

R E P O R T

Analisi e valutazione di mercati, prodotti e servizi finanziari

SCEGLIERE LE AZIONI GUARDANDO IL ROIC

Il Return On Invested Capital (ritorno sul capitale investito) è un parametro di valutazione che combina elementi di crescita con l'efficienza di gestione di una società. E' meno noto e meno utilizzato di altri indicatori. Ma per Janus, società americana di gestione indipendente, lo studio del Roic è un fattore fondamentale della la ricerca azionaria.

Ecco come utilizzarlo in un approfondimento curato dal team per gli investimenti. Con gli esempi delle società più interessanti

■ a cura di Janus

I gestori di portafoglio, gli analisti degli investimenti e persino i dirigenti aziendali utilizzano vari parametri finanziari al momento di analizzare e farsi un'opinione in merito ad un'opportunità d'investimento. Alcuni parametri rivelano maggiori informazioni sulla crescita di un'impresa, mentre altri rivolgono la loro attenzione all'efficienza di gestione di una società. Quasi tutti gli investitori si basano sui parametri di return on assets e return on equity, mentre non a tutti è noto il ritorno sul capitale investito (return on invested capital o ROIC), un parametro che combina elementi di crescita con l'efficienza di gestione di una società. Per Janus lo studio del ROIC costituisce un componente importante del rigoroso processo di analisi e ha storicamente rappresentato un fattore fondamentale nella ricerca di creazione di valore per i nostri clienti nel tempo.

FUSIONE

Nel mese di luglio del 1999, le società **Reckitt & Coleman** (con sede nel Regno Unito) e **Benckiser NV** (con sede nei Paesi Bassi), ognuna dotata di una vasta gamma di prodotti per la casa, sanitari e per la cura della persona, hanno annunciato la loro fusione allo scopo di formare la quarta maggiore società di prodotti di consumo dell'Unione europea. Inizialmente il mercato ha risposto positivamente all'annuncio, facendo raggiungere al prezzo dell'azione della

società quasi il suo massimo storico dell'anno. L'idillio però è stato di breve durata, dato che il prezzo del titolo Reckitt Benckiser (di seguito "**Reckitt**") ha registrato per diversi mesi successivi performance scendenti, prima di guadagnare oltre il 300%, dai minimi registrati a Marzo 2000 fino alla fine del 2005 (si veda l'Allegato 1). Nonostante la fusione - che, in pratica, ha unito due attori minori del settore dei prodotti di consumo in una singola entità molto maggiore e potenzialmente più forte, dotandola di un assortimento di marchi che oggi comprendono Lysol, Dettol, Vanish, Calgon e Woolite - la società di nuova formazione Reckitt con sede nei Paesi Bassi si è trovata di fronte a molte sfide, tra cui la continua concorrenza da parte di società del calibro di Procter & Gamble, Unilever e Colgate-Palmolive. Cosa avrebbe fatto la nuova società e in che modo avrebbe gestito la sua sfida con i concorrenti?

Nel 2000, la dirigenza di Reckitt ha perseguito una strategia che ha ottenuto continui rialzi del prezzo del titolo della società. Attraverso il disinvestimento di marchi non performanti e la concentrazione sui primi due marchi di nicchia nei rispettivi mercati, Reckitt è stata in grado di ridurre la base patrimoniale e migliorare i margini, senza influire negativamente sulla crescita dei ricavi.

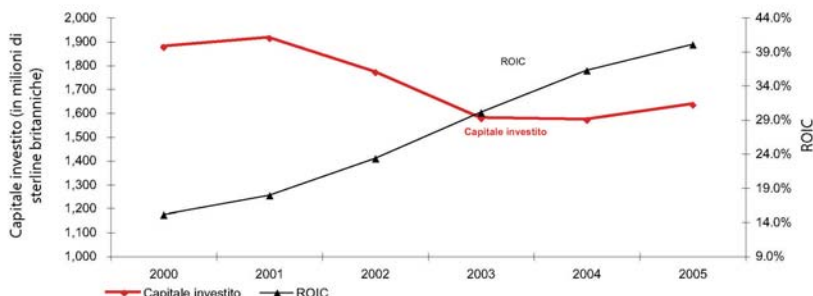
Ne è conseguito che il ritorno sul capitale investito (ROIC) della società ha registrato un netto miglioramento nel periodo 2000-2005 (si veda il gra-

Reckitt, prezzo quadruplicato



Il rialzo di Reckitt in Borsa a partire dal 2000 dopo il ribasso iniziale post fusione.

Meno patrimonio, più ROIC



Il miglioramento del Roic di Reckitt in concomitanza con il calo della base del suo capitale dovuto ai disinvestimenti per concentrare la società sui marchi forti.

fico accanto), determinando un notevole aumento del prezzo del titolo, mano a mano che sempre più investitori riconoscevano l'alta qualità della crescita e dell'efficienza e, di conseguenza, il valore aggiunto creato dalla società.

I dati storici evidenziano una correlazione significativa tra incremento del ROIC e aumento dei prezzi azionari. Sia le società che gli investitori, pertanto, dovrebbero tenere in considerazione anche questo parametro oltre alla crescita dei ricavi e degli utili. Perseguire una crescita fine a se stessa non sempre si rivela una mossa vincente, soprattutto se l'investimento necessario a tale scopo genera uno scarso rendimento sul capitale. A creare maggiore valore per gli azionisti in un'ottica di lungo periodo saranno piuttosto le società che sapranno adottare strategie in grado di migliorare la crescita da un punto di vista qualitativo.

Nel presente documento esploreremo in che modo un'analisi approfondita del ROIC e delle sue diverse componenti possa svolgere un ruolo integrante nella scoperta e comprensione dell'effetto che le iniziative del management possono produrre sulla qualità di crescita di una società e, in ultimo, sulla sua capacità di creare

L'apparenza inganna

L'utile netto d'esercizio dopo le imposte, o NOPAT, non comprende il costo degli interessi, poiché questi ultimi si riferiscono alla decisione di finanziamento o alla struttura del capitale. Incorpora piuttosto i costi associati direttamente alle operazioni aziendali, ad esempio il costo della produzione e vendita del prodotto e altri costi generali e di amministrazione. Al fine di ottenere il NOPAT vengono dedotte anche le imposte sul reddito versate. Il capitale investito è composto dalle attività di gestione, ivi compresi beni

immobili, impianti e attrezzature di produzione e alcuni beni immateriali quali l'avviamento. Nel calcolo del capitale investito rientra altresì il capitale circolante netto, consistente nella differenza tra le attività e le passività correnti, dove tra le prime figurano i crediti verso i clienti e le rimanenze, mentre tra le seconde figurano i debiti verso fornitori, i ratei passivi e altre passività correlate. Nel calcolo del capitale circolante netto, l'esclusione delle disponibilità liquide e dei debiti a breve scadenza può, in modo spe-

cifico, cogliere i rendimenti delle operazioni aziendali. È importante notare che il calcolo del NOPAT e quello del capitale investito non sempre sono semplici come sembrano. Nel calcolare ciascuna variabile, è possibile apportare numerose rettifiche, che varieranno secondo il tipo di società e la prospettiva del gestore degli investimenti che opera il calcolo. Ad esempio, in alcuni settori, è presente la prassi di capitalizzare i costi di ricerca e sviluppo, contabilizzando l'importo speso nello stato patri-

moniale, quale bene svalutato o ammortizzato nel tempo. Qualche gestore ritiene che questi costi andrebbero completamente ammortizzati nel momento in cui sono sostenuti e, di conseguenza, non dovrebbero influire direttamente sullo stato patrimoniale. L'ottica con cui si guarda a questa spesa può avere un'influenza sul calcolo del NOPAT e del capitale investito e, quindi, del ROIC. Al fine di ottenere un quadro davvero rappresentativo della società, è importante effettuare un'analisi dettagliata e capire i presupposti adottati.

valore per gli azionisti.

Inizieremo con una descrizione particolareggiata del ROIC, le ragioni cui riteniamo sia importante, le modalità per suddividerlo in componenti e come si rapporta ad altri parametri. Illustreremo quindi le prove storiche a sostegno della teoria che il ROIC possa essere più determinante della sola crescita degli utili nel determinare se una società sia in grado di ottenere una supervalutazione sul mercato.

