



*Dipartimento di "Impresa e Management"
Cattedra di "Controllo di gestione avanzato"*

***"VETTORI AEREI LOW-COST E TRADIZIONALI. MODELLI DI
BUSINESS E INDICATORI DI PERFORMANCE A CONFRONTO"***

RELATORE

Prof. Fabrizio Di Lazzaro

CANDIDATO

Timpani Caterina Magda

Matr. 658771

CORRELATORE

Prof. Cristiano Busco

ANNO ACCADEMICO 2014/2015

INDICE

INTRODUZIONE	2
1. IL SETTORE DEL TRASPORTO AEREO	4
1.1 La liberalizzazione del settore	4
1.2 Gli effetti della liberalizzazione	11
2. LE RICLASSIFICAZIONI DEL BILANCIO	16
2.1 Introduzione	16
2.2 La riclassificazione dello stato patrimoniale secondo la logica finanziaria	17
2.3 Le possibili riclassificazioni del conto economico	20
3. GLI INDICI DI BILANCIO	27
3.1 Gli scopi dell'analisi	27
3.2 I margini dello stato patrimoniale	29
3.3 Gli indici di solidità	35
3.4 Gli indici di liquidità	37
3.5 Gli indici di redditività	39
3.6 L'analisi comparativa	45
4. CASI AZIENDALI	47
4.1 Introduzione	47
4.2 Ryanair	52
4.3 EasyJet	58
4.4 Air France-KLM	64
4.5 Lufthansa	70
4.6 Una analisi comparativa dell'incidenza delle voci di costo	75
CONCLUSIONI	77
BIBLIOGRAFIA	79

INTRODUZIONE

Il presente elaborato si pone l'obiettivo di analizzare le attuali dinamiche nell'ambito del settore del trasporto aereo. Si tratta di un settore che ha subito una profonda trasformazione in seguito al processo di liberalizzazione che, in Europa, ha preso avvio alla fine degli anni Ottanta.

In particolare, nel primo capitolo sono state analizzate le principali tappe della liberalizzazione del settore, nonché le principali conseguenze. Il secondo ed il terzo capitolo, invece, sono prettamente teorici e delineano una delle più utilizzate tecniche per analizzare lo stato di salute delle imprese: l'analisi di bilancio mediante gli indici.

Nel secondo capitolo vengono descritte le principali modalità di riclassificazione dei prospetti che compongono il bilancio, lo stato patrimoniale ed il conto economico. Vengono peraltro descritti i pregi ed i limiti di ogni modalità di riclassificazione.

Nel terzo capitolo, invece, sono analizzati i principali indici di bilancio, i quali vengono normalmente distinti in tre categorie: indici di solidità, liquidità e redditività. Gli indici di solidità mirano ad analizzare la solvibilità dell'impresa nel medio periodo, attraverso l'analisi della composizione dell'attivo e del passivo dello stato patrimoniale. Gli indici di liquidità, invece, mirano ad analizzare la solvibilità dell'impresa nel breve periodo.

Infine, gli indici di redditività mirano ad analizzare la capacità dell'impresa di generare reddito e, quindi, di remunerare tutti i fattori della produzione, incluso il capitale proprio.

Mentre gli indici di solidità e di liquidità vengono ricostruiti essenzialmente prendendo in considerazione i valori di stato patrimoniale, gli indici di redditività sono tipicamente indici misti: al numeratore viene posta una grandezza reddituale; al denominatore una grandezza patrimoniale.

L'inquadramento teorico degli indici di bilancio è propedeutico all'analisi, svolta nell'ultimo capitolo, dei bilanci di alcune compagnie aeree. In particolare, sono stati analizzati i bilanci di quattro compagnie aeree: Ryanair, EasyJet, AirFrance-KLM e, infine, Lufthansa. Le prime due sono compagnie low cost; le ultime sono invece compagnie di bandiera. L'analisi appare particolarmente interessante perché mette in risalto i diversi modelli di business che si sono sviluppati, in seguito alla liberalizzazione, nell'ambito del settore del trasporto aereo: da un lato, le compagnie low cost, orientate alla minimizzazione dei costi e, quindi, anche alla riduzione od eliminazione di alcuni servizi ai clienti-passeggeri; dall'altro, le compagnie di bandiera, che invece si "affidano" al proprio marchio, alla propria notorietà acquisita nel tempo, e che offrono tipicamente un servizio più completo ai clienti-passeggeri.

1. IL SETTORE DEL TRASPORTO AEREO

1.1 La liberalizzazione del settore

Nel 1997, in Europa, si è assistito al completamento del processo di liberalizzazione del mercato del trasporto aereo nazionale e intracomunitario.

Un processo lungo e complesso, caratterizzato da indecisioni e incertezze, a conferma dell'importanza economica e strategica degli interessi in gioco, e che ha trovato la sua definizione formale in ben tre pacchetti di misure legislative della Commissione Europea. Pacchetti normativi che hanno gradualmente sostituito i precedenti regimi regolatori nazionali, che avevano in gran parte un aspetto ancora protezionistico nei confronti delle rispettive compagnie di bandiera.

Questi ultimi, generalmente, prevedevano:

1. una riserva a vantaggio delle compagnie nazionali nei mercati interni ai singoli stati, solitamente la compagnia di bandiera (eventualmente anche compagnie minori sulle tratte regionali);
2. la regolazione tramite accordi bilaterali tra stati, con lo scopo di distribuire tra le compagnie nazionali, in genere due compagnie di bandiera, il mercato riguardante i collegamenti tra i medesimi.

L'oggetto di questi accordi era:

1. la determinazione delle rotte ammesse ai collegamenti, con il divieto di aprire altre rotte diverse;

2. la suddivisione della capacità offerta su ciascuna delle rotte (in genere 50-50) e la determinazione dei rispettivi vettori;
3. la convalida delle tariffe da parte dei due governi coinvolti (regola della doppia approvazione).

Tale assetto protezionistico costituiva un'eredità storica, che trova origine in accordi internazionali stipulati in passato.

La Convenzione di Parigi, stipulata nel 1919, aveva imposto per i paesi europei la sovranità dei singoli stati sui propri spazi aerei e il diritto di assoggettare ad autorizzazione il sorvolo e transito degli aerei civili nei medesimi; questo principio comportava che le libertà aeree erano sottoposte ad un regime di reciproca concessione da parte degli stati.

Nella Convenzione di Chicago del 1944, volta a disciplinare il diritto di entrare nello spazio aereo di altri stati per finalità commerciali (cioè per sbarcarvi o imbarcarvi passeggeri e merci), l'atteggiamento liberalizzatore degli Stati Uniti fu "battuto" dall'atteggiamento protezionista della Gran Bretagna e delle varie tipologie di libertà aeree¹ fu siglato un accordo solo sulle prime due, ovvero:

1. il diritto di sorvolo di un altro stato senza effettuare lo scalo;
2. il diritto di scalo tecnico in un altro stato, senza imbarco o sbarco di passeggeri o merci.

¹ Le altre libertà erano: il diritto di sbarcare in un altro stato passeggeri o merci imbarcati nello stato al quale la compagnia aerea apparteneva; il diritto di imbarcare in un altro stato passeggeri o merci destinate allo stato al quale apparteneva il vettore aereo; il diritto di trasportare tra due altri stati passeggeri o merci attraverso una rotta che aveva come origine o destinazione il paese di appartenenza del vettore; il diritto di trasportare passeggeri o merci tra due altri stati attraverso due rotte che si connettevano nello stato

La disciplina delle restanti libertà fu lasciata ad accordi bilaterali tra gli stati, dei quali il prototipo, noto come Bermuda I, emerso dalla successiva conferenza del 1946, fece da riferimento per i successivi. Lo strumento dell'accordo bilaterale è stato usato per circa quattro decenni ed ha garantito "protezione" alle compagnie di bandiera, limitando significativamente la concorrenza. Già dalla fine degli anni Settanta, però, gli Stati Uniti accostarono alla politica liberalizzatrice sul mercato interno una politica analoga negli accordi bilaterali, tramite una loro revisione avente lo scopo di ridurre la regolamentazione dell'offerta. In particolare vennero introdotti tre nuovi principi:

1. Multiple designation: il diritto di ogni partecipante all'accordo di individuare una o più compagnie aeree, tante quante ritenute necessarie, per operare su una rotta;
2. Combination rights: il diritto per un vettore di attuare contemporaneamente la terza e la quarta libertà (sbarcare in un altro stato passeggeri o merci imbarcati nello stato al quale la compagnia aerea apparteneva; imbarcare in un altro stato passeggeri o merci destinate allo stato al quale apparteneva il vettore aereo) su più stati con un solo servizio, con scalo intermedio là dove non si aveva il diritto di imbarcare passeggeri o merci destinati alla meta finale (per il quale era necessaria la sesta libertà);
3. Double disapproval: una nuova tariffa poteva essere bloccata solo se entrambi i governi interessati la disapprovavano;

sostanzialmente veniva meno il diritto di veto da parte di una delle parti².

La nuova posizione assunta dagli Stati Uniti in merito alla regolazione del trasporto aereo condizionò gradualmente anche l'Europa, in particolare la Gran Bretagna. A metà degli anni Ottanta la Gran Bretagna e l'Olanda conclusero infatti un nuovo accordo bilaterale volto a liberalizzare, essenzialmente, i collegamenti tra i due paesi. Fu così stabilita la libertà d'entrata nel mercato, senza restrizioni, e la regola della doppia disapprovazione per le tariffe. A questo accordo ne seguirono altri, tra Gran Bretagna e i vari paesi europei, con una portata però inferiore a quello ottenuto con l'Olanda. Sempre in quel periodo l'Irlanda acconsentì ad aprire a Ryanair diverse rotte con la Gran Bretagna, creando i presupposti per lo sviluppo di questa compagnia e la crescita dei livelli di traffico tra i due paesi.

Il processo di liberalizzazione europeo, a differenza di quello statunitense, fu comunque graduale e ottenuto nell'arco di dieci anni, tra il 1983 e il 1992, previa emanazione di direttive e norme che hanno deregolamentato il settore. Il processo è stato ultimato, con l'entrata in vigore, solo nell'aprile 1997, a distanza di circa quindici anni dall'inizio dello stesso, avvenuto nel 1983, con l'emanazione di una direttiva comunitaria di parziale liberalizzazione dei servizi di trasporto tra aeroporti minori.

² Con gli anni Novanta, infine, la politica degli Stati Uniti divenne di completa liberalizzazione anche sul piano internazionale; in tal senso vanno a metà del decennio '90 i nuovi accordi "open skies" col Canada, con l'Olanda e con la Gran Bretagna.

Con quest'ultima, nello specifico, vennero liberalizzati i collegamenti tra gli aeroporti comunitari regionali (ad eccezione dei collegamenti tra aeroporti regionali e città capitali o hub) purché realizzati tramite velivoli con capienza massima sino a 70 posti³.

Vale la pena sottolineare che, nell'ambito del processo di liberalizzazione, ha assunto un ruolo cruciale la sentenza con cui, nel 1986, la Corte di Giustizia Europea sostenne l'applicabilità, anche al trasporto aereo, delle regole di concorrenza previste dal Titolo V, art. 85-90, del Trattato CE⁴.

Tale pronuncia, in particolare, ebbe come conseguenza la cancellazione del ruolo degli stati nell'approvazione delle tariffe internazionali all'interno della Comunità Europea; la Commissione Europea, infatti, assunse, in seguito all'emanazione della sentenza, il compito di valutare gli accordi e concedere, in presenza di valide motivazioni, eventuali deroghe alle regole di concorrenza in assenza delle quali gli accordi divenivano illegali.

Negli anni successivi due differenti pacchetti normativi, in vigore rispettivamente dal primo gennaio 1988 e dal primo gennaio 1990, diedero inizio a un nuovo sistema di regole per i trasporti di linea

³ La portata della direttiva era limitata ma tuttavia essa produsse effetti interessanti favorendo lo sviluppo di rotte tra città europee differenti dalle capitali da parte di compagnie regionali, spesso controllate o partecipate dalle compagnie di bandiera. Essa portò pertanto alla crescita dei collegamenti con gli aeroporti che non potevano essere serviti dagli aerei di maggiori dimensioni delle compagnie principali.

⁴ Si tratta della sentenza relativa alla causa 209/213/84 del 30.4.1986 nota come 'Nouvelles Frontières', avviata a seguito della contestazione ad operatori francesi dell' 'infrazione' relativa alla vendita di biglietti aerei a prezzi inferiori alle tariffe approvate dal governo. Il tribunale che doveva giudicare tali operatori chiese in conseguenza alla Corte se l'approvazione da parte del governo di tariffe basate su accordi tra le compagnie aeree non fosse contrario alle regole del Trattato di Roma in materia di concorrenza.

internazionali infracomunitari, riguardanti in particolare l'accesso al mercato, la regolazione tariffaria e la concorrenza, con lo scopo di una graduale apertura del mercato comunitario. Il primo pacchetto, nello specifico:

1. limitava i vincoli alla determinazione delle tariffe, riducendo il diritto dei governi di rifiutare tariffe non ritenute idonee e creando spazio per l'accettazione di tipologie di tariffe scontate;
2. ridusse i vincoli di capacità e frequenza sulle rotte, consentendo ai vettori di variare la propria offerta su una determinata rotta senza preventiva autorizzazione;
3. consentì i collegamenti con gli aeroporti comunitari secondari, permettendo alle compagnie non di bandiera esistenti di uscire dal proprio territorio nazionale ed introdurre nella propria offerta anche collegamenti infracomunitari.

Con il secondo pacchetto furono introdotte ulteriori norme volte a deregolamentare il settore:

1. per quanto concerne le tariffe, nello specifico, si passò dal regime della doppia approvazione (le tariffe venivano valide solo se autorizzate da entrambi gli stati interessati) a quello della doppia disapprovazione (le tariffe venivano validate solo se respinte da entrambi gli stati interessati), salvo il vaglio della Commissione (e non più dei singoli stati) per variazioni eccessive (oltre il $\pm 20\%$);

2. fu introdotto l'obbligo per gli stati membri di acconsentire all'entrata di nuove compagnie a condizione che avessero determinati requisiti tecnici ed economici;
3. fu inoltre introdotto il diritto di cabotaggio (trasporto di persone o merci tra due aeroporti di un paese diverso rispetto alla nazionalità del vettore) entro il limite del 30% della capacità operativa e solo come tratta di partenza o destinazione di un collegamento internazionale (ottava libertà).

Il terzo pacchetto, infine, costituito da tre regolamenti, entrò in vigore il primo gennaio 1993 e realizzò una completa apertura del mercato interno all'Unione Europea del trasporto di linea, sia nazionale che internazionale. Esso, appunto:

1. introdusse una generale liberalizzazione tariffaria, limitando solo a casi specifici (tariffe notevolmente elevate o ridotte) il diritto degli stati di respingere le tariffe scelte dai vettori;
2. cancellò ogni restrizione alla determinazione della capacità operativa;
3. riconobbe a tutti i vettori comunitari che possedevano le previste abilitazioni tecniche ed economiche la totale libertà di accesso alle rotte;
4. liberalizzò totalmente, ma con decorrenza solo dal primo aprile 1997, il cabotaggio;

5. armonizzò i requisiti soggettivi tecnici ed economici per l'ingresso nel settore, eliminando alcuni vincoli che limitavano, in ciascun paese, la concessione della licenza alle compagnie aeree.

Attraverso queste fasi l'Unione Europea ha ottenuto una liberalizzazione estesa del mercato interno dei servizi di trasporto aereo che ha creato le basi per una crescita della concorrenza.

1.2 Gli effetti della liberalizzazione

Gli effetti della liberalizzazione normativa europea sembrarono abbastanza limitati per tutti gli anni Novanta; iniziarono a concretizzarsi nei primi anni duemila con la diffusione del modello low cost anche in Europa continentale.

