791-1808.

¹³Luckhurst, J. (2013). Building Cooperation between BRICS and Leading Industrialized States. Wyley Online Library , Vol. 4, issue 2.

l'aumento dei prezzi del petrolio russo, ha rischiato di compromettere la cooperazione tra i due stati.¹⁴

L'enorme crescita economica della Cina ha creato degli squilibri nei confronti degli altri paesi BRICS. Mantenendo una moneta debole la Cina favorisce il proprio livello di esportazioni aumentando la propria posizione strategica in Africa e Sud America, spiazzando di fatto la produzione manifatturiera in Brasile ed India.

Nonostante le divergenze manifestate da numerosi studiosi, far parte del gruppo dei paesi BRICS, rappresenta per ogni paese un'opportunità per raggiungere i propri obiettivi strategici. La Russia sfrutta l'opportunità per innalzare il proprio prestigio negli affari internazionali. Similmente, il Brasile cerca di ingrandire la propria influenza nel continente americano, fornendo un'alternativa agli Stati Uniti. L'India continua a mantenere buoni rapporti con USA. Il Sudafrica sfrutta l'opportunità per accrescere la propria influenza su continente africano. Inoltre l'inclusione del Sudafrica favorisce una visione globale dei paesi BRICS. Infine, la Cina divenuta la seconda economia mondiale, sfrutta l'appartenenza ai BRICS in maniera inversa, riducendo l'impressione di essere una superpotenza, e continuando a definirsi un paese in via di sviluppo.

A seguito della crisi finanziaria globale, a partire dal 2008, i paesi BRICS hanno avuto l'opportunità di accrescere il proprio ruolo all'interno della comunità internazionale, con il conseguente ruolo maggiore del G-20. Tali circostanze hanno consolidato la percezione che i BRICS sono ora delle potenze mondiali al centro delle decisioni economiche internazionali (Luckhurst 2013). A seguito di ciò si è avuto anche un clima di maggiore cooperazione con i stati industrializzati, facilitato dal ruolo della Cina, sicuramente la nazione più interessata ad una maggiore diplomazia economica con i paesi di prima industrializzazione. A conferma di ciò, Mobarek e Fiorante¹⁵, nella loro analisi del mercato azionario dei paesi BRICS, affermano il relativo

¹⁴ Stephen Blank (2012), *Pipeline to nowhere: The Beijing-Moscow dance continues*. World Affairs, Vol 174, issue 6, pag. 93-100

¹⁵ Mobarek, A., & Fiorante, A. (2014). The prospect of BRIC countries: Testing weak-form market efficiency. *Research in Interantional Business and Finance*, Vol. 30, p. 217-232

incremento in efficienza dei mercati azionari di questi paesi, soprattutto durante il periodo 2008-2013, che coincide con la crisi finanziaria dei paesi più industrializzati.

2. Selezione delle imprese

Per condurre la verifica empirica sulle maggiori imprese industriali nei paesi BRICS, si è fatto riferimento anzitutto alle sole imprese quotate nei mercati azionari, avendo a disposizione un numero maggiore di informazioni e dati. Per ottenere un campione rappresentativo delle maggiori realtà industriali in ognuno dei paesi, si è preso come ordine di misura il valore della capitalizzazione di mercato, data dal prezzo dell'azione moltiplicato per il numero delle azioni emesse. Al fine di condurre l'analisi sono state selezionate le prime dieci imprese secondo la capitalizzazione di mercato al 31/12/2014¹⁶ per ognuno dei paesi BRICS. Infine per un confronto nel tempo dei vari risultati aziendali, utili ad esprimere un giudizio sull'andamento delle performance d'impresa, si sono presi in considerazione gli ultimi tre esercizi (2014,2013,2012).

Seguendo la selezione appena descritta, riportiamo qui di seguito, l'elenco delle imprese oggetto dell'analisi, insieme al settore di appartenenza così come da risultato della ricerca nel database. I risultati dell'analisi verranno poi descritti nel successivo capitolo 3.

2.1 Brasile

Tra le prime dieci imprese industriali in Brasile non vi è una particolare dominanza di un unico settore. La prima impresa industriale per capitalizzazione in Brasile è Ambev, che opera nel settore delle bevande. Tra le imprese brasiliane che operano

¹⁶ Per l'India, i dati si riferiscono al 30/03/2015, in quanto la chiusura dell'esercizio avviene in tale data.

nel settore petrolifero vi sono PetroBras e Vale. Due imprese, BRF e JBS operano nella settore alimentare, mentre Sabesb e Tractebel sono implementate nel settore dell'energia idrica ed elettrica. Il settore del trasporto ferroviario e stradale è rappresentato da CCR, mentre Souza Cruz rappresenta quello del tabacco. Infine WEG produce prodotti manifatturieri.

Compagnia	Settore di appartenenza	Capitalizzazione di mercato al 31/12/2014 (in migliaia \$)
Ambev SA	BEVERAGES-BREWERS	96.739.470
Petroleo Brasileiro	DIVERSIFIED CHEMICALS ETC.	21.137.397
BRF S.A.	FOOD PROCESSORS	20.842.636
Vale S.A.	PETROLEUM PRODUCTS/REFINERIES	14.679.043
JBS S.A.	FOOD PROCESSORS	12.414.826
Souza Cruz SA	TOBACCO MF	11.119.771
CCR S.A.	RAIL & ROAD TRANSPORT	10.245.406
Sabesb	ELEC UTIL.-WATER WORKS/SUPPLY	9.662.739
WEG S.A.	DIV'D INDUSTRIAL MANUFACTURING	9.300.950
Tractebel Energia S.A.	ELEC UTIL.-WATER WORKS/SUPPLY	8.315.360

2.2 Russia

In Russia tra le prime dieci imprese industriali, sette operano nel settore petrolifero. Ciò conferma l'importanza che la risorsa petrolio ha sull'economia russa. Allo stesso modo, tale situazione può essere rischiosa, in quanto crea una netta dipendenza del paese con l'andamento di mercato del petrolio, non avendo a disposizione delle valide alternative. Il resto delle imprese della nostra analisi operano nel settore dell'estrazione del ferro (Norilsk Nickel) e di metalli preziosi (Alrosa), e nel settore retail (Magnit).

Compagnia	Settore di appartenenza	Capitalizzazione di mercato al 31/12/2014 (in migliaia \$)
Gazprom	OIL-CRUDE PRODUCER	54.834.398
Rosneft	DIVERSIFIED OIL	36.885.573
Lukoil	OIL-CRUDE PRODUCER	33.639.480
Novatek	OIL-CRUDE PRODUCER	24.070.939
Norilsk Nickel	NON-FERROUS METALS MINING	22.727.690
Magnit	RETAIL GENERAL MERCHANDISE	16.816.802
Surgutneftegas	OIL-CRUDE PRODUCER	14.837.569
Gazpromneft	OIL-CRUDE PRODUCER	12.051.638
Tatneft	PETROLEUM PRODUCTS/REFINERIES	9.131.708
Alrosa	PRECIOUS METALS & MINERALS	8.247.530

2.3 India

Tra le prime dieci imprese industriali quotate in India, si nota la diversità dei settori in cui esse operano. I settori industriali più rappresentati sono il settore petrolifero, con Reliance e Oil & Natura Gas, ed il settore automobilistico, con Tata Motors e Maruti Suzuki. Il resto delle imprese rappresenta altri tipi di settori quali il farmaceutico (Sun Pharma), il personal care (Hindustan Unilever). Infine tra le prime dieci imprese industriali dell'India troviamo Larsen & Toubro e ITC, che hanno un business diversificato. La prima è presente in settori quali il trasporto, l'energia e il metallurgico, la seconda produce articoli di vario genere come sigarette, alimentari e prodotti personal care.

Questa presenza variegata in diversi settori delle maggiori imprese industriali indiane può rappresentare un punto di forza del paese, capace di diversificare la propria produzione industriale.

Compagnia	Settore di appartenenza	Capitalizzazione di mercato al 31/12/2014 (in migliaia \$)
Reliance	PETROLEUM PRODUCTS/REFINERIES	42.633.607
Oil & Natural GAS	OIL-CRUDE PRODUCER	41.936.262
ITC	DIVERSIFIED	41.677.864
Coal India	DIVERSIFIED MINING	36.571.674
Sun Pharmaceutical	DRUGS	33.825.835
Hindustan Unilever	DIV'D HEALTH & PERSONAL CARE	30.171.982
Larsen & Toubro	DIVERSIFIED	25.529.585
Tata Motors	AUTOMOBILES	24.045.375
Ntpc	DEFENSE ELECTRONICS	19.411.306
Maruti Suzuki India	AUTOMOBILES	17.853.576

2.4 Cina

Il settore industriale in Cina gode di una buona posizione strategica. Bisogna sottolineare come la maggior parte delle imprese in analisi sono sotto il controllo del governo cinese.

Tra le dieci imprese industriali quotate della nostra analisi, come riscontrato anche per gli altri paesi BRICS, il settore maggiormente rappresentato è il settore petrolifero, di cui ne fanno parte China Petroleum & Chemicals e PetroChina, che insieme ad Cnooc (gas naturale) riescono a soddisfare buona parte dell'enorme fabbisogno energetico della Cina. Il settore dei trasporti è rappresentato da Daquin Railway e MTR, per quanto riguarda le ferrovie, e da China Shipbuilding per il trasporto marittimo. Le restanti imprese operano nei settori delle costruzioni (China State Construction), delle bevande (Kweichow Moutai) e delle automobili (Saic Motor).

Compagnia	Settore di appartenenza	Capitalizzazione di mercato al 31/12/2014 (in migliaia \$)
China Petroleum & Chemical	DIVERSIFIED OIL	96.816.675
Cnooc	NATURAL GAS UTILITIES	60.101.786
Citic	IRON & STEEL MINING	42.450.124
China State Construction	CONSTRUCTION	35.692.109
Kweichow Moutai	BEVERAGES-BREWERS	35.389.061
Saic Motor	AUTOMOBILES	32.429.286
Daqin Railway	RAIL & ROAD TRANSPORT	25.899.656
China Shipbuilding	SEA TRANSPORT	24.290.225
MTR	RAIL & ROAD TRANSPORT	23.883.170
Petrochina	OIL-CRUDE PRODUCER	23.396.369

2.5 Sudafrica

Le risorse minerarie del Sudafrica, costituiscono la principale risorsa del paese. Tre delle maggiori imprese industriali operano nell'estrazione dei minerali quali il ferro e metalli preziosi. Tuttavia l'impresa con la capitalizzazione maggiore opera nel settore petrolifero, così come già riscontrato per Russia, India e Cina. Il settore più rappresentato è il retail e la grande distribuzione, di cui fanno parte Steinhoff, Bidvest, Shoprite, Woolwoths e Tiger Brands.

Compagnia	Settore di appartenenza	Capitalizzazione di mercato al 31/12/2014 (in migliaia \$)
Sasol	OIL-CRUDE PRODUCER	38.799.537
Aspen Pharmacare	HEALTH CARE	12.864.492
Steinhoff	DIV'D INDUSTRIAL MANUFACTURING	11.874.024
The Bidvest Group	DIVERSIFIED HOLDING COMPANIES	8.828.202
Shoprite	RETAIL-GROCERY CHAINS	8.320.894
Anglo American Platinum	NON-FERROUS METALS MINING	7.943.553
Kumba Iron ORE	METAL ORE MINING	6.672.028
Impala Platinum	PRECIOUS METALS & MINERALS	6.373.125
Woolwoths	RETAIL-DEPARTMENT STORE	6.243.101
Tiger Brands	FOOD PROCESSORS	5.339.997

3. Indicatori scelti per l'analisi della performance

Per esaminare la performance aziendale e verificare le condizioni di equilibrio, è necessario fare riferimento a tutte le informazioni disponibili dell'impresa, a partire dal documento fondamentale per l'analisi, il bilancio d'esercizio.

Al fine ottenere i principali indicatori di performance, è necessario prima di tutto riclassificare lo stato patrimoniale ed il conto economico, ottenendo così le grandezze economico patrimoniali utili al calcolo dei vari indici.

Tralasciando le metodologie di riclassificazione del bilancio, proseguiamo di seguito, esplicitando la metodologia seguita per la valutazione della performance delle imprese nei paesi BRICS. Per esprimere con maggiore efficacia i vari aspetti della gestione aziendale, l'analisi è stata suddivisa in diverse aree, ciascuna con i propri indicatori di performance.

Le aree con cui è stata suddivisa la ricerca sono le seguenti:

- analisi della struttura
- analisi della liquidità
- analisi della redditività
- analisi della posizione debitoria
- analisi degli indicatori riferibili al mercato

3.1 Analisi della struttura

Con l'analisi della struttura si osserva la composizione del capitale, le grandezze patrimoniali sotto forma del loro peso percentuale rispetto al capitale investito. Dal lato degli impieghi distinguiamo le grandezze in base al loro tempo di realizzo. Otteniamo così l'attivo fisso e l'attivo corrente a seconda che gli impieghi vengano realizzati oltre i 12 mesi o entro tale termine. Dal rapporto tra le due grandezze

otteniamo il quoziente di rigidità del capitale (Af/Ac) che ci permette di analizzare la capacità dell'impresa di riadattarsi alle condizioni mutevoli dell'ambiente.

D'altra parte distinguiamo le fonti di finanziamento del capitale secondo la loro provenienza. Otteniamo così le due macroclassi del capitale proprio e del capitale di terzi. In seguito, suddividiamo il capitale di terzi in debiti finanziari e debiti di funzionamento. Analizziamo così, il grado di dipendenza o autonomia finanziaria dell'impresa, attraverso il quoziente di indebitamento finanziario, dato dal rapporto tra debiti finanziari e mezzi propri (Df/Mp).

Per osservare la correlazione tra fonti e impieghi, concludiamo l'analisi della struttura delle imprese riportando il quoziente di struttura primario (Mp/Af), che indica la parte di attivo fisso finanziata dal capitale proprio. In questo caso un valore intorno all'unità può ritenersi soddisfacente.

Tabella 3.1 – Analisi della struttura

Indicatore	Composizione
<i>Indici di composizione</i>	
Attivo fisso	Af/Ci
Attivo corrente	Ac/Ci
Capitale proprio	Mp/Ci
Capitale di terzi	Ct/Ci
Indice di rigidità degli impieghi	Af/Ac
Indice di indebitamento finanziario	Df/Mp
Quoziente di struttura primario	Mp/Af

3.2 *Analisi della liquidità*

L'analisi della liquidità è volta ad analizzare l'equilibrio finanziario nel breve periodo per le imprese dei paesi BRICS. Gli indicatori di riferimento in questa sezione sono il quoziente di disponibilità (o current ratio), dato dal rapporto tra attività e passività correnti, ed il quoziente di tesoreria (o quick ratio), calcolato mettendo a rapporto le liquidità immediate e consolidate con le passività correnti. Dal confronto tra

questi ultimi indici si nota quanto l'equilibrio finanziario a breve dipende dalla realizzazione del magazzino.

Con il quoziente di disponibilità e di tesoreria, si è in grado di osservare se l'equilibrio finanziario alla fine del periodo. Per avere una visione della posizione di liquidità dell'impresa durante il ciclo gestionale, osserviamo l'indice di durata media del CCN, calcolato dalla somma algebrica tra la giacenza media del magazzino e dei crediti verso clienti e dei debiti verso fornitori. Un valore della durata media del CCN elevato comporta un maggior fabbisogno di risorse finanziarie durante il ciclo produttivo e viceversa. Le imprese che presentano valori negativi riescono in media ad incassare i crediti prima di pagare i fornitori, generando così un surplus di liquidità.

Tabella 3.2 – Analisi della liquidità

Indicatore	Composizione
Quoziente di disponibilità (o current ratio)	Ac/Pc
Quoziente di tesoreria (o quick ratio)	(Li+Ld)/Pc

Tabella 3.3 – La durata media del CCN

Durata media del magazzino gg	$\frac{\text{Magazzino}}{\text{Vendite}} \times 365$	+
Durata media del crediti v/clienti gg	$\frac{\text{Crediti v/clienti}}{\text{Vendite}} \times 365$	–
Durata media dei debiti v/fornitori gg	$\frac{\text{Debiti v/fornitori}}{\text{Acquisti}} \times 365$	
		= Durata media del CCN gg

3.3 Analisi della redditività

Con l'analisi della redditività andiamo a misurare la ricchezza prodotta dall'impresa relativa alle risorse impiegate, proponendo indicazioni della performance aziendale ai soggetti che, a vario titolo, hanno finanziato l'impresa.

L'indice di riferimento per gli azionisti è il ROE (return on equity), misurato dal rapporto tra il reddito netto ed il capitale proprio. Per ottenere un confronto migliore tra le imprese analizzate, si riporta un ROE "normalizzato", dove è il reddito netto non risulta influenzato della gestione fiscale e straordinaria.

Analizzando le principali determinanti del ROE, l'analisi viene focalizzata nella remunerazione del capitale investito, tramite il ROI (return on investment) calcolato dal rapporto tra utile operativo e capitale investito. Quest'ultimo indicatore infatti, va ad evidenziare la ricchezza prodotta dalla gestione operativa relativamente al capitale investito.

Riguardo l'analisi della redditività, per tutti gli indicatori vengono riportati i valori relativi agli ultimi tre esercizi, al fine di consentire un'analisi dinamica della remunerazione del capitale.

Tabella 3.4 - Analisi della redditività

Indicatore	Composizione
ROE (Return on Equity)	U_N/M_p
ROE normalizzato	Utile ante imposte e g. str./ M_p
ROI (Return on Investments)	U_o/C_i

3.4 Analisi della posizione debitoria

In questa sezione, l'analisi è volta a verificare da una parte, con l'indice di copertura interessi, in che misura le imprese riescono a coprire la spesa degli interessi sul debito tramite la ricchezza prodotta, rappresentata dall'Ebit. Dall'altra esaminiamo la posizione debitoria, misurata dal peso dei debiti finanziari sul capitale investito.

Quest'ultimi due indicatori sono da ricollegare insieme al quoziente di indebitamento finanziario (D_f/M_p) e alla struttura delle fonti.

Tabella 3.5 – Analisi della posizione debitoria

Indicatore	Composizione
Indice di copertura interessi	EBIT/interessi passivi
Incidenza dei debiti finanziari	D_f/C_i

3.5 Analisi degli indicatori riferibili al mercato azionario

Oltre all'analisi di indicatori provenienti dalla gestione e riportati nel bilancio delle imprese, osserviamo anche il valore dell'impresa sul mercato, attraverso il rapporto prezzo utili (o price earnings) e il rapporto dividendo su utili per azione (EPS). Entrambi esprimono il valore dell'impresa secondo la capacità di generare utili o distribuire dividendi relativa al prezzo di mercato del titolo. Valori elevati di questi ultimi due indicatori, sono da valutare con prudenza, in quanto soggetti a possibili sopravvalutazioni del prezzo di mercato delle azioni.

Tabella 3.6 – Analisi degli indicatori riferibili al mercato

Indicatore	Composizione
Price Earnings	Prezzo azione/ U_N
Dividend yield	Dividendo/EPS

CAPITOLO 3

DINAMICHE DI PERFORMANCE NEI PAESI BRICS

Sulla base delle informazioni contenute nei capitoli precedenti passiamo ora ad analizzare i risultati ottenuti dalla ricerca illustrando le dinamiche della performance aziendale negli ultimi tre esercizi delle maggiori imprese industriali quotate nei paesi BRICS.

Iniziando da un'analisi ed un confronto degli indicatori aziendali delle imprese industriali di ciascun paese, saremo poi in grado di fare un'analisi comparativa tra i vari paesi in questione.

1. Brasile

1.1. Analisi della struttura

Osservando la composizione degli impieghi e delle fonti ne deriva un'analisi verticale della struttura patrimoniale delle imprese in questione in modo da evidenziare il grado di elasticità (rigidità) del capitale investito e il grado di indebitamento del capitale finanziario.

Riguardo le maggiori imprese industriali del Brasile nell'esercizio 2014 (Figura 4.1), osserviamo dal lato degli impieghi una netta predominanza dell'attivo fisso

sull'attivo corrente nella maggior parte di esse. Solamente le imprese *WEG* e *Souza Cruz* hanno un attivo fisso minore dell'attivo corrente. Questo dato conferma la necessità delle imprese industriali a compiere ingenti investimenti nelle infrastrutture aziendali, chiave di successo in settori come quello ferroviario, petrolchimico e dell'energia, di cui fanno parte le imprese esaminate. Una parte dell'attivo fisso è caratterizzata anche dalla presenza di brevetti e opere dell'ingegno, che possono rappresentare un'ulteriore punto di forza per la performance aziendale.

Il quoziente di rigidità degli impieghi (Af/Ac) ci fornisce un'ulteriore conferma della composizione degli impieghi, confermando dunque la presenza in misura maggiore dei fattori rigidi. La rigidità messa in evidenza è tuttavia da ritenere funzionale al tipo di settore a cui sono legate le imprese in questione, essendo perlopiù settori poco mutevoli. Infine, altrettanto funzionale è l'elasticità dei fattori riguardo *Souza Cruz*, operante nella produzione del tabacco, settore più soggetto alle condizioni mutevoli dell'ambiente.

Figura 4.1

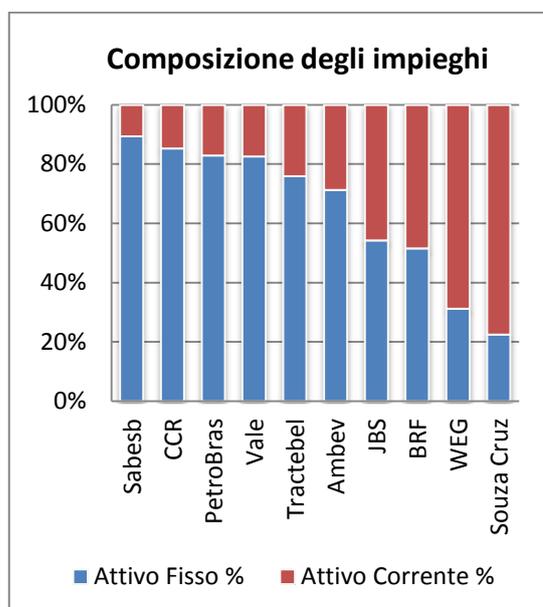


Figura 4.2



Passando alle composizione delle fonti di finanziamento per le imprese brasiliane, possiamo analizzare in che misura il capitale proprio e il capitale di terzi vanno a finanziare il capitale investito.

Nella Figura 4.3 si osserva che soltanto Ambev ha una struttura delle fonti a maggioranza di capitale proprio. La maggior parte delle altre imprese mostra una tendenza a finanziare il capitale investito con il capitale di terzi. Tuttavia la soglia del capitale proprio si stabilizza in un range di valori ristretto, escludendo CCR, dove il capitale viene finanziato tramite i mezzi propri solo in via residuale rispetto al capitale di terzi.

Con il quoziente di indebitamento finanziario (Df/Mp) siamo in grado di osservare quanta parte del capitale di terzi è rappresentata da debiti finanziari (Df), importante per capire se il ricorso al capitale di terzi ha effetti sull'autonomia finanziaria e conseguentemente sul rischio di insolvenza dell'impresa. Il tutto viene misurato in rapporto al capitale proprio (Mp).

Alla luce dei risultati riportati in Figura 4.4, possiamo affermare che la maggior parte delle imprese brasiliane presenta un livello di indebitamento finanziario fisiologico. *Ambev* presentando un quoziente di indebitamento finanziario pari a 0,04 risulta migliore sotto il profilo della solidità patrimoniale, ma può avere un riscontro in termini di minore redditività per gli azionisti, per il mancato sfruttamento potenziale dell'effetto leva. Per quanto riguarda JBS, CRR e Vale, avendo dei quozienti d'indebitamento elevati potrebbero essere esposte alle turbolenze di mercato, e soggette ad rischio di dipendenza finanziaria verso i finanziatori esterni.