Infine, discuteremo tre metodi generali che possono essere adoperati dal management di una società per migliorare i rendimenti sul capitale d'investimento. Innanzi tutto, però, diamo una definizione di ROIC.

CHE COS' È IL ROIC

Per determinare se si sta creando o distruggendo valore, è possibile osservare i rendimenti prodotti da un'azienda in relazione al capitale posseduto. Quanto utile è in grado di generare la società con ogni dollaro di capitale? Quanto costa quel capitale e quanto influisce sui risultati? In poche parole, è questo che il ROIC aiuta a svelare.

Il ROIC misura l'efficacia con la quale una società adopera il proprio capitale al fine di creare valore per gli azionisti. Dato che il capitale ha un costo, gli investitori e i CEO dovrebbero essere informati in merito ai rendimenti generati dal capitale impiegato in qualsiasi attività. In questo modo, sarà possibile aiutare i decision maker a concentrarsi sulla qualità della crescita e sul perseguimento di altre attività finalizzate alla creazione di valore.

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPAT (Utili di gestione)}}{\text{Capitale Investito}}$$

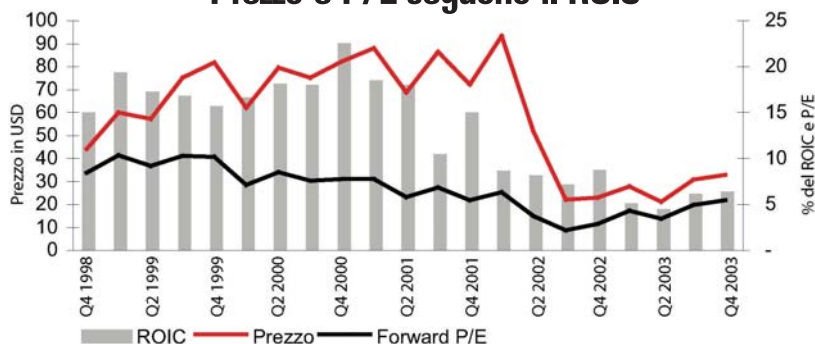
In parole povere, il ROIC consiste nell'utile netto d'esercizio dopo le imposte, o NOPAT, diviso per il capitale investito (IC), dove IC rappresenta il capitale che finanzia le operazioni dell'attività aziendale (vedere riquadro nella pagina precedente). Il capitale investito consiste sostanzialmente nelle attività di gestione adoperate nello svolgimento dell'attività. Come nel caso del NOPAT, si tratta di un altro metodo per osservare gli utili generati dal core busi-

ness di una società. Consiste semplicemente nel reddito di gestione al netto delle imposte.

L'analisi del ROIC effettua un raffronto tra i rendimenti realizzati dall'attività e il costo medio ponderato del capitale (WACC), vale a dire il costo corrisposto dalla società per il proprio capitale. In fin dei conti, il capitale non è gratuito. Sia che si tratti di un obbligazionista che percepisce il pagamento di interessi, oppure di un azionista che percepisce un dividendo e partecipa alla crescita ovvero al declino della società, esiste un rendimento minimo atteso dall'investitore stesso prima di cedere i propri fondi, dato il livello di rischio percepito. Il WACC rappresenta tale numero minimo e comprende tutte le sorgenti di capitale.

Dato che il capitale ha un costo, per creare valore nel lungo periodo le società sono tenute a ottenere un rendi-

Prezzo e P/E seguono il ROIC



Nel caso di Tyco al calo del ROIC si sono accompagnati i cali di prezzo e prezzo/utili.

mento superiore a tale costo. Se non prestano attenzione, le società possono in realtà sottrarre valore attraverso il continuo investimento in progetti che forniscono un rendimento inferiore a tale costo del capitale. Alla fine, saranno gli azionisti a pagare il prezzo di una tale riduzione di valore. Si consideri il caso di **Tyco International** all'inizio del decennio. Il conglomerato manifatturiero ha visto il proprio ROIC ridursi nel periodo compreso tra il 2000 e la fine del 2002, pur conseguendo un tasso di crescita medio dei ricavi negli anni centrali. Di conseguenza, il prezzo del titolo e l'in-

Multipli P/E teorici e ROIC

		Ritorno sul capitale investito			
		8%	10%	15%	20%
Crescita degli utili	5%	8.5x	10.0x	12.0x	13.0x
	10%	5.5	10.0	16.1	19.1
	15%	Non significativa	10.0	24.3	31.5
	20%	Non significativa	10.0	41.3	57.0

*Supponendo il finanziamento di tutto il patrimonio, un WACC pari al 10% e un periodo previsionale di 20 anni

L'accelerazione della crescita degli utili non conduce necessariamente.

“ Al momento di decidere se le imprese stanno creando o, al contrario, sottraendo valore, non è sufficiente osservare gli utili riportati in bilancio. Gli investitori devono considerare tutti i costi e la qualità di tali utili ”

dice prezzo/ utili (P/E) ne hanno sofferto (vedere grafico a pagina 103), poiché gli investitori si sono resi conto che la crescita di utili risultante non era sostenibile. La società aveva migliorato il proprio tasso di crescita tramite diverse acquisizioni, e il costo di tali acquisizioni ha cominciato ad essere superiore ai rendimenti generati dalle stesse. Il ROIC scivolava nella direzione del WACC fino a essere inferiore a quest'ultimo.

Se si osserva la relazione tra ROIC e WACC da un'altra angolatura, per esempio, ipotizzando di contrarre un prestito con un interesse del 10% e investire i proventi in un certificato di deposito (CD) con un interesse pari a solo il 5%. Maggiore è il denaro preso in prestito per investire in una tale opportunità, più rapido è il rischio di fallimento. Una società che investe il proprio cash flow a un tasso di rendimento inferiore al costo del suo capitale per un periodo di tempo prolungato, indipendentemente dalla sua velocità di crescita, può incorrere in problemi analoghi, specialmente se gli investitori riconsiderano tale strategia e non sono intenzionati a fornire l'ulteriore capitale che finirebbe per essere necessario. Pur semplificando eccessivamente la relazione che intercorre tra ROIC e WACC, questo esempio aiuta a comunicare il principio su cui si basa. Al momento di decidere se le imprese stanno creando o, al contrario, sottraendo valore, non è sufficiente osservare gli utili riportati in bilancio. Gli investitori devono considerare tutti i costi e la qualità di tali utili. In questo senso, è utile tener conto della relazione tra ROIC e WACC, attraverso l'individuazione dei rendimenti generati dall'azienda al netto di tali costi. Abbiamo riscon-

trato abbondanti prove storiche che suggeriscono come il mercato presti attenzione a questa relazione e all'allocatione di capitale generale di una società. Esiste uno stretto collegamento tra ROIC, crescita della qualità e creazione di valore. Prima di analizzare tali prove, diamo un'occhiata alla teoria alla base di tale principio.