Esistono differenti modi per esaminare l'inefficacia dei provvedimenti liberalizzatori:

1. a metà degli anni Novanta due terzi delle rotte sul segmento intraeuropeo erano ancora servite da un solo vettore, meno del 30% da due compagnie aeree e solamente il 6% da più di due; sui mercati nazionali, non ancora aperti al cabotaggio, oltre il 90% delle rotte erano servite da un solo operatore;
2. se si considera il traffico in termini di passeggeri per chilometro, la crescita media annua intraeuropea fu del 6,7% nel periodo 1993-99 contro il 7% del periodo 1985-1993; invece il traffico tra

l'Europa ed il resto del mondo crebbe del 6,8% in media all'anno nel periodo 1993-1999 contro il 6,5% nel periodo 1985-93;

3. per quanto concerne le dinamiche tariffarie, si possono fare alcune considerazioni sulla base dei ricavi per passeggero per chilometro, asserite annualmente dall'AEA⁵ per l'insieme dei suoi aderenti: in termini reali essi si sono ridotti del 18% tra il 1993 e il 1999 sul segmento infraeuropeo e sono rimasti invariati su quello domestico; la diminuzione sul segmento infraeuropeo è però simile a quella rilevata sui collegamenti extraeuropei: i proventi unitari riguardanti il lungo raggio sono diminuiti del 19% nello stesso periodo, quelli riguardanti il medio raggio del 17% per quanto concerne i collegamenti con l'Africa mediterranea e del 16% per le relazioni col Medio oriente.
4. le compagnie di bandiera, apparentemente, non hanno risentito negativamente della liberalizzazione neanche in termini di livelli di traffico: i passeggeri per chilometro dei vettori aderenti ad AEA trasportati in Europa si incrementarono nel periodo 1993-99 da 138 a 198 miliardi, con un aumento del 44%, non eccessivamente inferiore al +48% relativo all'intero mercato europeo; i passeggeri

⁵ L'AEA, Association of European Airlines, rappresenta prevalentemente compagnie di bandiera. Al suo interno le compagnie di bandiera dei paesi dell'Unione a 15 rappresentano circa l'80% dei passeggeri totali AEA, cifra che aumenta all'85% se si includono le compagnie di bandiera dei paesi di nuova adesione ai quali è stato esteso nel 2004 il regime di liberalizzazione; le compagnie dei paesi non aderenti pesano poco più dell'11%. Possiamo pertanto considerare i valori aggregati AEA come sufficientemente rappresentativi delle dinamiche relative ai vettori di bandiera comunitari.

trasportati passarono, invece, da 84 a 128 milioni, con un aumento complessivo del 52%;

5. l'unica novità riguarda l'aumento del numero e del ruolo delle compagnie regionali le quali vedono, nel periodo considerato, quasi triplicare i passeggeri per chilometro trasportati.

Alla fine degli anni Novanta le conseguenze dovute alla liberalizzazione normativa sembrarono dunque ancora limitate: l'intensità della concorrenza era ancora modesta, se si considera che in quell'anno meno del 10% del mercato europeo relativo ai servizi di linea era imputabile a compagnie diverse dai vettori di bandiera. Anche all'inizio del nuovo decennio il mercato era fermamente in mano a questi ultimi. I vettori low cost avevano ancora un ruolo marginale, rappresentando poco più del 5% della totale offerta.

Questi ultimi rimasero, sino al 2002, un fenomeno essenzialmente confinato alle isole della Gran Bretagna e dell'Irlanda. Soltanto nel 2003 iniziarono ad assumere un importante ruolo nei collegamenti all'interno dell'Europa continentale. Nella programmazione estiva del 2002, meno del 14% dei collegamenti low cost riguardavano relazioni con origine e destinazione entrambe nell'Europa continentale; per il restante 86% dell'offerta l'origine o la destinazione era in Gran Bretagna o Irlanda. Con la programmazione estiva del 2003 il fenomeno low cost divenne una realtà diffusa in Europa e non solo più una peculiarità angloirlandese.

La notevole crescita del 2003 nell'offerta sulle relazioni interne all'Europa continentale si affianca inoltre, all'ingresso nel settore di alcuni nuovi

vettori che incrementarono l'offerta complessiva. Quest'ultima, nella programmazione estiva del 2003, aumentò di due terzi rispetto al 2002, passando da 900 mila a 1,5 milioni di posti settimanali offerti.

A partire dal 2003, dunque, si assiste ad un cambiamento reale del settore. L'eccesso di offerta, parallelo al progressivo affermarsi delle liberalizzazioni, ha determinato, peraltro, a partire dal 2003, una serie di accorpamenti, alleanze e fusioni, da una parte, nonché fallimenti e uscite dal mercato, dall'altra. Attualmente, questa serie di eventi non sembra accennare ad arrestarsi e descrive un continuo processo di integrazione tra le compagnie che si mostra molto dinamico. Analizzandolo per aree geografiche, il fenomeno vedeva, nel 2003, le prime sette compagnie aeree americane coprire l'81% del mercato degli USA; al contrario, in Europa, alle prime sette compagnie corrispondeva solo il 47% del mercato complessivo.

Si può pertanto affermare che il processo di integrazione, in Europa, si è svolto in modo differente rispetto a quanto accaduto in USA.

Ad ogni modo, si è assistito ad una ripartizione del mercato tra alleanze (Oneworld, Skyteam, Star Alliance) che, nell'accostare i vantaggi di incremento di efficienza nel settore derivanti da economie di scala e da risparmi dovuti all'eliminazione delle frequenti sovrapposizioni di rete e di traffico, ha visto sviluppare una più agguerrita competitività e quindi un miglioramento, in termini di sviluppo, della concorrenza nel settore.

Dopo aver brevemente ripercorso le principali tappe della liberalizzazione del settore, nei prossimi due capitoli viene descritta una delle principali

tecniche di analisi dei bilanci aziendali: l'analisi attraverso gli indici. Infine, nel quarto ed ultimo capitolo, dopo aver individuato le peculiarità delle imprese di trasporto aereo, verranno confrontati i bilanci di alcune società operanti nel settore, traendo delle conclusioni.

2. LE RICLASSIFICAZIONI DEL BILANCIO

2.1 Introduzione

Il principale strumento di comunicazione economico-patrimoniale d'impresa è costituito dal bilancio d'esercizio. Quest'ultimo, infatti, contiene – nei due principali prospetti previsti dalla legge, stato patrimoniale e conto economico – informazioni in merito alla composizione del patrimonio aziendale e alla situazione reddituale. Il bilancio redatto secondo gli schemi legali, tuttavia, non consente appieno di effettuare analisi e valutazioni in merito allo stato di salute aziendale. Per tale ragione, la dottrina aziendalistica ha elaborato delle tecniche di analisi di bilancio; la più utilizzata, anche in contesti bancari, è senza dubbio l'analisi per indici.

Lo step propedeutico all'analisi di bilancio mediante gli indici è la riclassificazione del bilancio. Riclassificare significa riunire alcune voci di bilancio, allo scopo di determinare alcune grandezze che consentono di ottenere informazioni significative in merito alla gestione aziendale, non ricavabili dalla semplice lettura del bilancio.

Numerose sono le riclassificazioni degli schemi di bilancio avanzate dalla dottrina economico-aziendale. Per lo stato patrimoniale si possono menzionare:

- lo stato patrimoniale finanziario;

- lo stato patrimoniale gestionale o funzionale.

Per il conto economico, invece, si possono menzionare:

- il conto economico a valore della produzione e a valore aggiunto;
- il conto economico a ricavi e costo del venduto;
- il conto economico a margine di contribuzione.

Di seguito si analizzano le principali modalità di riclassificazione del bilancio, a partire dagli schemi civilistici.

2.2 La riclassificazione dello stato patrimoniale secondo la logica finanziaria

Lo stato patrimoniale evidenzia la situazione patrimoniale e finanziaria di una determinata impresa. La riclassificazione dello stato patrimoniale consente di analizzare la struttura finanziaria dell'impresa, comprendere la composizione del capitale investito, valutare l'equilibrio tra fonti ed impieghi.

Le voci dello stato patrimoniale vengono generalmente riclassificate secondo una logica finanziaria, ovvero secondo il criterio della liquidità/esigibilità.

Secondo questa impostazione, le attività e le passività vengono raggruppate in classi omogenee in base al loro tempo di trasformazione in moneta. In altre parole, le attività e le passività vengono riclassificate secondo la loro attitudine (o meno) a divenire, rispettivamente, liquide ed esigibili.

Secondo questa riclassificazione, le attività sono ripartite in due grandi classi:

- le attività a breve termine (o attività correnti), che includono tutte le attività potenzialmente trasformabili in moneta nell'arco di un periodo di un anno;
- le attività a medio-lungo termine (anche detto attivo fisso o attivo immobilizzato), che includono i restanti investimenti, caratterizzati da un ciclo di realizzo superiore ai 12 mesi (tipicamente, si tratta dei terreni, dei fabbricati e così via).

Attivo patrimoniale	
come da codice civile	Riclassificato
A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti (e non richiamati)	Attivo fisso
B) I Immobilizzazioni immateriali	
B) II Immobilizzazioni materiali	
B) III Immobilizzazioni finanziarie	
C) II Crediti oltre l'esercizio successivo	
A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti (e già richiamati)	Attività correnti
B) II Crediti entro l'esercizio successivo	
C) III Attività finanziarie non immobilizzate	
C) IV Disponibilità liquide	
D) Ratei e risconti	

Tabella 1. La riclassificazione dell'attivo patrimoniale.

Analogamente, le passività sono classificate secondo il loro grado di esigibilità, e dunque la scadenza entro la quale l'impresa deve far fronte alle proprie obbligazioni: prima, i mezzi propri (patrimonio netto), destinati a permanere nell'impresa fino a che dura la sua attività, poi le passività consolidate e, infine, quelle a breve termine.

Passivo patrimoniale	
come da codice civile	Riclassificato
A) Patrimonio netto	Mezzi propri
B) Fondo per rischi ed oneri	Passività consolidate
C) Fondo TFR	
D) Debiti scadenti oltre l'esercizio successivo	
D) Debiti scadenti entro l'esercizio successivo	Passività correnti
E) Ratei e risconti passivi	

Tabella 2. La riclassificazione del passivo patrimoniale.

In definitiva, lo stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio della liquidità/esigibilità assume la seguente forma.

Stato patrimoniale riclassificato	
Attivo	Passivo
Attività correnti	Passività correnti
	Passività fisse
Attività fisse	Patrimonio netto

Stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio della liquidità/esigibilità.

Nell'operare la riclassificazione in esame occorre prestare attenzione ad alcune voci di bilancio. Per esempio, per quanto concerne i crediti verso soci per versamenti ancora dovuti, si potrebbe presumere che si tratti di crediti per loro natura scadenti a breve termine. In realtà, solo la quota già richiamata dagli amministratori può essere riclassificata, senza alcun

dubbio, nella giusta sezione: si collocherà tra le attività correnti se la scadenza per l'adempimento è entro l'anno; tra le attività immobilizzate, se la scadenza per l'adempimento è fissata oltre l'anno.

Quanto alla quota non richiamata, alcuni studiosi sostengono che possa essere detratta dal valore del patrimonio netto, al fine di misurare più severamente quanto di fatto già concretamente finanziato dai soci ed evidenziare una più corretta misura della redditività del capitale⁶.

Un'altra considerazione può essere svolta con riferimento al fondo TFR. Spesso, le difficoltà previsionali inducono a considerare tale debito come passività a medio-lungo termine; tuttavia, disponendo delle opportune informazioni, sarebbe più corretto procedere ad una puntuale ripartizione (e classificazione) in base al tempo di esborso.

2.3 Le possibili riclassificazioni del conto economico

Lo schema civilistico di conto economico non fornisce informazioni esaustive ai fini di un corretto esame della situazione economico-reddituale dell'impresa; pertanto, occorre utilizzare configurazioni diverse di conto economico, in particolar modo quella a valore aggiunto e margine operativo lordo, che presentano il pregio di fornire anche alcune rilevanti indicazioni di natura finanziaria.

⁶ Cfr. PICCARI P.L., SANTORI A. (2013), *Leggere il bilancio*, Il Sole24Ore, pag. 121.

La riclassificazione del conto economico è resa necessaria dai limiti informativi che caratterizzano lo schema redatto secondo la disciplina civilistica, ed in particolare:

- l'assenza di dati intermedi (ad eccezione della differenza tra il valore e i costi della produzione) in grado di evidenziare con maggiore dettaglio l'origine della capacità aziendale di produrre reddito;
- la compresenza, all'interno del valore della produzione, di elementi eterogenei, come i ricavi di vendita e le rimanenze di magazzino che, essendo valutate al costo, possono alterare, se non correttamente considerate, il giudizio sull'effettiva redditività operativa dell'impresa;
- la possibile inclusione, nell'ambito del valore e dei costi della produzione, di componenti positivi e negativi di reddito non strettamente riconducibili alla gestione caratteristica, ma alla c.d. gestione accessoria, quali proventi ed oneri afferenti attività e passività non operative (ad esempio, immobili non strumentali).

La riclassificazione del conto economico è sempre effettuata utilizzando una forma progressiva, per evidenziare i risultati intermedi che interessano l'analisi, meglio conosciuti come margini: utile lordo, valore aggiunto, margine operativo lordo (MOL o EBITDA), reddito operativo (RO o EBIT), risultato della gestione finanziaria e risultato della gestione straordinaria.

Ai fini dell'analisi di bilancio, si utilizzano sostanzialmente tre diverse configurazioni di conto economico:

- a costo del venduto (anche detto "a costo industriale");
- a valore aggiunto e MOL;
- a margine di contribuzione.

Il conto economico a costo industriale prevede anzitutto la determinazione del costo del venduto, così composto:

- consumi di materie, rappresentati dalla sommatoria delle esistenze iniziali di materie prime e degli acquisti dell'esercizio, dedotte le rimanenze finali di materie prime;
- altri costi industriali, quali consumi per energia, lavorazioni di terzi, trasporti ed imballi, manutenzioni, godimento di beni di terzi, manodopera e contributi, ammortamenti e costi generali legati all'attività produttiva;
- variazione delle rimanenze di semilavorati, di lavori in corso su ordinazione e di prodotti finiti;
- incrementi di immobilizzazioni per lavori interni.

Il costo del venduto così determinato, sottratto al fatturato, consente di determinare il risultato lordo industriale, che rappresenta la capacità dell'impresa di operare sul mercato a condizioni vantaggiose.

Dal risultato (o margine) lordo industriale è possibile passare al risultato netto industriale sottraendo i costi commerciali e distributivi (personale, ammortamenti ed altre spese).

Il reddito operativo si ottiene sottraendo al risultato netto industriale due tipologie di costi:

- ricerca e sviluppo (personale, ammortamenti ed altri oneri);
- amministrativi e generali (personale, ammortamenti ed altre spese).

La configurazione del conto economico a costo industriale del venduto può, pertanto, essere così riepilogata:

Ricavi
- costo industriale del venduto
= Risultato lordo industriale
- costi commerciali e di distribuzione
= Risultato netto industriale
- costi di ricerca e sviluppo
- costi amministrativi e generali
= Risultato operativo

Si evince che la riclassificazione del conto economico a costo del venduto richiede l'imputazione per destinazione dei costi, non prevista dal conto economico destinato a pubblicazione.

Con l'effetto che il conto economico a costo del venduto può essere ricostruito soltanto dall'analista interno, salvo che le informazioni relative alla suddivisione dei costi per destinazione siano riportate in nota integrativa, ancorché non obbligatorie.

La riclassificazione del conto economico a valore aggiunto permette di verificare se l'impresa genera ricchezza in termini reddituali, ovvero di determinare quanto valore essa crea. In particolare, il valore aggiunto rappresenta il maggior valore imputabile al prodotto realizzato, rispetto

alla sommatoria dei valori dei fattori produttivi acquisiti esternamente e impiegati per produrlo.

La riclassificazione a valore aggiunto presenta, inoltre, un notevole vantaggio se rapportata ad altre metodologie, perché utilizzabile anche dall'analista esterno, non richiedendo informazioni di dettaglio ulteriori rispetto a quelle già sostanzialmente desumibili dal bilancio destinato a pubblicazione.

Sotto il profilo strettamente operativo, i ricavi ed i costi dell'esercizio sono separati in funzione delle differenti aree gestionali cui si riferiscono: gestione caratteristica, accessoria, finanziaria, straordinaria e fiscale.

La configurazione del conto economico a valore aggiunto è così sintetizzabile:

Valore della produzione
- acquisti
+/- variazione delle rimanenze di materie prime
- costi per servizi esterni
- costi industriali
- costi commerciali
- costi amministrativi
- altri costi di gestione caratteristica
= Valore aggiunto
- costi del personale
= Margine operativo lordo
- Ammortamenti e svalutazioni
= Risultato operativo

Il valore aggiunto rappresenta la ricchezza creata dall'impresa, al netto degli acquisti e dei servizi acquisiti all'esterno. Se al valore aggiunto si sottrae il costo del lavoro, si ottiene il margine disponibile per il reintegro

del capitale fisico consumato nella produzione (vale a dire, gli ammortamenti), nonché per la remunerazione del capitale di credito, e per il pagamento delle imposte. Tale grandezza prende il nome di “margine operativo lordo” (MOL), ed è definibile, in prima approssimazione, come differenza tra ricavi e costi monetari connessi alla sequenza acquisto-trasformazione-vendita.