Figura 4.3

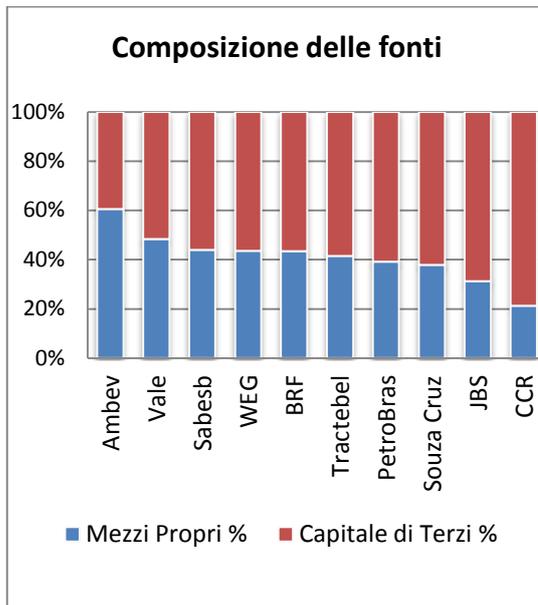
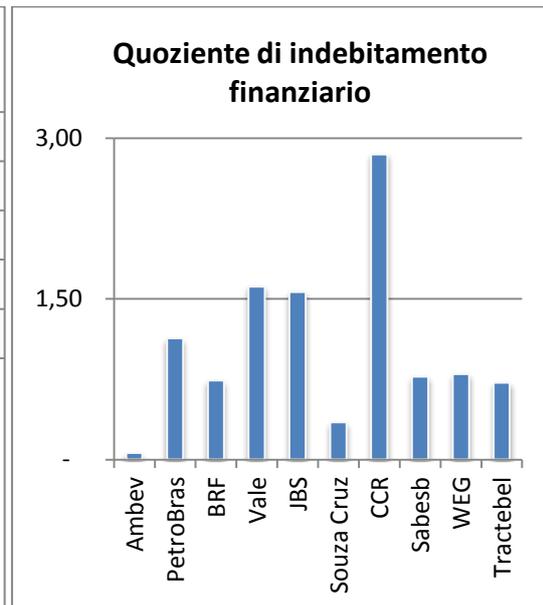


Figura 4.4

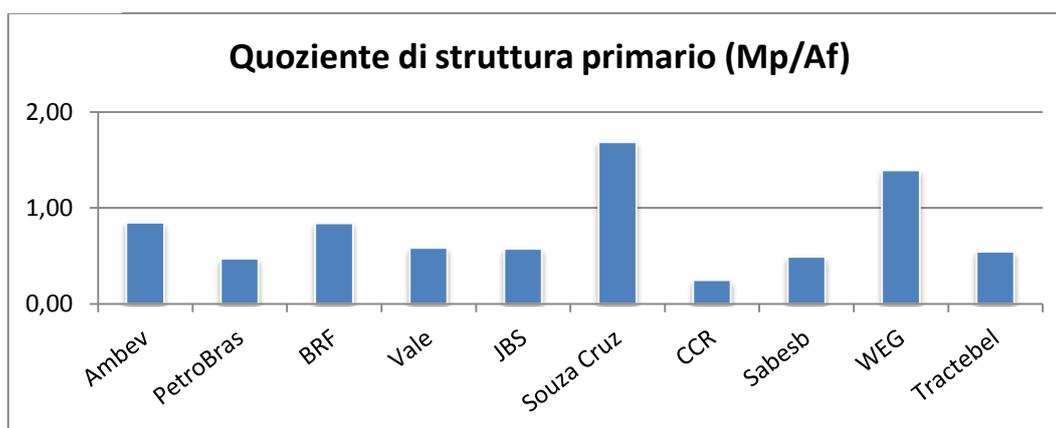


Per completare l'analisi strutturale delle imprese brasiliane, analizziamo di seguito la correlazione tra gli impieghi e le fonti tramite il quoziente di struttura primario (Mp/Af).

I risultati riportati nella Figura 4.5, configurano una situazione in cui il quoziente primario di struttura è inferiore ad 1 nella maggioranza delle imprese. Una situazione accettabile risulta per Ambev (0,8) e BRF (0,84), mentre più problematica è la situazione per le aziende con un quoziente di struttura minore quali PetroBras, Vale, JBS, CRR e Tractebel. Una situazione rischiosa riguarda CCR, dove il capitale proprio finanzia soltanto un quarto dell'attivo fisso. Tale situazione la espone ad un continuo reperimento di fonti di finanziamento con conseguente elevato rischio di insolvenza.

Completamente diversa è la situazione per Souza Cruz e WEG, entrambi con quozienti maggiori di uno. Si tratta di una situazione ottimale dal punto di vista della solidità patrimoniale, tuttavia ne potrebbe risentire la redditività delle due imprese.

Figura 4.5



1.2. Analisi della liquidità

In questa sezione andremo ad osservare l'equilibrio finanziario delle imprese con riferimento al breve periodo. Tramite il quoziente di disponibilità (o current ratio) andiamo ad analizzare la correlazione tra gli impieghi a breve termine e le passività a breve.

Secondo le informazioni contenute nella Figura 4.6, le principali imprese brasiliane presentano in maggioranza una situazione favorevole con un rapporto tra impieghi e fonti a breve superiore ad uno, confermando tale dato anche nei due esercizi precedenti. Le compagnie Ambev e SABESB, invece, hanno subito un decremento del quoziente di disponibilità negli ultimi due esercizi, che lo ha reso di poco minore di uno, mantenendo comunque una situazione soddisfacente. Diverso è il caso di CCR, che presenta un quoziente di disponibilità intorno a 0,5 negli ultimi tre esercizi, ciò vuol dire che una buona parte dei debiti a breve termine va a finanziare gli investimenti in attivo fisso, rendendo l'impresa soggetta al continuo reperimento di nuove fonti di finanziamento.

Approfondendo la nostra analisi, consideriamo tra gli impieghi a breve termine le sole liquidità differite e immediate, non considerando così il magazzino. Otteniamo così il margine di tesoreria (o quick ratio).

I dati in Figura 4.7, riportano uno scenario alquanto vario per le imprese brasiliane, rendendo difficile trovare un unico andamento. La maggior parte delle imprese analizzate del Brasile, presenta una situazione dal punto di vista della liquidità accettabile, poiché il quick ratio è superiore a 0,5. CCR, invece, riporta uno squilibrio finanziario nel breve periodo, con un quick ratio compreso tra 0,42 e 0,31, negli ultimi tre esercizi. Una tale situazione rende l'impresa soggetta a possibili deficit di liquidità. PetroBras, Tractebel e JBS presentano un andamento instabile. BRF ha un trend positivo che porta l'indice di tesoreria da 0,76 a 1,01. Mentre per quanto riguarda WEG viene riportato una situazione soddisfacente nei tre esercizi precedenti, con un quoziente di tesoreria sempre maggiore di uno, tra i valori 1,34 e 1,95, ciò significa che avrà un'eccedenza di liquidità alla fine del periodo.

Figura 4.6

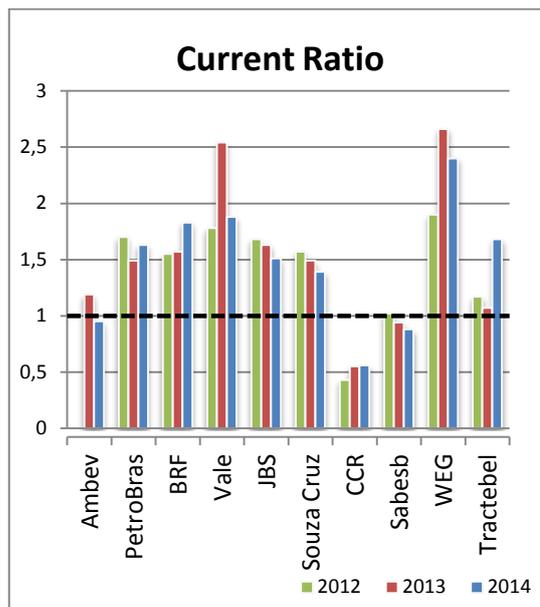
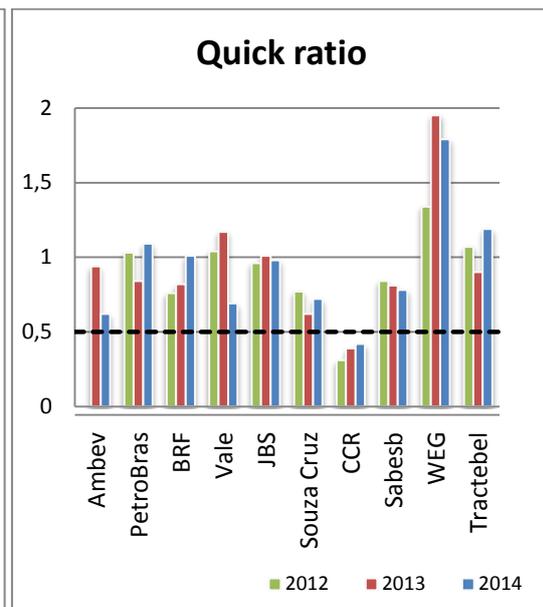


Figura 4.7



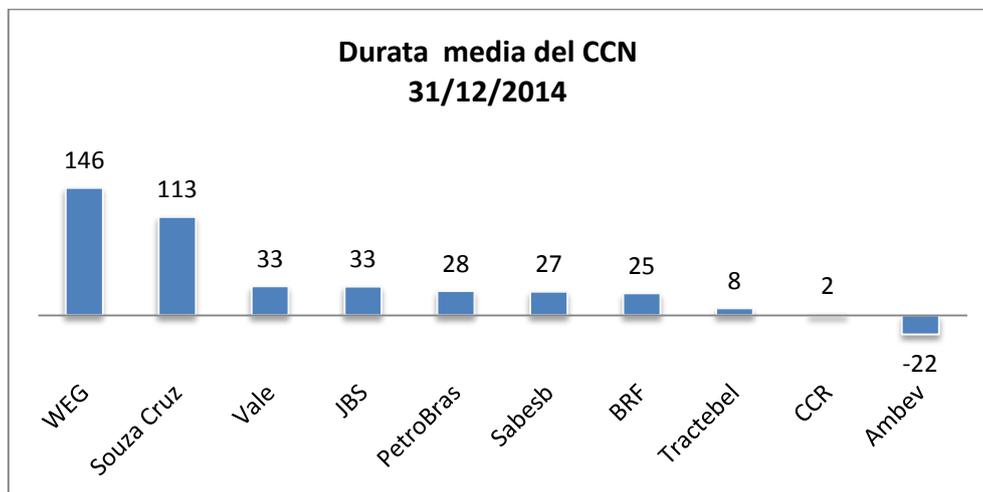
Osservando la durata media del capitale circolante netto in Figura 4.8, notiamo una situazione varia tra le maggiori imprese industriali del Brasile. WEG e Souza Cruz hanno una durata media del CCN molto elevata che comporta un maggiore fabbisogno ed un indebitamento finanziario a breve elevato. Mentre Weg riesce a mantenere un equilibrio finanziario superando tale fabbisogno con le liquidità

differite ed immediate (vedi quick ratio), Souza Cruz rimane legata alla realizzazione del magazzino per sopperire a tale fabbisogno finanziario.

Al contrario Ambev, con una giacenza media del CCN negativa, riesce a liberare risorse destinandole alla riduzione dell'indebitamento, dato che conferma un quoziente di indebitamento finanziario (Df/Mp) inferiore all'unità (Figura 4.4).

Per quanto riguarda il resto delle imprese industriali esaminate hanno una durata media del CCN da potersi ritenere soddisfacente dal punto dell'equilibrio finanziario di breve periodo.

Figura 4.8



1.3. Analisi della redditività

Da un'analisi statica della remunerazione del capitale proprio, osservando i soli valori del ROE (return on equity) al 31/12/2014, si presenta una situazione variegata tra le imprese brasiliane esaminate. Tra di esse soltanto Petrobras presenta un rendimento negativo, al contrario Souza Cruz ha un rendimento del capitale proprio abbastanza elevato (69%). Anche osservando un ROE normalizzato, depurato della tassazione e della gestione straordinaria, la situazione non risulta differente, anzi riscontriamo un aumento della forbice all'interno del quale si collocano i risultati.

Attraverso un'analisi dinamica, riguardo agli ultimi tre esercizi, tra le imprese che hanno subito una drastica riduzione del rendimento per gli azionisti troviamo PetroBras (-188%), Vale (-58%) e Ambev (-45%)¹⁷, mentre una riduzione attenuata si è avuta per Tractebel (-9%) e Souza Cruz (-4%). Viceversa, un trend positivo del ROE è stato riscontrato per BRF (+130%) e JBS (+122%). Comunque si riscontra un'elevata volatilità del ROE delle imprese brasiliane negli ultimi tre esercizi.

Se spostiamo la nostra analisi dal ROE "lordo" ad un ROE normalizzato, escludendo quindi gli effetti della tassazione e della gestione straordinaria, lo scenario non cambia per la maggior parte delle imprese in esame. Tuttavia un cambiamento del trend in positivo si ha per Souza Cruz (dal -4% al +7%), ed in negativo per CCR (dal +5% al -11%).

Compagnia	ROE %	ROE %	ROE %	Δ %	ROE n %	ROE n %	ROE n %	Δ %
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012		31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	
Ambev	27,53	50,44	n.a.	-45%	32,92	31,37	n.a.	5%
PetroBras	-6,54	6,79	6,25	-188%	-8,31	8,06	8,03	-203%
BRF	14,65	7,26	5,68	130%	15,85	8,25	5,61	92%
Vale	1,08	0,83	6,90	-58%	2,76	11,15	5,15	-75%
JBS	8,35	4,16	3,42	122%	16,35	7,67	6,45	113%
Souza Cruz	69,18	61,33	73,86	-4%	97,91	91,15	100,86	7%
CCR	37,70	39,77	36,14	5%	53,61	60,02	55,19	-11%
Sabesb	17,18	12,10	16,14	17%	21,71	16,32	23,68	33%
WEG	19,52	19,18	16,50	18%	23,89	23,37	20,81	2%
Tractebel	25,09	26,53	27,48	-9%	34,60	37,31	38,44	-7%

Tra le determinanti del ROE, possiamo ricavare il ROI (return on Investments), che va a misurare la redditività del capitale investito tramite la gestione operativa, escludendo così la parte straordinaria e finanziaria.

¹⁷ Per Ambev la variazione percentuale del ROE riguarda solo gli esercizi 2013 e 2014

Da una prima analisi statica sul ROI delle imprese brasiliane risulta impossibile stabilire un elemento comune. L'unica impresa che non riesce a raggiungere un rendimento positivo risulta PetroBras, con un ROI del -2,16%.

L'analisi dinamica del ROI, ci configura un andamento due diverse situazioni tra le imprese brasiliane esaminate. Da una parte Ambev, PetroBras, Souza Cruz, Sabesb e Tractebel hanno un andamento negativo del ROI negli ultimi tre esercizi, che trova le sue determinanti in una riduzione del risultato operativo conseguito. D'altra parte, invece, BRF, Vale, JBS, CCR e WEG hanno avuto un aumento del ROI negli tre esercizi.

Compagnia	ROI %	ROI %	ROI %	Δ %
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	
Ambev	23,68	44,22	n.a.	-46%
PetroBras	-2,16	4,79	4,96	-144%
BRF	11,22	8,35	6,30	78%
Vale	9,41	10,83	5,42	74%
JBS	12,45	6,83	6,61	88%
Souza Cruz	39,74	37,60	48,09	-17%
CCR	20,72	20,11	20,12	3%
Sabesb	11,92	10,00	13,69	-13%
WEG	13,82	13,93	12,03	15%
Tractebel	19,02	19,57	20,38	-7%

Dal confronto tra il ROE normalizzato (depurato della gestione tributaria e straordinaria) ed il ROI, riusciamo a trovare un elemento che accomuna le imprese esaminate, infatti, la maggior parte di esse presenta un ROE maggiore del ROI, ciò significa che oltre la redditività della gestione operativa abbiamo un leva finanziaria positiva che porta ad una remunerazione per dell'azionista maggiore. Tra queste imprese quella con un maggior incremento è Souza Cruz che passa da un ROI del 39,74% ad un ROE n del 97,91%. Al contrario, PetroBras e Vale, riducono la

redditività prodotta dalla gestione operativa con un effetto della leva finanziaria negativo.

1.4. Analisi della posizione debitoria

Tutte le maggiori imprese brasiliane riescono a coprire la spesa per gli interessi sul debito con l'Ebit, che risulta in media quattro volte superiore. Tra di esse solamente PetroBras, generando un Ebit negativo nell'ultimo periodo, non riesce a far fronte alla copertura degli interessi sul debito.¹⁸

Per quanto riguarda l'incidenza del debito finanziario sulla struttura patrimoniale, analizziamo una situazione variegata tra le imprese in questione. Il rapporto debiti finanziari su capitale investito presenta un range di valori molto ampio, dal 61% al 4%. Tuttavia è da sottolineare come tutte le imprese pongano attenzione al mantenimento di un determinato target dell'indebitamento finanziario. Ciò può essere dedotto dalla poca variabilità del rapporto Df/Ci di ogni azienda nei tre esercizi esaminati.

Compagnia	Indice di copertura interessi	Indice di copertura interessi	Indice di copertura interessi	Debiti finanziari / Capitale	Debiti finanziari / Capitale	Debiti finanziari / Capitale
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
Ambev	7	9	n.a.	4%	4%	n.a.
PetroBras	-2	6	8	44%	36%	29%
BRF	3	1	1	32%	33%	31%
Vale	1	2	3	26%	25%	26%
JBS	2	2	1	49%	48%	42%
Souza Cruz	19	16	21	13%	15%	19%
CCR	2	3	3	61%	59%	58%
Sabesb	5	3	3	34%	34%	35%
WEG	4	4	4	35%	32%	30%
Tractebel	4	6	6	30%	28%	29%

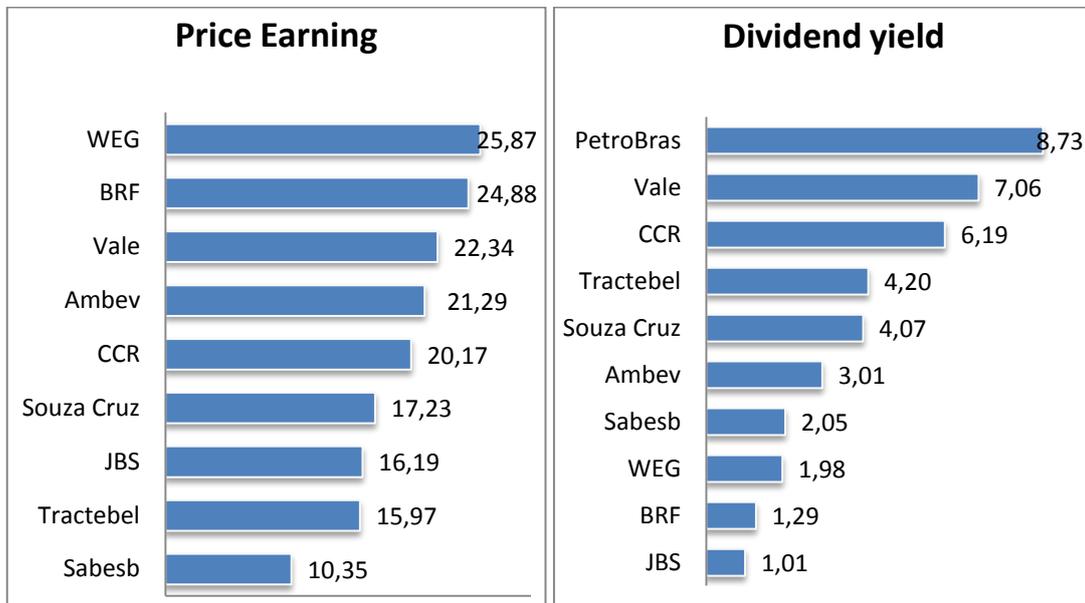
¹⁸ Si intende una copertura economica, non è detto che l'impresa non sia in grado di effettuare l'esborso finanziario al pagamento degli interessi. Per stabilire ciò, vi bisogna un'ulteriore analisi dei flussi finanziari.

1.5. Analisi degli indicatori riferibili al mercato azionario

Il rapporto prezzo utili delle maggiori imprese industriali brasiliane, riportato in Figura 4.9, ci porta a considerare un alto tasso di crescita degli utili futuri per le imprese considerate¹⁹. Tuttavia un elevato rapporto prezzo utili può indicare una potenziale sopravvalutazione del titolo rispetto agli utili. WEG presenta il più alto rapporto prezzo utili, infatti il prezzo di mercato del titolo è 25 volte l'utile dell'ultimo esercizio.

Figura 4.9

Figura 4.10



Con il dividend yield, poniamo l'analisi verso un investimento basato sul medio e lungo periodo. In quest'ottica, possiamo dedurre che a parità di altre condizioni, un potenziale azionista non speculativo potrebbe avere un grado di preferenza, verso le maggiori imprese brasiliane secondo l'ordine riportato nella Figura 4.10. E quindi essere più propenso ad investire su PetroBras, con un dividend yield pari a 8,73. Al

¹⁹ Per PetroBras non abbiamo un rapporto prezzo utili in quanto ha concluso l'esercizio 2014 con una perdita.

contrario non considererà l'investimento la possibilità di un investimento in JBS, che ha un dividend yield pari a 1,01.

2. Russia

2.1. Analisi della struttura

Osservando la composizione degli impieghi nelle maggiori imprese industriali della Russia, nell'esercizio 2014, si nota come quasi tutte presentano una dominanza di attivo fisso rispetto all'attivo corrente. Nove imprese su dieci della nostra analisi hanno un attivo fisso superiore al 50% del capitale investito (Figura 4.11). Il settore petrolchimico in Russia è fortemente sviluppato, infatti quasi la totalità delle imprese prese in esame ne fa parte. A tal proposito, esse necessitano di ingenti investimenti sulle infrastrutture per poter operare all'interno del settore di appartenenza. Dunque è da ritenersi funzionale una tale situazione di composizione degli impieghi.

Il quoziente di rigidità (Af/Ac) rappresentato in Figura 4.12 conferma la situazione riguardo la composizione degli impieghi delle imprese russe. Esse presentano in maggioranza un quoziente elevato. Tuttavia, tale situazione è funzionale al settore petrolchimico, in quanto è meno soggetto alle condizioni mutevoli dell'ambiente.