ARGOMENTO TEORICO

Un altro modo per dimostrare l'interrelazione tra ROIC, valutazione e crescita degli utili è forse quello di osservare l'analisi della sensibilità contenuta in queste tre variabili. La tabella di questa pagina dimostra, in maniera matematica, che l'accelerazione della crescita degli utili non conduce necessariamente all'espansione dei multipli. A livello teorico, per una società è importante prima di tutto generare rendimenti superiori al costo del suo capitale, al fine di ricompensare la crescita degli utili con una valutazione o multipli più elevati. In altre parole, le società che producono una crescita elevata della qualità, in teoria ottengono una valutazione superiore rispetto a quelle che non dispongono della suddetta crescita. Osservando le informazioni della tabella, la sezione interna illustra il multiplo P/E teorico assegnato a un'azienda con un dato tasso di crescita degli utili (asse delle ordinate)¹. Va notato che quando il ROIC equivale al costo presunto del capitale del 10%, il multiplo P/E resta fermo a 10x, mentre gli utili crescono a un tasso del 5% o del 20%. Perché? Con un ROIC pari al 10% e un WACC pari al 10%, la società sta registrando esattamente un rendimento pari al costo del suo capitale, pertanto i suoi investimenti progressivi non stanno creando un valore progressivo. A meno che il management non migliori il ROIC della società, questa, con tutta probabilità, non vedrà un aumento del multiplo del suo P/E, indipendentemente dalla velocità di crescita dei suoi utili. Si osservi ora la situazione in cui il ROIC è pari all'8%, ossia inferiore al WACC del 10%. Va notato in questo caso che, più rapida è la crescita dell'azienda, minore è il multiplo che, in effetti, diventa negativo e perde quindi il suo significato

in presenza di tassi di crescita più elevati. Perché il multiplo P/E si contrae? Dato che ciascun dollaro aggiuntivo di capitale viene investito nell'attività, ottiene un rendimento inferiore al costo di quel capitale. Ne consegue che il valore diminuisce dato il differenziale negativo tra ROIC e WACC o la qualità di utili relativamente modesta. Si ricorda l'esempio del CD descritto in precedenza? Tale caso è simile a quello di un investitore che in ultima istanza fallisce perché contrae prestiti a un costo superiore al suo guadagno. Sul lato destro della tabella, laddove il ROIC supera il WACC, ad esempio al 15% o 20%, una crescita più rapida degli utili viene ricompensata da una valutazione progressivamente migliore, a causa dell'alta qualità della crescita di utili prodotti. In altre parole, la crescita della qualità è importante.

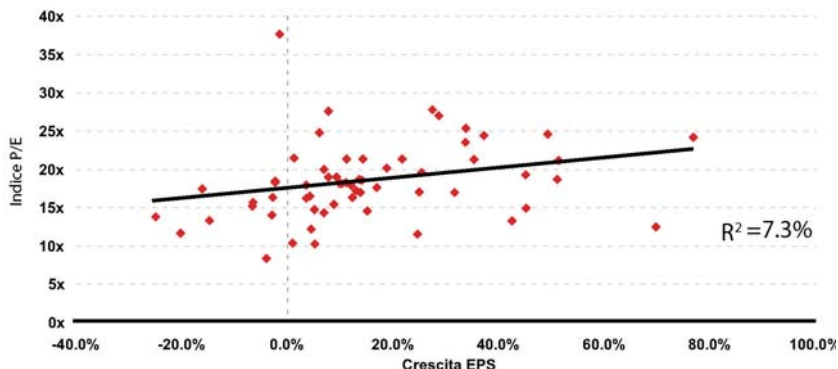
Sebbene, a livello teorico, la presente illustrazione dimostri che la crescita degli utili, da sola, non è sufficiente a creare valore, in realtà non è insolito per le società conservare un multiplo più alto sul mercato rispetto a quanto suggerito dalla sezione sinistra della già citata tabella di pagina 104. Un motivo di tale scollegamento è che il mercato presume che una società non distruggerà valore per sempre. Ciononostante, bisogna considerare il costo economico della crescita (vale a dire la qualità) e si tratta di un fattore critico nella creazione del valore.

RELAZIONE NON CONVINCENTE TRA CRESCITA UTILI E VALUTAZIONE

Pur essendo comune tra gli investitori la prassi di concentrarsi sulla crescita degli utili come misura di creazione di valore, alcuni dati storici suggeriscono che la relazione tra la sola crescita degli utili e la creazione di valore è piuttosto fiacca. Il grafico a destra in alto indica la relazione tra la crescita di utili proiettata su un periodo di 12 mesi (asse delle x) e l'indice P/E attuale (asse delle y) di tutti i titoli non finanziari dell'Indice S&P 100. Si noti la debolezza della relazione complessiva quale definita dal basso R². Ciò suggerisce che la disponibilità da parte degli investitori a pagare per la crescita degli utili

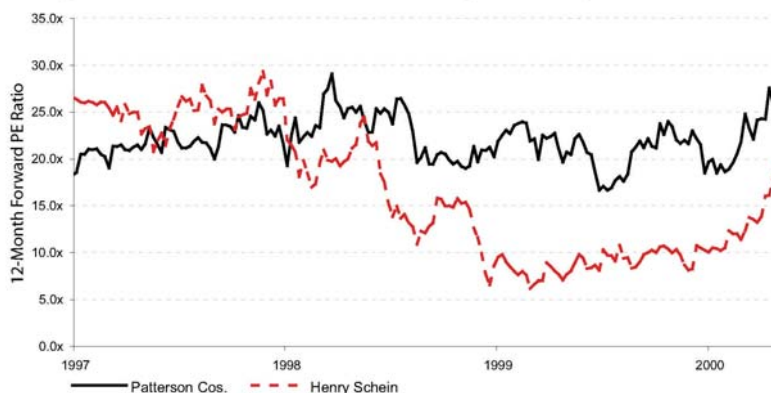
di una società va oltre la crescita stessa degli utili. Ad esempio, la sostenibilità di quella crescita e i rendimenti generati dall'attività rappresentano alcune delle altre problematiche eventualmente prese in considerazione dagli investitori. Infatti, la crescita di utili accompagnata da bassi rendimenti può in realtà distruggere valore, determinando la situazione, in qualche maniera contraria alle aspettative, nella quale il multiplo P/E relativo di una società continua a scendere anche se la crescita degli utili della società stessa supera quella di un'azienda concorrente. È possibile osservare un buon esempio di tale interpretazione attraverso il raffronto tra due dei maggiori

Poca Relazione tra crescita e valutazione



La crescita di utili del mercato messa in relazione con l'indice prezzo/utili di tutti i titoli non finanziari dell'indice S&P100.

La qualità degli utili influisce sui P/E



A confronto l'andamento del rapporto prezzo/utili di due società Usa concorrenti.

“ Nel caso in cui due società riportino lo stesso livello di vendite e di crescita degli utili ma una ottiene, dal cash-flow risultante, un rendimento inferiore al costo del suo capitale, mentre l'altra realizza un rendimento superiore al costo del suo capitale, è probabile che la prima abbia un multiplo P/E inferiore alla seconda ”

distributori di forniture e prodotti odontoiatrici degli Stati Uniti: **Patterson Companies** e **Henry Schein Incorporated**.

Attualmente, le due società rappresentano rispettivamente il primo e il secondo protagonista del settore. Patterson privilegia la creazione di relazioni forti con la clientela attraverso la qualità del servizio, mentre Henry Schein si distingue come uno sportello comune di vendita con prezzi normalmente inferiori a quelli di molti suoi concorrenti. Nel 1998 e 1999, Henry Schein ha registrato un notevole calo del multiplo del suo P/E, mentre l'indice P/E di Patterson è rimasto relativamente consistente.

Il multiplo P/E di Henry Schein è diminuito, nonostante la società abbia registrato una crescita di utili di molto superiore a quella di Patterson, rispettivamente, oltre il 90% contro il 53% in un periodo di due anni, e nonostante entrambe le società abbiano registrato una crescita dei ricavi analoga pari, rispettivamente, al 35% e al 33%. Se il tasso di crescita a breve termine di Henry Schein è stato più elevato, perché la sua valutazione relativa è stata così inferiore? Oltre ad altri fattori, quali il livello dell'indebitamento, per rispondere a questa domanda si può osservare anche la qualità degli utili. Per esempio, il ROIC medio di Patterson in quell'intervallo temporale è stato superiore al 20%, mentre quello di Henry Schein non è andato oltre il 10%, vale a dire il valore prossimo al costo del capitale della società. In sostanza, il mercato ha riconosciuto la crescita a basso rendimento e ha valutato ciascuna società di conseguenza. Questo esempio spiega perché la relazione tra l'indice P/E di un'azienda e la crescita degli utili illustrata nell'Allegato 5 è debole.

Un motivo della debole correlazione consiste nel fatto che la crescita di una società rappresenta il risultato dei suoi investimenti. Gli investimenti di una società, siano essi effettuati in capitale circolante come le rimanenze, in capitale immobilizzato come gli impianti e le attrezzature oppure in acquisizioni, hanno lo scopo di generare future vendite.