A ben vedere, il MOL assume un duplice significato:

- 1) di “grandezza economica”, esprimendo il margine disponibile per la copertura del capitale fisico consumato nella produzione (ammortamenti) e di eventuali svalutazioni di attività operative dell’attivo circolante (crediti) e per la remunerazione dei mezzi di terzi (oneri finanziari); il versamento delle imposte; la remunerazione dei mezzi propri (reddito netto);
- 2) di “grandezza flusso”, indicando le risorse finanziarie che l’impresa è in grado di generare attraverso la gestione corrente, essendo sostanzialmente composto da ricavi e costi cui sottostanno potenziali flussi di cassa in entrata ed uscita: ricavi delle vendite, costi di acquisto di materiali e di servizi, costo del personale, ecc.

Sottraendo dal MOL i costi non monetari (ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni), che costituiscono la quota di beni capitali consumata per realizzare la produzione, si ottiene il reddito operativo aziendale.

Infine, il conto economico a margine di contribuzione si fonda sulla distinzione tra costi variabili e costi fissi. I costi si dicono variabili se variano proporzionalmente rispetto alle variazioni del volume della

produzione; si dicono, invece, fissi se non risentono delle suddette variazioni.

La configurazione del conto economico a margine di contribuzione è così sintetizzabile:

Ricavi
- costi variabili
= Margine di contribuzione
- costi fissi
= Risultato operativo

Il risultato della sottrazione tra ricavi e costi variabili coincide con il cosiddetto margine di contribuzione, ossia con il margine volto alla copertura dei costi fissi aziendali.

I costi fissi possono essere distinti in costi di struttura e costi di politica. I costi di struttura sono relativi al sostenimento della struttura aziendale, produttiva e distributiva; essi definiscono la capacità produttiva aziendale in termini di immobilizzazioni materiali e immateriali, nonché la struttura amministrativo-direzionale.

I costi di politica si sostengono allo scopo di favorire l'uso della struttura; essi hanno carattere discrezionale e sono rappresentati, tipicamente, dai costi di R&S, di pubblicità, di formazione dei lavoratori.

Dalla differenza tra il margine di contribuzione ed i costi fissi si ottiene il reddito operativo della gestione caratteristica; la costruzione delle fasi successive (determinazione del reddito operativo aziendale, del risultato lordo di competenza, del risultato ante-imposte e, infine, del risultato netto dell'esercizio) è identica agli altri schemi di riclassificazione.

Questa riclassificazione del conto economico presuppone la conoscenza delle caratteristiche (in termini di variabilità) dei costi, non sempre accessibile all'analista esterno. Pertanto, questa riclassificazione appare più adatta per le analisi interne.

3. GLI INDICI DI BILANCIO

3.1 Gli scopi dell'analisi

L'analisi per indici (c.d. ratio analysis) mira a determinare quozienti e margini tra grandezze desunte dai bilanci riclassificati, permettendo di delineare un sistema organico di informazioni per valutare lo stato di salute aziendale.

L'analisi per indici permette in particolare di:

- individuare le caratteristiche specifiche del settore nel quale opera l'impresa, con riferimento all'intensità del capitale, al valore aggiunto ed alla redditività della gestione caratteristica in relazione ai capitali impiegati nell'esercizio dell'attività operativa;
- confrontare i bilanci dell'impresa con quelli di altri operatori del settore, al fine di verificarne i punti di forza e debolezza;
- integrare le informazioni derivanti dall'analisi dello stato patrimoniale e del conto economico riclassificati;

- fissare, sulla base dell’esperienza desumibile dai dati storici, i valori di riferimento da utilizzare ai fini della predisposizione di budget e piani finanziari;
- determinare gli obiettivi di equilibrio patrimoniale-finanziario nel tempo, definendo, per esempio, un rapporto tra mezzi di terzi e mezzi propri ritenuto adeguato in relazione all’attività svolta (settori a bassa redditività ed elevato capitale investito necessitano, generalmente, di una maggiore contribuzione di mezzi propri e mezzi di terzi, e viceversa)⁷.

La dottrina e la prassi hanno individuato una pluralità di indici di bilancio.

Questi ultimi sono classificabili in tre distinte categorie:

- indici di solidità patrimoniale e struttura finanziaria;
- indici di liquidità;
- indici di redditività.

Prima di analizzare dettagliatamente i suddetti indici, vengono esaminati i c.d. margini dello stato patrimoniale.

⁷ “Gli indici o quozienti consentono all’analista di condurre in modo sistematico l’esame delle grandezze di bilancio mettendogli a disposizione una serie di confronti «chiave» fra alcune grandezze significative. [...] Questi infatti servono in quanto consentono di effettuare confronti che sono almeno di tre tipi: a) fra diverse epoche o periodi. Anche senza voler stabilire un valore ottimale, l’esame del valore assunto da uno stesso indice in epoche diverse ci dice, con un colpo d’occhio, se le cose vanno meglio o peggio; b) fra risultati conseguiti e obiettivi posti in via preventiva. Gli indici in questo caso consentono alla direzione di stabilire con facilità l’importanza relativa degli scostamenti; c) fra imprese di uno stesso settore o con altri settori. È uno degli utilizzi più frequenti ma anche più delicati. Spesso, infatti, si finisce per confrontare una data realtà aziendale con la «media del settore», dimenticando le difficoltà di definizione (economica e tecnologica) normalmente incontrate trattando di settori industriali”. Cfr. GIUSSANI A. (2000), *Come interpretare il bilancio. Guida alla lettura degli schemi di bilancio e all’analisi finanziaria.*, Il Sole24Ore.

3.2 I margini dello stato patrimoniale

I margini sono differenze aritmetiche tra grandezze desunte dalla riclassificazione di bilancio. I principali margini dello stato patrimoniale sono: il capitale circolante netto, il margine di tesoreria, i margini di struttura e, infine, la posizione finanziaria netta.

Il capitale circolante netto (CCN) è pari alla differenza tra le attività correnti e le passività correnti.

$$\text{CCN} = \text{Attività correnti} - \text{Passività correnti}$$

Questo margine descrive la situazione finanziaria dell'impresa. In sostanza, attraverso questa grandezza si può risalire allo stato di salute dell'azienda rispetto all'equilibrio finanziario di breve termine. Un giudizio positivo sulla solvibilità nel breve periodo presuppone che il valore del CCN sia abbondantemente positivo. Un CCN negativo, viceversa, è senza dubbio rappresentativo di un preoccupante squilibrio finanziario. Tuttavia occorre considerare che un CCN di segno positivo non è, di per sé, garanzia di equilibrio: l'ulteriore condizione richiesta è che anche il margine di tesoreria (MT) esprima un valore positivo.

Il margine di tesoreria ha i medesimi scopi conoscitivi del capitale circolante netto; tuttavia, a differenza del CCN, non prende in considerazione le rimanenze di magazzino. Pertanto, il margine di tesoreria è pari alla differenza tra le liquidità immediate e differite e le passività correnti.

$$MT = (\text{Liquidità immediate} + \text{Liquidità differite}) - \text{Passività correnti}$$

Il margine di tesoreria esprime la capacità dell'impresa di estinguere le passività a breve con la sola liquidità, senza dover ricorrere allo smobilizzo del magazzino: per liquidità immediate si intendono il saldo attivo dei conti correnti bancari e postali, la cassa assegni e contanti, mentre le liquidità differite sono costituite principalmente dai crediti di breve termine.

Di seguito si riporta un matrice che espone i possibili rapporti tra capitale circolante netto e margine di tesoreria.

Margine di tesoreria (MT)	Positivo	Capitale circolante netto (CCN)	
		Positivo	Negativo
		buona struttura fonti e impieghi e buona capacità di credito = SITUAZIONE OTTIMALE	IPOSTESI NON POSSIBILE
	Negativo	SITUAZIONE DI SCARSA LIQUIDITÀ	immobilizzazioni finanziate da debiti correnti e scarsa liquidità = SITUAZIONE CRITICA

Fonte: FACCHINETTI I. (2002), *Le Analisi di Bilancio*, III^a ed., Il Sole 24Ore.

Infine, qualora si intenda monitorare l'equilibrio finanziario di medio e lungo termine dell'impresa, è consigliabile ricorrere ai margini di struttura. Il primo margine di struttura (MS') è pari alla differenza tra i mezzi propri ed il valore netto delle immobilizzazioni. Per mezzi propri si intende il

patrimonio netto, al netto degli utili dei quali sia stata deliberata la distribuzione.

$$MS' = \text{Mezzi propri} - \text{Immobilizzazioni nette}$$

Il primo margine di struttura indica se i mezzi propri sono in grado di coprire il fabbisogno durevole rappresentato dalle attività immobilizzate.

Un margine con valori positivi è senza dubbio rappresentativo di un equilibrio finanziario di medio/

lungo termine; tuttavia si considera accettabile anche un valore limitatamente negativo, a condizione che sia coperto da debiti di lungo periodo.

Non di rado, questo margine assume un valore negativo e, allo scopo di esprimere un giudizio in merito alla struttura patrimoniale e finanziaria dell'impresa, si ricorre al secondo margine di struttura (MS''), pari alla differenza tra i mezzi propri sommati alle passività consolidate ed il valore netto delle immobilizzazioni.

$$MS'' = (\text{Mezzi propri} + \text{Passività fisse}) - \text{Immobilizzazioni nette}$$

Un ultimo margine è rappresentato dalla posizione finanziaria netta (posizione finanziaria netta), pari alla differenza tra i debiti finanziari e le attività finanziarie.

Essa rappresenta l'indebitamento finanziario netto complessivo dell'impresa ad una determinata data ed è un indicatore sempre più utilizzato nell'ambito delle analisi finanziarie. La posizione finanziaria netta rappresenta la base di partenza per il calcolo degli indicatori di sostenibilità del debito finanziario e viene costantemente monitorata nella valutazione della sostenibilità dei piani di ristrutturazione aziendale.

La posizione finanziaria netta può essere calcolata individualmente oppure può essere messa in evidenza attraverso la riclassificazione funzionale dello stato patrimoniale, in cui nel passivo sono indicati il solo patrimonio netto e la posizione finanziaria netta.

La posizione finanziaria netta è un tipico indicatore di performance finanziaria, per il cui calcolo non esiste un'unica modalità nei principi nazionali e nei principi IAS/IFRS. La dottrina e la prassi hanno elaborato differenti modalità di calcolo, per mettere in evidenza soprattutto l'indebitamento finanziario netto a breve termine e l'indebitamento finanziario netto a medio e lungo termine.

Il documento OIC 6, relativo alla ristrutturazione dei debiti, sottolinea che generalmente la "posizione finanziaria netta" (o "indebitamento finanziario netto") viene calcolata come somma tra la posizione finanziaria corrente e non corrente.

La posizione finanziaria corrente è data dalla somma algebrica delle disponibilità liquide, dei crediti finanziari e delle altre attività finanziarie correnti, al netto dei debiti bancari correnti, e della quota corrente dei debiti finanziari non correnti.

La posizione finanziaria netta non corrente (o indebitamento finanziario netto non corrente) è invece calcolata come sommatoria tra i debiti bancari non correnti, le eventuali obbligazioni emesse e gli altri debiti finanziari non correnti. Il documento precisa, in proposito, che devono essere considerati anche i debiti per leasing finanziario, suddivisi nella parte corrente e nella parte non corrente, e che il modello adottato deve essere mantenuto costante, presentando i valori comparativi per l'esercizio precedente. La posizione finanziaria netta così determinata è riconducibile al bilancio IAS/IFRS. Nel bilancio redatto secondo i principi contabili internazionali, il debito verso le società di leasing rientra nei debiti finanziari e pertanto è ricompreso nella posizione finanziaria netta di uno stato patrimoniale riclassificato funzionale. A prescindere però dai principi contabili utilizzati per la redazione del bilancio, la posizione finanziaria netta deve essere considerata comprensiva dell'indebitamento del leasing finanziario (quota capitale) che incrementa l'esposizione finanziaria dell'impresa.

Nel determinare la posizione finanziaria netta si considerano, tendenzialmente, i crediti finanziari per i quali occorre verificare l'esigibilità.

La posizione finanziaria netta può però non esprimere gli impegni finanziari complessivi dell'impresa. Si pensi alla situazione in cui la società ha significativi debiti verso fornitori scaduti da diversi mesi: tali debiti, essendo funzionali, non rientrano nella posizione finanziaria ma in ottica di un piano di risanamento, l'accordo con i fornitori per il totale (o

parziale) soddisfacimento degli stessi implica un ulteriore impegno di natura finanziaria.

Allo stesso modo, se il piano prevede l'esborso di TFR a dipendenti, esso non rientra nella posizione finanziaria netta. Tali situazioni portano quindi a sottolineare, da un lato, l'importanza della lettura della posizione finanziaria netta ma, al contempo, la necessità di disporre dei flussi finanziari complessivi in uscita, tenuto conto del pagamento dei debiti finanziari, ma anche di quelli funzionali per mettere in luce l'effettivo fabbisogno finanziario e il conseguente impatto sulla posizione finanziaria netta. Con riferimento alla posizione finanziaria netta, si richiama anche l'attenzione sul documento n. 22 dell'IRDCEC che effettua una approfondita disamina dell'indicatore in oggetto. La posizione finanziaria netta è molto importante, soprattutto nei rapporti con gli istituti di credito, perché indica l'ammontare degli investimenti che non sono finanziati dai mezzi propri e dai debiti commerciali, e quindi la necessità dell'azienda di ricorrere ai finanziamenti di terzi⁸.

⁸ L'Istituto di ricerca dei dottori commercialisti e degli esperti contabili ha emanato il Documento n.22 – intitolato *“L'iscrizione degli indicatori nella relazione sulla gestione. La posizione finanziaria netta”* – con cui si afferma l'importanza dell'indicatore “posizione finanziaria netta” nella costruzione degli indicatori finanziari. Concettualmente, la posizione finanziaria netta può essere intesa come variabile che permette di appurare l'effettiva esposizione debitoria di un'impresa in un dato istante. Tuttavia, nella dottrina e nella prassi contabile sono rinvenibili svariate posizioni interpretative che hanno condotto alla formulazione di differenti configurazioni di posizione finanziaria netta. Il documento suddetto, a cui di rinvia, indaga sulle possibili modalità di determinazione dell'indicatore. Cfr. NARDINI I. (2014), *Posizione finanziaria netta all'interno degli indicatori nella relazione sulla gestione.*, in Guida alla Contabilità & Bilancio, 01/2014.

3.3 Gli indici di solidità

L'analisi di solidità mira ad analizzare la capacità dell'impresa di far fronte agli impegni di medio e lungo periodo e, dunque, di perdurare nel tempo.

I due principali indici di solidità sono:

- l'indice di indebitamento;
- l'indice di struttura.

L'indice di indebitamento è pari al rapporto tra patrimonio netto e il totale dell'attivo patrimoniale.

$$\text{Indice di indebitamento} = \frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Totale attivo}}$$

Maggiore è il valore assunto dall'indice, maggiore è il grado di patrimonializzazione dell'impresa. Si può osservare che il grado di patrimonializzazione è un elemento fondamentale per la determinazione del merito creditizio di un'impresa e un suo valore adeguato costituisce elemento imprescindibile per ottenere un rating positivo. Malgrado non vi sia un valore ottimale che dovrebbe assumere questo indice, è evidente che valori molto bassi indicano una situazione di forte indebitamento, mentre valori elevati sono caratteristici di imprese particolarmente solide essendo poco dipendenti da finanziatori esterni.

Molto utilizzato nella prassi è anche il reciproco del suddetto rapporto, che prende il nome di *leverage*, che è pari dunque al rapporto tra attivo patrimoniale e patrimonio netto⁹.

L'indice di struttura è pari invece al seguente rapporto:

$$\text{Indice di struttura} = \frac{(\text{Patrimonio netto} + \text{Passività consolidate})}{\text{Immobilizzazioni nette}}$$

L'indice di struttura misura la capacità dell'impresa di fronteggiare finanziariamente gli investimenti in immobilizzazioni. Se l'indice assume valori maggiori di 1, significa che l'impresa sta finanziando i beni durevolmente legati all'attività aziendale mediante fonti di finanziamento stabili (patrimonio netto) o caratterizzate da scadenze di rimborso protratte nel tempo (debiti a medio-lungo termine). Viceversa, valori inferiori a 1 indicano che l'impresa sta finanziando le immobilizzazioni con risorse di terzi a breve termine. È evidente che una corretta gestione dell'azienda presuppone il finanziamento degli investimenti ad utilizzazione pluriennale con risorse della stessa natura (patrimonio netto e debiti a media-lunga scadenza).

⁹ *“Il rapporto evidenzia la struttura finanziaria dell'impresa, esprimendo in quale misura si è fatto ricorso ai mezzi di terzi per il finanziamento del capitale investito e, quindi, il grado di autonomia della società da terzi finanziatori. La capacità di credito di un'impresa è strettamente legata al rapporto di indebitamento in quanto riguarda direttamente la struttura finanziaria sotto il profilo dei rischi che gravano sui creditori ed in relazione agli effetti positivi o negativi sulla redditività aziendale in presenza di determinati livelli del costo dell'indebitamento e della redditività del capitale investito”.* Cfr. ABATE F. (1997), *Analisi di bilancio per la concessione del credito bancario*, Guida Editore.