Figura 4.11

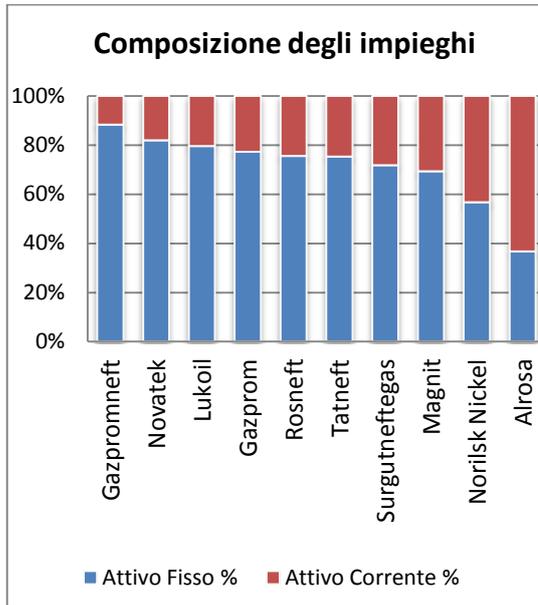
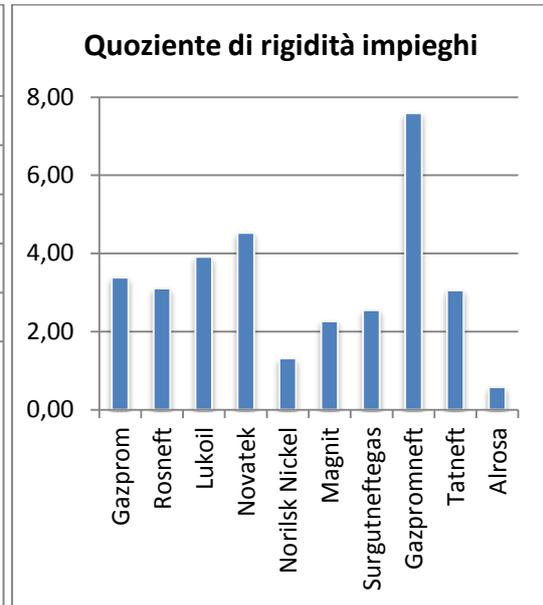


Figura 4.12



Proseguendo con l'analisi della composizione delle fonti nelle maggiori imprese industriali in Russia, osserviamo come vi sia una preferenza da parte di esse a finanziare gli investimenti con il capitale proprio rispetto al capitale di terzi. Questa situazione è destinata a cambiare con l'attenzione di nuovi finanziatori esteri verso le imprese russe. A testimonianza di ciò, vi sono le recenti dichiarazioni del governo russo, che proprio in occasione dei summit dei paesi BRICS, ha espresso il proprio consenso all'entrata nel mercato finanziario russo delle banche cinesi al fine di rafforzare il rapporto economico tra i due paesi. Come riportato in Figura 4.13, tra le imprese che presentano una presenza in forma maggiore del capitale di terzi vi sono Rosneft e Alrosa, dove il capitale proprio rappresenta solamente il 33% circa del capitale investito.

L'analisi del quoziente di indebitamento finanziario risulta poco significativa per quelle imprese che presentano una parte minima di capitale di terzi rispetto al capitale proprio. L'unica nota da sottolineare riguarda la possibile mancanza di effetto leva finanziaria al fine di ottenere una maggiore redditività.

Per quanto riguarda le restanti aziende, è interessante capire quanta parte del capitale di terzi è rappresentata da debiti finanziari (Df), e gli effetti che essi hanno sull'autonomia finanziaria dell'impresa. Alla luce dei dati riportati in Figura 4.14²⁰, possiamo notare ad esempio, che Alrosa (1,44) e Norilsk (1,32) Nickel hanno un quoziente d'indebitamento maggiore rispetto a Rosneft (1,18), pur avendo una percentuale minore del capitale di terzi rispetto al capitale investito. Ciò vuol dire che una buona parte del capitale di terzi di Rosneft è costituito da passività di funzionamento, e quindi meno soggetta alla dipendenza dei finanziatori di credito.

Figura 4.13

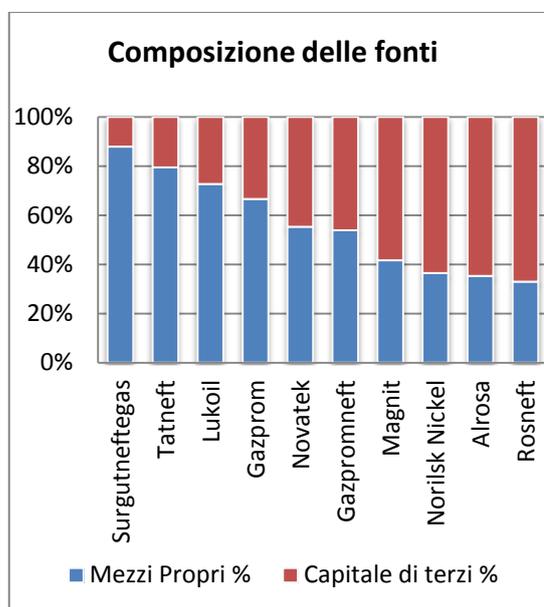
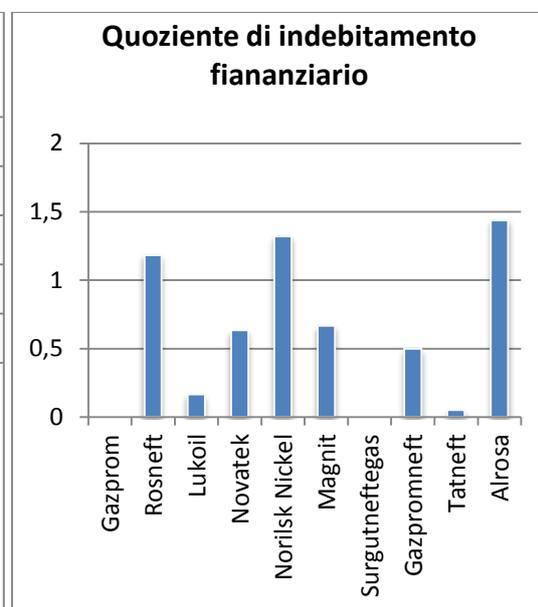


Figura 4.14



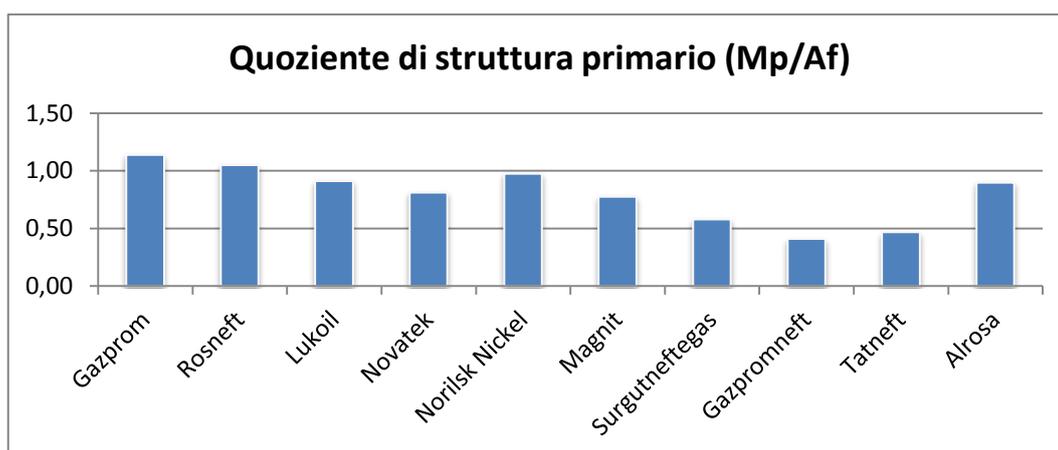
Completiamo ora l'analisi strutturale delle maggiori imprese russe osservando il relativo quoziente di struttura primario (Mp/Af), che ci permette di analizzare la correlazione esistente tra impieghi e fonti, infatti esso ci indica quanta parte dell'attivo fisso è finanziata dal capitale proprio. Secondo la struttura precedentemente analizzata delle imprese russe, è prevedibile una situazione

²⁰ Dalla ricerca non sono stati trovati dati a riguardo per Gazprom e Surgutneftegas, pertanto presentano un quoziente d'indebitamento pari a zero nella Figura 4.13

soddisfacente dal punto di vista della solidità patrimoniale, con un capitale fisso interamente finanziato dal capitale proprio.

Andando nelle specifico, attraverso i dati riportati in figura 4.15, notiamo come soltanto Gazprom e Rosneft finanziano l'attivo fisso interamente con il capitale proprio, con un quoziente di struttura rispettivamente di 1,14 e 1,05. Tuttavia il resto delle imprese presenta un quoziente poco inferiore ad uno, restando in una situazione comunque ottimale dal punto di vista della solidità aziendale. Alcuni problemi quali ad esempio, la ricerca continua di nuovi finanziamenti, potrebbero sorgere per Gazpromneft e Tatneft, che hanno un quoziente rispettivamente dello 0,41 e 0,47.

Figura 4.15



2.2. Analisi della liquidità

Con l'analisi della liquidità aziendale andremo ad osservare la situazione delle maggiori imprese industriali in Russia, con riferimento alla capacità di far fronte agli impegni finanziari nel breve periodo.

Attraverso una prima analisi del quoziente di disponibilità (o current ratio) delle imprese russe, si afferma una situazione di equilibrio finanziario nel breve periodo (Figura 4.16). Tutte le imprese, eccetto Magnit, mantengono un attivo corrente

superiore alle passività correnti negli ultimi tre esercizi, esprimendo quindi, un quoziente di disponibilità superiore ad uno.

Analizzando la dinamica del current ratio nei tre esercizi, l'impresa che cambiato maggiormente la propria struttura è Rosneft, che passa da con un attivo corrente di oltre il doppio alle passività a breve nel 2012, fino ad eguagliare le due grandezze alla fine del 2014, con un current ratio pari a 1,05.

Per un analisi più approfondita, tra gli impieghi a breve termine, andiamo ad escludere la parte legata al magazzino, ottenendo così il margine di tesoreria (quick ratio), riportato in Figura 4.17.

Tutte le imprese russe presentano un quick ratio notevolmente inferiore al current ratio. Da qui possiamo capire che le maggior parte delle imprese in esame riesce a raggiungere un equilibrio finanziario di breve periodo, solo con la realizzazione del magazzino.

Norilsk e Tatneft, con riferimento al periodo 2014, riportano una situazione soddisfacente con un quick ratio maggiore di uno, ciò significa che avranno un'eccedenza di liquidità al termine del periodo.

Figura 4.16

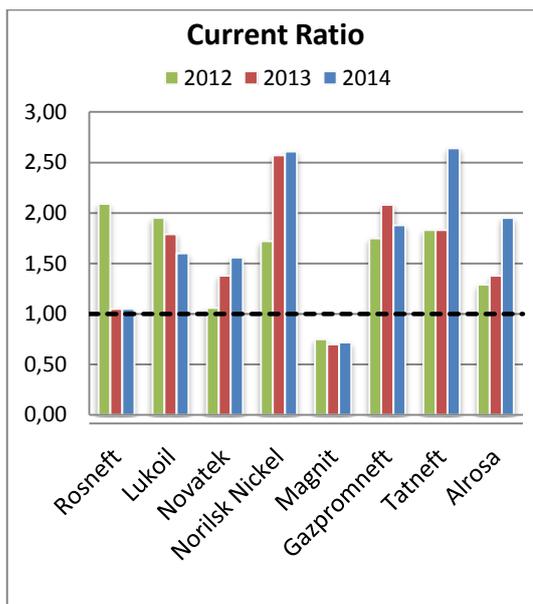
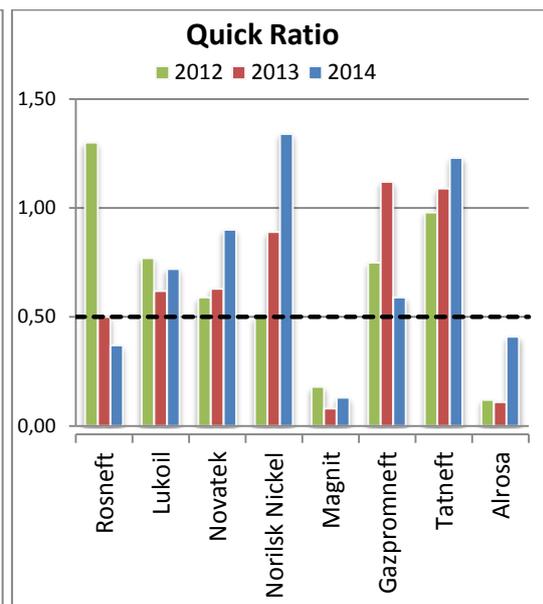


Figura 4.17

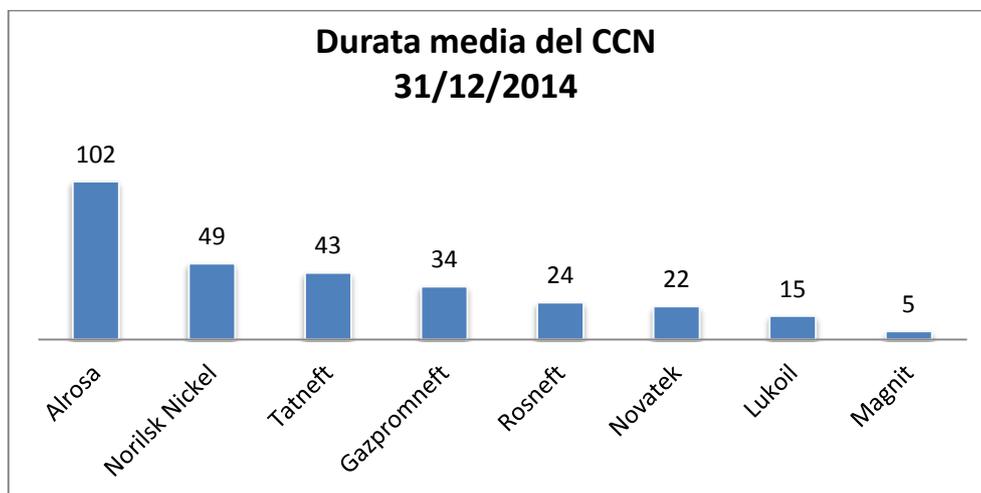


Per analizzare il succedersi dei flussi finanziari generati all'interno dell'orizzonte temporale breve, osserviamo la durata media del ciclo del circolante, che ci dà indicazioni riguardo il fabbisogno finanziario generato o prodotto dal ciclo produttivo.

Dalla Figura 4.18, troviamo una situazione variegata tra le imprese russe in questione. Alrosa ha una giacenza media del CCN elevata, comportando un maggiore fabbisogno finanziario nel breve periodo, pur incassando il credito contestualmente alla vendita, infatti, tale fabbisogno deriva da un'elevata giacenza delle scorte in magazzino (112 gg).²¹

Situazione opposta si verifica per Magnit, con una durata media del ciclo del circolante pari a 5, frutto di un forte potere contrattuale verso i fornitori (giacenza media dei debiti commerciali pari a 22 gg) e di un pagamento della somma contestuale all'atto di vendita da parte dei clienti (giacenza dei crediti pari a 0).

Figura 4.18



2.3. Analisi della redditività

Attraverso l'analisi statica della remunerazione del capitale proprio con riferimento all'esercizio 2014, troviamo una situazione variegata tra le imprese russe in analisi,

²¹ Vedi appendice

con ROE (return on equity) medio del 13,74%.²² L'impresa con il maggior rendimento per l'azionista è Magnit (38,74%), mentre Alrosa presenta un rendimento negativo nell'ultimo esercizio (-12,10%). Osservando il ROE normalizzato, depurato della gestione fiscale e straordinaria, si osserva un miglioramento del rendimento per tutte le imprese analizzate soprattutto per Norilsk e Magnit, ciò vuol dire che il loro rendimento finale è stato influenzato negativamente dalla gestione straordinaria.

L'analisi dinamica del ROE ci indica un andamento negativo pressoché uniforme per le imprese russe,

Tra le imprese analizzate solo Norilsk (+53%) e Magnit (+14%) hanno accresciuto la loro remunerazione del capitale proprio degli ultimi tre esercizi.

Analizzando l'andamento del ROE normalizzato l'andamento negativo della remunerazione del capitale proprio non si discosta dall'analisi del ROE netto. Avendo in questo caso i dati disponibili per Gazprom, possiamo notare come presenti anch'essa un trend negativo, mentre Surgutneftegas si differenzia per andamento particolarmente elevato del ROE normalizzato (+198%).

Compagnia	ROE %	ROE %	ROE %	Δ %	ROE n %	ROE n %	ROE n %	Δ %
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012		31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	
Gazprom	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,03	15,42	18,37	-84%
Rosneft	11,50	20,00	16,62	-31%	16,59	20,07	20,20	-18%
Lukoil	5,92	10,30	15,63	-62%	8,32	13,26	18,75	-56%
Novatek	9,81	33,18	26,16	-63%	13,65	36,76	29,72	-54%
Norilsk Nickel	27,55	6,82	18,05	53%	55,50	13,64	24,29	128%
Magnit	38,74	24,21	33,92	14%	63,22	37,27	31,81	99%
Surgutneftegas	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	36,77	16,70	12,34	198%
Gazpromneft	11,48	19,05	39,46	-71%	12,91	22,64	25,74	-50%
Tatneft	16,98	14,94	17,59	-3%	21,29	20,10	22,82	-7%

²² Dati non disponibili per Gazprom e Surgutneftegas

Focalizzandoci sulle determinanti del ROE, osserviamo la remunerazione del capitale investito tramite la gestione operativa attraverso il ROI (return on investment). Da un'analisi statica riferita al 31/12/2014, notiamo come tutte le imprese presentino un rendimento del capitale investito positivo.

Da un'analisi dinamica del ROI osserviamo come la maggior parte delle imprese abbia un andamento negativo negli ultimi tre esercizi. Tale spiega la causa dell'andamento negativo del ROE. L'unica impresa che ha incrementato il proprio rendimento del capitale è Magnit (+36%), differenziandosi così rispetto all'andamento generale delle altre imprese.

Le cause di una riduzione del ROI possono essere individuate nell'instabile situazione politico economica venutasi a formare negli ultimi anni tra la Russia e i paesi limitrofi dell'Unione Europea, riducendo di fatto le esportazioni delle imprese russe verso l'Europa, insieme all'effetto di un calo dei prezzi del petrolio nell'ultimo periodo, a cui molte imprese russe sono legate.

Infine poi da un confronto tra ROI e il ROE normalizzato, si osserva in quasi tutte le imprese un impatto positivo della leva finanziaria, accrescendo di fatto la remunerazione per l'azionista. Solo nel caso di Alrosa si riscontra una riduzione della redditività operativa per effetto della leva finanziaria, con ROI pari a 0,75% ed un ROE normalizzato negativo pari a -5,68%.

Compagnia	ROI %	ROI %	ROI %	Δ %
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	
Gazprom	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Rosneft	8,62	12,09	13,16	-35%
Lukoil	6,68	10,53	14,97	-55%
Novatek	9,01	26,76	21,20	-58%
Norilsk Nickel	17,70	8,61	17,09	4%
Magnit	24,99	20,65	18,41	36%
Surgutneftegas	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gazpromneft	8,81	16,46	34,52	-74%
Tatneft	18,48	16,65	17,40	6%
Alrosa	0,75	15,53	19,09	-96%

2.4. Analisi della posizione debitoria

La totalità delle imprese russe della nostra analisi riesce a coprire la spesa degli interessi sul debito con l'Ebit. Questo grazie anche ad una struttura delle fonti a maggioranza di capitale proprio.²³ Tuttavia Magnit che ha l'indice di copertura interessi più elevato, pari a 25,60 nell'ultimo periodo, presenta una composizione delle fonti a maggioranza di capitale di terzi. Ciò spiega che la maggior parte del capitale di terzi di Magnit è costituita da debiti di funzionamento. Dato confermato dall'incidenza dei debiti finanziari sul capitale.

L'analisi dell'incidenza dei debiti finanziari sul capitale investito, presenta una situazione variegata tra le imprese russe analizzate in riferimento all'ultimo esercizio. Alcune di esse hanno un'elevata presenza di debiti finanziari da ritenersi eccessiva relativa al capitale investito. Ad esempio Alrosa e Norilsk hanno un rapporto debiti finanziari su capitale investito rispettivamente del 51% e del 48%. Questo fenomeno le pone sotto un rischio di dipendenza dai finanziatori di credito. Al contrario Tatneft e Lukoil hanno un'incidenza dei debiti finanziari sul capitale rispettivamente pari al 4% e 12%, conferma di una struttura patrimoniale a

²³ Dati non disponibili per Gazprom e Surgutneftegas

maggioranza di capitale proprio (Figura 4.12). Il resto delle imprese russe rientra in scala di valori tra il 27% e il 39% relativo all'incidenza dei debiti finanziari sul capitale.

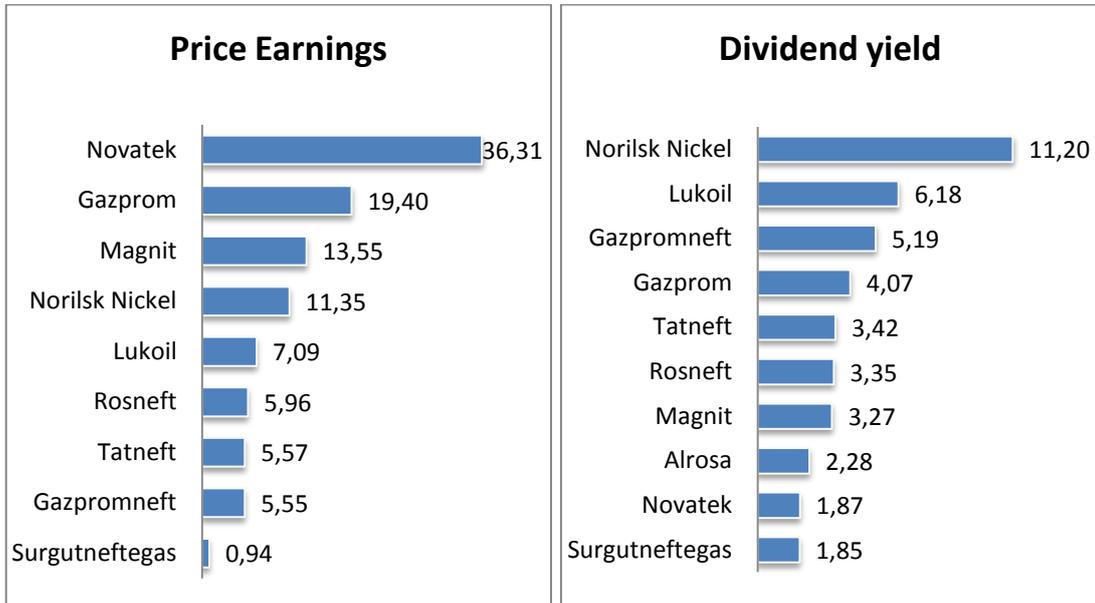
Compagnia	Indice di copertura interessi	Indice di copertura interessi	Indice di copertura interessi	Debiti finanziari / Capitale	Debiti finanziari / Capitale	Debiti finanziari / Capitale
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
Gazprom	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Rosneft	2,75	13,25	29,93	39%	32%	25%
Lukoil	11,76	22,85	26,98	12%	10%	7%
Novatek	13,56	20,34	25,84	35%	28%	29%
Noriisk Nickel	25,60	6,70	12,84	48%	33%	24%
Magnit	10,70	10,24	8,88	28%	28%	29%
Surgutneftgas	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gazpromneft	13,50	20,78	20,80	27%	20%	18%
Tatneft	19,96	15,03	15,08	4%	7%	11%
Alrosa	6,87	5,87	6,11	51%	39%	40%

2.5. Analisi degli indicatori riferibili al mercato azionario

Il rapporto prezzo utili delle maggiori imprese russe ci permette di distinguere situazioni differenti tra di esse. Novatek riporta un elevato rapporto tra gli utili e il prezzo di mercato pari a 36,31, indicazione di una potenziale sopravvalutazione del titolo rispetto agli utili che genera l'impresa oppure frutto di una previsione ottimistica di crescita degli utili nel breve periodo. Discorso inverso si ha per Surgutneftgas, che presenta un price earning pari a 0,94, e quindi oggetto di una possibile sottovalutazione da parte del mercato azionario.