Se il rendimento su quel capitale in-

vestito è inferiore al costo di quel capitale, il valore non viene massimizzato e potrebbe invece venire ridotto con ogni ulteriore dollaro speso. Nel caso in cui due società riportino lo stesso livello di vendite e di crescita degli utili, ma una ottiene, dal cash flow risultante, un rendimento inferiore al costo del suo capitale, mentre l'altra realizza un rendimento superiore al costo del suo capitale, è probabile che la prima abbia un multiplo P/E inferiore alla seconda.

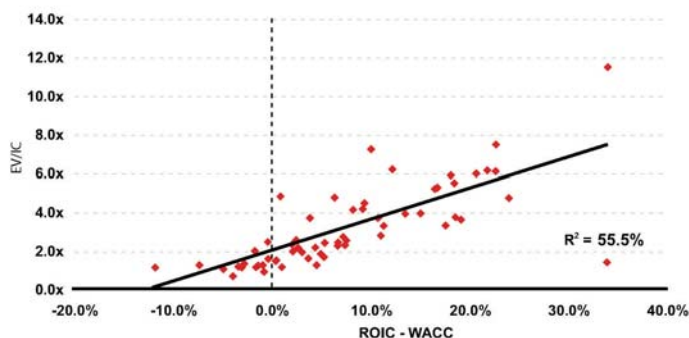
LEGAME PIÙ EVIDENTE TRA ROIC E VALUTAZIONI

Osserviamo ora il grafico di pagina 107, che indica la relazione tra i rendimenti di gran lunga superiori al costo del loro capitale ottenuti dalle società e la valutazione. Sull'asse delle x è riportata la differenza (o differenziale) tra il ROIC e il WACC che, in genere, rappresenta i rendimenti che una società è in grado di generare rispetto al costo del suo capitale. Sull'asse delle y adoperiamo come sostituto di valutazione relativa l'indice "valore d'impresa/capitale investito" (EV/IC) anziché l'indice P/E, al fine di un raffronto più netto nel momento in cui si esegue un'analisi del ROIC. Tale indice è simile all'indice Price/Book, che raffronta il valore di mercato del patrimonio di una società al suo valore contabile. Poiché il capitale investito comprende le passività e il capitale sociale, adoperiamo il valore d'impresa perché comprende il valore di mercato di entrambi, consentendoci così di effettuare un raffronto tra elementi simili. Maggiore è la differenza tra il ROIC e il WACC, maggiore è il multiplo EV/IC che il mercato sarebbe disponibile ad attribuire a una società.

Se si osserva il valore R2 considerevolmente più alto, si comprende che il mercato attribuisce un premio a quelle aziende in grado di conseguire un rendimento più elevato sul capitale azionario in relazione al costo di quel capitale. Non soltanto è importante considerare il livello di ROIC in relazione al WACC, ma anche la direzione presa dal ROIC. Date tali prove, riteniamo sia molto utile eseguire un'analisi approfondita del ROIC di una società.

Attraverso l'analisi del ROIC, riteniamo di poter acquisire una migliore comprensione del modello di business di un'azienda e dei principali fattori di valore; pertanto, possiamo determinare in maniera migliore se si tratti davvero di un'impresa in grado di creare valore per gli azionisti nel lungo periodo. Inoltre, lo studio del ROIC e delle sue componenti può migliorare la comprensione dello stato patrimoniale che, a sua volta, è in grado di fornire una comprensione più chiara del conto economico e dei prospetti di cash flow. Infine, questa analisi può condurre a una linea di domande diversa che può, da ultimo, aiutare a individuare le problematiche salienti di un'azienda. Per esempio, ci si può chiedere quanto capitale immobilizzato e quanto capitale circolante siano necessari per generare un dollaro di vendite. Un'altra domanda potrebbe essere quella di valutare se un'azienda dovrebbe ampliare o ridurre la sua base patrimoniale. Se una società dispone di rendimenti elevati e sostenibili, il management dovrebbe essere propenso a creare la base patrimoniale investita, non a ridurla. Al contrario, il management dovrebbe prendere in considerazione di ridurre la base patrimoniale di un'azienda se questa produce rendimenti scarsi sul suo capitale.

La creazione di valore aumenta la valutazione



La valutazione attribuita ad una società (EV/IC) è maggiore in relazione ai rendimenti (ROIC meno WACC) che la società stessa è in grado di generare rispetto al costo del suo capitale.

Un'altra domanda da porre è quella di considerare le strategie che un'azienda può perseguire al fine di migliorare i propri rendimenti sul capitale investito. Esistono numerosi metodi di cui un'azienda può avvalersi per migliorare il suo ROIC al fine di creare maggior valore per gli investitori, ma il miglioramento dei rendimenti sul capitale investito è più facile.

COME MIGLIORARE IL ROIC

Tra le società è sempre più comune parlare di miglioramento del ROIC, specialmente quando si incoraggia-

$$\text{ROA} = \frac{\text{Reddito Netto} + \text{Interessi Passivi al Lordo delle Imposte}}{\text{Totale Attivo}}$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{Reddito Netto}}{\text{Totale Patrimonio Netto}}$$

ROIC contro ROA e ROE

Per gran parte delle società di settori dall'industriale ai beni di consumo voluttuari, all'IT, il ROIC può essere alquanto eloquente. E cosa dire di altri parametri finanziari, quali il rendimento delle attività (ROA) e il rendimento del capitale azionario (ROE), in grado di rivelare informazioni analoghe su una società? Sono altrettanto utili quando si osserva la maggior parte delle società? A esclusione delle società finanziarie, il ROIC spesso differisce dal ROA o dal ROE nel fatto che nessuno di questi ultimi due parametri isola i rendimenti sulle attività operative e non operative. Una ragione risiede nel fatto che il ROA amalgama i rendimenti di titoli in contanti e commercializzabili nei rendimenti generati dal core business. Inoltre, non riconosce la gestione efficiente del capitale circolante perché, pur includendo le attività correnti, esclude invece le passività correnti, un fattore fondamentale del capitale circolante. Il ROE intanto risente della leva finanziaria o del valore d'indebitamento presente nei libri contabili di una società. Un motivo per cui il ROE funziona meglio nell'analisi delle aziende finanziarie è da-

to dal fatto che la struttura effettiva di capitale, o decisione finanziaria, costituisce una parte integrante della normale gestione, pertanto, è alquanto opportuno incorporarla nell'analisi di queste società. Preferiamo osservare il ROIC nel caso della maggior parte delle altre società perché possiamo valutare meglio se la società stia svolgendo la propria attività in maniera ottimale, indipendentemente dalle decisioni finanziarie o dagli eventuali investimenti in attività non operative. È importante notare che la struttura del capitale o la decisione finanziaria costituiscono una parte essenziale di qualsiasi attività e possono essere adoperate per liberare valore o migliorare il ROIC dell'azienda. Tuttavia, ai fini del presente libro, desideriamo privilegiare le modalità con cui le società possono creare valore per gli azionisti al di là di tale decisione. Con l'analisi del livello di ROIC e, più precisamente, delle variazioni del ROIC, acquisiamo una maggiore comprensione relativamente al fatto che il management di una società stia o meno gestendo e investendo il capitale azionario in maniera oculata.

“**Esistono tre metodi principali con cui si può migliorare il ROIC di una società: si può aumentare l'efficienza attraverso una riduzione del capitale impiegato, incrementare i ricavi sulla base patrimoniale esistente oppure ampliare i margini**”

no investitori istituzionali a investire nella propria società. Dato che è difficile migliorare il ROIC, è necessario rimanere scettici di fronte a un obiettivo aziendale finalizzato a un miglioramento significativo del ROIC.

Esistono tre metodi principali con cui il management può migliorare il ROIC di una società: si può aumentare l'efficienza attraverso una riduzione del capitale impiegato nell'attività, incrementare i ricavi sulla base patrimoniale esistente oppure ampliare i margini. Di norma, nonostante la variazione in un'area influisce sulle altre, esistono esempi il cui il management ha migliorato il ROIC concentrandosi prevalentemente su una delle tre aree suddette.

Aumentare l'efficienza riducendo la base patrimoniale investita.