3.4 Gli indici di liquidità

L'analisi di liquidità mira a verificare la solvibilità a breve termine mediante la determinazione dei seguenti due indici:

- indice di liquidità corrente;
- indice di liquidità immediata.

L'indice di liquidità corrente è pari al seguente rapporto:

$$\text{Indice di liquidità corrente} = \frac{\text{Attività correnti}}{\text{Passività correnti}}$$

Questo indice esprime la capacità dell'impresa di far fronte agli impegni di pagamento a breve con i flussi di cassa generati entro lo stesso periodo dalle attività correnti. Ipotizzando che per rimborsare le passività a breve si possa fare affidamento su tutto il capitale circolante, la solvibilità dell'impresa sarebbe garantita da un valore dell'indice maggiore di 1. Tuttavia, poiché nell'ambito del capitale circolante sono inseriti investimenti (rimanenze di magazzino e crediti) la cui realizzazione nel breve termine non è certa, il giudizio sull'indice è positivo qualora il valore del rapporto sia ampiamente superiore ad 1 e convenzionalmente nell'intorno di 2. In ogni caso, per esprimere un valido giudizio circa la bontà del valore assunto dall'indice, occorre valutare la consistenza e il grado di smobilizzo effettivo delle scorte e dei crediti e richiedere valori tanto più elevati quanto maggiore è la loro incidenza e la

loro difficoltà di smobilizzo. Ad esempio, se fosse possibile operare in assenza di magazzino, un valore dell'indice appena superiore all'unità potrebbe già giudicarsi soddisfacente.

L'indice di liquidità immediata è pari al seguente rapporto:

$$\text{Indice di liquidità immediata} = \frac{\text{Attività correnti} - \text{Rimanenze di magazzino}}{\text{Passività correnti}}$$

L'indice esprime la capacità dell'impresa di far fronte agli impegni finanziari di breve periodo attraverso la liquidità e le altre attività destinate immediatamente a essere realizzate nel breve termine. Per poter esprimere un giudizio positivo sullo stato della liquidità aziendale, il valore dell'indice dovrebbe essere pari o maggiore ad 1. Un'importante considerazione può essere fatta con riferimento ai crediti. Questi ultimi presentano un grado di smobilizzo che dipende strettamente dal grado di solvibilità dei debitori (tipicamente i clienti). L'eventuale mancata riscossione di una parte dei crediti potrebbe determinare delle difficoltà, per l'impresa, a pagare i debiti in scadenza. Il valore dell'indice in commento dipende anche, in parte, dal valore dei crediti: pertanto, maggiore è la probabilità che i crediti non possano essere riscossi, maggiore è anche la probabilità che il valore assunto dall'indice non è significativo.

3.5 Gli indici di redditività

Gli indici di redditività esprimono la capacità dell'impresa di remunerare congruamente tutti i fattori produttivi impiegati, compreso il capitale proprio.

Si tratta di "indici misti", che vedono al numeratore grandezze economiche e al denominatore grandezze patrimoniali.

Gli indici normalmente utilizzati per giudicare la redditività aziendale sono:

- il ROE ("Return on equity");
- il ROI ("Return on investment");
- il ROS ("Return on sales");
- il ROD ("Return on debt").

Il ROE esprime la redditività del capitale proprio, ed è pari al rapporto tra il risultato netto ed il capitale proprio: indica la capacità dell'impresa di remunerare i mezzi propri.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Reddito netto}}{\text{Mezzi propri}}$$

Si tratta del quoziente di redditività maggiormente apprezzato dai soci, e dovrebbe essere maggiore del tasso di rendimento promesso da investimenti alternativi a rischio nullo (es. titoli di stato tedeschi),

maggiorato di una percentuale a titolo di copertura del rischio di settore e della specifica impresa¹⁰.

Il ROE si può determinare moltiplicando tre fattori:

- la redditività della gestione caratteristica (espressa mediante il ROA, che è pari al rapporto tra reddito operativo e il totale dell'attivo patrimoniale), in quanto la redditività dei mezzi propri non può che trarre origine nella capacità dell'impresa di remunerare con la gestione caratteristica le fonti di finanziamento;
- il *leverage* (pari al rapporto tra il totale dell'attivo patrimoniale e i mezzi propri), che esprime la quota di mezzi propri che finanzia il capitale investito;
- l'incidenza della gestione extracaratteristica sul risultato netto dell'esercizio.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Reddito netto}}{\text{Mezzi propri}} = \frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Totale attività}} \cdot \frac{\text{Totale attività}}{\text{Mezzi propri}} \cdot \frac{\text{Reddito netto}}{\text{Reddito operativo}}$$

La suddetta relazione evidenzia che il ROE aumenta:

a) all' aumentare del ROA;

¹⁰ “Per valutare il ROE a ragion veduta bisogna ricordare due cose. La prima è che l'utile netto comprende il reddito derivante dalla gestione caratteristica e quello derivante dai proventi o perdite straordinarie. È evidente che questi ultimi andrebbero esclusi quando si vogliono fare confronti con altre aziende o sulle prestazioni della stessa azienda in diversi periodi di tempo. [...] Il secondo fatto da tenere presente è che il valore assunto dal ROE è strettamente connesso alla struttura finanziaria dell'impresa e al trattamento fiscale che ricevono gli interessi passivi pagati sui debiti. Infatti, per il cosiddetto «effetto di leva» finanziaria, l'indebitamento consente di espandere l'attività, aumentando così gli utili e, a parità di capitale, di aumentare il valore del ROE. È evidente che questo effetto di «leva positiva» è valido solo se il rendimento del capitale investito è superiore al tasso d'interesse che si paga sul debito. In caso contrario si parla di «leva negativa»”. GIUSSANI A. (2000), *Come interpretare il bilancio. Guida alla lettura degli schemi di bilancio e all'analisi finanziaria.*, Il Sole24Ore.

- b) al diminuire della porzione di risultato operativo destinato alla copertura di oneri finanziari e imposizione fiscale;
- c) all' aumentare dell'incidenza del capitale di terzi rispetto al capitale proprio.

Un secondo indice di redditività molto rilevante ai fini dell'analisi di redditività aziendale è il ROI, pari al rapporto tra il reddito operativo e il capitale investito operativo.

$$\text{ROI} = \frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Capitale investito operativo}}$$

Tale quoziente indica la redditività del capitale investito nell'attività operativa, a prescindere dalle fonti di finanziamento.

Il reddito operativo non è la differenza A)-B) del conto economico civilistico, in quanto deve essere depurato delle seguenti componenti:

- proventi ed oneri dell'attività atipica;
- svalutazioni di immobilizzazioni immateriali e materiali.

Il capitale investito non include, inoltre, gli investimenti temporanei di liquidità e gli immobili non necessari all'attività (immobili civili ed immobili strumentali temporaneamente affittati in attesa della vendita).

Ai fini dell'analisi, il ROI può essere scomposto in due ulteriori indici:

- il ROS;
- il tasso di rotazione del capitale investito.

In particolare, il ROS esprime l'attitudine dei ricavi a produrre reddito a livello operativo, mentre il tasso di rotazione del capitale investito indica l'entità degli investimenti e delle fonti di finanziamento necessari per sviluppare un determinato volume d'affari.

Conseguentemente, questi due indici e, quindi, il ROI, descrivono la capacità della gestione caratteristica di remunerare, attraverso i ricavi, il capitale investito nell'impresa, e dunque le sue fonti di finanziamento.

Il ROS rapporta il risultato operativo della gestione caratteristica ai ricavi di vendita caratteristici ed esprime il margine che l'impresa è in grado di conseguire in percentuale ai ricavi. Un valore dell'indice inferiore alla media di settore evidenzia uno squilibrio tra ricavi di vendita e costi della gestione caratteristica. Due possono essere le ragioni di tale squilibrio, eventualmente concomitanti:

- un livello di prezzi di vendita inferiore alla media di settore, o comunque non sufficiente a coprire i costi caratteristici;
- un livello di costi della gestione caratteristica troppo elevato.

Il tasso di rotazione del capitale investito si costruisce rapportando i ricavi netti di vendita caratteristici al capitale investito nella gestione caratteristica ed esprime il ricavo conseguito per unità di investimento operativo caratteristico.

$$\text{ROI} = \frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Capitale investito}} = \frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Ricavi dalle vendite}} \cdot \frac{\text{Ricavi dalle vendite}}{\text{Capitale investito}}$$

L'impresa che intende migliorare il valore assunto dal ROI ha dunque a disposizione le seguenti leve:

- il miglioramento della redditività delle vendite, aumentando i prezzi di vendita, modificando il mix di vendita verso prodotti a maggiore marginalità, riducendo l'incidenza dei costi della gestione caratteristica;
- il miglioramento del tasso di rotazione del capitale investito, incrementando il fatturato a parità di impieghi, riducendo ove possibile il livello delle attività immobilizzate, contraendo le dilazioni di pagamento concesse ai clienti e/o aumentando il tasso di rotazione del magazzino, aumentando le dilazioni di pagamento.

Conclusa l'analisi strutturale del ROI, il giudizio sul risultato ottenuto richiede un confronto con il ROD, perché il ROI rappresenta la redditività del capitale investito, mentre il ROD esprime il tasso di remunerazione del rischio dei finanziatori esterni (essendo pari al rapporto tra oneri finanziari ed indebitamento oneroso). Pertanto, il ROI sarà ritenuto soddisfacente soltanto nel caso in cui sia abbondantemente superiore al ROD, definito come il rapporto tra gli oneri finanziari ed i mezzi di terzi medi (debiti).

Dal confronto tra il ROI ed il ROD si desume il concetto di leva finanziaria, per effetto del quale l'incremento dell'indebitamento amplifica gli effetti della differenza tra ROI e ROD, per effetto della scomposizione del ROE:

$$\text{ROE} = \text{ROI} + (\text{ROI} - \text{ROD}) \cdot \left(\frac{\text{Mezzi di terzi}}{\text{Mezzi propri}} \right)$$

Conseguentemente, se il ROI è maggiore del ROD, l'effetto leva è positivo: in questo caso, qualora si debba aumentare il capitale investito, è opportuno finanziarlo ricorrendo all'indebitamento, che si traduce in un aumento del ROE. Tuttavia, ciò non significa, in termini generali, che l'incremento dell'indebitamento sia sempre positivo, ma al contrario devono sussistere, congiuntamente, tre condizioni:

- il ROI sia elevato e almeno costante nel tempo;
- il differenziale tra ROI e ROD sia rilevante;
- i tassi di interessi siano stabili sul mercato.

Diversamente, se il ROI è inferiore al ROD, l'effetto leva è negativo e, quindi, l'unica fonte di finanziamento raccomandabile è la capitalizzazione, riducendo l'indebitamento per contenere la conseguente diminuzione del ROE.

3.6 L'analisi comparativa

Gli indici di bilancio, una volta determinati, consentono di svolgere la c.d. analisi comparativa. Quest'ultima consente di fare:

- il confronto tra bilanci consecutivi della medesima impresa (si parla di comparazione temporale), per un arco temporale che solitamente si estende a tre o cinque anni. Tale analisi comparativa restituisce risultati attendibili solo se vi è comparabilità dei valori inseriti nei prospetti contabili da un esercizio all'altro. In altri termini, è importante che vi sia coerenza e costanza nei criteri di valutazione utilizzati per le singole voci di bilancio. Altro aspetto che non va trascurato è la presenza di eventi di natura straordinaria, che possano aver determinato riflessi significativi sulla struttura aziendale (ad esempio in caso di operazioni straordinarie quali fusioni e scissioni);
- il confronto di bilanci di imprese differenti (si parla di comparazione spaziale). Questa tipologia di comparazione, rispetto a quella precedente, è solitamente più problematica, poiché, in relazione alle peculiarità delle diverse imprese analizzate, possono sorgere problemi di omogeneità e completezza.

Diversi sono i problemi di omogeneità che potrebbero rendere difficoltosa la comparazione dei bilanci di imprese diverse: vi sono problemi di tipo formale (se vengono utilizzate terminologie difformi in relazione a

medesimi fenomeni gestionali, oppure se vengono usate voci molto sintetiche per l'esposizione dei valori); eventuali problemi di tipo normativo (dovuti a differenti normative applicate da un Paese all'altro, nel caso di comparazioni tra imprese di provenienze nazionali diverse). Spesso, al fine di analizzare compiutamente lo stato di salute aziendale, si procede congiuntamente ad analisi temporali e spaziali, allo scopo di cogliere gli andamenti e procedere a una loro comparazione.

4. CASI AZIENDALI

4.1 Introduzione

Prima di analizzare e comparare i bilanci di alcune imprese operanti nel settore del trasporto aereo, appare utile fare una breve panoramica delle attuali tipologie di compagnie aeree presenti nel settore. Generalmente, queste ultime vengono infatti suddivise in:

- a) *mega-carrier*,
- b) *low cost carrier*,
- c) *charter*,
- d) altri.

La prima categoria, quella dei “mega-carrier”, comprende essenzialmente le tradizionali compagnie aeree, note anche come “compagnia di bandiera” o “flag-carrier”. Come è stato ricordato nel primo capitolo, prima dell’avvio del processo di liberalizzazione del settore, queste compagnie erano le uniche a esistere: si trattava di compagnie statali e ognuna “volava” con la propria bandiera di appartenenza.

L’impresa “mega-carrier” italiana è, storicamente, Alitalia, per molti anni interamente in mano pubblica e deputata a svolgere il ruolo di compagnia di trasporto aereo in Italia.

Queste imprese, considerata la loro tradizione, perseguono come obiettivi di sviluppo un elevato livello di comforts, un alto rapporto

personale dipendente/passeggero, e si caratterizzano inoltre per l'elevato numero di aeromobili e di collegamenti con i principali aeroporti mondiali. La categoria dei low-cost carrier comprende invece essenzialmente le compagnie low cost, che si sono diffuse in seguito al processo di liberalizzazione e che permettono di viaggiare a basso costo, a fronte anche di ridotti servizi ai passeggeri.

La prima compagnia aerea che, al fine di accaparrarsi la propria quota di mercato, decise di puntare su una strategia di contenimento dei costi fu, nel 1971, l'americana Southwest Airlines¹¹. In Europa il fenomeno ha preso piede circa vent'anni dopo in Irlanda e si è progressivamente sviluppato. Il modello di business di queste compagnie aeree è basato principalmente su:

- perseguimento di efficienza della struttura produttiva (elevato rapporto personale dipendente/passeggero);
- riduzione al minimo, o addirittura eliminazione, dei servizi a bordo degli aeromobili;
- attenta selezione delle rotte: spesso vengono selezionati aeroporti secondari;
- un numero limitato di aeromobili.

In definitiva, volendo fare un confronto tra le tradizionali compagnie di bandiera e i vettori low cost, si può affermare, innanzitutto, che le tradizionali compagnie di bandiera, considerata la propria notorietà acquisita nel corso del tempo, sono riuscite a costruire un rapporto più

¹¹ LA FRANCA L. (2008), *Le compagnie low-cost* – Dispense Corso dei Trasporti Aerei – Dipartimento di Ingegneria dei Trasporti, Palermo, A.A. 2008/2009, pag. 2.

“fiduciario” con i clienti, che le percepiscono generalmente più affidabili rispetto alle altre compagnie aeree.

In particolare, i clienti-passeggeri tipicamente associano alle compagnie di bandiera i seguenti valori: qualità, comfort, professionalità degli addetti, rispetto degli orari, e così via.

Le compagnie aeree *low cost*, invece, come è stato già sottolineato, per acquisire quote di mercato hanno puntato su una politica di contenimento dei costi (e, quindi, anche di contenimento dei servizi erogati) e, dunque, anche dei prezzi finali, riscontrando un certo *appeal* inizialmente quasi esclusivamente nei turisti, successivamente anche nelle altre categorie di clienti (uomini d'affari, e così via).

Uno studio del 2011¹² ha evidenziato che il traffico *low cost* ha avuto una crescita media, a partire dal 2006, pari al 18%. Inoltre, è stato riscontrato che la crescita del mercato del trasporto aereo è dovuta, essenzialmente, alle compagnie *low cost* che, grazie alla loro accessibilità, al loro basso prezzo, hanno permesso a molte persone di viaggiare con un mezzo che diversamente non avrebbero utilizzato con la medesima frequenza.

La terza categoria, quella dei vettori charter, si differenzia essenzialmente per le rotte. Mentre gli altri vettori hanno rotte programmate con orari ben definiti e pubblicati (si parla anche di “voli schedulati”), il vettore charter non ha alcuna programmazione prestabilita. Gruppi o più persone (tour operator) organizzano la rotta e concordano la data e la destinazione.