Figura 4.19

Figura 4.20



Analizzando la possibilità di un investimento nel medio lungo periodo, osserviamo il rapporto tra i dividendi e gli utili per azione, dividend yield, per la maggiori imprese russe (Figura 4.20). Anche qui come spiegato in precedenza per le imprese brasiliane, un azionista non speculativo preferirebbe le imprese con un dividend yield maggiore. Tra queste in Russia abbiamo Norilsk (11,2). Un dato particolare si ha per Novatek, che al contrario del price earning elevato ha un dividend yield molto basso, derivante da una politica dei dividendi incentrata nel reinvestimento degli utili all'interno dell'impresa.

India

2.6. *Analisi della struttura*

Analizzando la composizione degli impieghi nelle maggiori imprese industriali in India, riguardo l'ultimo esercizio²⁴, e riportata in Figura 4.21, è possibile osservare situazioni differenti tra le imprese in esame.

Alcune imprese hanno una composizione degli impieghi con maggioranza di attivo fisso, vedi ad esempio Oil & Natural Gas e Ntcp, con un peso percentuale dell'attivo fisso sul capitale investito, rispettivamente del 83% e 80%. Tale composizione del capitale investito conferma la configurazione degli impieghi opportuna per le imprese industriali esaminate, appartenenti a settori quali petrolchimico, dell'elettronica e dell'auto.

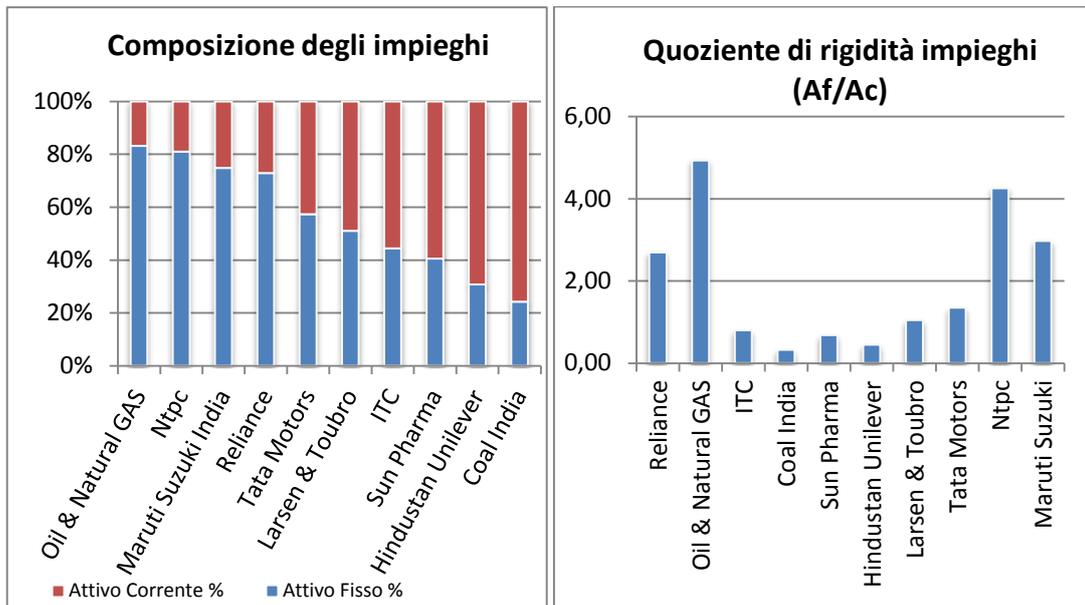
Altre imprese della nostra ricerca presentano, invece, un maggior peso dell'attivo corrente sul capitale investito. Tra queste ritroviamo Coal India, Hindustan Unilever, Sun Pharma e ITC. Un dato anomalo lo presenta Coal India, che pur operando nel settore dell'estrazione di carbone, presenta una predominanza dell'attivo corrente (75%) rispetto all'attivo fisso (25%) sul capitale investito, situazione anomala rispetto alle altre imprese del settore.

Il quoziente di rigidità (Af/Ac), rappresentato in Figura 4.22, ci fornisce un'ulteriore conferma della composizione degli impieghi. La rigidità espressa dalla maggioranza delle imprese è da ritenere funzionale, relativamente al settore di appartenenza delle singole imprese indiane, poco soggetti alle condizioni mutevoli dell'ambiente. Ad esempio Oli & Natural Gas presenta un attivo fisso superiore di quasi cinque volte l'attivo corrente.

²⁴ In India la chiusura dell'esercizio avviene al 30 marzo, con l'indicazione "ultimo esercizio" si fa riferimento al 30/03/2015.

Figura 4.21

Figura 4.22



Passando alla composizione delle fonti di finanziamento per le imprese indiane, analizziamo in che misura il capitale proprio e il capitale di terzi vanno a finanziare il capitale investito.

Nella Figura 4.23 si osserva come la maggior parte di esse abbia la tendenza a finanziare il capitale investito con il capitale di terzi. Tra di queste abbiamo Larsen & Toubro, Tata Motors e Hindustan Unilever. Altre imprese invece, come Maruti Suzuki e ITC hanno struttura delle fonti orientata verso il finanziamento da capitale proprio.

L'analisi del quoziente di indebitamento finanziario (Df/Mp), ci permette di osservare quanta parte del capitale di terzi è costituita da debiti finanziari, e di conseguenza il grado di autonomia o dipendenza finanziaria dell'impresa.

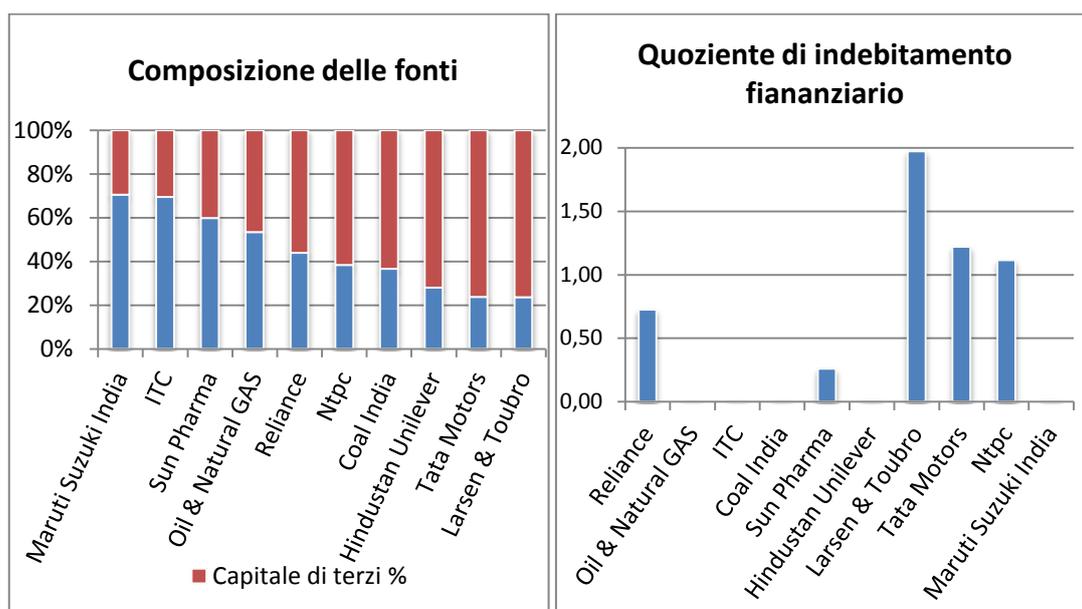
Secondo i dati riportati in Figura 4.24, Larsen & Toubro presenta un livello di indebitamento finanziario rischioso, con il debito finanziario quasi il doppio del capitale proprio. Questa situazione rende l'impresa più soggetta al rischio di dipendenza finanziaria verso i finanziatori di credito. È da ritenere fisiologico il

livello d'indebitamento di Tata Motors (1,22), Ntcp (1,11) e Reliance (0,7). Per quanto riguarda Hindustan Unilever e Coal India, pur avendo un il capitale di terzi maggiore rispetto al capitale proprio, mantengono un quoziente di indebitamento finanziario prossimo allo zero. Ciò comporta che la quasi totalità del capitale di terzi è costituito da debiti di funzionamento.

Come da aspettativa, le imprese indiane che finanziano il capitale investito, a maggioranza di capitale proprio, presentano dei quozienti di indebitamento finanziario prossimi a zero, avendo di contro, delle possibili ripercussioni su una minore redditività, per il mancato sfruttamento della leva finanziaria.

Figura 4.23

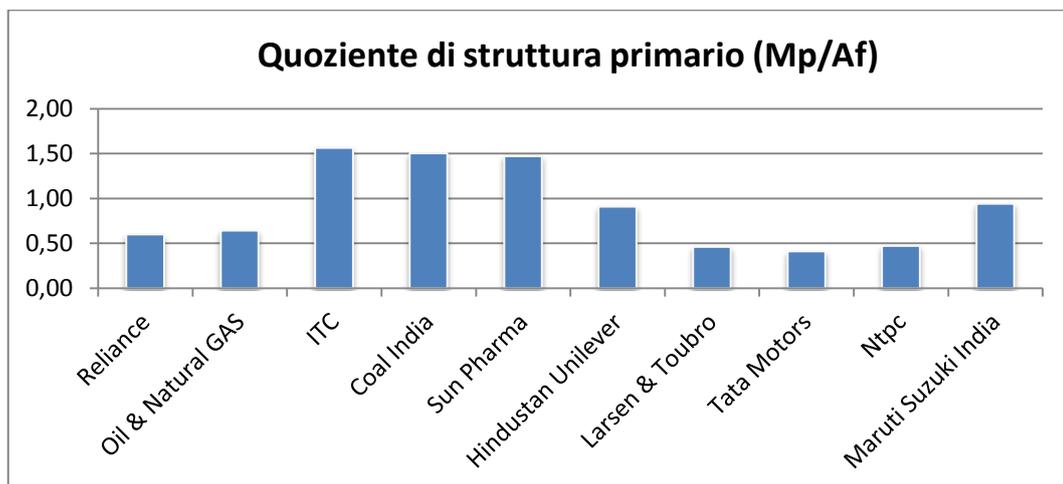
Figura 4.24



Completando l'analisi della struttura delle maggiori imprese industriali in India, osserviamo il relativo quoziente di struttura primario (Mp/Af), che ci permette di analizzare la correlazione tra impieghi e fonti (analisi orizzontale), andando a misurare quanta parte dell'attivo fisso è finanziata con capitale proprio.

Attraverso i dati riportati nella Figura 4.25, notiamo una situazione in cui il quoziente di struttura è inferiore ad uno nella maggior parte delle imprese. Soltanto ITC, Coal India e Sun Pharma, finanziano l'attivo fisso interamente con i mezzi propri, con un quoziente di struttura maggiore di uno. La situazione per Maruti Suzuki (0,94) e Hindustan Unilever (0,91) rimane comunque accettabile. Più rischiosa è la situazione per Larsen & Toubro e Tata Motors, che potrebbero essere soggetti alla continua ricerca di nuovi finanziamenti, frutto di una mancata correlazione tra i fattoti produttivi e le fonti di finanziamento.

Figura 4.25



2.7. Analisi della liquidità

Con l'analisi della liquidità andremo ad osservare la situazione delle maggiori imprese industriali in India, con riferimento alla capacità di far fronte agli impegni finanziari nel breve periodo.

Partendo dall'analisi del quoziente di disponibilità (o current ratio) (Ac/Pc), tra le imprese indiane si afferma una situazione in cui la maggior parte di esse presenta un current ratio intorno all'unità, con una situazione da tenere sotto controllo. Al contrario, ITC e Coal India si trovano in una situazione di liquidità ottimale, dove

l'attivo corrente supera di due volte le passività correnti per quanto riguarda l'ultimo esercizio. La situazione della liquidità di Sun Pharma (1,88) è da ritenere altrettanto soddisfacente, facendo attenzione però alla riduzione notevole del quoziente di disponibilità avutasi rispetto ai due precedenti esercizi.

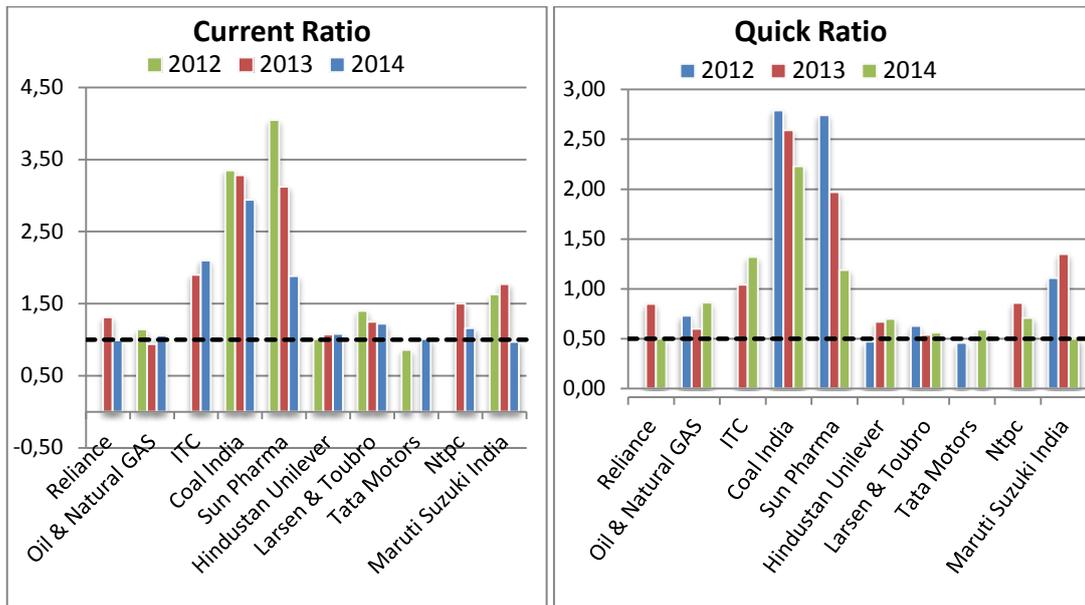
Approfondendo la nostra analisi, escludiamo dagli impieghi a breve termine la parte legata al magazzino, ottenendo così il margine di tesoreria (o quick ratio).

I dati riportati in Figura 4.27, ci indicano una situazione variegata rendendo difficile trovare un unico andamento. In una posizione di squilibrio finanziario si trovano Reliance e Maruti Suzuki con un quick ratio pari 0,5, considerando però il trend negativo avuto rispetto agli ultimi due esercizi. Il loro equilibrio finanziario dipende dalla realizzazione del magazzino.

Una situazione accettabile viene presentata per Oil & Natural Gas, Hindustan Unilever, Larsen & Toubro, Tata Motors e Ntcp, che collocano il proprio quick ratio in un range compreso tra 1 e 0,5. Infine poi, una situazione particolarmente soddisfacente dal punto di vista della liquidità, viene presentata per Coal India, Sun Pharma e ITC, con quick ratio superiori ad uno. Quest'ultime avranno un eccesso di liquidità alla fine del periodo, che permette di poter pagare i finanziatori dell'impresa.

Figura 4.26

Figura 4.27



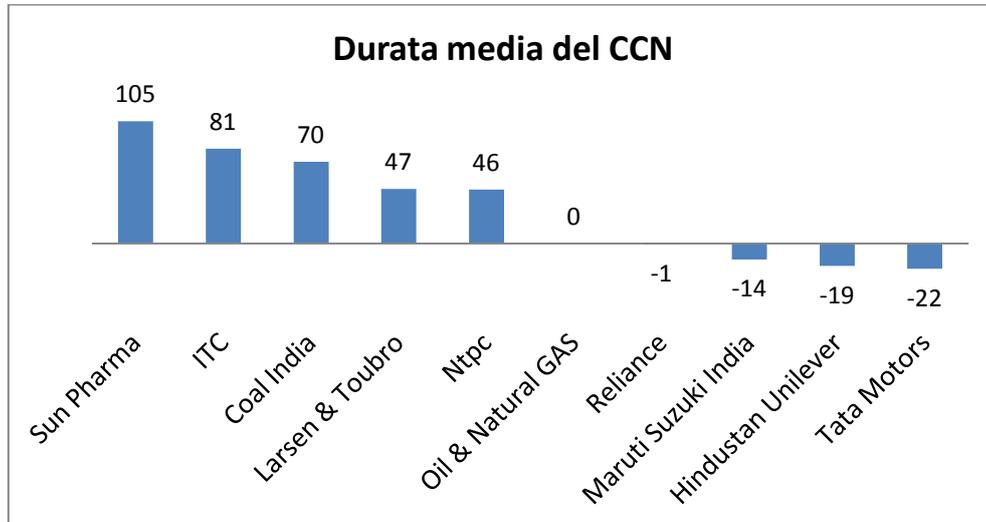
Per vedere se le imprese mantengono un equilibrio finanziario anche durante l'esercizio, analizziamo di seguito la durata media del capitale circolante netto (CCN) espressa in giorni. Maggiore è la durata e maggiore è il fabbisogno finanziario che comporta un maggior indebitamento a breve.

Dalla Figura 4.28²⁵, è possibile notare come Sun Pharma presenti la durata media del CCN più elevata (105 gg), comportando un maggiore fabbisogno finanziario. Per sopperire a tale fabbisogno Sun Pharma mantiene il proprio current ratio superiore all'unità ed un quick ratio a valori molto elevati rispetto alle altre imprese.

Alcune delle maggiori imprese industriali, quali Tata Motors, Hindustan Unilever, Reliance e Maruti Suzuki, presentano una durata media del CCN negativa. Ciò permette di avere un'eccedenza di liquidità. Tale situazione permette alle imprese di reinvestire l'eccesso di liquidità e mantenere in equilibrio la posizione finanziaria dell'impresa nel breve periodo.

²⁵ Dati non disponibili per Reliance, Oil & Natural Gas e ITC

Figura 4.28



2.8. Analisi della redditività

L'analisi statica della remunerazione del capitale proprio, fatta osservando il ROE (return on equity) dell'ultimo periodo, ci fornisce una situazione in cui, a parte Hindustan Unilever, le maggiori imprese indiane esprimono un ROE compreso tra il 33% e 11%. Considerando Hindustan Unilever, con un ROE particolarmente elevato del 114%, la situazione risulta ancor più variegata.

Osservando il ROE normalizzato, senza prendere in considerazione la gestione fiscale e straordinaria, la forbice di valori tra le varie imprese risulta essere ancor maggiore.

Attraverso un'analisi dinamica, riguardo agli ultimi tre esercizi, un dato che accomuna la quasi totalità delle imprese è la riduzione del rendimento per gli azionisti. Tra le imprese indiane solo Oil and Natural Gas e Maruti Suzuki, riescono a mantenere un trend positivo del ROE, rispettivamente del +26% e 16%. Per il resto la riduzione maggiore del rendimento del capitale proprio si è riscontrata per Larsen & Toubro (-30%). Se osserviamo la dinamica del ROE normalizzato, si nota come Oil & Natural Gas passi ad un andamento negativo. Ciò può essere spiegato dal fatto che nei precedenti esercizi la gestione straordinaria ha influito maggiormente,

riducendo di fatto il ROE. Mentre escludendola dal calcolo del ROE presenta una situazione più equilibrata. Nel caso di Tata Motors invece, la gestione straordinaria ha influito maggiormente nell'ultimo periodo rendendo negativo l'andamento del ROE.

Compagnia	ROE %	ROE %	ROE %	Δ %	ROE n %	ROE n %	ROE n %	Δ %
	30/03/2015	30/03/2014	30/03/2013		30/03/2015	30/03/2014	30/03/2013	
Reliance	11,19	n.a.	n.a.	n.a	14,04	14,41	14,33	-2,0%
Oil & Natural GAS	20,94	16,09	16,52	26,8%	22,51	22,51	23,79	-5,4%
ITC	32,54	35,02	n.a.	-7,1%	44,94	47,56	47,59	-5,6%
Coal India	33,15	33,26	39,04	-15,1%	53,40	53,96	51,52	3,6%
Sun Pharma	18,23	16,95	20,67	-11,8%	21,81	22,42	25,99	-16,1%
Hindustan Unilever	114,73	122,43	116,62	-1,6%	156,17	146,51	175,56	-11,0%
Larsen & Toubro	10,98	12,67	15,80	-30,5%	15,72	18,30	20,92	-24,9%
Tata Motors	22,79	n.a.	27,86	-18,2%	38,28	28,40	35,91	6,6%
Ntpc	11,59	13,41	n.a.	-13,6%	12,39	16,46	20,23	-38,8%
Maruti Suzuki	16,61	14,07	14,23	16,7%	20,45	17,36	16,13	26,8%

Focalizzandoci sulle determinanti del ROE, osserviamo la remunerazione del capitale investito tramite la gestione operativa, attraverso il ROI (return on investment). Tutte le imprese indiane raggiungono un rendimento positivo del ROI confermando tale dato anche negli precedenti due esercizi.

Tuttavia, se osserviamo l'andamento del ROI nel corso dei tre esercizi, la maggior parte delle imprese industriali dell'India in esame, hanno manifestato una riduzione dell'indice. Larsen & Toubro ha subito il calo di rendimento del capitale investito maggiore (-39%) , passando da un ROI del 9,21% al 30/03/2013, ad un ROI del 5,58% al 30/03/2015.

Compagnia	ROI %	ROI %	ROI %	Δ %
	30/03/2015	30/03/2014	30/03/2013	
Reliance	7,16	n.a	n.a	n.a
Oil & Natural GAS	18,66	13,84	15,19	22,9%
ITC	33,10	34,40	n.a	-3,8%
Coal India	20,09	21,34	23,08	-13,0%
Sun Pharma	17,91	18,50	23,66	-24,3%
Hindustan Unilever	44,89	40,69	43,34	3,6%
Larsen & Toubro	5,58	8,78	9,21	-39,4%
Tata Motors	11,62	n.a	11,72	-0,9%
Ntpc	6,67	9,27	n.a	-28,1%
Maruti Suzuki India	15,81	13,32	12,93	22,3%

2.9. Analisi della posizione debitoria

La totalità delle imprese indiane esaminate, riesce a coprire la spesa per gli interessi sul debito tramite l'Ebit. Possiamo notare questo fenomeno tramite l'indice di copertura interessi, misurato dal rapporto tra Ebit e interessi sul debito. Notiamo come Coal India abbia un indice abbastanza elevato (2949), dovuto ad un minimo ricorso del debito da parte dell'impresa, dato che ci conferma un basso indice di indebitamento finanziario. Escludendo Hindustan Unilever con un indice di copertura interessi pari a 344, le altre maggiori aziende indiane hanno un Ebit superiore all'incirca nove volte la spesa interessi.

Analizzando l'incidenza dei debiti finanziari sul capitale investito, viene confermata la situazione riportata dal quoziente di indebitamento finanziario (Figura 4.24). Infatti, l'impresa con l'indice più alto coincide con quella avente il quoziente di indebitamento finanziario maggiore, rappresentata da Larsen & Toubro.

Nel caso delle imprese indiane, il peso dei debiti finanziari sul capitale investito ha un andamento vario nei precedenti esercizi. Elemento che differenzia talune imprese rispetto all'analisi degli altri paesi.