Torniamo a **Reckitt Benckiser**, che ha migliorato il suo ROIC privilegiando in particolare il miglioramento dell'efficienza della base del suo capitale investito. Dal 2000 al 2005 Reckitt, tra i cui prodotti figurano i deodoranti per ambienti di marchio Airwick, l'insetticida Black Flag, l'additivo per lavastoviglie Finish PowerBall e molti altri prodotti noti, è riuscita a sottrarre capitale dalla sua attività e a mantenere lo stesso livello di ricavi e di crescita degli utili. Privilegiare esclusivamente le prime due marche più performanti in ogni suo mercato e cedendo le altre, unitamente a un taglio aggressivo dei costi, ha sostenuto i margini di Reckitt, producendo un NOPAT più elevato. Reckitt è stato al-

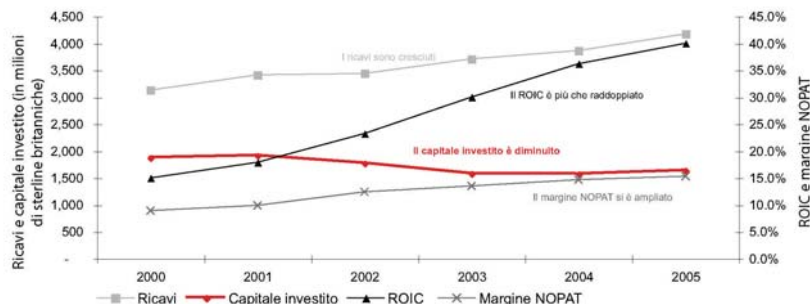
très capace di migliorare l'efficienza del suo capitale esistente attraverso la standardizzazione dei contenitori e del design impiegati nei suoi prodotti in diversi paesi e il consolidamento della produzione in tutta Europa. La migliorata efficienza combinata con una base patrimoniale in diminuzione ha prodotto un ROIC nettamente più elevato (vedere grafico a pagina 109 in alto).

Infatti, il ROIC di Reckitt è più che raddoppiato nel quinquennio, passando dal 15% al 40%. Mentre i margini erano migliorati e i ricavi cresciuti in maniera modesta, è stata la maggiore efficienza della base patrimoniale investita a trainare il forte miglioramento del ROIC di Reckitt. Non solo Reckitt ha realizzato con successo il cambiamento strategico, ma ha anche allineato il suo programma di incentivi alle partecipazioni degli azionisti. Ha reso il ROIC un elemento dell'equazione che determina la gestione degli stipendi e dei premi aziendali. Il programma di incentivi evidenzia che il ROIC e la qualità di crescita generano una creazione di valore superiore a quella della sola crescita degli utili.

Ma come si raffronta il risultato conseguito da Reckitt rispetto a società analoghe del settore? Hanno ottenuto la stessa ricompensa per i propri sforzi? **Procter & Gamble**, società di prodotti di largo consumo statunitense, ha continuato a concentrarsi sull'incremento della quota di mercato e, così facendo, ha accresciuto la sua base patrimoniale attraverso un certo numero di acquisizioni, il che ha scarsamente migliorato l'efficienza del suo capitale. Elevate spese di marketing e altri costi hanno impedito al margine netto d'esercizio di migliorare in modo consistente, determinando un miglioramento solo modesto del ROIC, passato da circa il 19% a quasi il 25% (vedere grafico a pagina 109 in basso).

Poiché il ROIC risente dell'efficienza di utilizzazione delle attività da parte di un'azienda, conseguenza diretta dell'efficienza dell'impiego del suo capitale, un'ulteriore suddivisione di questa analisi fornisce un ulteriore

Così è cresciuto il ROIC di Reckitt



La crescita del ROIC di Reckitt Benckiser grazie ad un utilizzo più efficiente del capitale.

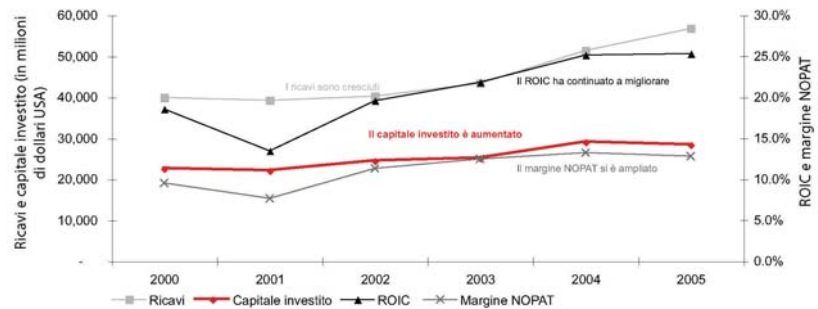
approfondimento. L'indice di rotazione delle attività o "asset turn" è una misura delle vendite in relazione al livello di attività. Un indice di rotazione più alto evidenzia un utilizzo efficiente delle attività.

Questa differenza ha contribuito notevolmente al forte miglioramento del ROIC registrato da Reckitt rispetto a Procter & Gamble. Ha inoltre evidenziato che, spesso, l'investimento creatore di valore non è necessariamente quello che produce una crescita delle attività, ma è quello che migliora l'efficienza della base di attività esistente. Alla fine, Reckitt è stata capace di migliorare la propria efficienza di capitale, il che ha condotto alla creazione di valore e, in ultima istanza, alla forte performance azionaria del titolo della società (vedere grafico a pagina 110 in alto). Sebbene il prezzo del titolo Reckitt non sia stato negoziato a un multiplo del sovrapprezzo rispetto a Procter & Gamble nel periodo considerato, si è chiaramente volto in tale direzione a partire dal giugno 2002. Diciamo la verità: entrambe le società generavano ottimi rendimenti sui rispettivi capitali, ma il ROIC progressivo di Reckitt era migliore, il che ha condotto, con ogni probabilità, a ottenere un multiplo superiore al precedente, riducendo, in tal modo, lo sconto di valutazione con cui il titolo veniva negoziato rispetto a quello di Procter & Gamble.

Incrementare i ricavi sulla base patrimoniale esistente.

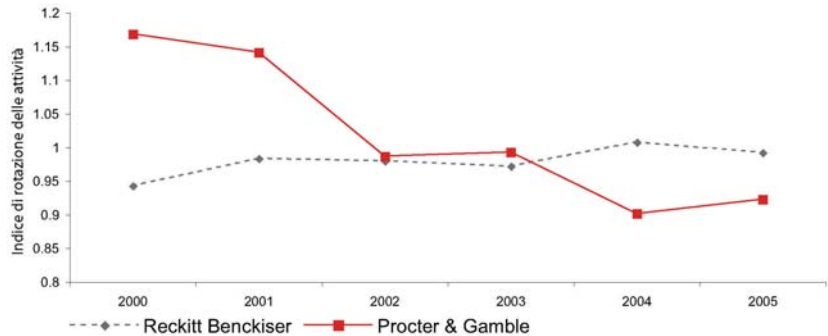
Un altro modo con cui una società può migliorare il suo ROIC è correlato principalmente alla crescita dei ricavi. Se i margini di una società sono abbastanza stabili ed esigui, il management può privilegiare strategie che producono un maggior tasso di crescita dei ricavi. Se il management è in grado di raggiungere tale obiettivo senza investire una quantità elevata di ulteriore capitale ovvero se l'ulteriore capitale investito migliora l'efficienza della base di attività esistenti dell'azienda, con tutta probabilità il management vedrà un miglioramento del ROIC dell'azienda. Qualche anno fa questa stessa strategia è stata realizzata da **Landstar**

Capitale molto su, ROIC meno



Il ROIC di Procter & Gamble è migliorato in maniera modesta mentre è proseguita la crescita del capitale.