¹² Cfr. KPMG (2011), *Evoluzione del traffico low cost a livello europeo e nazionale*, 18 maggio 2011, pp. 9 ss.

Le compagnie charter si suddividono *“in base alla proprietà del capitale tra compagnie [...] il cui capitale è controllato da compagnie aeree passeggeri o da gruppi ai quali esse appartengono [...] compagnie [...] con capitale controllato da tour operator o altri operatori per il tempo libero”*¹³.

Con la liberalizzazione del settore si sono introdotte possibilità di accordi e alleanze tra vettori. Pertanto, la classificazione appena svolta essere ulteriormente ampliata. Questi accordi possono essere essenzialmente di due tipi, in ragione dell’obiettivo perseguito:

- accordi che mirano a incrementare il numero di servizi da proporre alla propria clientela;
- accordi che mirano all’abbattimento di costi con la condivisione di servizi o attività.

Infine, nella categoria “altri” vi rientrano tutti gli aeromobili privati o di pubblico servizio come l’elisoccorso che richiedono di strutture aeree per approdare¹⁴.

In conclusione, prima di passare all’analisi dei bilanci, si evidenziano i principali costi sostenuti dalle compagnie aeree:

- costi del personale: vi rientrano tutti quei costi per l’equipaggio a bordo e a terra. Il personale in queste imprese dovrebbe essere altamente specializzato e addestrato (preparazione per la

¹³ Cfr. PELLICELLI A.C. (1996), *Le compagnie aeree – Economia e gestione del trasporto aereo*, GIUFFRÉ Editore, pag. 813.

¹⁴ Per approfondimenti sulle caratteristiche dei vettori si rinvia, tra gli altri, a: GIOVANDO G. (2012), *L’impresa di gestione aeroportuale. Aspetti strategici, di gestione e di bilancio*, GIAPPICHELLI Editore, pp. 67 e ss.

- navigazione, corsi di lingue straniere) oltre a essere spesso impegnato fuori dal proprio paese di appartenenza, con turni e orari continuamente modificati;
- costi per diritti aeroportuali, di infrastruttura e di handling¹⁵: si tratta di costi il cui ammontare viene stabilito dal Paese in cui si atterra o decolla;
 - costi di carburante: si tratta di costi che variano in base agli aeromobili scelti e al Paese in cui si renderà necessario fare il rifornimento;
 - costi di assicurazioni: si tratta di costi piuttosto ingenti che ogni vettore deve necessariamente programmare per gestire i rischi connessi ad eventi che possono riguardare gli aeromobili, il personale dipendente, nonché i passeggeri;
 - costi di manutenzione e revisione della flotta aerea. È fondamentale, ai fini della sicurezza, che gli aeromobili siano periodicamente controllati;
 - ammortamenti relativi agli aeromobili;
 - costi per i passeggeri: si tratta di quei costi relativi ai servizi che le compagnie aeree possono offrire ai clienti (catering a bordo, i costi per ritardi o annullamenti di volo, e così via). Questi costi, come si

¹⁵ Le tariffe o i diritti aeroportuali sono, di norma, ricollegabili a: a) diritti di approdo, partenza, sosta e ricovero degli aeromobili; b) tasse d'imbarco dei passeggeri; c) compensi per le operazioni di controllo della sicurezza; d) corrispettivi per l'utilizzo degli spazi e infrastrutture aeroportuali strumentali alla fornitura dei servizi di handling. Cfr. GIOVANDO G. (2012), *L'impresa di gestione aeroportuale. Aspetti strategici, di gestione e di bilancio*, GIAPPICHELLI Editore, pp. 36 e ss.

è detto più volte, nelle compagnie *low cost* sono ridotti al minimo (talvolta anche azzerati);

- costi per emissione e gestione biglietti: si tratta dei costi necessari per approntare la biglietteria a terra;
- costi per la gestione di promozioni: si tratta essenzialmente di costi di marketing per promuovere le rotte;
- costi generali e amministrativi.

4.2 Ryanair

Ryanair è una compagnia aerea irlandese, operante a livello europeo su oltre 1600 tratte, collegando 28 stati europei e l'Africa settentrionale.

Ryanair si è caratterizzata, nel tempo, per una rapida e continua espansione, resa possibile dalla liberalizzazione del settore, le cui tappe sono state analizzate nel primo capitolo.

Altre peculiarità della compagnia sono le seguenti:

- a) Ryanair utilizza solo ed esclusivamente aeroporti secondari; ciò le ha permesso di conseguire un risparmio sul costo del noleggio aereo del 40 per cento circa rispetto alle altre compagnie *low cost* e del 48 per cento circa rispetto ai full service;
- b) la clientela di Ryanair è generalmente costituita da turisti e il costo medio di un biglietto è di poco superiore a 40 euro;

- c) Ryanair ha il costo del personale più basso grazie ad una produttività molto alta;
- d) I costi di marketing e distribuzione sono pressoché azzerati, utilizzando come unico canale di vendita internet¹⁶.

Di seguito si riportano il conto economico e lo stato patrimoniale (redatti secondo i principi IAS/IFRS) relativi agli esercizi 2013 e 2014.

	IFRS Year Ended Mar 31, 2015 €M	IFRS Year Ended Mar 31, 2014 €M
Operating revenues		
Scheduled revenues	4,260.3	3,789.5
Ancillary revenues	1,393.7	1,247.2
Total operating revenues- continuing operations	5,654.0	5,036.7
Operating expenses		
Fuel and oil	1,992.1	2,013.1
Airport and handling charges	712.8	617.2
Route charges	547.4	522.0
Staff costs	502.9	463.6
Depreciation	377.7	351.8
Marketing, distribution & other	233.9	192.8
Maintenance, materials and repairs	134.9	116.1
Aircraft rentals	109.4	101.5
Total operating expenses	4,611.1	4,378.1
Operating profit – continuing operations	1,042.9	658.6
Other income / (expense)		
Finance expense	(74.2)	(83.2)
Finance income	17.9	16.5
Foreign exchange (loss)/gain	(4.2)	(0.5)
Total other expense	(60.5)	(67.2)
Profit before tax	982.4	591.4
Tax expense on profit on ordinary activities	(115.7)	(68.6)
Profit for the period - all attributable to equity holders of parent	866.7	522.8

Fonte: <https://investor.ryanair.com/wp-content/uploads/2015/07/Annual-Report-2015.pdf>

¹⁶ Cfr. GUIRICIN A. (2009), *Alitalia: la privatizzazione infinita*, IBL Libri, pag. 39.

	Note	At March 31, 2015 €M	At March 31, 2014 €M	At March 31, 2013 €M
Non-current assets				
Property, plant and equipment	2	5,471.1	5,060.3	4,906.3
Intangible assets	3	46.8	46.8	46.8
Available for sale financial assets	4	371.0	260.3	221.2
Derivative financial instruments	5	554.5	0.4	5.1
Total non-current assets		6,443.4	5,367.8	5,179.4
Current assets				
Inventories	6	2.1	2.5	2.7
Other assets	7	138.7	124.2	67.7
Current tax	12	0.8	1.1	-
Trade receivables	8	60.1	58.1	56.1
Derivative financial instruments	5	744.4	16.7	78.1
Restricted cash	9	6.7	13.3	24.7
Financial assets: cash > 3 months		3,604.6	1,498.3	2,293.4
Cash and cash equivalents		1,184.6	1,730.1	1,240.9
Total current assets		5,742.0	3,444.3	3,763.6
Total assets		12,185.4	8,812.1	8,943.0
Current liabilities				
Trade payables		196.5	150.0	138.3
Accrued expenses and other liabilities	10	1,938.2	1,561.2	1,341.4
Current maturities of debt	11	399.6	467.9	399.9
Current tax	12	-	-	0.3
Derivative financial instruments	5	811.7	95.4	31.8
Total current liabilities		3,346.0	2,274.5	1,911.7
Non-current liabilities				
Provisions	13	180.8	133.9	135.9
Derivative financial instruments	5	73.4	43.2	50.1
Deferred tax	12	462.3	368.6	346.5
Other creditors	14	55.8	90.4	127.8
Non-current maturities of debt	11	4,032.0	2,615.7	3,098.4
Total non-current liabilities		4,804.3	3,251.8	3,758.7
Shareholders' equity				
Issued share capital	15	8.7	8.8	9.2
Share premium account	15	718.6	704.2	687.8
Other undenominated capital		1.3	1.2	0.8
Retained earnings		2,706.2	2,465.1	2,418.6
Other reserves	16	600.3	106.5	156.2
Shareholders' equity		4,035.1	3,285.8	3,272.6
Total liabilities and shareholders' equity		12,185.4	8,812.1	8,943.0

Fonte: <https://investor.ryanair.com/wp-content/uploads/2015/07/Annual-Report-2015.pdf>

A partire dai suddetti prospetti, è possibile effettuare una riclassificazione, propedeutica all'analisi di bilancio mediante gli indici.

In particolare, considerando che ai fini della riclassificazione finanziaria, le attività (e le passività) non correnti disponibili per la vendita appartengono agli impieghi (e alle fonti) correnti o a breve termine, è possibile riepilogare le voci di stato patrimoniale nel seguente modo:

	2014 (in mln €)	2013 (in mln €)
Attività fisse	6.072,4	5.107,5
Attività correnti	6.113	3.704,6
Tot. Attività	12.185,4	8.812,1

	2014 (in mln €)	2013 (in mln €)
Patrimonio netto	4.035,1	3.285,8
Passività consolidate	4.804,3	3.251,8
Passività correnti	3.346	2.274,5
Tot. Passività	12.185,4	8.812,1

Per quanto concerne la situazione reddituale, il conto economico evidenzia i seguenti risultati:

	2014 (in mln €)	2013 (in mln €)
Ricavi complessivi	5.654,0	5.036,7
EBITDA	1.420,6	1.010,4
Reddito operativo	1.042,9	658,6
Reddito netto	866,7	522,8

La riclassificazione consente di individuare i principali indici dello stato di salute aziendale. Per quanto concerne l'analisi della liquidità, è possibile determinare l'indice di liquidità secondaria, pari al rapporto tra attività correnti e passività correnti.

	2014	2013
Indice di liquidità secondaria	1,82	1,62

Le rimanenze (in inglese "inventories") hanno una scarsa incidenza, sia nell'esercizio 2014 che in quello 2013; pertanto, l'indice di liquidità primaria (che viene calcolato escludendo le rimanenze dalle attività

correnti) assume valori molto prossimi a quelli dell'indice di liquidità secondaria.

Quanto all'analisi della struttura finanziaria, è indispensabile individuare il leverage, pari al rapporto tra il totale delle passività e il patrimonio netto.

	2014	2013
Leverage	3,01	2,68

Quanto all'analisi della redditività operativa e netta, il ROA (pari al rapporto tra reddito operativo e capitale investito), il ROE (pari al rapporto tra utile d'esercizio e patrimonio netto) ed il ROS (pari al rapporto tra reddito operativo e ricavi) assumono i seguenti valori.

	2014	2013
ROA	8,55%	7,47%
ROE	21,47%	15,91%
ROS	18,44%	13,07%

Appare particolarmente utile, ai fini dell'analisi della redditività aziendale, verificare inoltre l'incidenza della gestione extracaratteristica nei due esercizi di riferimento.

	2014	2013
$\frac{\text{Reddito netto}}{\text{Reddito operativo}}$	83,10%	79,38%

I valori sopra evidenziati consentono di esprimere un giudizio complessivamente positivo sullo stato di salute dell'azienda. Si possono,

tuttavia, fare alcune riflessioni. Infatti, il reddito operativo, rispetto ai ricavi conseguiti, appare, in entrambi gli esercizi, piuttosto basso. Ciò induce a pensare che l'impresa potrebbe ottimizzare alcuni processi gestionali ed organizzativi, al fine di aumentare la propria efficienza e, quindi, anche la propria redditività. La redditività del capitale proprio è buona, anche perché il grado di incidenza della gestione extracaratteristica è molto contenuto. Questo aspetto viene confermato anche dal valore assunto dal rapporto tra EBITDA e oneri finanziari.

	2014	2013
<u>EBITDA</u>		
<u>Oneri finanziari</u>	19,14	12,14

Il giudizio sulla liquidità (e, quindi, sulla solvibilità nel breve termine) è positivo, dal momento che le attività correnti sono quasi il doppio delle passività correnti; tuttavia qualche riflessione, da parte del management, sulla solvibilità nel medio-lungo periodo dovrebbe essere fatta, se si osserva che il valore del leverage ha subito un incremento, dal 2013 al 2014, passando da 2,68 a 3,01. Come noto, maggiore è il leverage, maggiore è l'esposizione debitoria dell'impresa, rispetto al capitale proprio. Pertanto, il livello di rischiosità dell'impresa è lievemente aumentato.

Infine, appare opportuno fare una breve analisi dei costi di gestione aziendale, evidenziando il peso degli stessi rispetto ai ricavi.

Dalla disamina dei costi si evince in particolare che la principale voce di costo è quella relativa al carburante, che assorbe oltre il 30% dei ricavi

operativi. I costi per diritti aeroportuali, di infrastruttura e di handling pesano per il 22% circa.

I costi del personale e quelli di marketing pesano invece relativamente poco (rispettivamente, il 9% e il 4% dei ricavi operativi).

4.3 EasyJet

EasyJet Airline Company Limited è una compagnia aerea *low cost* britannica, fondata il 18 ottobre 1995. Diversamente da Ryanair, EasyJet utilizza gli aeroporti principali e spende di più in marketing. La clientela di EasyJet è sensibilmente diversa da quella di Ryanair, poiché EasyJet punta anche sulla clientela business (uomini d'affari). Di seguito si riportano il conto economico e lo stato patrimoniale (redatti secondo i principi IAS/IFRS) relativi agli esercizi 2013 e 2014.

		30 September 2014	30 September 2013
	Notes	£ million	£ million
Non-current assets			
Goodwill	8	365	365
Other intangible assets	8	113	102
Property, plant and equipment	9	2,542	2,280
Derivative financial instruments	22	36	13
Loan notes	10	4	7
Restricted cash	13	9	12
Other non-current assets	11	152	185
		3,221	2,964
Current assets			
Trade and other receivables	12	200	194
Derivative financial instruments	22	53	17
Restricted cash	13	23	–
Money market deposits	13	561	224
Cash and cash equivalents	13	424	1,013
		1,261	1,448

Current liabilities			
Trade and other payables	14	(1,110)	(1,093)
Borrowings	15	(91)	(87)
Derivative financial instruments	22	(87)	(60)
Current tax payable		(53)	(58)
Maintenance provisions	17	(79)	(81)
		(1,420)	(1,379)
Net current (liabilities)/assets		(159)	69
Non-current liabilities			
Borrowings	15	(472)	(592)
Derivative financial instruments	22	(23)	(41)
Non-current deferred income	16	(62)	(68)
Maintenance provisions	17	(147)	(171)
Deferred tax	5	(186)	(144)
		(890)	(1,016)
Net assets		2,172	2,017
Shareholders' equity			
Share capital	18	108	108
Share premium		658	657
Hedging reserve		(17)	(55)
Translation reserve		1	1
Retained earnings		1,422	1,306
		2,172	2,017

Fonte: Annual report – EasyJet. Valori in mln di sterline.

		Year ended 30 September 2014	Year ended 30 September 2013
	Notes	£ million	£ million
Seat revenue		4,462	4,194
Non-seat revenue		65	64
Total revenue	26	4,527	4,258
Fuel		(1,251)	(1,182)
Airports and ground handling		(1,107)	(1,078)
Crew		(479)	(454)
Navigation		(307)	(294)
Maintenance		(212)	(212)
Selling and marketing		(103)	(101)
Other costs		(245)	(226)
EBITDAR		823	711
Aircraft dry leasing		(124)	(102)
Depreciation	9	(106)	(102)
Amortisation of intangible assets	8	(12)	(10)
Operating profit		581	497
Interest receivable and other financing income		11	5
Interest payable and other financing charges		(11)	(24)
Net finance charges	2	–	(19)
Profit before tax	3	581	478
Tax charge	5	(131)	(80)
Profit for the year		450	398

Fonte: Annual report – EasyJet. Valori in mln di sterline.

A partire dai suddetti prospetti, analogamente a quanto fatto nel precedente paragrafo, è stata effettuata una riclassificazione, propedeutica all'analisi di bilancio mediante gli indici.