Compagnia	Indice di copertura interessi	Indice di copertura interessi	Indice di copertura interessi	Debiti finanziari / Capitale	Debiti finanziari / Capitale	Debiti finanziari / Capitale
	30/03/2015	30/03/2014	30/03/2013	30/03/2015	30/03/2014	30/03/2013
Reliance	10,56	n.a.	n.a.	32,0%	n.a.	n.a.
Oil & Natural GAS	10,36	64,79	83,93	n.a.	15,0%	8,0%
ITC	145,15	419,65	n.a.	1,0%	1,0%	n.a.
Coal India	2.949,62	291,49	403,83	0,0%	0,0%	1,0%
Sun Pharma	12,06	97,79	110,92	15,0%	9,0%	1,0%
Hindustan Unilever	344,27	119,95	181,50	0,0%	0,0%	0,0%
Larsen & Toubro	3,53	2,12	2,57	47,0%	47,0%	44,0%
Tata Motors	5,48	n.a.	3,66	29,0%	n.a.	32,0%
Ntpc	3,93	4,65	n.a.	43,0%	41,0%	n.a.
Maruti Suzuki	23,85	18,84	13,52	1,0%	7,0%	6,0%

2.10. Analisi degli indicatori riferibili al mercato azionario

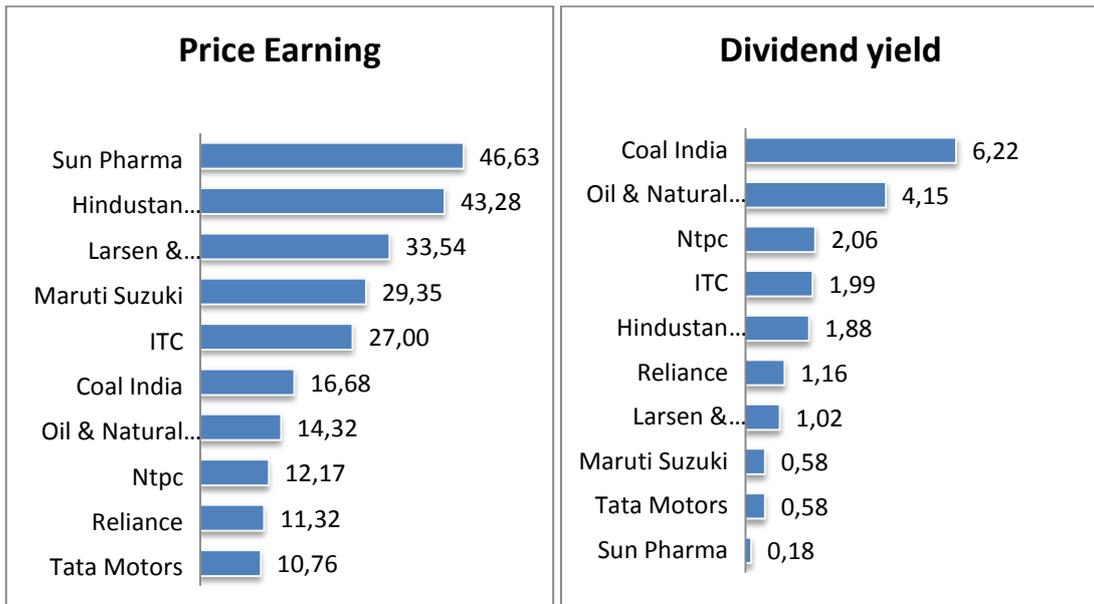
Il rapporto prezzo utili (P/E) delle maggiori imprese industriali indiane, riportato in Figura 4.29, configura una situazione dove la maggior parte delle aziende in esame, presenta un elevato P/E. Tale situazione presenta una possibile previsione di crescita degli utili da parte del mercato nel prossimo futuro. Tra le imprese con un rapporto maggiore troviamo Sun Pharma e Hindustan Unilever, rispettivamente con 46,63 e 43,28. Tuttavia, va ricordato che un elevato rapporto prezzo utili può indicare una possibile potenziale sopravvalutazione del titolo sul mercato azionario.

Analizzando la possibilità di un investimento nel medio e lungo periodo, osserviamo il rapporto tra i dividendi e l'utile per azione con riferimento all'ultimo periodo, delle maggiori imprese industriali indiane (Figura 4.30). Qui vediamo che un'azionista potrebbe essere non interessato ad investire in Sun Pharma, in quanto distribuisce un dividendo minimo rispetto agli utili prodotti, nonostante un elevato P/E. Diverso è il discorso per Coal India che presenta un dividend yield pari a 6,22. In

questo caso investire in Coal India è preferibile, se l'impresa riesce a mantenere tale situazione negli anni avvenire.

Figura 4.29

Figura 4.30



3. Cina

3.1. Analisi della struttura

Analizzando la composizione degli impieghi nelle maggiori imprese industriali in Cina, riguardo l'esercizio 2014, è possibile osservare che la maggior parte di esse ha un attivo fisso maggiore dell'attivo corrente. Tra le imprese con un peso percentuale dell'attivo fisso maggiore sul capitale investito troviamo MTR, Daquin Railway, Petrochina, Cnooc e China Petroleum & Chemical. Si tratta di imprese

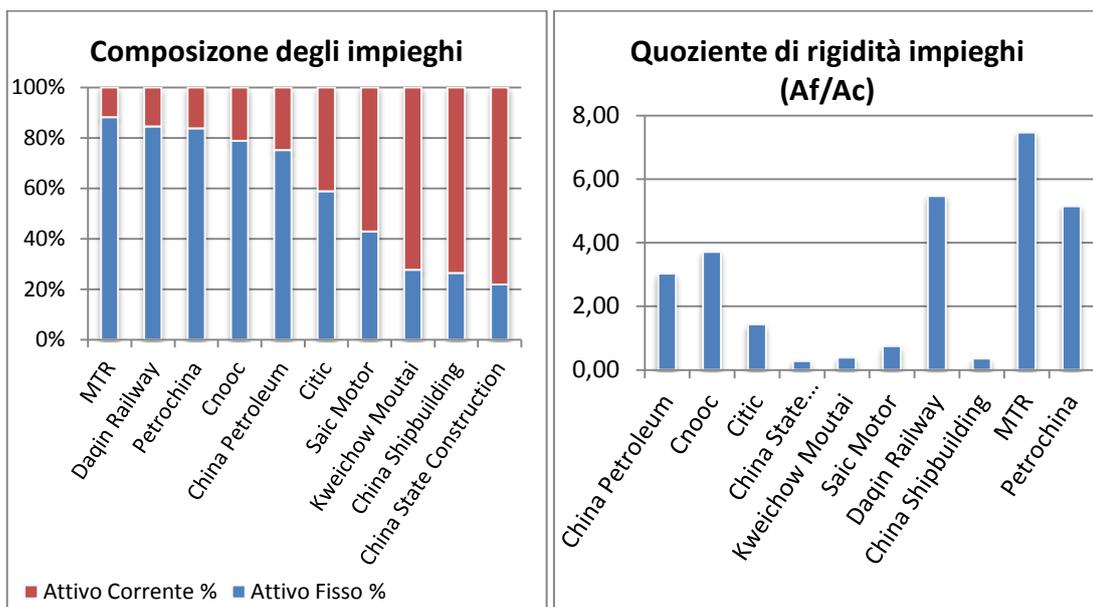
operanti nel settore petrolchimico e ferroviario, dove occorrono ingenti investimenti sulle infrastrutture aziendali. Dunque è da ritenere funzionale al settore in cui operano, la loro composizione degli impieghi.

Tra le imprese con un peso maggiore dell'attivo corrente sul capitale investito, troviamo aziende operanti nei settori costruzioni (China Construction), del trasporto marittimo (China Shipbuilding) e delle bevande (Kweichow Moutai). Di queste imprese soltanto quest'ultima ha una composizione degli impieghi da ritenersi funzionale al tipo di business.

Il quoziente di rigidità (Af/Ac), riportato in Figura 4.32, ci indica quanto più l'impresa si trovi in difficoltà a cambiare la propria struttura patrimoniale in conseguenza dei cambiamenti dell'ambiente. Per come è costruito il quoziente di rigidità, le imprese cinesi con un peso maggiore dell'attivo fisso, presentano un quoziente elevato, e quindi maggiori difficoltà in caso di eventuale cambiamento dell'ambiente esterno. Tuttavia, la situazione si ritiene non risulti problematica, in quanto i vari settori di appartenenza di suddette imprese hanno un grado di cambiamento relativamente basso.

Figura 4.31

Figura4.32



Proseguendo con l'analisi della composizione delle fonti nelle maggiori imprese industriali cinesi, osserviamo una situazione variegata, che non indica un'unico andamento tra le imprese cinesi, riguardo le fonti di finanziamento del capitale.

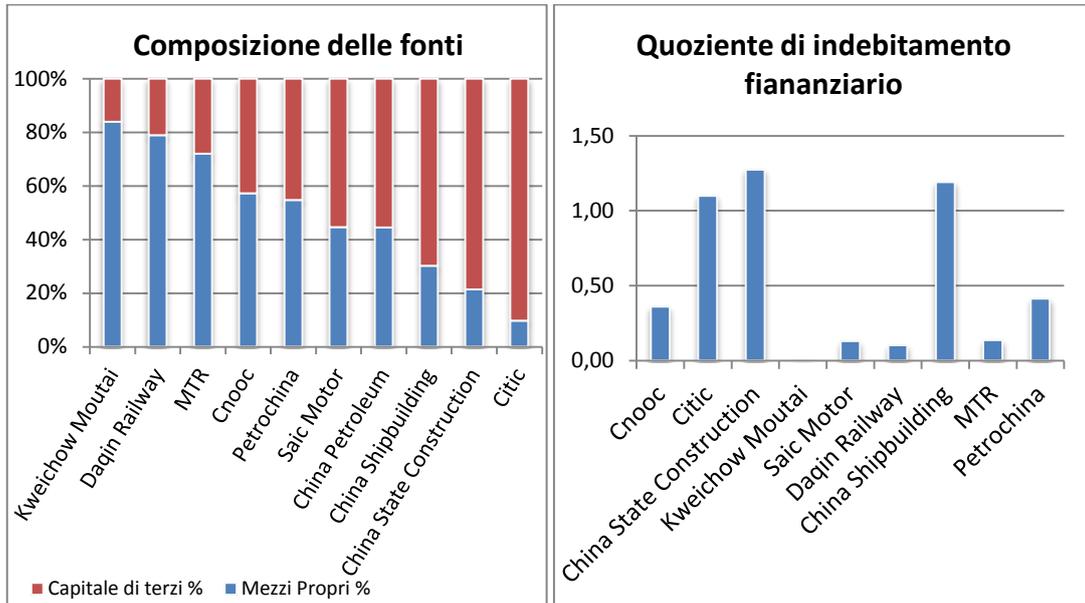
Le imprese con un maggior peso del capitale proprio rispetto al capitale di terzi sono Kweichow Moutai e Daqin Railway, rispettivamente con un peso percentuale del capitale proprio dell' 83% e 78% sul capitale investito. La maggior parte delle imprese si colloca tra un range di valori percentuale del capitale proprio tra il 71% e il 31%. Infine poi, Citic si trova in una posizione rischiosa dal punto di vista patrimoniale, in quanto tra le fonti prevale in misura maggiore il capitale di terzi rispetto al capitale proprio.

L'analisi del quoziente d'indebitamento finanziario (Df/Mp), ci permette di osservare quanta parte del capitale di terzi è costituita dal debito finanziario, fondamentale per capire in che misura il capitale di terzi ha effetti sull'autonomia finanziaria dell'impresa.

Secondo i dati della Figura 4.34, la maggior parte delle imprese cinesi ha un quoziente compreso tra lo zero e 0,41. Tale situazione rende una maggiore autonomia finanziaria per le aziende, ma può porre limiti alla redditività del capitale per il mancato sfruttamento della leva finanziaria. Le imprese che a differenza delle altre hanno un quoziente d'indebitamento più elevato, tra le quali China State Construction, Citic e China Shipbuilding, risultano avere maggiore dipendenza verso i finanziatori di credito. Tuttavia il livello di indebitamento non è eccessivo e quindi da ritenere fisiologico per l'impresa.

Figura 4.33

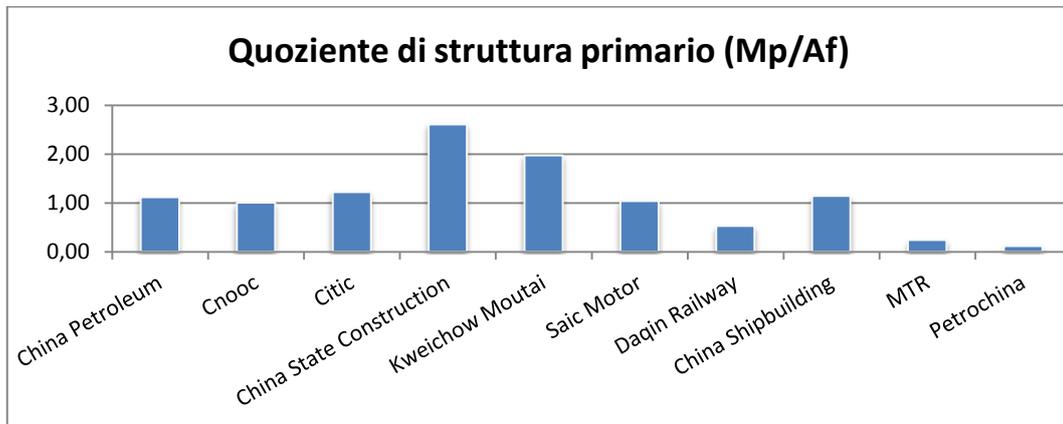
Figura 4.34



Per completare l'analisi strutturale delle imprese cinesi, analizziamo di seguito la correlazione tra gli impieghi e le fonti tramite il quoziente di struttura primario (Mp/Af), esso ci indica quanta parte dell'attivo fisso è finanziata dal capitale proprio.

I risultati riportati in Figura 4.35, presentano una situazione in cui la maggior parte delle imprese cinesi ha un quoziente di struttura primario superiore ad uno, ciò vuol dire che l'attivo fisso è interamente finanziato dal capitale proprio, che finanzia anche in parte l'attivo corrente. Si tratta di una situazione ottimale sotto il profilo della solidità aziendale. Per quanto riguarda la situazione di Petrochina, MTR e Daqin Railway, che riportano un quoziente di struttura primario inferiore ad uno, si trovano in una situazione rischiosa dal punto di vista della solidità aziendale, in quanto l'attivo fisso è finanziato in buona parte dal passivo corrente. Una tale situazione rende le imprese soggette al continuo reperimento delle nuove fonti di finanziamento per la copertura del deficit di liquidità generato dall'investimento (C. Caramiello 2003).

Figura 4.35



3.2. Analisi della liquidità

Con l'analisi della liquidità andremo ad osservare la situazione delle maggiori imprese industriali in Cina, con riferimento alla capacità di far fronte agli impegni finanziari nel breve periodo.

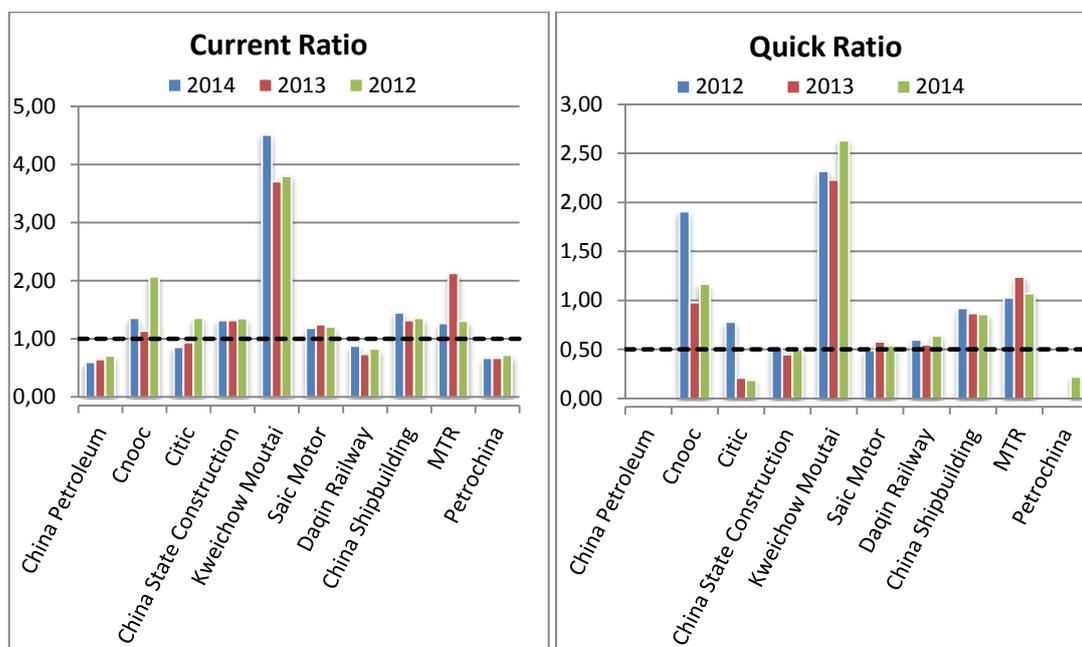
Osservando la Figura 4.36 si nota che il rapporto tra impieghi e fonti a breve delle imprese cinesi, misurato attraverso il quoziente di disponibilità (o current ratio) è elevato solo nel caso di Kweichow Moutai, dove le attività correnti superano di 4 volte le passività correnti, trovandosi in questo modo in posizione di liquidità ottimale. Nella maggioranza delle imprese cinesi in esame, il current ratio presenta una situazione della liquidità da tenere sotto controllo, con un current ratio compreso tra 1 e 1,5. Per quanto riguarda China Petroleum, Citic, Daqin Railway e Petrochina, avendo un quoziente di disponibilità al di sotto della soglia dell'unità, si ritrovano in una possibile situazione di squilibrio finanziario nel breve periodo. Osservando il quoziente di disponibilità nei due precedenti esercizi non si notano drastici cambiamenti.

Per un'analisi più approfondita, tra gli impieghi a breve termine andiamo ad escludere la parte relativa al magazzino, ottenendo così il margine di tesoreria (o quick ratio).

Secondo i dati riportati in Figura 4.37, con riferimento all'ultimo periodo, tra le imprese che presentavano un current ratio minore di uno, Citic e Petrochina mantengono una situazione di squilibrio grave, mentre Daqin Railway, con la sola considerazione delle liquidità immediate e differite, presenta una situazione accettabile. Kweichow Moutai mantiene la propria situazione di liquidità ottimale così come Cnooc, che presentano un quick ratio superiore ad uno. Il resto delle imprese in esame, presenta una situazione accettabile con un quick ratio compreso tra 0,5 ed 1.

Figura 4.36

Figura 4.37



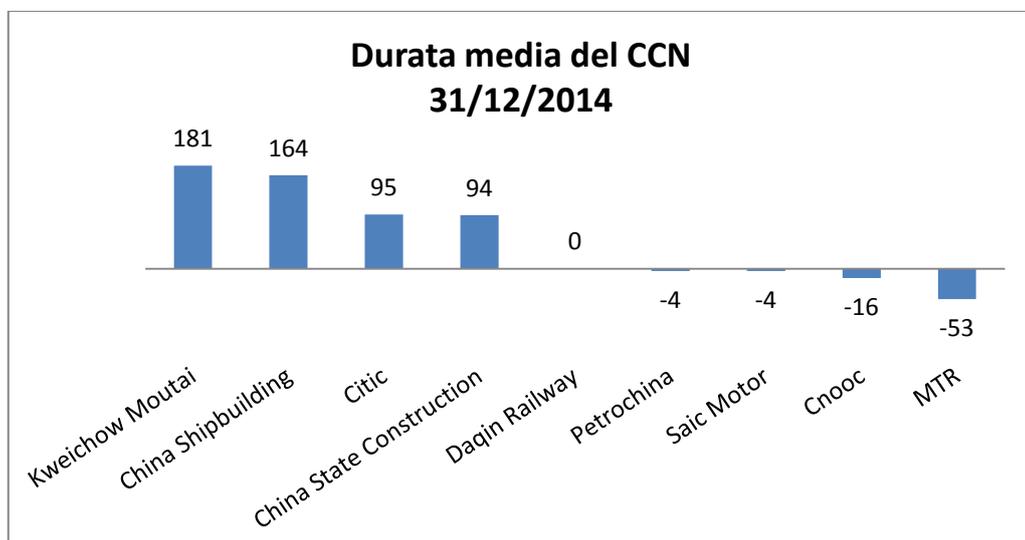
Con l'analisi della durata media del CCN, siamo in grado di capire se le imprese con un equilibrio finanziario a breve, riescono a sopperire il fabbisogno generato dai flussi finanziari durante il periodo di riferimento.

Con i dati delle maggiori imprese industriali della Cina, riportati in Figura 4.38, troviamo due tipologie d'impreses. La prima tipologia di imprese ha una giacenza media del CCN positiva, generando così un fabbisogno finanziario durante il ciclo del

circolante. Tra queste aziende troviamo Kweichow, China Shipbuilding, Citic e China State Construction. Mentre Kweichow e China Shipbuilding riescono a sopperire a tale fabbisogno mantenendo dei quozienti di disponibilità e di tesoreria in situazione ottimale. Al contrario Citic ha un rischio di deficit di liquidità molto elevato, come già manifestato dal current e quick ratio.

La seconda tipologia di imprese presenta una giacenza media del CCN negativa, ciò permette di avere un'eccedenza di liquidità da poter reinvestire in azienda o necessaria al pagamento del debito. Tra queste troviamo Petrochina, Saic Motor, Cnooc, e MTR. Quest'ultima in particolare raggiunge tale risultato grazie ad un potere contrattuale molto forte nei confronti dei fornitori, pagando i propri debiti in media 112 gg dopo dal momento dell'acquisto. Infine Daqin Railway riesce a sincronizzare le componenti del CCN in maniera da generare una giacenza media del CCN pari a zero.

Figura 4.38²⁶



²⁶ Dati non disponibili per China Petroleum

3.3. Analisi della redditività

Attraverso l'analisi statica della remunerazione del capitale proprio tramite il ROE (return on equity), e con riferimento all'esercizio 2014, troviamo una situazione meno variegata tra le imprese cinesi, rispetto ad altri paesi esaminati. L'impresa con l'indice più elevato risulta essere Kweichow Railway, con un ROE del 31%, mentre l'impresa con la performance più bassa per l'azionista è China Shipbuilding, con ROE del 4% circa.

Osservando un ROE normalizzato, depurato della gestione fiscale e straordinaria, la situazione per le imprese cinesi analizzate non varia.

L'analisi dinamica del ROE, riguardo agli ultimi tre esercizi, ci indica un andamento negativo del rendimento per l'azionista per la quasi totalità delle imprese cinesi. Solo Daqin Railway ha un andamento positivo minimo del ROE pari a +2%. Osservando un ROE normalizzato, notiamo che solo MTR riesce ad avere un andamento positivo avendo escluso la gestione straordinaria e fiscale.