Efficienza differente

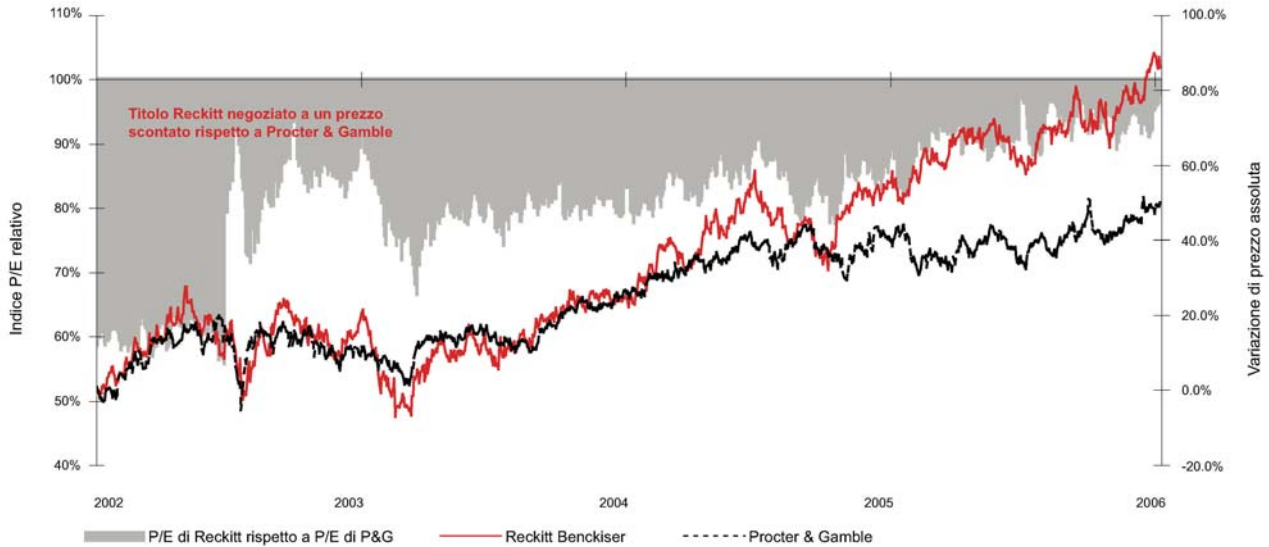


Un indice di rotazione delle attività più alto evidenzia un utilizzo efficiente delle attività.

System Inc., società nordamericana di trasporti con una capitalizzazione di mercato corrente di poco più di 2 miliardi di dollari Usa.

Questa società di servizi di trasporti a carico completo offre soluzioni di trasporto delle merci a una varietà di clienti, dal governo federale a grandi catene di vendita al dettaglio. A causa della natura della sua attività, il settore dei trasporti rimane estremamente frammentato, con i primi 20 fornitori che controllano meno del 20% del mercato. Di conseguenza, il servizio core di Landstar consiste nel semplificare la relazione tra spedizionieri e trasportatori. I clienti della società si limitano a gestire una sola relazione, quella tra loro e Landstar, invece delle possibili centinaia, se non migliaia. Che sarebbero altrimenti costrette a gestire; e per questo servizio sono disposti a pagare a Landstar un sovrapprezzo.

Reckitt in Borsa meglio di Procter & Gamble

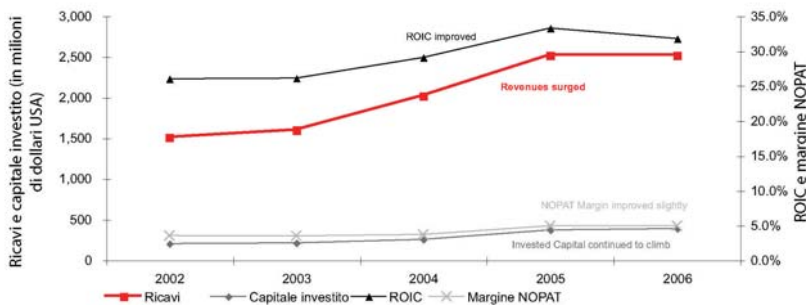


La sovraperformance di Reckitt rispetto a Procter & Gamble con la riduzione dello sconto del multiplo relativo.

Il modo in cui Landstar ha capitalizzato sulla ripresa economica statunitense del 2002 e 2003 attraverso una variazione sottile del metodo con cui svolge la propria attività è piuttosto interessante. Il modello di business originale della società si avvaleva di una rete esclusiva di trasportatori, Business Capacity Owners (BCO), che effettuavano il trasporto delle merci esclusivamente tramite Landstar. Secondo tale modello e dato il numero limitato di BCO, per non parlare della competitività del settore, la

società è riuscita ad accrescere i ricavi unicamente nella gamma compresa tra circa il 5% e il 9%, persino durante periodi economici positivi. Quando l'economia statunitense è migliorata, nel 2002 e nel 2003, Landstar ha dovuto rifiutare delle attività a causa della mancanza di trasportatori disponibili a trasportare le merci all'interno della sua rete di BCO. Il management ha quindi deciso di ampliare la propria capacità operativa utilizzando società di trasporto al di fuori di tale rete esclusiva. La società offre ancora ai suoi BCO la prima chance in un'eventuale attività, ricorrendo alla rete esterna soltanto quando la domanda supera le sue capacità operative. Questo cambio di strategia ha consentito a Landstar di capitalizzare ancora meglio sulla forte attività economica rispetto al passato. Il risultato ha assunto la forma di una forte crescita dei ricavi nel 2004, man mano che l'economia accelerava, seguita da un ulteriore e più marcato rialzo nel 2005. Sebbene il capitale investito fosse aumentato e i margini migliorati, il forte aumento dei ricavi ha costituito la ragione principale dell'aumento del ROIC (vedere grafico a pagina 110 in basso).

I ricavi trascinano il ROIC



Il miglioramento del ROIC di Landstar trainato soprattutto dalla crescita dei ricavi.

Che cosa ha pensato il mercato di questo miglioramento? Dal 2002 al 2005, il prezzo del titolo Landstar ha registrato ottime performance, specialmente se posto a confronto con altre società di trasporto merci. Infatti il grafico in basso in questa pagina evidenzia non solo come Landstar abbia sovraperformato facilmente l'indice S&P 600® Trucking nel periodo considerato, ma anche come abbia ottenuto un indice P/E relativamente più alto, lasciando intendere che gli investitori abbiano riconosciuto il valore creato dalla crescita della qualità che la società era stata capace di generare.

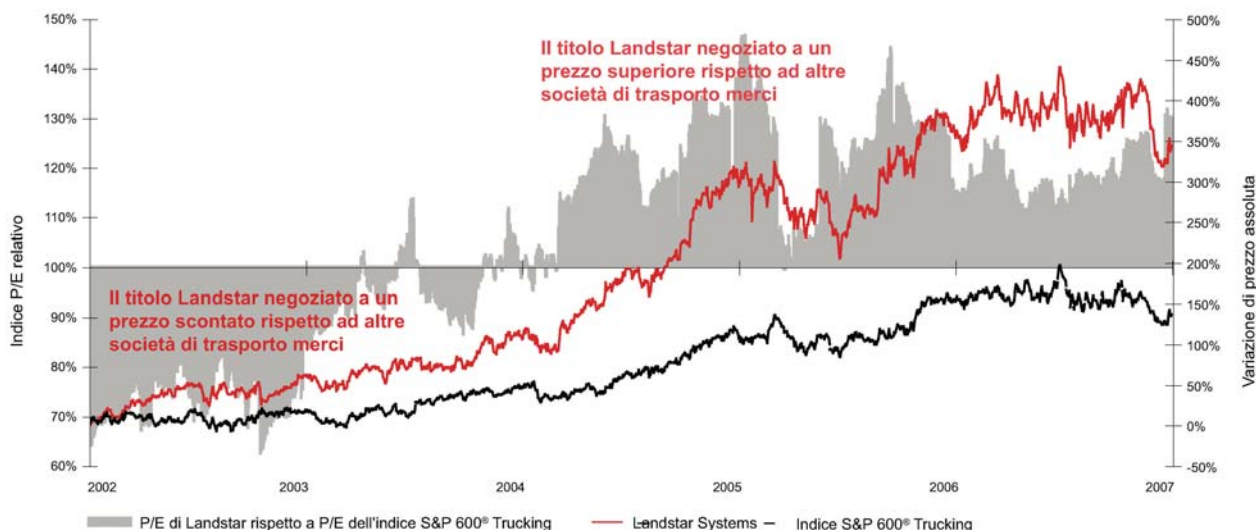
Ampliare i margini. Incrementare i margini attraverso il taglio dei costi o attraverso strategie di controllo delle altre spese non è semplice. La concorrenza crea pressioni sul prezzo mentre, a seconda del potere di negoziazione di una società con i propri fornitori e del tipo di materiali necessari, il management può disporre di scarso controllo sui costi di imputazione. Indipendentemente dal tipo di attività o settore, l'espansione dei margini può aiutare a migliorare i rendimenti che una società è in grado di conseguire sul proprio capitale investito. La contrazione dei margini può inve-

ce essere dannosa per il ROIC. Si considerino, ad esempio, le due società produttrici di birra: Anheuser-Busch e InBev NV.