In particolare, considerando che ai fini della riclassificazione finanziaria, le attività (e le passività) non correnti disponibili per la vendita appartengono agli impieghi (e alle fonti) correnti o a breve termine, sono state riepilogare le voci di stato patrimoniale nel seguente modo:

	2014 (in mln)	2013 (in mln)
Attività fisse	3.221	2.964
Attività correnti	1.261	1.448
Tot. Attività	4.482	4.412

	2014 (in mln)	2013 (in mln)
Patrimonio netto	2.172	2.017
Passività consolidate	890	1.016
Passività correnti	1.420	1.379
Tot. Passività	4.482	4.412

Per quanto concerne la situazione reddituale, il conto economico evidenzia i seguenti risultati:

	2014 (in mln)	2013 (in mln)
Ricavi complessivi	4.527	4.258
EBITDA	823	711
Reddito operativo	581	497
Reddito netto	450	398

La riclassificazione consente di individuare i principali indici dello stato di salute aziendale. Per quanto concerne l'analisi della liquidità, è possibile determinare l'indice di liquidità secondaria, pari al rapporto tra attività correnti e passività correnti.

	2014	2013
Indice di liquidità secondaria	0,88	1,05

Lo stato della liquidità dell'impresa non è dei migliori. Soprattutto nell'esercizio 2014, le passività correnti eccedono le attività correnti: ciò implica che l'impresa potrebbe avere necessità di rinegoziare le scadenze dei debiti a breve.

Quanto all'analisi della struttura finanziaria, è indispensabile individuare il leverage, pari al rapporto tra il totale delle passività e il patrimonio netto.

	2014	2013
Leverage	2,06	2,18

Quanto all'analisi della redditività operativa e netta, il ROA (pari al rapporto tra reddito operativo e capitale investito), il ROE (pari al rapporto tra utile d'esercizio e patrimonio netto) ed il ROS (pari al rapporto tra reddito operativo e ricavi) assumono i seguenti valori.

	2014	2013
ROA	12,96%	11,26%
ROE	20,71%	19,73%
ROS	12,83%	11,67%

Appare particolarmente utile, ai fini dell'analisi della redditività aziendale, verificare inoltre l'incidenza della gestione extracaratteristica nei due esercizi di riferimento.

	2014	2013
$\frac{\text{Reddito netto}}{\text{Reddito operativo}}$	77,45%	80,08%

I valori sopra evidenziati consentono al contempo di esprimere un giudizio molto positivo sulla redditività aziendale, negativo sulla solvibilità a breve termine, positivo sulla solvibilità a medio/lungo termine.

Il ROE assume valori particolarmente interessanti, per i soci e i potenziali investitori azionari; tuttavia, lo stato della liquidità aziendale desta qualche preoccupazione, se si considera che nell'ultimo esercizio contabile le passività a breve termine eccedono le attività a breve termine.

Infine, analogamente a quanto fatto con riferimento a Ryanair, appare opportuno fare una breve analisi dei costi di gestione aziendale, evidenziando il peso degli stessi rispetto ai ricavi.

Dalla disamina dei costi si evince in particolare che la principale voce di costo è quella relativa al carburante, seguita immediatamente dai costi per diritti aeroportuali, di infrastruttura e di handling: i primi assorbono il 27% dei ricavi operativi, i secondi il 24%. I costi del personale e quelli di marketing pesano invece relativamente poco (rispettivamente, il 10% e il 2% dei ricavi operativi).

Prima di analizzare i bilanci di AirFrance-KLM e di Lufthansa, appare opportuno effettuare un breve confronto tra Ryanair ed EasyJet, per quanto concerne la relativa strategia competitiva. L'aspetto principale e differenziante riguarda la scelta delle rotte. Ryanair privilegia rotte fra una destinazione principale e una secondaria (ad esempio, Londra Stansted-Alghero), normalmente non proposta da altri vettori o comunque con un minor grado di concorrenza e con un numero di voli al giorno, relativamente ridotto.

EasyJet, invece, privilegia rotte fra due destinazioni principali (per esempio, Amsterdam/Londra Gatwick), con una frequenza in grado di

servire anche la clientela c.d. business, in un mercato dove operano già altri vettori e che vedono un grado di competizione più elevato.

4.4 Air France-KLM

Air France-KLM è una compagnia aerea che deriva dalla fusione, avvenuta nel 2004, di due grandi compagnie aeree, Air France (francese) e KLM (olandese). Lo stato francese, attualmente, detiene una partecipazione societaria del 17,6%.

Nelle pagine che seguono si riportano i vari schemi di bilancio (attivo dello stato patrimoniale, passivo, conto economico), redatti secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS, relativi agli esercizi 2013 e 2014 (valori in milioni di euro).

Actif

En millions d'euros	31/12/2014	31/12/2013 ⁽¹⁾
Goodwill	243	237
Immobilisations incorporelles	1 009	896
Immobilisations aéronautiques	8 728	9 391
Autres immobilisations corporelles	1 750	1 819
Titres mis en équivalence	139	177
Actifs de pension	1 409	2 454
Autres actifs financiers	1 502	1 963
Impôts différés	1 031	434
Autres débiteurs	243	113
Actif non courant	16 054	17 484
Actifs détenus en vue de la vente	3	91
Autres actifs financiers	787	1 031
Stocks et en-cours	538	511
Créances clients	1 728	1 775
Autres débiteurs	961	845
Trésorerie et équivalents de trésorerie	3 159	3 684
Actif courant	7 176	7 937
Total actif	23 230	25 421

Attivo dello stato patrimoniale.

Fonte:

http://www.airfranceklm.com/sites/default/files/publications/rapport_annuel_2014.pdf

Passif et capitaux propres

En millions d'euros	31/12/2014	31/12/2013 ⁽¹⁾
Capital	300	300
Primes d'émission et de fusion	2 971	2 971
Actions d'autocontrôle	(86)	(85)
Réserves et résultat	(3 856)	(941)
Capitaux propres (propriétaires de la société mère)	(671)	2 245
Participations ne donnant pas le contrôle	39	48
Capitaux propres	(632)	2 293
Provisions et avantages du personnel	3 491	3 102
Dettes financières	7 994	8 596
Impôts différés	14	178
Autres créditeurs	536	397
Passif non courant	12 035	12 273
Passifs liés aux actifs détenus en vue de la vente	-	58
Provisions	731	670
Dettes financières	1 885	2 137
Dettes fournisseurs	2 444	2 369
Titres de transport émis et non utilisés	2 429	2 371
Programme de fidélisation	759	755
Autres créditeurs	3 330	2 329
Concours bancaires	249	166
Passif courant	11 827	10 855
Total passif	23 862	23 128
Total capitaux propres et passifs	23 230	25 421

Passivo dello stato patrimoniale.

Fonte:

http://www.airfranceklm.com/sites/default/files/publications/rapport_annuel_2014.pdf

En millions d'euros	31/12/2014	31/12/2013 ⁽¹⁾
Chiffre d'affaires	24 912	25 520
Autres produits de l'activité	18	10
Charges externes	(15 791)	(15 997)
Carburant avions	(6 629)	(6 897)
Affrètements aéronautiques	(438)	(455)
Locations opérationnelles	(873)	(913)
Redevances aéronautiques	(1 840)	(1 839)
Commissariat	(591)	(589)
Achats de prestations en escale	(1 476)	(1 405)
Achats et consommations d'entretien aéronautiques	(1 356)	(1 303)
Frais commerciaux et de distribution	(870)	(852)
Autres frais	(1 718)	(1 744)
Frais de personnel	(7 316)	(7 482)
Impôts et taxes	(169)	(186)
Amortissements, dépréciations et provisions	(1 718)	(1 725)
Autres produits et charges	(65)	(10)
Résultat d'exploitation	(129)	130
Cessions de matériels aéronautiques	-	(12)
Cessions de filiales et participations	185	7
Autres produits et charges non récurrents	695	(352)
Résultat des activités opérationnelles	751	(227)
Produits de la trésorerie	76	77
Coût de l'endettement financier brut	(446)	(481)
Coût de l'endettement financier net	(370)	(404)
Résultat de change	(158)	74
Variation de juste valeur des actifs et passifs financiers	(92)	57
Autres produits et charges financiers	(68)	(28)
Résultat avant impôts des entreprises intégrées	63	(528)
Impôts sur les résultats	(209)	(957)
Résultat net des entreprises intégrées	(146)	(1 485)
Part dans le résultat des sociétés mises en équivalence	(39)	(211)
Résultat des activités poursuivies	(185)	(1 696)
Résultat net des activités non poursuivies	(4)	(122)
Résultat de l'exercice	(189)	(1 818)
Intérêts minoritaires	(9)	(9)
Résultat net part du groupe	(198)	(1 827)

Conto economico.

Fonte:

http://www.airfranceklm.com/sites/default/files/publications/rapport_annuel_2014.pdf

A partire dai suddetti prospetti, è stata effettuata una riclassificazione, propedeutica all'analisi di bilancio mediante gli indici, analogamente a quanto fatto con riferimento a Ryanair ed EasyJet nei precedenti paragrafi.

	2014 (in mln €)	2013 (in mln €)
Attività fisse	16.054	17.484
Attività correnti	7.176	7.937
Tot. Attività	23.230	25.421

	2014 (in mln €)	2013 (in mln €)
Patrimonio netto	-632	2.293
Passività consolidate	12.035	12.273
Passività correnti	11.827	10.855
Tot. Passività	23.230	25.421

Per quanto concerne la situazione reddituale, il conto economico evidenzia i seguenti risultati:

	2014 (in mln €)	2013 (in mln €)
Ricavi complessivi	24.930	25.530
EBITDA	1589	1855
Reddito operativo	-129	130
Reddito netto	-189	-1818

La riclassificazione consente di individuare i principali indici dello stato di salute aziendale. Per quanto concerne l'analisi della liquidità, è possibile determinare l'indice di liquidità secondaria, pari al rapporto tra attività correnti e passività correnti.

	2014	2013
Indice di liquidità secondaria	0,60	0,73

Il giudizio sulla liquidità aziendale è evidentemente negativo, dal momento che le attività correnti sono inferiori alle passività correnti.

Anche il giudizio sulla solvibilità a medio e lungo termine è negativo, dal momento che il leverage assume valori altissimi, segnalando una situazione di grave crisi dell'azienda in questione.

Quanto all'analisi della redditività operativa e netta, il ROA (pari al rapporto tra reddito operativo e capitale investito), il ROE (pari al rapporto tra utile d'esercizio e patrimonio netto) ed il ROS (pari al rapporto tra reddito operativo e ricavi) assumono i seguenti valori.

	2014	2013
ROA	negativo	0,5%
ROE	negativo	negativo
ROS	negativo	0,5%

I valori sopra evidenziati segnalano una situazione di crisi aziendale. La crisi, in effetti, è iniziata nel 2008 e la società non è mai riuscita realmente a riprendersi, malgrado i numerosi tentativi di ristrutturazione aziendale. A partire dal 2011, circa diecimila lavoratori hanno perso il lavoro, dopo i tremila tagli fatti nel 2008, primo anno di crisi.

Infine, analogamente a quanto fatto nei precedenti paragrafi, occorre fare una breve analisi dei costi di gestione aziendale, evidenziando il peso degli stessi rispetto ai ricavi.

Dalla disamina dei costi si evince in particolare che la principale voce di costo, a differenza di quanto riscontrato con riferimento alla Ryanair e ad EasyJet, è quella relativa al personale e non quella relativa al carburante.

I costi del personale assorbono quasi il 30% dei ricavi, mentre i costi

relativi al carburante assorbono poco più del 25% dei ricavi. I costi di marketing pesano invece relativamente poco, circa il 3%.

Non a caso, proprio recentemente, a ottobre 2015, è stato approvato un nuovo piano di ristrutturazione, che prevede, in estrema sintesi, oltre ai tagli alla flotta di lungo raggio, portandola da 107 aerei nel 2015 a 93 entro l'estate del 2017, nuovi licenziamenti del personale dipendente (circa tremila licenziamenti).

4.5 Lufthansa

La Lufthansa, fondata nel 1926, è la principale compagnia aerea tedesca e una delle principali compagnie a livello mondiale, servendo oltre 200 destinazioni in tutto il mondo e disponendo di oltre 700 velivoli.

Nelle pagine che seguono si riportano i vari schemi di bilancio (attivo dello stato patrimoniale, passivo, conto economico), redatti secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS, relativi agli esercizi 2013 e 2014 (valori in milioni di euro).

Assets

in €m	Notes	31.12.2014	31.12.2013 ¹⁾	1.1.2013 ¹⁾
Intangible assets with an indefinite useful life ²⁾	16	1,197	1,188	1,193
Other intangible assets	17	390	381	375
Aircraft and reserve engines	18 20	13,572	12,359	11,843
Repairable spare parts for aircraft		1,083	959	899
Property, plant and other equipment	19 20	2,109	2,059	2,082
Investments accounted for using the equity method	21	445	441	382
Other equity investments	22 41	776	500	413
Non-current securities	22 41	10	20	19
Loans and receivables	23 41	515	500	472
Derivative financial instruments	41	599	335	268
Deferred charges and prepaid expenses	26	11	16	25
Effective income tax receivables		31	39	52
Deferred tax assets	14	1,489	622	755
Non-current assets		22,227	19,419	18,778
Inventories	24	700	641	639
Trade receivables and other receivables	25 41	3,995	3,600	3,616
Derivative financial instruments	41	456	460	215
Deferred charges and prepaid expenses	26	147	147	152
Effective income tax receivables		122	72	101
Securities	27 41	1,785	3,146	3,530
Cash and cash equivalents	28 41	953	1,552	1,438
Assets held for sale	29	89	71	110
Current assets		8,247	9,689	9,801
Total assets		30,474	29,108	28,579

Shareholders' equity and liabilities

in €m	Notes	31.12.2014	31.12.2013 ¹⁾	1.1.2013 ¹⁾
Issued capital	30	1,185	1,180	1,177
Capital reserve ²⁾	31	170	886	873
Retained earnings ²⁾	31	1,237	2,511	446
Other neutral reserves	31	1,321	1,166	1,055
Net profit/loss		55	313	1,228
Equity attributable to shareholders of Deutsche Lufthansa AG		3,968	6,056	4,779
Minority interests		63	52	60
Shareholders' equity		4,031	6,108	4,839
Pension provisions	32	7,231	4,718	5,844
Other provisions	33	601	596	590
Borrowings	34 41	5,364	4,823	5,947
Other financial liabilities	35	136	148	198
Advance payments received, deferred income and other non-financial liabilities	36	1,179	1,187	1,163
Derivative financial instruments	41	719	426	150
Deferred tax liabilities	14	239	146	94
Non-current provisions and liabilities		15,469	12,044	13,986
Other provisions	33	953	868	898
Borrowings	34 41	594	1,514	963
Trade payables and other financial liabilities	37 41	4,635	4,545	4,237
Liabilities from unused flight documents		2,848	2,635	2,612
Advance payments received, deferred income and other non-financial liabilities	36	924	964	935
Derivative financial instruments	41	766	183	2
Effective income tax obligations		228	247	107
Liabilities related to assets held for sale		26	-	-
Current provisions and liabilities		10,974	10,956	9,754
Total shareholders' equity and liabilities		30,474	29,108	28,579

Di seguito il conto economico.

in €m	Notes	2014	2013 ⁹⁾
Traffic revenue	3	24,388	24,568
Other revenue	4	5,623	5,459
Total revenue		30,011	30,027
Changes in inventories and work performed by entity and capitalised	5	212	,158
Other operating income	6	1,953	2,043
Cost of materials and services	7	-17,283	-17,498
Staff costs	8	-7,335	-7,356
Depreciation, amortisation and impairment	9	-1,512	-1,767
Other operating expenses	10	-5,279	-4,756
Profit/loss from operating activities		767	851
Result of equity investments accounted for using the equity method	11	77	91
Result of other equity investments	11	44	33
Interest income	12	135	162
Interest expenses	12	-414	-508
Other financial items	13	-429	-83
Financial result		-587	-305
Profit/loss before income taxes		180	546
Income taxes	14	-105	-220
Profit/loss after income taxes		75	326

Fonte: Annual report, disponibile al seguente link: <http://investor-relations.lufthansagroup.com/fileadmin/downloads/en/financial-reports/annual-reports/LH-AR-2014-e.pdf>

A partire dai suddetti prospetti, è stata effettuata una riclassificazione, propedeutica all'analisi di bilancio mediante gli indici, analogamente a quanto fatto nei precedenti paragrafi.

	2014 (in mln €)	2013 (in mln €)
Attività fisse	22.227	19.419
Attività correnti	8.247	9.689
Tot. Attività	30.474	29.108

	2014 (in mln €)	2013 (in mln €)
Patrimonio netto	4.031	6.108
Passività consolidate	15.469	12.044
Passività correnti	10.974	10.956
Tot. Passività	30.474	29.108

Per quanto concerne la situazione reddituale, il conto economico evidenzia i seguenti risultati:

	2014 (in mln €)	2013 (in mln €)
Ricavi complessivi	30.011	30.027
EBITDA	2.279	2.618
Reddito operativo	767	851
Reddito netto	75	326

La riclassificazione consente di individuare i principali indici dello stato di salute aziendale. Per quanto concerne l'analisi della liquidità, è possibile determinare l'indice di liquidità secondaria, pari al rapporto tra attività correnti e passività correnti.