Compagnia	ROE %	ROE %	ROE %	Δ %	ROE n %	ROE n %	ROE n %	Δ %
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012		31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	
China Petroleum	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10,15	15,29	17,74	-43%
Cnooc	16,69	17,34	22,24	-25%	21,74	23,67	29,11	-25%
Citic	7,50	16,40	8,96	-16%	13,52	17,69	11,38	19%
China State Construction	12,49	15,31	16,44	-24%	22,01	23,58	29,61	-26%
Kweichow Moutai	31,35	39,43	45,00	-30%	39,56	50,28	54,76	-28%
Saic Motor	17,33	19,07	18,47	-6%	23,08	30,12	32,82	-30%
Daqin Railway	17,59	17,19	17,27	2%	21,51	20,80	20,88	3%
China Shipbuilding	3,95	6,96	8,52	-54%	4,42	7,43	10,54	-58%
MTR	9,87	8,77	9,91	-0,4%	11,19	9,84	10,79	4%
Petrochina	8,28	n.a.	n.a.	n.a.	11,90	14,02	15,68	-24%

Focalizzandoci sulle determinanti del ROE, osserviamo la remunerazione del capitale investito attraverso la gestione operativa espressa tramite il ROI (return on investment). Tutte le imprese cinesi analizzate hanno un ROI positivo nei tre esercizi precedenti, segno che la gestione operativa riesce a restituire una remunerazione per il capitale investito.

Tuttavia se osserviamo l'andamento del ROI negli ultimi periodi, si configura una situazione simile a quella del ROE. Infatti tutte le imprese, escluse Daqin Railway e MTR, hanno un trend negativo del ROI. La riduzione maggiore della remunerazione del capitale investito si è avuta per Citic (-68%).

Un tale andamento delle imprese esaminate risulta collegato all'andamento generale dell'economia cinese, che aveva visto un livello di crescita enorme a livello paese, reso insostenibile a seguito della crisi globale degli ultimi anni.

Compagnia	ROI %	ROI %	ROI %	Δ %
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	
China Petroleum	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Cnooc	13,67	15,62	21,87	-0,38
Citic	1,55	3,69	4,87	-0,68
China State Construction	5,94	6,30	6,08	-0,02
Kweichow Moutai	35,84	42,67	46,98	-0,24
Saic Motor	10,97	12,22	12,83	-0,14
Daqin Railway	17,88	16,54	15,84	0,13
China Shipbuilding	2,48	3,12	3,53	-0,30
MTR	8,64	7,33	8,27	0,04
Petrochina	7,61	n.a.	n.a.	n.a.

3.4. Analisi della posizione debitoria

Come tutti le nazioni fin qui esaminate, tutte le imprese russe riescono a far fronte alla spesa degli interessi sul debito tramite l'Ebit. Rimane fondamentale capire in

che misura avviene tale fenomeno. Di fronte ad una residua presenza di debiti finanziari e quindi di interessi da pagare per Kweichow, è di facile comprensione l'elevato indice di copertura interessi pari 305. China Shipbuilding, al contrario si trova in una situazione limite, con un indice di copertura interessi pari ad 1 nel 2014. In tal caso, tutta la ricchezza prodotta dalla gestione, viene assorbita dalla gestione finanziaria, attraverso la spesa degli interessi. Tale fenomeno per China Shipbuilding produce una redditività minima del capitale investito e conseguentemente anche del capitale proprio.

L'analisi dell'incidenza dei debiti finanziari sul capitale investito (Df/Ci) , conferma la situazione analizzata in precedenza tramite il quoziente di indebitamento finanziario (Df/Mp). Le imprese con un alto quoziente di indebitamento, presentano un elevata incidenza dei debiti finanziari sul capitale investito così come è anche vero il contrario. Vedi ad esempio China State Construction e China Shipbuilding. Il caso di Citic che presenta un quoziente elevato ma un incidenza dei debiti finanziari poco elevata, è spiegato dal fatto che essendo la struttura delle fonti a maggioranza di capitale di terzi, i debiti finanziari hanno un peso minore se rapportati all'intero capitale anziché al capitale proprio.

Compagnia	Indice di copertura interessi	Indice di copertura interessi	Indice di copertura interessi	Debiti finanziari / Capitale	Debiti finanziari / Capitale	Debiti finanziari / Capitale
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
China Petroleum	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Cnooc	18	24	56	21%	21%	13%
Citic	13	12	6	11%	9%	47%
China State Construction	7	6	6	27%	26%	29%
Kweichow Moutai	305	n.a.	138.458	0%	0%	0%
Saic Motor	23	24	32	6%	6%	8%
Daqin Railway	27	18	16	8%	13%	16%
China Shipbuilding	1	2	2	36%	39%	39%
MTR	19	21	19	10%	15%	12%
Petrochina	7	n.a.	n.a.	23%	n.a.	n.a.

3.5. Analisi degli indicatori riferibili al mercato

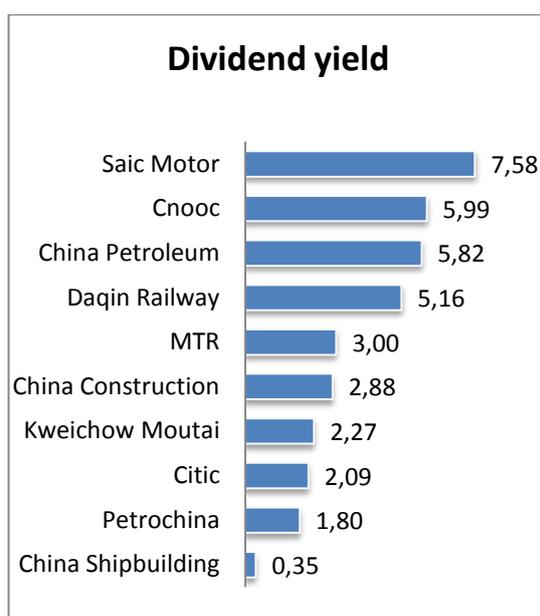
Il rapporto prezzo utili delle maggiori imprese industriali in Cina, risulta in media minore rispetto agli altri paesi fin qui analizzati. Una sola eccezione è rappresentata da China Shipbuilding, che presenta un price earnings particolarmente elevato pari a 65,30. In conseguenza alle analisi fatte in precedenza riguardo quest'ultima impresa, tal valore è da ritenere frutto di una sopravvalutazione del titolo da parte del mercato. Infine l'impresa con un rapporto prezzo utili minore è Petrochina, da spiegarsi in una sottovalutazione da parte del mercato o da una mancata previsione di crescita degli utili nel futuro.

Analizzando la possibilità di un investimento nel medio e lungo periodo, osserviamo il rapporto tra i dividendi e l'utile per azione con riferimento all'ultimo periodo, delle maggiori imprese industriali in Cina (Figura 4.40). Con l'analisi del dividend yield, notiamo come i dividendi di Saic Motors superano di gran lunga l'utile per azione, suscitando maggiore interesse per l'azionista. Al contrario non vi sarebbe interesse ad investire in China Shipbuilding dato un valore residuo del dividend yield pari a 0,35.

Figura 4.39



Figura 4.40



4. Sudafrica

4.1. *Analisi della struttura*

Analizzando la composizione degli impieghi nelle maggiori imprese industriali del Sudafrica, riguardo l'esercizio 2014, si nota una netta predominanza dell'attivo fisso sull'attivo corrente in quasi tutte imprese esaminate. Bidvest Group e Shoprite, invece, mantengono una composizione degli impieghi dove la maggioranza del capitale investito è rappresentata dall'attivo corrente.

Le imprese sudafricane esaminate operano in settori differenti. La metà di esse opera nel settore retail e della grande distribuzione alimentare, dove di solito il valore dell'attivo corrente è superiore all'attivo fisso. Tale situazione si manifesta solamente per ShopRite e Bidvest, mentre Steinhoff, Woolworths e Tiger Brands mantengono un attivo fisso maggiore dell'attivo corrente. Le restanti imprese sudafricane esaminate, operano in settori quali l'estrazione di metalli preziosi, estrazione di petrolio e il settore farmaceutico, mantenendo quindi una struttura patrimoniale degli impieghi adeguata, con una maggioranza dell'attivo fisso sull'attivo corrente.

Il quoziente di rigidità (Af/Ac), conferma la composizione degli impieghi, sotto una chiave di lettura diversa, indicando il grado di rigidità degli impieghi. Il valore del quoziente va interpretato facendo riferimento al settore di appartenenza di ciascuna impresa. I quozienti di rigidità delle imprese esaminate sono da ritenere funzionali alla tipologia di business delle imprese. Impala Platinum e Woolworths, pur facendo parte di due settori differenti come il retail e quello estrattivo, presentano il quoziente elevato pari a 4. Tale situazione può essere spiegata considerando che il tipo di settore delle due imprese si colloca in un ambiente poco soggetto ai fattori di cambiamento provenienti dall'esterno.

Figura 4.41

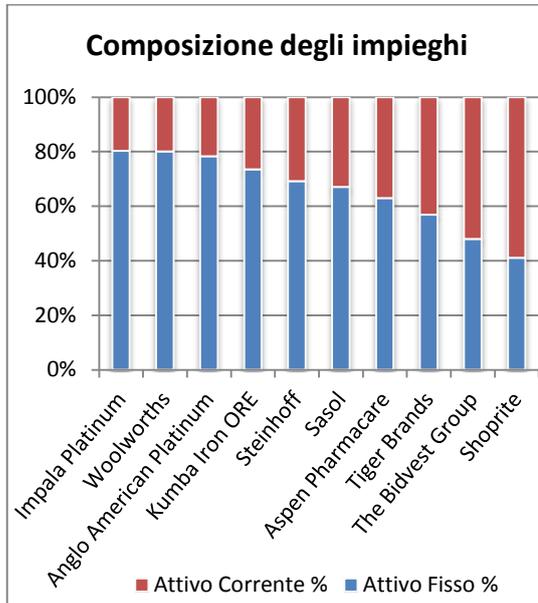
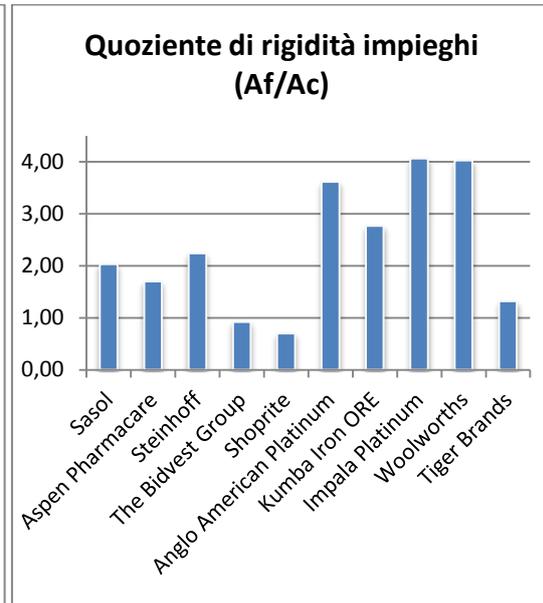


Figura 4.42



Proseguendo con l'analisi delle fonti nelle maggiori imprese industriali in Sudafrica, possiamo osservare una struttura patrimoniale variegata. La predominanza del capitale proprio come principale fonte di finanziamento è meno accentuata rispetto alle analisi precedenti dei paesi BRICS. Tra le imprese che presentano un peso percentuale maggiore del capitale proprio troviamo Impala Platinum e Sasol. Mentre Woolworth e Aspen finanziano il loro capitale in misura prevalente con il capitale di terzi.

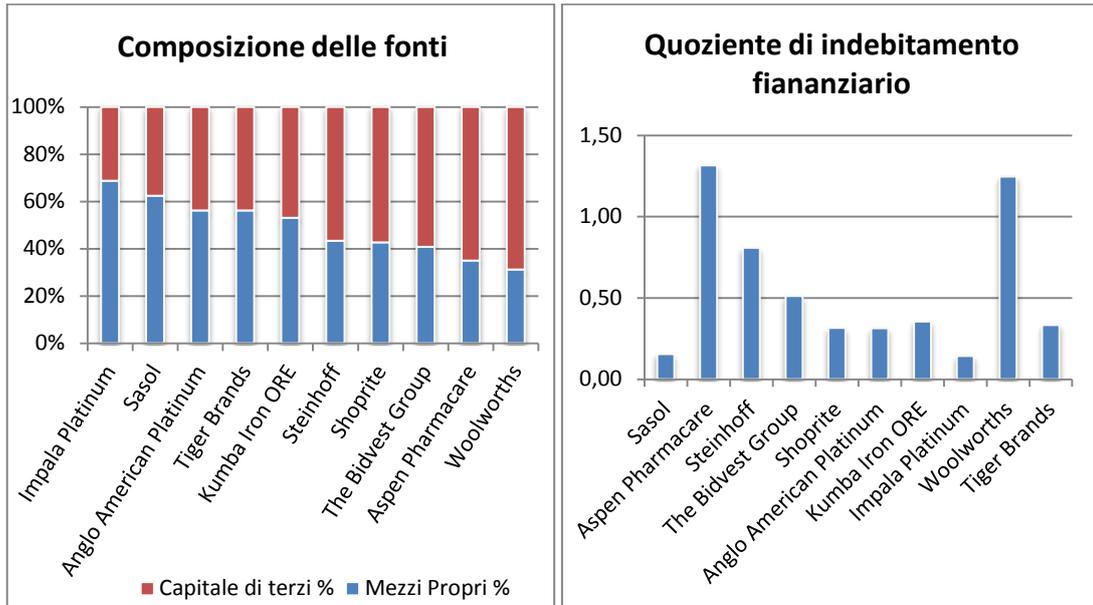
L'analisi del quoziente di indebitamento finanziario (Df/Mp), ci permette di osservare quanta parte del capitale di terzi è costituita da debiti finanziari, e di conseguenza il grado di autonomia o dipendenza finanziaria dell'impresa.

Secondo i dati riportati in Figura 4.44, Aspen e Woolworths presentano i quozienti d'indebitamento finanziario più elevati. Tuttavia, rientrano in un range di valori da poter ritenere la situazione debitoria di suddette imprese fisiologica per la gestione aziendale. Impala (0,14) e Sasol (0,15) che presentano dei quozienti prossimi allo zero, godono di un'ampia autonomia finanziaria, a discapito però di possibili

ripercussioni su una redditività minore per effetto del mancato sfruttamento della leva finanziaria.

Figura 4.43

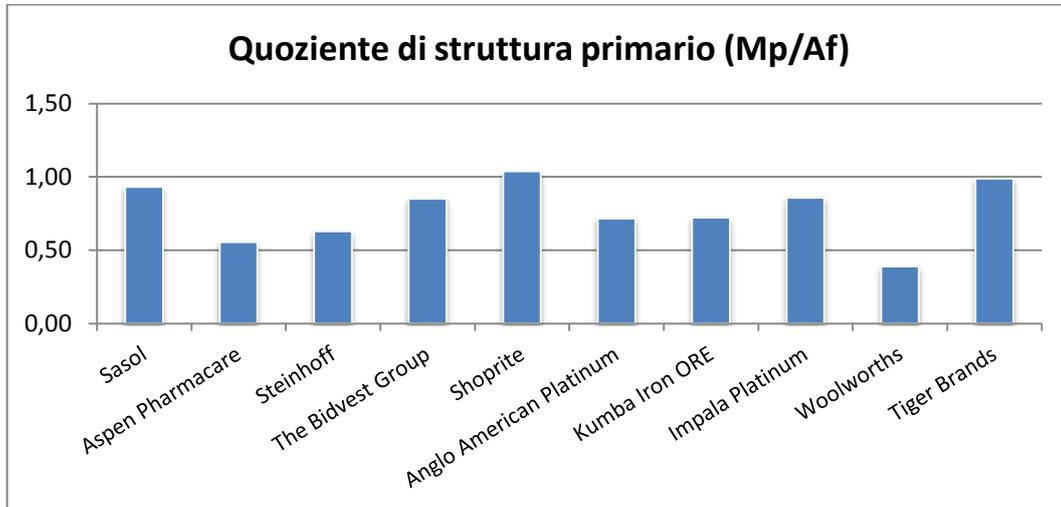
Figura 4.44



Per completare l'analisi della struttura delle imprese sudafricane, analizziamo di seguito la correlazione tra impieghi e fonti, attraverso il quoziente di struttura primario (Mp/Af), andando a misurare quanta parte dell'attivo fisso è finanziata con il capitale proprio.

I dati in Figura 4.45, riportano una situazione in cui soltanto Shoprite, con un quoziente di struttura primario pari a 1,04, finanzia il capitale fisso interamente con capitale proprio. Il resto delle imprese presenta una situazione del tutto accettabile sotto il profilo della solidità con un quoziente di struttura primario non di molto inferiore all'unità, compreso tra 0,8 e 0,7. Infine, per quanto riguarda Woolworths, con un quoziente pari a 0,39, manifesta una mancata correlazione tra gli impieghi e le fonti, rendendo l'impresa soggetta alla continua ricerca di nuovi finanziamenti, comportando inoltre uno squilibrio patrimoniale nel medio-lungo periodo.

Figura 4.45



4.2. Analisi della liquidità

Con l'analisi della liquidità andremo ad osservare la situazione delle maggiori imprese industriali in Sudafrica, con riferimento alla capacità di far fronte agli impegni finanziari nel breve periodo.

Partendo dall'analisi del quoziente di disponibilità (o current ratio), considerando i risultati dell'ultimo periodo, nessuna tra le imprese sudafricane, relativamente all'ultimo periodo, presenta una situazione di squilibrio, esprimendo dunque un current ratio maggiore all'unità.

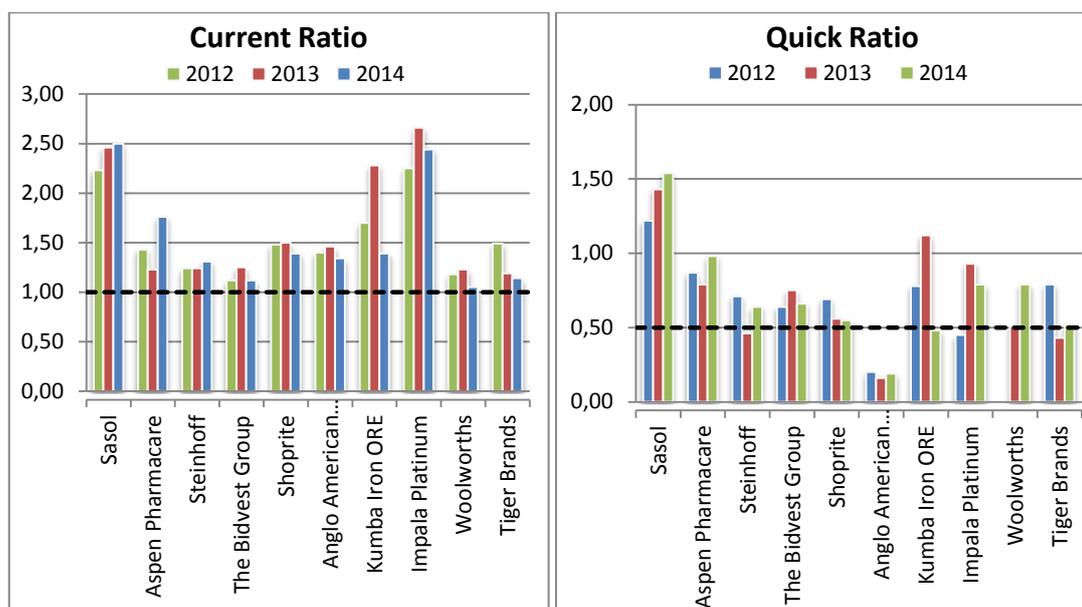
Tra queste imprese risiedono in una posizione di liquidità ottimale, Sasol e Impala, con rapporto tra attività e passività a breve superiore a 2. Una situazione soddisfacente dal punto di vista della liquidità viene riportata per Aspen (1,75). Per quanto riguarda il resto delle imprese analizzate riportano un quoziente di disponibilità compreso tra 1 ed 1,5. Una tal situazione è da tenere sotto controllo, considerando che avendo compreso tra le attività a breve anche il magazzino, il pagamento delle passività a breve potrebbe essere legato alla sua trasformazione in liquidità. Osservando anche i due periodi precedenti non si notano dei cambiamenti notevoli.

Approfondendo la nostra analisi, dunque, analizziamo l'equilibrio finanziario nel breve periodo attraverso il quoziente di tesoreria (o quick ratio), escludendo così il magazzino dalle attività correnti.

Dai dati in Figura 4.47, notiamo che la maggior parte delle imprese ottiene un livello di liquidità soddisfacente, riportando un quick ratio superiore a 0,5. Sasol ha una situazione di liquidità particolarmente soddisfacente, con un quoziente di tesoreria pari a 1,54. Al contrario, in una situazione di squilibrio si trova Anglo American Platinum, con un quoziente di tesoreria pari 0,19. Il raggiungimento dell'equilibrio finanziario a breve per quest'ultima impresa, rimane dunque legato alla realizzazione del magazzino.

Figura 4.46

Figura 4.47

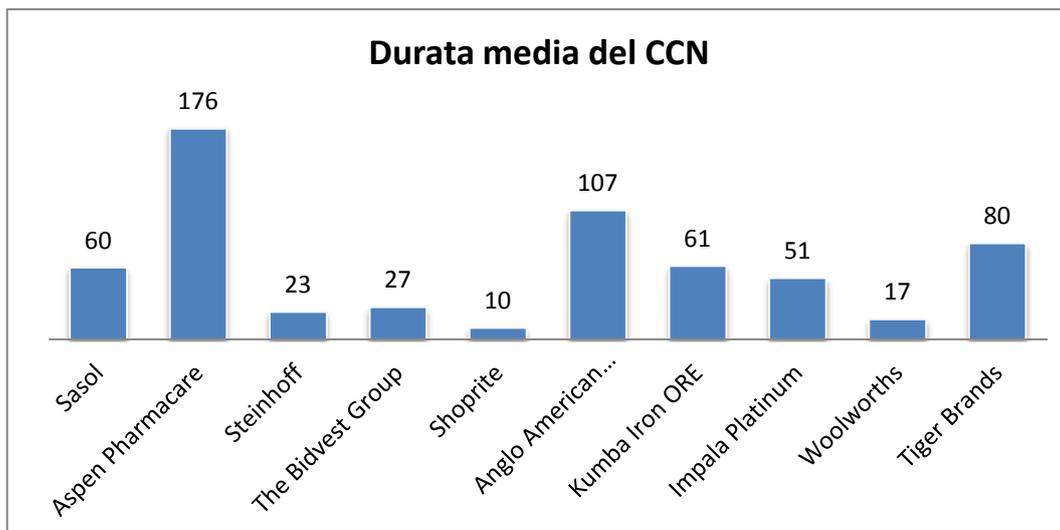


Un current ratio superiore all'unità, significa che l'impresa avrà un eccesso di liquidità alla fine del periodo considerato, ma non è detto mantenga un tale equilibrio anche durante il periodo di riferimento. A tal fine analizziamo la durata

media del CCN, per meglio comprendere il fabbisogno finanziario delle imprese esaminate.

Dalla Figura 4.48, riferita alla situazione delle imprese sudafricane al 31/12/2014, notiamo che Aspen ha una durata media del CCN pari a 176 gg, generando un fabbisogno finanziario maggiore. Per sopperire a tale richiesta di risorse finanziarie Aspen mantiene comunque una situazione di liquidità ottimale, espressa tramite i quozienti di disponibilità e tesoreria. La situazione di squilibrio finanziario relativa ad Anglo American Platinum, non migliora in considerazione della durata media del CCN, che risulta pari a 107 gg. Tale risultato è maggiormente condizionato da un elevata giacenza media del magazzino.²⁷

Figura 4.48



4.3. Analisi della redditività

Attraverso l'analisi statica della remunerazione del capitale proprio, con riferimento all'esercizio 2014, fatta tramite il ROE (return on equity), troviamo una situazione variegata tra le imprese sudafricane. Una redditività del capitale proprio minima

²⁷ Vedi appendice

viene espressa dalle imprese quali Impala Platinum (0,01%) e Anglo American Platinum (1,24%). Tra le imprese che hanno riportato un valore del ROE soddisfacente per l'azionista troviamo Woolworths (44%) e Kumba Iron Ore (39%). Il resto delle aziende sudafricane presenta un valore del ROE in un range ristretto compreso tra il 22% e il 13%. Osservando un ROE normalizzato, depurato della gestione fiscale e straordinaria la situazione non si discosta di molto rispetto alla precedente. Tuttavia, Impala subisce un notevole aumento della redditività del capitale proprio passando da un ROE lordo del 39% ad un ROE normalizzato pari a 69%.