La società statunitense **Anheuser-Busch** ("AB") è probabilmente meglio nota come la società produttrice della birra Budweiser e di altre marche statunitensi quali Michelob e Busch. AB è il maggiore produttore di birra degli Stati Uniti, con circa il 50% del mercato nazionale. InBev, che produce e distribuisce varie note marche di birra, tra cui Beck's, Stella Artois e Skol, è stata costituita nel 2004 dalla fusione tra la società belga Interbrew e quella brasiliana AmBev. La fusione ha aiutato a creare una delle maggiori società mondiali produttrici di birra, con una presenza in numerosi mercati a rapida crescita in paesi sviluppati ed emergenti. Dal 2003 al 2006, il ROIC di **InBev/Interbrew** ha registrato un andamento al rialzo, nonostante il continuo aumento di capitale investito prodotto da numerose acquisizioni realizzate dalla società. Sebbene anche i ricavi siano cresciuti, il miglioramento del ROIC nel periodo considerato è stato trainato dal raddoppio del margine netto d'esercizio (grafico accanto in alto)

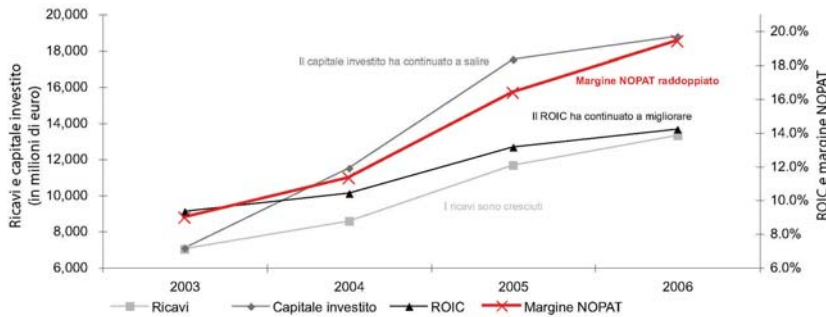
“ **Incrementare i margini attraverso il taglio dei costi o attraverso strategie di controllo delle altre spese non è semplice** ”

Landstar batte la concorrenza



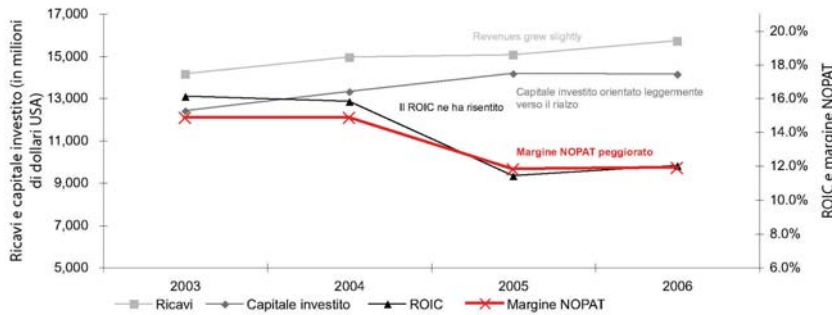
Il titolo Landstar ha battuto l'indice di settore ottenendo un indice prezzo/utigli relativamente più alto, segno che gli investitori hanno riconosciuto il valore della crescita di qualità che la società è stata in grado di generare.

InBev: più margini, più ROIC



Il miglioramento del ROIC di InBev dovuto soprattutto a margini migliori.

AB: meno margini, meno ROIC

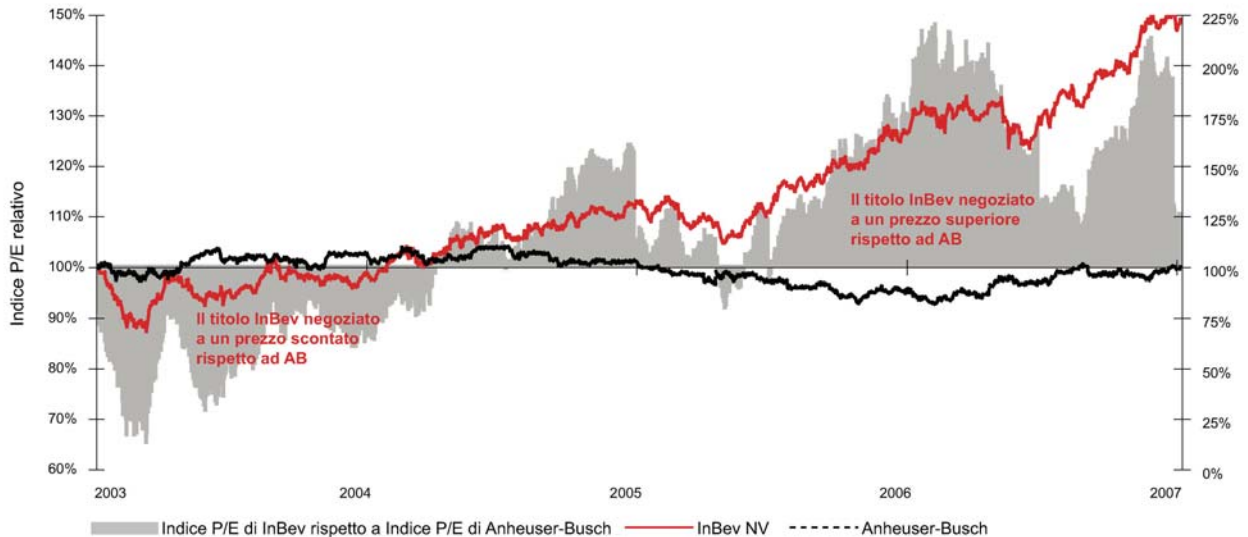


I margini di Anheuser-Busch (AB) sono calati, producendo un ROIC inferiore.

Attraverso una migliore determinazione dei prezzi e una migliore strategia di taglio dei costi, unitamente alla migliorata leva operativa derivante da una crescita solida dei ricavi, InBev ha visto un forte aumento dei suoi margini al lordo delle imposte, aumento che, in ultima istanza, si è riversato nel suo reddito netto d'esercizio. Tale aumento evidenzia come l'efficienza di capitale generale della società abbia risentito soltanto in misura marginale e come la maggiore redditività, abbinata all'aumento dei ricavi, abbia più che compensato la crescita del capitale e la leggera flessione di efficienza.

AB, intanto, ha preferito concentrarsi sul mantenimento della sua posizione di leader del mercato statunitense. Nel 2005 la società ha ridotto i prezzi di numerose sue marche popolari, dando avvio a una guerra dei prezzi con la seconda società produttrice di birra, SABMiller, la quale si è alla fine ritirata dalla sfida. Mentre, all'epoca, AB avrebbe potuto respingere SABMiller, il risultato finale del suo taglio dei prezzi si è tradotto in una flessione della redditività e del ROIC, mentre la crescita di volume delle vendite e quindi dei ricavi non è riuscita a compensare l'abbassamento dei prezzi (grafico di pa-

Così InBev meglio di AB in Borsa



InBev ha sovraperformato Anheuser-Busch, conseguendo un multiplo P/E superiore.

QUESTE SOCIETÀ CREANO VALORE

E' importante sottolineare due punti. Primo, il ROIC è solamente uno dei tanti strumenti che Janus utilizza per selezionare titoli. Secondo, non esiste un principio assoluto. In linea generale preferiamo ROIC elevati, ma spesso ci possono essere delle eccezioni.