	2014	2013
Indice di liquidità secondaria	0,75	0,88

Il giudizio sulla liquidità aziendale è negativo, dal momento che negli ultimi due esercizi le attività correnti sono state inferiori alle passività correnti. Anche il giudizio sulla solvibilità a medio e lungo termine non è positivo, dal momento che il leverage assume valori piuttosto alti (7,55 nel 2014, 4,76 nel 2013) e crescenti, segnalando l'inizio di una situazione critica, che l'impresa dovrebbe pertanto affrontare.

Quanto all'analisi della redditività operativa e netta, il ROA (pari al rapporto tra reddito operativo e capitale investito), il ROE (pari al rapporto tra utile d'esercizio e patrimonio netto) ed il ROS (pari al rapporto tra reddito operativo e ricavi) assumono i seguenti valori.

	2014	2013
ROA	2,5%	2,9%
ROE	1,86%	5,33%
ROS	2,55%	2,8%

I valori sopra evidenziati segnalano una situazione non proprio ottimale. Il giudizio sulla redditività aziendale non può essere positivo: se è vero che la società ha chiuso entrambi gli esercizi contabili presi in considerazione in avanzo, è anche vero, d'altro canto, che i valori sono molto contenuti e, specie rispetto alle compagnie *low cost* sopra analizzate, appaiono bassissimi.

Non è un caso che anche Lufthansa, al pari di AIR France-KLM, nel 2015 ha avviato un piano di ristrutturazione aziendale.

Infine, analogamente a quanto fatto nei precedenti paragrafi, occorre fare una breve analisi dei costi di gestione aziendale, evidenziando il peso degli stessi rispetto ai ricavi.

Dalla disamina dei costi si evince in particolare che la principale voce di costo, a differenza di quanto riscontrato con riferimento alla Ryanair e ad EasyJet, è quella relativa al personale, che assorbono circa il 24% dei ricavi operativi.

La voce "cost of materials and services" comprende i costi relativi al carburante, (che pesano comunque per oltre il 20% dei ricavi) nonché i costi per diritti aeroportuali, di infrastruttura e di handling (che ugualmente pesano per circa il 20% dei ricavi).

4.6 Una analisi comparativa dell'incidenza delle voci di costo

Nei precedenti paragrafi, indipendentemente dall'analisi dello stato di salute delle imprese analizzate, un aspetto molto importante che è stato analizzato riguarda il peso dei costi tipici sostenuti da queste imprese.

L'analisi, in particolare, conferma le riflessioni fatte in apertura del capitolo: da un lato, le compagnie aeree low cost adottano delle strategie orientate alla riduzione dei costi e, in parallelo di compressione dei servizi erogati; dall'altro, le tradizionali compagnie aeree mirano, invece, ad offrire un servizio più completo al cliente-passeggero, accollandosi maggiori oneri di gestione.

Dall'analisi emerge, in primo luogo, una significativa differenza per quanto concerne i costi del personale: il peso di questa voce di costo è di gran lunga inferiore nelle compagnie *low cost*, rispetto al peso che assume nelle compagnie di bandiera. Peraltro, i casi che sono stati analizzati, AirFrance-KLM e Lufthansa, sono casi emblematici, poiché entrambi i gruppi stanno attraversando un periodo non facile. Ma lo stesso potrebbe dirsi anche per la compagnia di bandiera italiana, Alitalia, recentemente acquisita da Etihad.

Una voce di costo che assume un peso rilevante indipendentemente dalla tipologia di vettore è il costo del carburante. Viceversa, i costi per diritti aeroportuali, di infrastruttura e di handling, sono sensibilmente maggiori per le compagnie di bandiera, rispetto alle compagnie *low cost*:

ciò deriva, in parte, dal fatto che queste ultime, spesso, operano una attenta selezione delle rotte, privilegiando aeroporti secondari.

Infine, i costi di marketing e di distribuzione sono piuttosto ridotti indipendentemente dalla tipologia di vettore, anche se è emerso che per le compagnie *low cost* tali costi risultano quasi azzerati.

CONCLUSIONI

Il mercato del trasporto aereo, a partire dalla fine degli anni Ottanta, è in continua evoluzione. Il processo di liberalizzazione del settore, concluso alla fine degli anni Novanta, ha eliminato tutte quelle condizioni che garantivano alle tradizionali compagnie di bandiera una situazione di sostanziale monopolio sulle rotte nazionali e di duopolio su quelle intra-europee, aprendo le porte ad un nuovo scenario favorevole all'imprenditoria privata ed all'applicazione di modelli di business radicalmente differenti da quelli tradizionali.

La liberalizzazione del settore, in particolare, ha comportato la nascita e la diffusione di nuovi operatori nel mercato, tra i quali, le compagnie *low cost*.

L'analisi svolta nel presente elaborato ha confermato che le compagnie *low cost* hanno saputo ritagliarsi il proprio spazio nell'arena competitiva, adottando delle strategie orientate alla minimizzazione dei costi, in particolare di quei costi "superflui", connessi all'erogazione di servizi prettamente accessori. In particolare, Ryanair ed EasyJet, i cui bilanci sono stati analizzati nell'ultimo capitolo dell'elaborato, sono le due compagnie *low cost* più conosciute in Europa e che hanno effettivamente rivoluzionato il settore del trasporto aereo consentendo a migliaia di persone di viaggiare in aereo a tariffe molto convenienti.

Le compagnie di bandiera, d'altro canto, hanno provato a far leva sulla propria acquisita notorietà, continuando ad erogare un servizio più

completo al passeggero-cliente, ma al momento, considerato che Alitalia, per quanto riguarda l'Italia, AirFrance-KLM, per quanto riguarda la Francia, e Lufthansa, per quanto riguarda la Germania, attraversano un periodo molto complesso, si può immaginare che la loro strategia, nel breve periodo, muterà.

Il settore del trasporto aereo, ad ogni modo, è in continua evoluzione non solo per le suddette ragioni, ma anche a causa della crisi economico-finanziaria che ha preso avvio nel 2007. In seguito alla crisi, infatti, sono state realizzate numerose operazioni societarie (fusioni, acquisizioni) tra i diversi operatori, nonché siglati accordi ed alleanze.

Ad oggi il risultato più evidente di questa trasformazione del settore si manifesta proprio nella ripartizione del mercato mondiale tra alleanze globali (Oneworld, Skyteam, Star Alliance). Queste ultime, che ricomprendono numerose compagnie aeree delle tre grandi aree geografiche a elevata diffusione del trasporto aereo (Stati Uniti d'America, Europa e Sud Est Asiatico) hanno essenzialmente tre finalità: per quanto concerne i costi, quella di conseguire sinergie e risparmi, ad esempio evitando costose duplicazioni nell'offerta di voli e/o realizzando acquisti congiunti e standardizzati; quanto ai ricavi, la finalità è quella di ridurre la competizione tra gli operatori; per quanto riguarda l'offerta, infine, la finalità è quella di mettere a disposizione della clientela quante più destinazioni mondiali possibili, prenotabili facilmente attraverso qualsiasi compagnia aerea aderente.

BIBLIOGRAFIA

BAVA F., DEVALLE A. (2008), *La relazione sulla gestione: gli indicatori non finanziari.*, in *Amministrazione & Finanza*, 4/2008.

BIANCHI G. (2008), *Il bilancio delle società. Principi e tecniche di redazione.*, UTET Giuridica.

CAPALDO P. (2013), *L'azienda. Centro di produzione*, GIUFFRÈ Editore.

CAPALDO P. (2013), *Reddito e capitale nell'economia dell'impresa*, GIUFFRÈ Editore.

CARNIMEO N. (2012), *La tutela del passeggero nell'era dei vettori low cost*, CACUCCI Editore.

CEROLI P., RUGGIERI M. (2013), *L'analisi di bilancio per indici e per flussi*, Giuffrè Editore.

CREATON S. (2005), *Ryanair. The full story of the controversial lowcost airline.* Aurum Press Ed., London.

D'ALESSIO R., ANTONELLI V. (2014), *Analisi di bilancio*, MAGGIOLI Editore.

D'ALESSIO R., ANTONELLI V. (2014), *Summa bilancio*, Il Sole24Ore Editore.

D'OVIDIO A.L., PESCATORE G., TULLIO L. (2011), *Manuale di diritto della navigazione*, GIUFFRÈ Editore.

DE GAETANO D., BRAGLIA L. (2010), *Guida al bilancio. Dall'analisi dei dati alla costruzione del budget*, FRANCOANGELI Editore.

DI LAZZARO, MUSCO G. (2015), *Analisi aziendale. Metodi e strumenti*, GIAPPICHELLI Editore.

FAZZINI M. (2013), *Analisi di bilancio. Metodi e strumenti per l'interpretazione delle dinamiche aziendali*, IPSOA Editore.

FERRERO G., DEZZANI F., PISONI P., PUDDU L. (2006), *Analisi di bilancio e Rendiconti finanziari*, GIUFFRÈ Editore.

GALEOTTI M. (2011), *La strategia finanziaria competitiva*, in "Contabilità finanza e controllo", n. 2.

GIOVANDO G. (2012), *L'impresa di gestione aeroportuale. Aspetti strategici, di gestione e di bilancio*, GIAPPICHELLI Editore.

INTINI V., LIO P. (2012), *La centralità del cliente come strategia di rilancio: il caso Alitalia*, EGEEA Editore.

KPMG (2011), *Evoluzione del traffico low cost a livello europeo e nazionale*, 18 maggio 2011.

ORSINI L. (2008), *Volare low cost. La rivoluzione del trasporto aereo*, HOEPLI Editore.

PELLICELLI A.C. (1996), *Le compagnie aeree – Economia e gestione del trasporto aereo*, GIUFFRÈ Editore.

PELLICELLI A.C. (2008), *Le alleanze strategiche nel trasporto aereo*, GIAPPICHELLI Editore.

PICCARI P.L., SANTORI A. (2013), *Leggere il bilancio*, Il Sole24Ore Editore.

ROTONDO F. (2008), *La ricerca del valore nel settore del trasporto aereo. La prospettiva dei sistemi allargati*, GIUFFRÈ Editore.

SALVADEO S., TEDESCHI G. (2010), *Analisi di bilancio: gli indicatori finanziari della relazione sulla gestione*, in Bilancio e reddito d'impresa, 7/2010.

ZANDA G. (2007), *Il bilancio delle società. Lineamenti teorici e modelli di redazione*, GIAPPICHELLI Editore.



*Dipartimento di "Impresa e Management"
Cattedra di "Controllo di gestione avanzato"*

SINTESI:

***"VETTORI AEREI LOW-COST E TRADIZIONALI. MODELLI DI
BUSINESS E INDICATORI DI PERFORMANCE A CONFRONTO"***

RELATORE

Prof. Fabrizio Di Lazzaro

CANDIDATO

Timpani Caterina Magda

Matr. 658771

CORRELATORE

Prof. Cristiano Busco

ANNO ACCADEMICO 2014/2015

INDICE

INTRODUZIONE	2
1. IL SETTORE DEL TRASPORTO AEREO	4
1.1 La liberalizzazione del settore	
1.2 Gli effetti della liberalizzazione	
2. LE RICLASSIFICAZIONI DEL BILANCIO	8
2.1 introduzione	
2.2 La riclassificazione dello stato patrimoniale secondo la logica finanziaria	
2.3 Le possibili riclassificazioni del conto economico	
3. GLI INDICI DI BILANCIO	14
3.1 Gli scopi dell'analisi	
3.2 I margini dello stato patrimoniale	
3.3 Gli indici di solidità	
3.4 Gli indici di liquidità	
3.5 Gli indici di redditività	
3.6 L'analisi comparativa	
4. CASI AZIENDALI	23
4.1 Introduzione	
4.2 Rynair	
4.3 Easy Jet	
4.4 Air France-KLM	
4.5 Lufthansa	
4.6 Una analisi comparativa dell'incidenza delle voci di costo	
CONCLUSIONI	29
BIBLIOGRAFIA	31

INTRODUZIONE

Il presente elaborato si pone l'obiettivo di analizzare le attuali dinamiche nell'ambito del settore del trasporto aereo. Si tratta di un settore che ha subito una profonda trasformazione in seguito al processo di liberalizzazione che, in Europa, ha preso avvio alla fine degli anni Ottanta.

In particolare, nel primo capitolo sono state analizzate le principali tappe della liberalizzazione del settore, nonché le principali conseguenze. Il secondo ed il terzo capitolo, invece, sono prettamente teorici e delineano una delle più utilizzate tecniche per analizzare lo stato di salute delle imprese: l'analisi di bilancio mediante gli indici.

Nel secondo capitolo vengono descritte le principali modalità di riclassificazione dei prospetti che compongono il bilancio, lo stato patrimoniale ed il conto economico. Vengono peraltro descritti i pregi ed i limiti di ogni modalità di riclassificazione.

Nel terzo capitolo, invece, sono analizzati i principali indici di bilancio, i quali vengono normalmente distinti in tre categorie: indici di solidità, liquidità e redditività. Gli indici di solidità mirano ad analizzare la solvibilità dell'impresa nel medio periodo, attraverso l'analisi della composizione dell'attivo e del passivo dello stato patrimoniale. Gli indici di liquidità, invece, mirano ad analizzare la solvibilità dell'impresa nel breve periodo.

Infine, gli indici di redditività mirano ad analizzare la capacità dell'impresa di generare reddito e, quindi, di remunerare tutti i fattori della produzione, incluso il capitale proprio.

Mentre gli indici di solidità e di liquidità vengono ricostruiti essenzialmente prendendo in considerazione i valori di stato patrimoniale, gli indici di redditività sono tipicamente indici misti: al numeratore viene posta una grandezza reddituale; al denominatore una grandezza patrimoniale.

L'inquadramento teorico degli indici di bilancio è propedeutico all'analisi, svolta nell'ultimo capitolo, dei bilanci di alcune compagnie aeree. In particolare, sono stati analizzati i bilanci di quattro compagnie aeree: Ryanair, EasyJet, AirFrance-KLM e, infine, Lufthansa. Le prime due sono compagnie low cost; le ultime sono invece compagnie di bandiera. L'analisi appare particolarmente interessante perché mette in risalto i diversi modelli di business che si sono sviluppati, in seguito alla liberalizzazione, nell'ambito del settore del trasporto aereo: da un lato, le compagnie low cost, orientate alla minimizzazione dei costi e, quindi, anche alla riduzione od eliminazione di alcuni servizi ai clienti-passeggeri; dall'altro, le compagnie di bandiera, che invece si "affidano" al proprio marchio, alla propria notorietà acquisita nel tempo, e che offrono tipicamente un servizio più completo ai clienti-passeggeri.

1. IL SETTORE DEL TRASPORTO AEREO

Nel 1997, in Europa, si è assistito al completamento del processo di liberalizzazione del mercato del trasporto aereo nazionale e intracomunitario.

Un processo lungo e complesso, caratterizzato da indecisioni e incertezze, a conferma dell'importanza economica e strategica degli interessi in gioco, e che ha trovato la sua definizione formale in ben tre pacchetti di misure legislative della Commissione Europea. Pacchetti normativi che hanno gradualmente sostituito i precedenti regimi regolatori nazionali, che avevano in gran parte un aspetto ancora protezionistico nei confronti delle rispettive compagnie di bandiera.

Gli effetti della liberalizzazione normativa europea sembrarono abbastanza limitati per tutti gli anni Novanta; iniziarono a concretizzarsi nei primi anni duemila con la diffusione del modello low cost anche in Europa continentale.

Esistono differenti modi per esaminare l'inefficacia dei provvedimenti liberalizzatori:

1. a metà degli anni Novanta due terzi delle rotte sul segmento intraeuropeo erano ancora servite da un solo vettore, meno del 30% da due compagnie aeree e solamente il 6% da più di due; sui mercati nazionali, non ancora aperti al cabotaggio, oltre il 90% delle rotte erano servite da un solo operatore;

2. se si considera il traffico in termini di passeggeri per chilometro, la crescita media annua intraeuropea fu del 6,7% nel periodo 1993-99 contro il 7% del periodo 1985-1993; invece il traffico tra l'Europa ed il resto del mondo crebbe del 6,8% in media all'anno nel periodo 1993-1999 contro il 6,5% nel periodo 1985-93;
3. per quanto concerne le dinamiche tariffarie, si possono fare alcune considerazioni sulla base dei ricavi per passeggero per chilometro, asserite annualmente dall'AEA¹⁷ per l'insieme dei suoi aderenti: in termini reali essi si sono ridotti del 18% tra il 1993 e il 1999 sul segmento infraeuropeo e sono rimasti invariati su quello domestico; la diminuzione sul segmento infraeuropeo è però simile a quella rilevata sui collegamenti extraeuropei: i proventi unitari riguardanti il lungo raggio sono diminuiti del 19% nello stesso periodo, quelli riguardanti il medio raggio del 17% per quanto concerne i collegamenti con l'Africa mediterranea e del 16% per le relazioni col Medio oriente.
4. le compagnie di bandiera, apparentemente, non hanno risentito negativamente della liberalizzazione neanche in termini di livelli di traffico: i passeggeri per chilometro dei vettori aderenti ad AEA trasportati in Europa si incrementarono nel periodo 1993-99 da

¹⁷ L'AEA, Association of European Airlines, rappresenta prevalentemente compagnie di bandiera. Al suo interno le compagnie di bandiera dei paesi dell'Unione a 15 rappresentano circa l'80% dei passeggeri totali AEA, cifra che aumenta all'85% se si includono le compagnie di bandiera dei paesi di nuova adesione ai quali è stato esteso nel 2004 il regime di liberalizzazione; le compagnie dei paesi non aderenti pesano poco più dell'11%. Possiamo pertanto considerare i valori aggregati AEA come sufficientemente rappresentativi delle dinamiche relative ai vettori di bandiera comunitari.