Un'analisi dinamica della redditività del capitale proprio, riporta una situazione negativa per le imprese sudafricane esaminate. La quasi totalità delle imprese ha registrato una riduzione del ROE negli ultimi tre esercizi. Anglo American Platinum e Impala Platinum hanno avuto un'eccessiva riduzione del ROE intorno al 100%, fin quasi ad azzerarlo. Tale situazione trova le sue cause in una riduzione della remunerazione del capitale investito tramite la gestione operativa, riportata in seguito. La situazione non varia considerando un ROE normalizzato.

Compagnia	ROE %	ROE %	ROE %	Δ %	ROE n %	ROE n %	ROE n %	Δ %
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012		31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	
Sasol	18,06	18,71	20,06	-10%	25,81	25,97	27,91	-8%
Aspen Pharmacare	19,38	17,52	18,41	5%	22,01	19,69	21,03	5%
Steinhoff	13,06	12,81	13,32	-2%	12,86	13,81	14,65	-12%
The Bidvest Group	15,20	19,41	22,61	-33%	21,03	24,81	29,74	-29%
Shoprite	22,93	25,64	30,43	-25%	31,63	34,03	34,99	-10%
Anglo American Platinum	1,24	-2,74	-12,58	-110%	0,90	1,35	-15,29	-106%
Kumba Iron ORE	39,58	65,94	70,35	-44%	69,45	103,22	118,71	-41%
Impala Platinum	0,01	1,94	8,55	-100%	0,03	4,50	12,46	-100%
Woolworths	44,81	49,93	n.a.	-10%	59,03	61,43	n.a.	-4%
Tiger Brands	14,55	20,52	25,69	-43%	19,65	24,30	33,41	-41%

Focalizzandoci dunque sulle determinanti del ROE, analizziamo la remunerazione del capitale investito tramite il ROI (return on investment), dato dal rapporto tra utile operativo su capitale investito.

Una visione statica riferita all'esercizio 2014, riporta dei valori non particolarmente elevati per le imprese sudafricane. L'impresa con un ROI maggiore è Kumba Iron Ore, che riesce quindi con l'utile operativo a remunerare in maniera soddisfacente il capitale investito. Si nota che il valore minimo espresso dal ROE, per quanto riguarda Impala Platinum e Anglo American Platinum deriva da ridotta remunerazione del capitale investito. Operando ambedue le aziende nel settore dell'estrazione di metalli preziosi, un fattore determinante che ha causato una tale situazione del ROI, riguarda l'enorme deprezzamento del prezzo dell'oro negli ultimi esercizi.

L'andamento del ROI negli ultimi tre esercizi, risulta negativo per tutte le maggiori imprese sudafricane, ad eccezione di Steinhoff, che vede un incremento del ROI pari al 3,5%.

Le ragioni per cui le imprese sudafricane riportano tale situazione possono essere trovate nel fatto che negli ultimi periodi, il Sudafrica ha visto di colpo peggiorare le prospettive future a causa di un'economia vulnerabile agli shock esterni. Il legame finanziario con gli investitori esteri è maggiore rispetto agli altri paesi BRICS. Ciò rischia di ridurre il flusso d'investimento dall'estero al primo segnale di difficoltà. A questo si aggiunge la debolezza della moneta ed un livello di riserve valutarie minimo.

Compagnia	ROI %	ROI %	ROI %	Δ %
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	
Sasol	17,87	18,82	20,04	-11%
Aspen Pharmacare	12,52	13,72	15,03	-17%
Steinhoff	8,37	8,22	8,08	4%
The Bidvest Group	10,95	12,50	13,98	-22%
Shoprite	16,01	17,39	18,15	-12%
Anglo American Platinum	1,10	1,39	-8,43	-113%
Kumba Iron ORE	40,49	70,02	66,37	-39%
Impala Platinum	0,63	3,80	9,27	-93%
Woolworths	24,56	33,44	n.a.	-27%
Tiger Brands	12,69	17,60	23,28	-45%

4.4. Analisi della posizione debitoria

La totalità delle imprese sudafricane riesce a coprire con l'Ebit la propria spesa degli interessi sul debito. Dato osservabile attraverso l'indice di copertura interessi costituito dal rapporto tra Ebit ed interessi finanziari. Tuttavia, alcune imprese raggiungono una copertura minima rispetto alla media delle imprese esaminate. Ad esempio Impala Platinum ed Anglo American Platinum riportano un indice rispettivamente pari a 2,75 e 2,52, pur avendo un indice di indebitamento finanziario non elevato. Le cause di un basso valore dell'indice di copertura interessi sono trovano spiegazione in un andamento negativo dell'Ebit.

Nonostante Aspen riporti una situazione in cui la presenza dei debiti finanziari è maggiore rispetto al capitale proprio (e quindi maggiori sono gli interessi da pagare), tramite la gestione operativa riesce a generare la ricchezza necessaria al pagamento degli interessi sui debiti finanziari. Questo spiega un alto livello del quoziente d'indebitamento ed un Ebit che supera di quattro volte la spesa interessi di Aspen.

Insieme alla copertura degli interessi analizziamo l'incidenza dei debiti finanziari sul capitale investito delle maggiori imprese in Sudafrica. Secondo i dati della nostra analisi, l'impresa che presenta un maggior peso dei debiti finanziari è Aspen. Da notare che nonostante ShopRite abbia un peso maggiore del capitale di terzi (57%) rispetto al capitale proprio, parte rilevante è costituita da debiti di funzionamento, riportando infatti un peso dei debiti finanziari sul capitale investito accettabile pari, al 13%.

L'andamento dell'incidenza dei debiti finanziari sul capitale ha un andamento crescente nella maggior parte delle imprese industriali del Sudafrica analizzate, segno di una maggiore propensione del ricorso al debito.

Compagnia	Indice di copertura interessi			Debiti finanziari / Capitale		
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
Sasol	27,35	22,62	20,76	10%	10%	7%
Aspen Pharmacare	4,58	6,58	5,70	46%	38%	33%
Steinhoff	3,35	3,44	3,18	35%	35%	31%
The Bidvest Group	7,00	8,61	8,28	21%	20%	17%
Shoprite	12,39	12,48	19,16	13%	14%	15%
Anglo American Platinum	2,52	1,40	-29,34	18%	16%	16%
Kumba Iron ORE	37,82	71,56	58,39	19%	6%	16%
Impala Platinum	2,75	10,66	18,76	10%	10%	6%
Woolworths	31,43	52,97	n.a.	39%	7%	n.a.
Tiger Brands	9,32	8,48	20,41	19%	20%	9%

4.5. Analisi degli indicatori riferibili al mercato azionario²⁸

Osservando il rapporto prezzo utili delle maggiori imprese industriali del Sudafrica, si nota immediatamente un valore abbastanza elevato per Anglo American

²⁸ Dati non disponibili per Impala Platinum

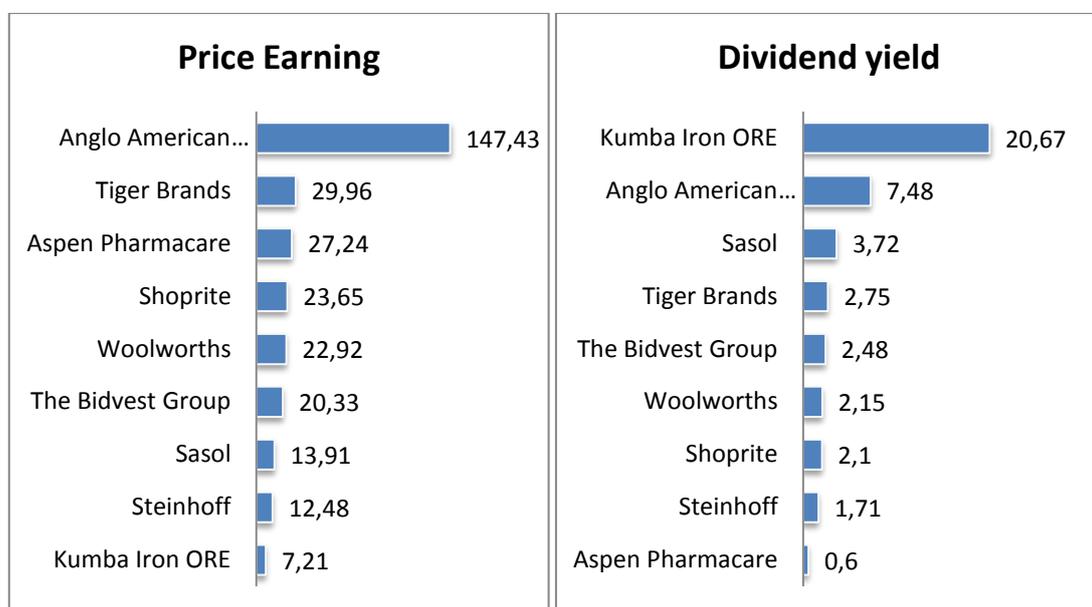
Platinum, pari a 147. Alla luce delle analisi condotte in precedenza riguardo l'equilibrio finanziario a breve e la redditività del capitale, il price earnings riportato da Anglo American Platinum è frutto di una sopravvalutazione del titolo da parte del mercato azionario.

Valori più significativi assume il price earnings delle restanti imprese sudafricane in analisi.

Analizzando la prospettiva di un investimento a medio e lungo termine, l'azionista potrebbe essere interessato alle imprese che riportano un dividend yield superiore. Tra le imprese del Sudafrica analizzate il valore più elevato viene espresso per Kumba Iron Ore, frutto di un elevato EPS (earnings per Share). La maggioranza delle imprese sudafricane presenta un dividendo yield compreso tra 1,71 e 2,75, minore rispetto alla media di altri paesi BRICS.

Figura 4.49

Figura 4.50



CAPITOLO 4

ANALOGIE E DIFFERENZE TRA I PAESI BRCICS

Alla luce dei risultati ottenuti con la verifica empirica delle maggiori imprese industriali nei paesi BRICS, emergono alcuni aspetti interessanti da sottolineare.

Un aspetto comune a quasi tutte le imprese di tutti i paesi è l'andamento negativo della gestione, espresso tramite il ROI, avuto negli ultimi periodi. Ben 36 imprese su 50 riportano un andamento negativo della redditività del capitale tramite la gestione operativa. Osservando le prime dieci imprese con il peggior andamento negativo, troviamo soprattutto imprese del Brasile, Russia e Sudafrica, come riportato nella Tabella 4.1. Particolarmente positiva è la non presenza di imprese indiane.

Tabella 4.1 Imprese con l'andamento peggiore del ROI

Paese	Compagnia	Rendimento del ROI
BRA	PetroBras	-144%
SUD	Anglo American Platinum	-113%
RUS	Alrosa	-96%
SUD	Impala Platinum	-93%
RUS	Gazpromneft	-74%
CHI	Citic	-68%
RUS	Novatek	-58%
RUS	Lukoil	-55%
BRA	Ambev	-46%
SUD	Tiger Brands	-45%

Tale fenomeno ha poi ripercussioni sull'andamento del rendimento per l'azionista, espresso tramite il ROE.

Questo dato riflette la situazione in cui si trovano la maggior parte dei paesi BRICS a seguito della crisi globale che ha colpito anche indirettamente i paesi esaminati.

Paesi maggiormente legati ai paesi europei e agli Stati Uniti hanno subito un calo di domanda delle esportazioni, come ad esempio il Sudafrica ed il Brasile. Questi ultimi due paesi hanno visto nell'ultimo periodo un andamento negativo dell'economia.

In Brasile il Pil del 2015 è atteso in decrescita dell'1%, e il debole mercato delle materie prime non è più in grado di sostenere la domanda del paese. Inoltre va aggiunto anche una svalutazione della valuta che scoraggia gli investitori esteri.

Il Sudafrica dopo la crescita dell'ultimo decennio, adesso sembra meno propenso ad essere considerato tra i paesi in via di sviluppo. Presenta un'economia vulnerabile agli shock esterni, con una bilancia commerciale in forte deficit con l'estero. Tra gli emergenti, l'economia sudafricana è la più legata ai flussi di capitale estero, che al minimo segnale di sfiducia possono ritirare il loro investimento. La riduzione del prezzo delle materie prime ha afflitto il rendimento della maggior parte delle imprese sudafricane, coinvolte nel settore dell'estrazione di ferro e materiali preziosi. Infine, le tensioni sociali del Sudafrica, ostacolano le aspettative di una crescita economica nel prossimo futuro.

In Russia le imprese risultano fortemente legate all'andamento delle risorse petrolifere e di gas naturale. Ciò le rende vulnerabili alla volatilità dei prezzi del petrolio negli ultimi anni, che nutre maggiore incertezza e quindi minore aspettative per il futuro. A questo vanno aggiunte un calo della domanda interna e le tensioni con gli Usa e UE.

La Cina pur essendo ormai la seconda potenza mondiale, presenta alcuni aspetti che potrebbero rendere insostenibile la crescita del paese. Tra i primi anni del 2000 e l'inizio della crisi la Cina ha esteso il proprio dominio a livello economico trainata da investimenti esteri sul territorio cinese, un effetto favorevole della bilancia

commerciale ed una politica monetaria volta a scoraggiare eventuali apprezzamenti dello yuan rispetto al dollaro. L'insieme di tali circostanze ha prodotto dei tassi di crescita intorno al 9% di anno in anno.

A seguito della crisi globale, che ha colpito indirettamente anche la Cina, sono state riviste le stime al ribasso di crescita del paese. La recente crisi cinese (luglio 2015), ha fatto emergere numerose incertezze. Da tempo ormai il mercato azionario ed economia reale viaggiavano su due binari diversi e la spinta dal lato finanziario ha portato ad una bolla finanziaria, che ha aumentato le turbolenze sui mercati dovute alle preoccupazioni per il rallentamento economico cinese. Inoltre la banca centrale cinese per dare una nuova spinta all'economia, ha deprezzato la moneta, che potrebbe favorire una fuga di capitali. Si tratta infatti, di un provvedimento in contraddizione con la politica che intende dello yuan una valuta internazionale, come "valuta di riserva" presso gli organismi internazionali.²⁹

A parte la parentesi finanziaria negativa, la Cina resta comunque un riferimento dell'economia mondiale, punto di forza per le imprese cinesi.

Infine, la situazione dell'India, dove nonostante l'andamento negativo delle imprese, le aspettative di crescita rimangono costanti. La domanda interna è in rialzo, e tra i paesi BRICS analizzati rimane, insieme alla Cina, il paese con maggiori aspettative.

Avendo un quadro della situazione attuale dei paesi BRICS , viene spontaneo domandarsi se il riferimento a paesi in via di sviluppo è ancora valido. La Cina ha ormai una supremazia economica tale dall'essere superiore alle economie più industrializzate. Brasile, Russia e Sudafrica hanno subito dei forti rallentamenti negli ultimi periodi, e devono affrontare problemi di non facile soluzione. L'India può considerarsi ancora in via di sviluppo, facendo però attenzione agli equilibri sociali all'interno del paese.

²⁹ Stefano Carre, *"Cina, svalutazione-record dello yuan per rilanciare l'economia"*, Il Sole 24 Ore, 11 Agosto 2015.

È chiaro che il concetto dei paesi BRICS come paesi in via di sviluppo coniato da Jim O'Neill nel 2001 pare ormai superato. Lo stesso O'Neill ha riportato una definizione più aggiornata, suggerendo, "i mercati della crescita".³⁰

Allora pare più corretto fare riferimento ai BRICS, come un'alleanza economica strategica, con la creazione di un punto d'incontro volto alla cooperazione ed alla ricerca di una maggiore crescita economica. Sotto questo aspetto far parte dei BRICS può rappresentare davvero un punto di forza nel futuro.

³⁰ Jim O'Neill, *Building a new economic reality, Bric by Bric*, The Times, 31 Marzo 2011.

CONCLUSIONE

L'analisi delle maggiori imprese industriali dei paesi BRICS ha permesso di avere un quadro generale della situazione economica in cui si trovano, sottolineando i vari aspetti delle dinamiche della performance aziendale.

Negli ultimi tre esercizi la maggior parte delle imprese analizzate ha riportato un andamento negativo dei risultati legati alla gestione. Ciò trova spiegazioni diverse per ognuno dei paesi BRICS, tuttavia un elemento comune è rappresentato dall'effetto indiretto che la crisi finanziaria globale sviluppata in USA e UE, ha avuto sui BRICS. L'analisi dei risultati delle imprese industriali dei paesi BRICS fornisce gli elementi necessari per capire come si sono spostati gli equilibri economici negli ultimi anni.

Inoltre, con i risultati ottenuti dall'analisi empirica svolta, possiamo affermare che il concetto di paesi BRICS associato a paesi in via di sviluppo è ormai superato. In maniera più appropriata si può fare riferimento ai BRICS come i paesi della crescita.

Prendendo spunto dalla verifica appena conclusa, è possibile condurre delle future analisi volte alla verifica delle dinamiche di performance aziendale delle maggiori imprese industriali dei paesi più sviluppati come Stati Uniti, UE e Giappone, fornendo così una comparazione con i paesi BRICS.

D'altra parte è interessante approfondire lo studio, analizzando la situazione delle maggiori imprese in paesi emergenti che in un futuro prossimo possano rappresentare un'alternativa ai BRICS. Tra questi possiamo annoverare i paesi del Golfo (Qatar, Emirati Arabi Uniti, Kuwait e Bahrain), Australia, Messico e Turchia.

Appendice

1. BRASILE

Tabella 1.1-Analisi della struttura

Compagnia	Attivo Fisso %	Attivo Corrente %	Mezzi Propri %	Capitale di Terzi %	Quoziente di rigidità degli impieghi Af /Ac	Quoziente di indebitamento Df/Mp	Quoziente di struttura primario Mp/Af
Ambev	71,27	28,73	60,50	39,50	2,48	0,06	0,85
PetroBras	82,98	17,02	39,16	60,84	4,88	1,13	0,47
BRF	51,56	48,44	43,46	56,54	1,06	0,74	0,84
Vale	82,63	17,37	48,35	51,65	4,76	1,61	0,59
JBS	54,24	45,76	31,25	68,75	1,19	1,56	0,58
Souza Cruz	22,48	77,52	37,92	62,08	0,29	0,35	1,69
CCR	85,30	14,70	21,31	78,69	5,80	2,85	0,25
Sabesb	89,41	10,59	43,92	56,08	8,44	0,77	0,49
WEG	31,27	68,73	43,62	56,38	0,45	0,80	1,39
Tractebel	75,88	24,12	41,52	58,48	3,15	0,72	0,55

Tabella 1.2 Analisi della liquidità

Compagnia	Current ratio 31/12/2014	Current ratio 31/12/2013	Current ratio 31/12/2012	Quick ratio 31/12/2014	Quick ratio 31/12/2013	Quick ratio 31/12/2012	Giacenza media magazzino gg	Giacenza media crediti v/client gg	Giacenza media debiti v/fornitori gg	Giacenza media CCN gg
Ambev	0,95	1,19	n.a.	0,62	0,94	n.a.	33	29	83	-22
PetroBras	1,63	1,49	1,70	1,09	0,84	1,03	33	23	28	28
BRF	1,83	1,57	1,55	1,01	0,82	0,76	37	38	50	25
Vale	1,88	2,54	1,78	0,69	1,17	1,04	44	32	42	33
JBS	1,51	1,63	1,68	0,98	1,01	0,96	25	29	21	33
Souza Cruz	1,39	1,49	1,57	0,72	0,62	0,77	84	48	19	113
CCR	0,56	0,55	0,43	0,42	0,39	0,31	0	16	14	2
Sabesb	0,88	0,94	1,02	0,78	0,81	0,84	2	35	10	27
WEG	2,40	2,66	1,90	1,79	1,95	1,34	79	87	21	146
Tractebel	1,68	1,07	1,17	1,19	0,90	1,07	4	40	36	8

Tabella 1.3 Analisi della redditività

Compagnia	ROE %	ROE %	ROE %	ROE n %	ROE n %	ROE n %	ROI %	ROI %	ROI %
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
Ambev	27,53	50,44	n.a.	32,92	31,37	n.a.	23,68	44,22	n.a.
PetroBras	-6,54	6,79	6,25	-8,31	8,06	8,03	-2,16	4,79	4,96
BRF	14,65	7,26	5,68	15,85	8,25	5,61	11,22	8,35	6,30
Vale	1,08	0,83	6,90	2,76	11,15	5,15	9,41	10,83	5,42
JBS	8,35	4,16	3,42	16,35	7,67	6,45	12,45	6,83	6,61
Souza Cruz	69,18	61,33	73,86	97,91	91,15	100,86	39,74	37,60	48,09
CCR	37,70	39,77	36,14	53,61	60,02	55,19	20,72	20,11	20,12
Sabesb	17,18	12,10	16,14	21,71	16,32	23,68	11,92	10,00	13,69
WEG	19,52	19,18	16,50	23,89	23,37	20,81	13,82	13,93	12,03
Tractebel	25,09	26,53	27,48	34,60	37,31	38,44	19,02	19,57	20,38

Tabella 1.4 Anlasi della posizione debitoria e indicatori riferibili al mercato

Compagnia	Indice di copertura interessi	Indice di copertura interessi	Indice di copertura interessi	Df/Ci	Df/Ci	Df/Ci	Price Earnings	Dividend yield
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2014	31/12/2014
Ambev	6,80	8,81	n.a.	0,04	0,04	n.a.	21,29	3,01
PetroBras	-2,37	5,93	7,97	0,44	0,36	0,29	n.s.	8,73
BRF	2,59	1,38	1,27	0,32	0,33	0,31	24,88	1,29
Vale	0,78	2,42	3,26	0,26	0,25	0,26	22,34	7,06
JBS	1,51	1,83	1,49	0,49	0,48	0,42	16,19	1,01
Souza Cruz	19,00	16,17	21,09	0,13	0,15	0,19	17,23	4,07
CCR	2,21	3,45	2,67	0,61	0,59	0,58	20,17	6,19
Sabesb	4,88	3,35	3,38	0,34	0,34	0,35	10,35	2,05
WEG	3,95	4,28	3,80	0,35	0,32	0,30	25,87	1,98
Tractebel	4,14	5,68	6,04	0,30	0,28	0,29	15,97	4,20

2. RUSSIA

Tabella 2.1 – Analisi della struttura

Compagnia	Attivo Fisso %	Attivo Corrente %	Mezzi Propri %	Capitale di Terzi %	Quoziente di rigidità degli impieghi Af /Ac	Quoziente di indebitamento Df/Mp	Quoziente di struttura primario Mp/Af
Gazprom	77,20	22,80	66,68	33,32	3,39	1,14	n.a.
Rosneft	75,61	24,39	32,98	67,02	3,10	1,05	1,18
Lukoil	79,64	20,36	72,77	27,23	3,91	0,91	0,17
Novatek	81,89	18,11	55,37	44,63	4,52	0,81	0,63
Norilsk Nickel	56,78	43,22	36,45	63,55	1,31	0,98	1,32
Magnit	69,32	30,68	41,67	58,33	2,26	0,78	0,67
Surgutneftegas	71,81	28,19	87,99	12,01	2,55	0,58	n.a.
Gazpromneft	88,35	11,65	53,86	46,14	7,59	0,41	0,50
Tatneft	75,36	24,64	79,44	20,56	3,06	0,47	0,05
Alrosa	36,64	63,36	35,33	64,67	0,58	0,90	1,44