Scegliamo una società con un basso ROIC solo se possiamo vedere in essa una crescita che va al di là del costo di capitale. Allo stesso modo, non sceglieremo mai una società con un elevato ROIC se questa non dimostra che i ritorni sono sostenibili e che è in grado di mantenerli al di sopra del costo di capitale. Le situazioni che si trovano tra questi due estremi devono incorporare valutazioni di valore, condizioni di business e inoltre consideriamo molti altri fattori tra i tanti esistenti.

Quindi, nonostante si forniscano qui solo alcuni esempi di azioni, generalmente Janus analizza tutte le sue partecipazioni non finanziarie attraverso il ROIC.

Owen Illinois

L'industria di contenitori di vetro si è sottoposta ad una massiccia ristrutturazione per incrementare i margini e l'utilizzazione del patrimonio, due elementi chiave per migliorare il ROIC. Questi sforzi, insieme ad una discreta crescita della domanda dei prodotti, hanno creato un enorme valore per gli azionisti. Oltre a ciò, la Società ha venduto una divisione importante e si è liberata di patrimoni sottoperformanti.

Esprit

Questa società di distribuzione di Honk Hong produce più della metà dei suoi prodotti in Europa, soprattutto in Germania. Sta utilizzando gli elevati introiti per finanziare la sua espansione in altre parti d'Europa. I ritorni sul business esistente e gli elevati ritorni forniti dai nuovi format dei negozi – grazie a risorse efficienti, un controllo del capitale di funzionamento e nuove aperture – hanno permesso alla società di crescere rapidamente senza diluire il successo del modello di business. Continuare a trovare opportunità per un elevato ritorno di investimento è il modo migliore per generare valore per gli azionisti.

ImBev

Questa società belga produttrice di birra con una forte presenza in Brasile sta lavorando per migliorare i propri ritorni riducendo il capitale di funzionamento da circa 2 miliardi di Euro a zero. Lavorando in modo

più efficiente, la società spera di ridurre i crediti e aumentare i debiti, generando flussi di cassa per finanziare la crescita o creare valore per gli azionisti attraverso distribuzione di dividendi e buyback. Mentre la Società utilizza altri strumenti, ridurre la base del suo capitale è un aspetto importante per aumentare il ROIC e il valore per gli azionisti.

Keyence Corp

Keyence è una delle società più redditizie in Giappone. È leader nel mercato giapponese dei sensori, utilizzati principalmente nelle industrie di automazione. I ricavi sono cresciuti consistentemente con un CAGR dell'11% e un ROIC superiore al 50%. La chiave per gli elevati ritorni di Keyence è la bassa attività di investimento e l'elevato margine di vendita. Keyence è l'unica società di sensori in Giappone a utilizzare esclusivamente canali di vendita diretta. Questo fattore è il vantaggio competitivo di Keyence e la chiave degli elevati margini. La società inoltre non produce direttamente, preferendo delegare la produzione a 20 subcontractor locali. La combinazione di elevati margini di vendita e di un piccolo capitale necessario alla crescita del business si traducono in un immediato e sostenibile ROIC.

Li and Fung

Li & Fung è una Società con base a Hong Kong con una solida tradizione di ROIC elevato e stabile creazione di valore. La Società è leader nella fornitura di servizi in outsourcing nei confronti di diverse aziende, compresi numerosi venditori al dettaglio di abbigliamento che cercano di produrre beni in paesi dove la manodopera costa meno. Li & Fung non produce, ma si occupa della fornitura di servizi e materiali, dal design alla confezione alle spedizioni, necessari per chi effettua vendita al dettaglio. Il ROIC dell'azienda è stato costantemente superiore al 30%, grazie anche a un modello relativamente povero di asset. È stata in grado di crescere guadagnando quote di mercato in un contesto che cresceva velocemente ed effettuando acquisizioni senza affievolire il proprio ROIC.

Danaher

Danaher opera in diversi business strettamente connessi al Danaher Business System. DBS effettua miglioramenti costanti incrementali dagli operai al back office. La crescita di DBS è stata impressionante. La Società negli anni scorsi è stata in grado di migliorare la generazione di liquidità e i margini, due elementi importanti nell'ottica di un miglioramento dei ritorni.

“ Un fattore determinante per individuare se una società stia creando o riducendo valore per gli azionisti non è soltanto la relazione tra il ROIC e il costo del capitale (WACC), ma anche la direzione dell’andamento del ROIC ”

■ a cura di



JANUS

gina 112 al centro). Data la minima crescita dei ricavi di AB e la base patrimoniale piuttosto stabile, il suo ROIC ha chiaramente seguito la riduzione del margine netto d’esercizio. Poiché il ROIC di InBev ha proseguito nella sua tendenza al rialzo, mentre quello di AB ha registrato una flessione, è facile vedere perché il prezzo del titolo InBev sia all’incirca raddoppiato nel periodo dal 2003 al 2006, mentre quello del titolo AB sia rimasto piatto (grafico di pagina 112 in basso). Inoltre, il mercato ha riconosciuto la generazione di una crescita più elevata della qualità di InBev, ricompensandola con un multiplo P/E migliore rispetto ad AB.

Questi esempi ci rammentano come il miglioramento del ROIC non sia necessariamente un compito facile. Sia che le aziende migliorino il ROIC mediante una maggiore efficienza del capitale, tramite una crescita maggiore dei ricavi, attraverso migliori margini operativi oppure ricorrendo a una combinazione di questi tre parametri, la realizzazione di variazioni strutturali o del modello di business può richiedere qualche tempo prima di avere efficacia o essere completata, e tali variazioni non hanno sempre esito positivo.

Inoltre, è spesso difficile implementare variazioni in uno dei parametri senza influire sugli altri.

Dopo tutto, con quanta facilità una società può aumentare i ricavi e la quota di mercato senza dover investire ulteriormente in marketing e pubblicità o alla senza dover ridurre i prezzi? Abbiamo dimostrato che la comprensione della creazione di valore implica molto di più della semplice analisi della crescita dei ricavi e degli utili. Vanno considerati anche altri fattori, come il capitale impiegato, il costo del capitale e i rendimenti su quel capitale. Un fattore determinante per individuare se una società stia creando o riducendo valore per gli azionisti non è soltanto la relazione tra il ROIC di una società e il costo del suo capitale o WACC, ma anche la direzione del-

l’andamento del ROIC. Ecco perché l’osservazione delle variazioni progressive del ROIC e delle componenti che lo guidano è così importante. Se un’azienda non è capace di conseguire un ritorno sul capitale investito maggiore del costo di quel capitale per un periodo prolungato di tempo, la sua redditività e la sua valutazione sul mercato ne risentiranno. Tale affermazione è vera indipendentemente dalla velocità con cui la società riesce a incrementare i propri ricavi e utili. In breve, non tutta la crescita viene creata in misura equivalente.

ALCUNE CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

La comprensione del ritorno sul capitale investito di un’azienda in relazione al costo del suo capitale e alla direzione che sta prendendo è piuttosto importante nella valutazione della capacità di creazione di valore per gli azionisti da parte di una società e del suo team di management. Come abbiamo dimostrato, un’analisi approfondita del ROIC e delle sue varie componenti può aiutare a individuare le imprese che utilizzano il capitale in maniera efficiente e che genereranno con ogni probabilità una crescita della qualità degli utili.

A parità di condizioni, sono proprio quelle aziende che producono una crescita elevata della qualità degli utili ad attrarre una valutazione superiore nel mercato, rispetto a quelle con una crescita di qualità inferiore. Privilegiando il ROIC e le sue varie componenti, abbiamo fornito uno scorcio di uno dei numerosi aspetti del processo rigoroso di ricerca. L’opera di investigazione delle opportunità d’investimento disponibili va molto oltre l’analisi descritta nel presente libro bianco.

Tuttavia, lo studio del ROIC e delle sue componenti presenta i suoi vantaggi. A volte, il mercato può privilegiare in misura inferiore i concetti di ROIC, crescita della qualità e creazione di valore. In un’ottica di lungo periodo, però, gli investitori danno il giusto riconoscimento alle aziende che creano o migliorano il valore per gli azionisti. ■