

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

---

# INDICE

INTRODUZIONE .....

**CAPITOLO 1 METODI DI VALUTAZIONE D'AZIENDA .....**

1. L'ANALISI DI BILANCIO.....
2. L'ANALISI FINANZIARIA.....
  - 1.1 *Dividend-discount model (DDM)*.....
  - 1.2 *Discounted Free Cash Flow model*.....
3. VALUTAZIONE BASATA SUI MULTIPLI.....
4. PERFORMANCE DEL VALORE .....

**CAPITOLO 2 VERIFICA EMPIRICA NELLE IMPRESE INDUSTRIALI QUOTATE NEI PAESI BRICS**

1. PAESI BRICS .....
2. SELEZIONE DELLE IMPRESE .....
- 2.1 *Brasile* .....
- 2.2 *Russia*.....
- 2.3 *India* .....
- 2.4 *Cina* .....
- 2.5 *Sudafrica* .....
3. INDICATORI SCELTI PER L'ANALISI DELLA PERFORMANCE .....
- 3.1 *Analisi della struttura* .....
- 3.2 *Analisi della liquidità*.....
- 3.3 *Analisi della redditività* .....
- 3.4 *Analisi della posizione debitoria* .....

**CAPITOLO 3 DINAMICHE DI PERFORMANCE NEI PAESI BRICS**

1. BRASILE .....
- 1.1. *Analisi della struttura* .....
- 1.2. *Analisi della liquidità*.....
- 1.3. *Analisi della redditività* .....
- 1.4. *Analisi della posizione debitoria* .....
- 1.5. *Analisi degli indicatori riferibili al mercato azionario*.....
2. RUSSIA.....
- 2.1. *Analisi della struttura* .....
- 2.2. *Analisi della liquidità*.....

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>	.....
<b>3.</b>	<b>INDIA</b>	.....
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>	.....
<b>4.</b>	<b>CINA</b>	.....
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>	.....
<b>5.</b>	<b>SUDAFRICA</b>	.....
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>	.....
<b>CAPITOLO 4 ANALOGIE E DIFFERENZE TRA I PAESI BRCICS</b>		.....
<b>CONCLUSIONE</b>		.....
<b>APPENDICE</b>		.....

## Riassunto Tesi

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.

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.

Le metodologie di valutazione della performance descritte sono le seguenti:

- 1) Analisi di Bilancio:
- 2) Analisi Finanziaria

- 3) Valutazione basata sui multipli
- 4) Performance del valore

Nel dettaglio quindi, vengono 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. Successivamente ci soffermiamo sugli aspetti teorici della valutazione basata sui multipli di mercato, analizzando le determinanti del rapporto prezzo utili (P/E), del rapporto tra il valore di mercato ed il valore contabile dell'impresa (Price/Book Value) e del rapporto tra valore dell'impresa ed EBIT. Infine poi, viene illustrata l'impostazione teorica alla base della performance del valore d'impresa.

## **Verifica delle imprese nei paesi BRICS**

La scelta di analizzare la performance delle imprese dei paesi BRICS è motivata dal fatto che attualmente rappresentano una valida alternativa d'investimento rispetto ai paesi più industrializzati quali Stati Uniti, Giappone ed i paesi dell'Unione Europea. La loro crescita economica nell'ultimo decennio ha cambiato gli equilibri economici nel mondo.

Inoltre, a seguito della crisi finanziaria, dal 2008 i paesi BRICS hanno avuto l'opportunità di accrescere il proprio ruolo all'interno della comunità internazionale, con il conseguente maggior ruolo del G-20.

Tali circostanze hanno consolidato la percezione che i BRICS sono ora delle vere superpotenze al centro delle decisioni economiche internazionali. Per tali ragioni si è scelto di analizzare la performance delle imprese dei paesi BRICS.

Numerosi studi, evidenziano le difficoltà presenti nei rapporti politici ed economici tra gli stessi paesi BRICS. Tuttavia, la cooperazione tra di essi rappresenta il loro vero punto di forza per il raggiungimento dei propri obiettivi strategici ed un maggior coinvolgimento nelle decisioni internazionali.

### **Selezione delle imprese**

Per condurre la verifica empirica sulle maggiori imprese nei paesi BRICS, si è fatto riferimento anzitutto alle imprese industriali, per focalizzarci sull'economia reale, tralasciando così la parte finanziaria. Inoltre si prendono in considerazione le 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 31/12/2014 per ognuno dei paesi BRICS.

Infine per esprimere un giudizio sull'andamento delle performance d'impresa ed un confronto nel tempo dei vari risultati aziendali, si fa riferimento agli ultimi tre esercizi (2014,2013,2012).

### **Indicatori scelti per l'analisi della performance**

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 di seguito riportati:

### 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 inebitamento finanziario	Df/Mp
Quoziente di struttura primario	Mp/Af

### 2. Analisi della liquidità

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

### 3. Analisi della redditività

Indicatore	Composizione
ROE (Return on Equity)	$U_N/M_p$
ROE normalizzato	Utile ante imposte e g. str./M <sub>p</sub>
ROI (Return on Investments)	$U_o/C_i$

### 4. Analisi della posizione debitoria

Indicatore	Composizione
Indice di copertura interessi	EBIT/interessi passivi
Incidenza dei debiti finanziari	D <sub>f</sub> /C <sub>i</sub>

## 5. Analisi degli indicatori riferibili al mercato

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

### **Aspetti rilevanti dei risultati dell'analisi**

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

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.

La situazione appena descritta, trova spiegazioni diverse per ognuno dei paesi BRICS, tuttavia un elemento comune è rappresentato dall'effetto indiretto che la crisi finanziaria globale sviluppatasi in USA e UE, ha avuto sui BRICS.

Paesi con imprese maggiormente legate 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 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. 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.

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 di crescita futura.

## Conclusioni

Avendo un quadro della situazione attuale dei paesi BRICS , viene spontaneo domandarsi se con tale termine, il riferimento a paesi in via di sviluppo sia 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.

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 di riferirsi ai BRICS come "i mercati della crescita".

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.

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 troviamo ad esempio i paesi del Golfo (Qatar, Emirati Arabi Uniti, Kuwait e Bahrain), Australia, Messico e Turchia.

## 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.» *Danuble: 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.» *Wyley 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.
- O'Neill, J. «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. Mehrgan, 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.