Tabella 2.2 – Analisi della liquidità

Compagnia	Current ratio 31/12/2014	Current ratio 31/12/2013	Current ratio 31/12/2012	Quick ratio 31/12/2014	Quick ratio 31/12/2013	Quick ratio 31/12/2012	Giacenza media magazzino gg	Giacenza media crediti v/client gg	Giacenza media debiti v/fornitori gg	Giacenza media CCN gg
Gazprom	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Rosneft	1,05	1,05	2,09	0,37	0,50	1,30	15	27	18	24
Lukoil	1,60	1,79	1,95	0,72	0,62	0,77	16	18	18	15
Novatek	1,56	1,38	1,06	0,90	0,63	0,59	7	31	17	22
Norilsk Nickel	2,61	2,57	1,72	1,34	0,89	0,50	53	4	8	49
Magnit	0,72	0,70	0,75	0,13	0,08	0,18	27	0	22	5
Surgutneftegas	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Gazpromneft	1,88	2,08	1,75	0,59	1,12	0,75	27	25	17	34
Tatneft	2,64	1,83	1,83	1,23	1,09	0,98	25	32	13	43
Alrosa	1,95	1,38	1,29	0,41	0,11	0,12	112	0	10	102

Tabella 2.3 – Analisi della redditività

Compagnia	ROE %	ROE %	ROE %	ROE n %	ROE n %	ROE n %	ROI %	ROI %	ROI %
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
Gazprom	n.a.	n.a.	n.a.	3,03	15,42	18,37	n.a.	n.a.	n.a.
Rosneft	11,50	20,00	16,62	16,59	20,07	20,20	8,62	12,09	13,16
Lukoil	5,92	10,30	15,63	8,32	13,26	18,75	6,68	10,53	14,97
Novatek	9,81	33,18	26,16	13,65	36,76	29,72	9,01	26,76	21,20
Norilsk Nickel	27,55	6,82	18,05	55,50	13,64	24,29	17,70	8,61	17,09
Magnit	38,74	24,21	33,92	63,22	37,27	31,81	24,99	20,65	18,41
Surgutneftegas	n.a.	n.a.	n.a.	36,77	16,70	12,34	n.a.	n.a.	n.a.
Gazpromneft	11,48	19,05	39,46	12,91	22,64	25,74	8,81	16,46	34,52
Tatneft	16,98	14,94	17,59	21,29	20,10	22,82	18,48	16,65	17,40
Alrosa	-12,10	20,80	25,93	-5,68	26,03	32,03	0,75	15,53	19,09

Tabella 2.4 – Analisi della posizione debitoria e degli indicatori riferibili al mercato

Compagnia	Indice di copertura interessi	Indice di copertura interessi	Indice di copertura interessi	Df/Ci	Df/Ci	Df/Ci	Price Earnings	Dividend yield
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2014	31/12/2014
Gazprom	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	19,4	5,19
Rosneft	2,75	13,25	29,93	0,39	0,32	0,25	5,96	3,35
Lukoil	11,76	22,85	26,98	0,12	0,10	0,07	7,09	6,18
Novatek	13,56	20,34	25,84	0,35	0,28	0,29	36,31	1,87
Norilsk Nickel	25,60	6,70	12,84	0,48	0,33	0,24	11,35	11,20
Magnit	10,70	10,24	8,88	0,28	0,28	0,29	13,55	3,27
Surgutneftegas	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,94	1,85
Gazpromneft	13,50	20,78	20,80	0,27	0,20	0,18	5,55	5,19
Tatneft	19,96	15,03	15,08	0,04	0,07	0,11	5,57	3,42
Alrosa	6,87	5,87	6,11	0,51	0,39	0,40	n.a	n.a

3. INDIA

Tabella 3.1 Analisi della struttura

Compagnia	Attivo Fisso %	Attivo Corrente %	Mezzi Propri %	Capitale di Terzi %	Quoziente di rigidità degli impieghi Af /Ac	Quoziente di indebitamento Df/Mp	Quoziente di struttura primario Mp/Af
Reliance	72,93	27,07	43,91	56,09	2,69	0,73	0,60
Oil & Natural GAS	83,14	16,86	53,44	46,56	4,93	0,00	0,64
ITC	44,39	55,61	69,49	30,51	0,80	0,01	1,57
Coal India	24,28	75,72	36,56	63,44	0,32	0,01	1,51
Sun Pharma	40,60	59,40	59,88	40,12	0,68	0,26	1,47
Hindustan Unilever	30,83	69,17	28,04	71,96	0,45	0,01	0,91
Larsen & Toubro	51,08	48,92	23,64	76,36	1,04	1,97	0,46
Tata Motors	57,36	42,64	23,76	76,24	1,35	1,22	0,41
Ntpc	80,97	19,03	38,43	61,57	4,25	1,11	0,47
Maruti Suzuki India	74,80	25,20	70,57	29,43	2,97	0,01	0,94

Tabella 3.2 Analisi della liquidità

Compagnia	Current ratio 30/03/2015	Current ratio 30/03/2014	Current ratio 30/03/2013	Quick ratio 30/03/2015	Quick ratio 30/03/2014	Quick ratio 30/03/2013	Giacenza media magazzino gg	Giacenza media crediti v/client gg	Giacenza media debiti v/fornitori gg	Giacenza media CCN gg
Reliance	0,99	1,31	n.a.	0,50	0,85	n.a.	52	58	5	-1
Oil & Natural GAS	1,06	0,94	1,14	0,86	0,60	0,73	0	0	0	0
ITC	2,10	1,90	n.a.	1,32	1,04	n.a.	82	19	19	81
Coal India	2,94	3,28	3,35	2,23	2,59	2,79	31	5	43	70
Sun Pharma	1,88	3,12	4,05	1,19	1,97	2,74	76	42	71	105
Hindustan Unilever	1,08	1,07	1,01	0,70	0,67	0,47	33	64	12	-19
Larsen & Toubro	1,22	1,25	1,40	0,56	0,54	0,63	26	99	119	47
Tata Motors	1,01	n.a.	0,86	0,59	n.a.	0,46	41	80	18	-22
Ntpc	1,16	1,50	n.a.	0,71	0,86	n.a.	36	32	42	46
Maruti Suzuki	0,97	1,77	1,63	0,50	1,35	1,11	20	42	8	-14

Tabella 3.3 Analisi della redditività

Compagnia	ROE %	ROE %	ROE %	ROE n %	ROE n %	ROE n %	ROI %	ROI %	ROI %
	30/03/2015	30/03/2014	30/03/2013	30/03/2015	30/03/2014	30/03/2013	30/03/2015	30/03/2014	30/03/2013
Reliance	11,19	n.a.	n.a.	14,04	14,41	14,33	7,16	n.a.	n.a.
Oil & Natural GAS	20,94	16,09	16,52	22,51	22,51	23,79	18,66	13,84	15,19
ITC	32,54	35,02	n.a.	44,94	47,56	47,59	33,10	34,40	n.a.
Coal India	33,15	33,26	39,04	53,40	53,96	51,52	20,09	21,34	23,08
Sun Pharma	18,23	16,95	20,67	21,81	22,42	25,99	17,91	18,50	23,66
Hindustan Unilever	114,73	122,43	116,62	156,17	146,51	175,56	44,89	40,69	43,34
Larsen & Toubro	10,98	12,67	15,80	15,72	18,30	20,92	5,58	8,78	9,21
Tata Motors	22,79	n.a.	27,86	38,28	28,40	35,91	11,62	n.a.	11,72
Ntpc	11,59	13,41	n.a.	12,39	16,46	20,23	6,67	9,27	n.a.
Maruti Suzuki India	16,61	14,07	14,23	20,45	17,36	16,13	15,81	13,32	12,93

Tabella 3.4 Analisi della posizione debitoria e degli indicatori riferibili al mercato

Compagnia	Indice di copertura interessi	Indice di copertura interessi	Indice di copertura interessi	Df/Ci	Df/Ci	Df/Ci	Price Earnings	Dividend yield
	30/03/2015	30/03/2014	30/03/2013	30/03/2015	30/03/2014	30/03/2013	30/03/2015	30/03/2015
Reliance	10,56	n.a.	n.a.	0,32	n.a.	n.a.	11,32	1,16
Oil & Natural GAS	10,36	64,79	83,93	n.a.	0,15	0,08	14,32	4,15
ITC	145,15	419,65	n.a.	0,01	0,01	n.a.	27,00	1,99
Coal India	2.949,62	291,49	403,83	0,00	0,00	0,01	16,68	6,22
Sun Pharma	12,06	97,79	110,92	0,15	0,09	0,01	46,63	0,18
Hindustan Unilever	344,27	119,95	181,50	0,00	0,00	0,00	43,28	1,88
Larsen & Toubro	3,53	2,12	2,57	0,47	0,47	0,44	33,54	1,02
Tata Motors	5,48	n.a.	3,66	0,29	n.a.	0,32	10,76	0,58
Ntpc	3,93	4,65	n.a.	0,43	0,41	n.a.	12,17	2,06
Maruti Suzuki India	23,85	18,84	13,52	0,01	0,07	0,06	29,35	0,58

4. CINA

Tabella 4.1 Analisi della struttura

Compagnia	Attivo Fisso %	Attivo Corrente %	Mezzi Propri %	Capitale di Terzi %	Quoziente di rigidità degli impieghi Af /Ac	Quoziente di indebitamento Df/Mp	Quoziente di struttura primario Mp/Af
China Petroleum	75,19	24,81	44,48	55,52	3,03	n.a	1,12
Cnooc	78,77	21,23	57,27	42,73	3,71	0,36	1,00
Citic	58,88	41,12	9,68	90,32	1,43	1,10	1,22
China State Constr.	21,95	78,05	21,42	78,58	0,28	1,27	2,61
Kweichow	27,78	72,22	83,97	16,03	0,38	0,00	1,97
Saic Motor	42,86	57,14	44,59	55,41	0,75	0,13	1,04
Daqin Railway	84,53	15,47	78,99	21,01	5,46	0,10	0,53
China Shipbuilding	26,46	73,54	30,22	69,78	0,36	1,19	1,14
MTR	88,19	11,81	71,97	28,03	7,46	0,14	0,24
Petrochina	83,73	16,27	54,78	45,22	5,15	0,41	0,12

Tabella 4.2 Analisi della liquidità

Compagnia	Current ratio 31/12/2014	Current ratio 31/12/2013	Current ratio 31/12/2012	Quick ratio 31/12/2014	Quick ratio 31/12/2013	Quick ratio 31/12/2012	Giacenza media magazzino gg	Giacenza media crediti v/client gg	Giacenza media debiti v/fornitori gg	Giacenza media CCN gg
China Petroleum	0,60	0,65	0,71	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Cnooc	1,36	1,14	2,07	1,17	0,98	1,91	14	39	69	-16
Citic	0,86	0,94	1,36	0,19	0,21	0,78	121	22	48	95
China State Constr.	1,32	1,32	1,35	0,50	0,45	0,52	165	56	128	94
Kweichow	4,51	3,71	3,80	2,63	2,23	2,32	190	0	9	181
Saic Motor	1,19	1,25	1,21	0,54	0,58	0,49	23	12	39	-4
Daqin Railway	0,88	0,74	0,83	0,64	0,55	0,60	12	16	28	0
China Shipbuilding	1,45	1,32	1,36	0,86	0,87	0,92	261	119	216	164
MTR	1,27	2,13	1,31	1,07	1,24	1,03	22	28	104	-53
Petrochina	0,67	0,67	0,72	0,22	n.a.	n.a.	30	10	44	-4

Tabella 4.3 Analisi della redditività

Compagnia	ROE %	ROE %	ROE %	ROE n %	ROE n %	ROE n %	ROI %	ROI %	ROI %
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
China Petroleum	n.a.	n.a.	n.a.	10,15	15,29	17,74	n.a.	n.a.	n.a.
Cnooc	16,69	17,34	22,24	21,74	23,67	29,11	13,67	15,62	21,87
Citic	7,50	16,40	8,96	13,52	17,69	11,38	1,55	3,69	4,87
China State Constr.	12,49	15,31	16,44	22,01	23,58	29,61	5,94	6,30	6,08
Kweichow	31,35	39,43	45,00	39,56	50,28	54,76	35,84	42,67	46,98
Saic Motor	17,33	19,07	18,47	23,08	30,12	32,82	10,97	12,22	12,83
Daqin Railway	17,59	17,19	17,27	21,51	20,80	20,88	17,88	16,54	15,84
China Shipbuilding	3,95	6,96	8,52	4,42	7,43	10,54	2,48	3,12	3,53
MTR	9,87	8,77	9,91	11,19	9,84	10,79	8,64	7,33	8,27
Petrochina	8,28	n.a.	n.a.	11,90	14,02	15,68	7,61	n.a.	n.a.

Tabella 4.4 Analisi della posizione debitoria e degli indicatori riferibili al mercato

Compagnia	Indice di copertura interessi	Indice di copertura interessi	Indice di copertura interessi	Df/Ci	Df/Ci	Df/Ci	Price Earnings	Dividend yield
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2014	31/12/2014
China Petroleum	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	12,75	5,82
Cnooc	18,14	23,82	56,40	0,21	0,21	0,13	6,11	5,99
Citic	12,60	12,07	5,78	0,11	0,09	0,47	8,04	2,09
China State Constr.	6,60	5,94	5,91	0,27	0,26	0,29	9,68	2,88
Kweichow	304,59	n.a.	138.457,66	0,00	0,00	0,00	14,11	2,27
Saic Motor	22,91	24,05	32,31	0,06	0,06	0,08	7,09	7,58
Daqin Railway	26,65	18,47	15,67	0,08	0,13	0,16	11,17	5,16
China Shipbuilding	0,73	1,71	2,02	0,36	0,39	0,39	65,30	0,35
MTR	19,39	21,15	19,02	0,10	0,15	0,12	11,87	3,00
Petrochina	7,26	n.a.	n.a.	0,23	n.a.	n.a.	1,34	1,80

5. SUDAFRICA

Tabella 5.1 Analisi della struttura

Compagnia	Attivo Fisso %	Attivo Corrente %	Mezzi Propri %	Capitale di Terzi %	Quoziente di rigidità degli impieghi Af /Ac	Quoziente di indebitamento Df/Mp	Quoziente di struttura primario Mp/Af
Sasol	67,03	32,97	62,36	37,64	2,03	0,15	0,93
Aspen Pharmacare	62,97	37,03	34,98	65,02	1,70	1,32	0,56
Steinhoff	69,13	30,87	43,38	56,62	2,24	0,81	0,63
The Bidvest Group	47,96	52,04	40,77	59,23	0,92	0,51	0,85
Shoprite	41,09	58,91	42,64	57,36	0,70	0,31	1,04
Anglo American Plat.	78,32	21,68	56,14	43,86	3,61	0,31	0,72
Kumba Iron ORE	73,47	26,53	53,05	46,95	2,77	0,36	0,72
Impala Platinum	80,24	19,76	68,76	31,24	4,06	0,14	0,86
Woolworths	80,10	19,90	31,22	68,78	4,02	1,25	0,39
Tiger Brands	56,83	43,17	56,12	43,88	1,32	0,33	0,99

Tabella 5.2 Analisi della liquidità

Compagnia	Current ratio 31/12/2014	Current ratio 31/12/2013	Current ratio 31/12/2012	Quick ratio 31/12/2014	Quick ratio 31/12/2013	Quick ratio 31/12/2012	Giacenza media magazzino gg	Giacenza media crediti v/client gg	Giacenza media debiti v/fornitori gg	Giacenza media CCN gg
Sasol	2,50	2,46	2,23	1,54	1,43	1,22	48	29	41	60
Aspen Pharmacare	1,76	1,23	1,43	0,98	0,79	0,87	127	44	93	176
Steinhoff	1,31	1,24	1,24	0,64	0,46	0,71	48	58	33	23
The Bidvest Group	1,12	1,25	1,12	0,66	0,75	0,64	31	42	38	27
Shoprite	1,39	1,50	1,48	0,55	0,56	0,69	44	40	5	10
Anglo American Plat.	1,34	1,46	1,40	0,19	0,16	0,20	115	21	14	107
Kumba Iron ORE	1,39	2,28	1,70	0,48	1,12	0,78	56	18	23	61
Impala Platinum	2,44	2,66	2,25	0,79	0,93	0,45	91	47	7	51
Woolworths	1,05	1,23	1,18	0,79	0,51	n.a.	32	25	10	17
Tiger Brands	1,14	1,19	1,49	0,52	0,43	0,79	57	21	45	80

Tabella 5.3 Analisi della redditività

Compagnia	ROE %	ROE %	ROE %	ROE n %	ROE n %	ROE n %	ROI %	ROI %	ROI %
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
Sasol	18,06	18,71	20,06	25,81	25,97	27,91	17,87	18,82	20,04
Aspen Pharmacare	19,38	17,52	18,41	22,01	19,69	21,03	12,52	13,72	15,03
Steinhoff	13,06	12,81	13,32	12,86	13,81	14,65	8,37	8,22	8,08
The Bidvest Group	15,20	19,41	22,61	21,03	24,81	29,74	10,95	12,50	13,98
Shoprite	22,93	25,64	30,43	31,63	34,03	34,99	16,01	17,39	18,15
Anglo American Plat.	1,24	-2,74	-12,58	0,90	1,35	-15,29	1,10	1,39	-8,43
Kumba Iron ORE	39,58	65,94	70,35	69,45	103,22	118,71	40,49	70,02	66,37
Impala Platinum	0,01	1,94	8,55	0,03	4,50	12,46	0,63	3,80	9,27
Woolworths	44,81	49,93	n.a.	59,03	61,43	n.a.	24,56	33,44	n.a.
Tiger Brands	14,55	20,52	25,69	19,65	24,30	33,41	12,69	17,60	23,28

Tabella 5.4 Analisi della posizione debitoria e degli indicatori riferibili al mercato

Compagnia	Indice di copertura interessi	Indice di copertura interessi	Indice di copertura interessi	Df/Ci	Df/Ci	Df/Ci	Price Earnings	Dividend yield
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2014	31/12/2014
Sasol	27,35	22,62	20,76	0,1	0,1	0,07	13,91	3,72
Aspen Pharmacare	4,58	6,58	5,70	0,46	0,38	0,33	27,24	0,60
Steinhoff	3,35	3,44	3,18	0,35	0,35	0,31	12,48	1,71
The Bidvest Group	7,00	8,61	8,28	0,21	0,20	0,17	20,33	2,48
Shoprite	12,39	12,48	19,16	0,13	0,14	0,15	23,65	2,10
Anglo American Plat.	2,52	1,40	-29,34	0,18	0,16	0,16	147,43	7,48
Kumba Iron ORE	37,82	71,56	58,39	0,19	0,06	0,16	7,21	20,67
Impala Platinum	2,75	10,66	18,76	0,10	0,10	0,06	n.s.	n.a.
Woolworths	31,43	52,97	n.a.	0,39	0,07	n.a.	22,92	2,15
Tiger Brands	9,32	8,48	20,41	0,19	0,20	0,09	29,96	2,75

Bibliografia

- Berk, J. De Marzo, P. *Corporate Finance*. Pearson, 2014.
- Blank, S. «Pipeline to nowhere: The Beijing-Moscow dance continues.» *World Affairs*, Marzo 2012: 93-100.
- Bruni, G., F. Di Lazzaro, e G. Gatti. *Il reporting della performance aziendale*. Franco Angeli, 2001.
- C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori. *Indici di Bilancio*. Milano: Giuffrè, 2003.
- Caramiello, C. *La Valutazione dell'azienda*. Milano: Giuffrè, 1993.
- Carrer, S. «Cina, svalutazione-record dello yuan per rilanciare l'economia.» *Il Sole 24 Ore*, 11 agosto 2015.
- Di Lazzaro, F. *La performance del valore*. Torino: Giappichelli, 2013.
- Draysdale, P. «The BRICS, the G-7 and deploying new global economic power.» *European View*, 2011: 159-164.
- Fatiguso, R. «Cina, cresce la paura per le Borse.» *Il Sole 24 Ore*, 8 agosto 2015.
- Galimberti, F. «La crescita del dragone e il mercato immaturo.» *Il Sole 24 Ore*, 28 luglio 2015.
- Goulian, C., e A. Mersereau. «Performance measurement, implementing a corporate scorecard.» *Ivey Business Journal*, September/October 2000.
- Hornungova, J. «Developments of concept and models of performance evaluation from 19th century to present.» *Danube: Law and Economics Review*, 2014: 143-154.
- Hounshell, B. «"BRICs".» *Foreign Policy*, 2011: 30-31.
- Light, D.A. «Performance Measurement.» *Harvard Business Review*, 1998: 17.
- Luckhurst, J. «Buildin Cooperation between BRICS anc Leading Industrialized States.» *Wiley Online Library*, 2013.
- Mobarek, A., e A. Fiorante. «The prospect of BRIC countries: Testing weak-form market efficiency.» *Research in Interantional Business and Finance*, 2014: 217-232.
- Okafor, C. «Performance evaluation model used in Nigerian quoted companies: empirical research findings.» *Journal of Financial Management Analysis*, 2006: 1-9.

O'Neill, J. «Building a new economic reality, Bric by Bric.» *The Times*, 31 marzo 2011.

—. «The World needs Better Economic BRICs.» *Global Economic Paper 66*. New York: Goldman Sachs, 2001.

Paladino, B. *Five Key Principles of Corporate Performance Management*. Holoke, New Jersey: John Wiley & Son, 2007.

Palepu, K.G., P.H. Healy, e E. Peek. *Business Analysis and Valuation*. Cengage Learning, 2013.

Popa-Lala, I., e C. Anis. «The modern performance indicators - important instruments in financial management of the companies.» *Timisoara Journal of Economics*, 2010.

Pozza, L. *La misurazione della performance d'impresa*. EGEA, 2000.

Scott, A. «Non più "emergenti" ma "mercati della crescita". I Brics celebrano il terzo summit della crescita.» *Il Sole 24 Ore*, 13 aprile 2011.

Shil, N.C. «Performance Measures: An Application of Economic Value Added.» *International Journal of Business and Management* Vol. 4, No.3 (2012).

Silvi, R. *Analisi di bilancio, la prospettiva manageriale*. McGraw-Hill, 2012.

Silvi, R., M. Bartolini, F. Rafffoni, e F. Visani. «The practice of strategic performance measurement system.» *International Journal Productivity and Performance Management*, 2015: 194-227.

Silvius, R. «Emerging Powers in a Comparative Perspective. The Political and Economic Rise of the BRIC Countries.» *Europe-Asia Studies*, 2014: 1383-1385.

Sorrentino, R. «Sudafrica come l'Ucraina? L'FMI avverte: le tensioni sociali bloccano l'economia.» *Il Sole 24 Ore*, 25 febbraio 2014.

Stewart, G.B. *The quest for value*. Happer Collins, 1991.

Tehrani, R., M.R. Mehragan, e M.R. Golkani. «A model for evaluating financial performance of companies by data.» *International Business Research* Vol. 5, No. 8 (2012).

Thakur, R. «How representative are brics?» *Third World Quarterly*, 2014: 1791-1808.

- Per le informazioni riguardo alcune alcune imprese analizzate si fa riferimento ai seguenti siti web:

www.borsaitaliana.it

www.ilsole24ore.com

www.ft.com

- I dati finanziari utilizzati per l'elaborato sono il risultato di una ricerca su database OSIRIS – Bureau Van Dijk