138 a 198 miliardi, con un aumento del 44%, non eccessivamente inferiore al +48% relativo all'intero mercato europeo; i passeggeri trasportati passarono, invece, da 84 a 128 milioni, con un aumento complessivo del 52%;

5. l'unica novità riguarda l'aumento del numero e del ruolo delle compagnie regionali le quali vedono, nel periodo considerato, quasi triplicare i passeggeri per chilometro trasportati.

Alla fine degli anni Novanta le conseguenze dovute alla liberalizzazione normativa sembrarono dunque ancora limitate: l'intensità della concorrenza era ancora modesta, se si considera che in quell'anno meno del 10% del mercato europeo relativo ai servizi di linea era imputabile a compagnie diverse dai vettori di bandiera. Anche all'inizio del nuovo decennio il mercato era fermamente in mano a questi ultimi. I vettori low cost avevano ancora un ruolo marginale, rappresentando poco più del 5% della totale offerta.

Questi ultimi rimasero, sino al 2002, un fenomeno essenzialmente confinato alle isole della Gran Bretagna e dell'Irlanda. Soltanto nel 2003 iniziarono ad assumere un importante ruolo nei collegamenti all'interno dell'Europa continentale. Nella programmazione estiva del 2002, meno del 14% dei collegamenti low cost riguardavano relazioni con origine e destinazione entrambe nell'Europa continentale; per il restante 86% dell'offerta l'origine o la destinazione era in Gran Bretagna o Irlanda. Con la programmazione estiva del 2003 il fenomeno low cost divenne una realtà diffusa in Europa e non solo più una peculiarità angloirlandese.

La notevole crescita del 2003 nell'offerta sulle relazioni interne all'Europa continentale si affianca inoltre, all'ingresso nel settore di alcuni nuovi vettori che incrementarono l'offerta complessiva. Quest'ultima, nella programmazione estiva del 2003, aumentò di due terzi rispetto al 2002, passando da 900 mila a 1,5 milioni di posti settimanali offerti.

A partire dal 2003, dunque, si assiste ad un cambiamento reale del settore. L'eccesso di offerta, parallelo al progressivo affermarsi delle liberalizzazioni, ha determinato, peraltro, a partire dal 2003, una serie di accorpamenti, alleanze e fusioni, da una parte, nonché fallimenti e uscite dal mercato, dall'altra.

2. LE RICLASSIFICAZIONI DEL BILANCIO

Il principale strumento di comunicazione economico-patrimoniale d'impresa è costituito dal bilancio d'esercizio. Quest'ultimo, infatti, contiene – nei due principali prospetti previsti dalla legge, stato patrimoniale e conto economico – informazioni in merito alla composizione del patrimonio aziendale e alla situazione reddituale. Il bilancio redatto secondo gli schemi legali, tuttavia, non consente appieno di effettuare analisi e valutazioni in merito allo stato di salute aziendale. Per tale ragione, la dottrina aziendalistica ha elaborato delle tecniche di analisi di bilancio; la più utilizzata, anche in contesti bancari, è senza dubbio l'analisi per indici.

Lo step propedeutico all'analisi di bilancio mediante gli indici è la riclassificazione del bilancio. Numerose sono le riclassificazioni degli schemi di bilancio avanzate dalla dottrina economico-aziendale. Per lo stato patrimoniale si possono menzionare:

- lo stato patrimoniale finanziario;
- lo stato patrimoniale gestionale o funzionale.

Per il conto economico, invece, si possono menzionare:

- il conto economico a valore della produzione e a valore aggiunto;
- il conto economico a ricavi e costo del venduto;
- il conto economico a margine di contribuzione.

Le voci dello stato patrimoniale vengono generalmente riclassificate secondo il criterio della liquidità/esigibilità.

Secondo questa impostazione, le attività e le passività vengono raggruppate in classi omogenee in base al loro tempo di trasformazione in moneta. In altre parole, le attività e le passività vengono riclassificate secondo la loro attitudine (o meno) a divenire, rispettivamente, liquide ed esigibili.

Analogamente, le passività sono classificate secondo il loro grado di esigibilità, e dunque la scadenza entro la quale l'impresa deve far fronte alle proprie obbligazioni: prima, i mezzi propri (patrimonio netto), destinati a permanere nell'impresa fino a che dura la sua attività, poi le passività consolidate e, infine, quelle a breve termine.

In definitiva, lo stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio della liquidità/esigibilità assume la seguente forma.

Stato patrimoniale riclassificato	
Attivo	Passivo
Attività correnti	Passività correnti
Attività fisse	Passività fisse
	Patrimonio netto

Stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio della liquidità/esigibilità.

Lo schema civilistico di conto economico non fornisce informazioni esaustive ai fini di un corretto esame della situazione economico-reddituale dell'impresa; pertanto, occorre utilizzare configurazioni diverse

di conto economico, in particolar modo quella a valore aggiunto e margine operativo lordo, che presentano il pregio di fornire anche alcune rilevanti indicazioni di natura finanziaria.

La riclassificazione del conto economico è resa necessaria dai limiti informativi che caratterizzano lo schema redatto secondo la disciplina civilistica, ed in particolare l'assenza di dati intermedi (ad eccezione della differenza tra il valore e i costi della produzione) in grado di evidenziare con maggiore dettaglio l'origine della capacità aziendale di produrre reddito.

La riclassificazione del conto economico è sempre effettuata utilizzando una forma progressiva, per evidenziare i risultati intermedi che interessano l'analisi, meglio conosciuti come margini: utile lordo, valore aggiunto, margine operativo lordo (MOL o EBITDA), reddito operativo (RO o EBIT), risultato della gestione finanziaria e risultato della gestione straordinaria.

Ai fini dell'analisi di bilancio, si utilizzano sostanzialmente tre diverse configurazioni di conto economico:

- a costo del venduto (anche detto "a costo industriale");
- a valore aggiunto e MOL;
- a margine di contribuzione.

Il conto economico a costo industriale prevede anzitutto la determinazione del costo del venduto. La configurazione del conto economico a costo industriale del venduto può essere così riepilogata:

Ricavi
- costo industriale del venduto
= Risultato lordo industriale
- costi commerciali e di distribuzione
= Risultato netto industriale
- costi di ricerca e sviluppo
- costi amministrativi e generali
= Risultato operativo

La riclassificazione del conto economico a costo del venduto richiede l'imputazione per destinazione dei costi, non prevista dal conto economico destinato a pubblicazione. Con l'effetto che il conto economico a costo del venduto può essere ricostruito soltanto dall'analista interno, salvo che le informazioni relative alla suddivisione dei costi per destinazione siano riportate in nota integrativa, ancorché non obbligatorie.

La riclassificazione del conto economico a valore aggiunto permette di verificare se l'impresa genera ricchezza in termini reddituali, ovvero di determinare quanto valore essa crea. In particolare, il valore aggiunto rappresenta il maggior valore imputabile al prodotto realizzato, rispetto alla sommatoria dei valori dei fattori produttivi acquisiti esternamente e impiegati per produrlo.

La riclassificazione a valore aggiunto presenta, inoltre, un notevole vantaggio se rapportata ad altre metodologie, perché utilizzabile anche dall'analista esterno.

La configurazione del conto economico a valore aggiunto è così sintetizzabile:

Valore della produzione
- acquisti
+/- variazione delle rimanenze di materie prime
- costi per servizi esterni
- costi industriali
- costi commerciali
- costi amministrativi
- altri costi di gestione caratteristica
= Valore aggiunto
- costi del personale
= Margine operativo lordo
- Ammortamenti e svalutazioni
= Risultato operativo

Il valore aggiunto rappresenta la ricchezza creata dall'impresa, al netto degli acquisti e dei servizi acquisiti all'esterno. Se al valore aggiunto si sottrae il costo del lavoro, si ottiene il margine operativo lordo (MOL). A ben vedere, il MOL assume un duplice significato:

- 3) di "grandezza economica", esprimendo il margine disponibile per la copertura del capitale fisico consumato nella produzione (ammortamenti) e di eventuali svalutazioni di attività operative dell'attivo circolante (crediti) e per la remunerazione dei mezzi di terzi (oneri finanziari); il versamento delle imposte; la remunerazione dei mezzi propri (reddito netto);
- 4) di "grandezza flusso", indicando le risorse finanziarie che l'impresa è in grado di generare attraverso la gestione corrente, essendo

sostanzialmente composto da ricavi e costi cui sottostanno potenziali flussi di cassa in entrata ed uscita: ricavi delle vendite, costi di acquisto di materiali e di servizi, costo del personale, ecc.

Infine, il conto economico a margine di contribuzione si fonda sulla distinzione tra costi variabili e costi fissi. La configurazione del conto economico a margine di contribuzione è così sintetizzabile:

Ricavi
- costi variabili
= Margine di contribuzione
- costi fissi
= Risultato operativo

Il risultato della sottrazione tra ricavi e costi variabili coincide con il cosiddetto margine di contribuzione, ossia con il margine volto alla copertura dei costi fissi aziendali.

I costi fissi possono essere distinti in costi di struttura e costi di politica. I costi di struttura sono relativi al sostenimento della struttura aziendale, produttiva e distributiva; essi definiscono la capacità produttiva aziendale in termini di immobilizzazioni materiali e immateriali, nonché la struttura amministrativo-direzionale. I costi di politica si sostengono allo scopo di favorire l'uso della struttura; essi hanno carattere discrezionale e sono rappresentati, tipicamente, dai costi di R&S, di pubblicità, di formazione dei lavoratori.

Dalla differenza tra il margine di contribuzione ed i costi fissi si ottiene il reddito operativo della gestione caratteristica; la costruzione delle fasi successive (determinazione del reddito operativo aziendale, del risultato

lordo di competenza, del risultato ante-imposte e, infine, del risultato netto dell'esercizio) è identica agli altri schemi di riclassificazione.

3. GLI INDICI DI BILANCIO

L'analisi per indici (c.d. ratio analysis) mira a determinare quozienti e margini tra grandezze desunte dai bilanci riclassificati, permettendo di delineare un sistema organico di informazioni per valutare lo stato di salute aziendale.

La dottrina e la prassi hanno individuato una pluralità di indici di bilancio.

Questi ultimi sono classificabili in tre distinte categorie:

- indici di solidità patrimoniale e struttura finanziaria;
- indici di liquidità;
- indici di redditività.

I due principali indici di solidità sono:

- l'indice di indebitamento;
- l'indice di struttura.

L'indice di indebitamento è pari al rapporto tra patrimonio netto e il totale dell'attivo patrimoniale.

$$\text{Indice di indebitamento} = \frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Totale attivo}}$$

Maggiore è il valore assunto dall'indice, maggiore è il grado di patrimonializzazione dell'impresa. Si può osservare che il grado di patrimonializzazione è un elemento fondamentale per la determinazione del merito creditizio di un'impresa e un suo valore adeguato costituisce elemento imprescindibile per ottenere un rating positivo. Valori molto bassi indicano una situazione di forte indebitamento, mentre valori elevati sono caratteristici di imprese particolarmente solide essendo poco dipendenti da finanziatori esterni.

Molto utilizzato nella prassi è anche il reciproco del suddetto rapporto, che prende il nome di *leverage*, che è pari dunque al rapporto tra attivo patrimoniale e patrimonio netto¹⁸.

L'indice di struttura è pari invece al seguente rapporto:

$$\text{Indice di struttura} = \frac{(\text{Patrimonio netto} + \text{Passività consolidate})}{\text{Immobilizzazioni nette}}$$

L'indice di struttura misura la capacità dell'impresa di fronteggiare finanziariamente gli investimenti in immobilizzazioni. Se l'indice assume valori maggiori di 1, significa che l'impresa sta finanziando i beni durevolmente legati all'attività aziendale mediante fonti di finanziamento

¹⁸ *“Il rapporto evidenzia la struttura finanziaria dell'impresa, esprimendo in quale misura si è fatto ricorso ai mezzi di terzi per il finanziamento del capitale investito e, quindi, il grado di autonomia della società da terzi finanziatori. La capacità di credito di un'impresa è strettamente legata al rapporto di indebitamento in quanto riguarda direttamente la struttura finanziaria sotto il profilo dei rischi che gravano sui creditori ed in relazione agli effetti positivi o negativi sulla redditività aziendale in presenza di determinati livelli del costo dell'indebitamento e della redditività del capitale investito”.* Cfr. ABATE F. (1997), *Analisi di bilancio per la concessione del credito bancario*, Guida Editore.

stabili (patrimonio netto) o caratterizzate da scadenze di rimborso protratte nel tempo (debiti a medio-lungo termine). Viceversa, valori inferiori a 1 indicano che l'impresa sta finanziando le immobilizzazioni con risorse di terzi a breve termine.

L'analisi di liquidità mira a verificare la solvibilità a breve termine mediante la determinazione dei seguenti due indici:

- indice di liquidità corrente;
- indice di liquidità immediata.

L'indice di liquidità corrente è pari al seguente rapporto:

$$\text{Indice di liquidità corrente} = \frac{\text{Attività correnti}}{\text{Passività correnti}}$$

Questo indice esprime la capacità dell'impresa di far fronte agli impegni di pagamento a breve con i flussi di cassa generati entro lo stesso periodo dalle attività correnti. La solvibilità dell'impresa sarebbe garantita da un valore dell'indice maggiore di 1.

L'indice di liquidità immediata è invece pari al seguente rapporto:

$$\text{Indice di liquidità immediata} = \frac{\text{Attività correnti} - \text{Rimanenze di magazzino}}{\text{Passività correnti}}$$

Per poter esprimere un giudizio positivo sullo stato della liquidità aziendale, il valore dell'indice dovrebbe essere maggiore ad 1. Un'importante considerazione può essere fatta con riferimento ai crediti.

Questi ultimi presentano un grado di smobilizzo che dipende strettamente dal grado di solvibilità dei debitori (tipicamente i clienti). L'eventuale mancata riscossione di una parte dei crediti potrebbe determinare delle difficoltà, per l'impresa, a pagare i debiti in scadenza. Il valore dell'indice in commento dipende anche, in parte, dal valore dei crediti: pertanto, maggiore è la probabilità che i crediti non possano essere riscossi, maggiore è anche la probabilità che il valore assunto dall'indice non è significativo.

Gli indici di redditività, infine, esprimono la capacità dell'impresa di remunerare congruamente tutti i fattori produttivi impiegati, compreso il capitale proprio.

Si tratta di "indici misti", che vedono al numeratore grandezze economiche e al denominatore grandezze patrimoniali.

Gli indici normalmente utilizzati per giudicare la redditività aziendale sono:

- il ROE ("Return on equity");
- il ROI ("Return on investment");
- il ROS ("Return on sales");
- il ROD ("Return on debt").

Il ROE esprime la redditività del capitale proprio, ed è pari al rapporto tra il risultato netto ed il capitale proprio: indica la capacità dell'impresa di remunerare i mezzi propri.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Reddito netto}}{\text{Mezzi propri}}$$

Si tratta del quoziente di redditività maggiormente apprezzato dai soci, e dovrebbe essere maggiore del tasso di rendimento promesso da investimenti alternativi a rischio nullo (es. titoli di stato tedeschi), maggiorato di una percentuale a titolo di copertura del rischio di settore e della specifica impresa¹⁹.

Il ROE si può determinare moltiplicando tre fattori:

- la redditività della gestione caratteristica (espressa mediante il ROA, che è pari al rapporto tra reddito operativo e il totale dell'attivo patrimoniale), in quanto la redditività dei mezzi propri non può che trarre origine nella capacità dell'impresa di remunerare con la gestione caratteristica le fonti di finanziamento;
- il *leverage* (pari al rapporto tra il totale dell'attivo patrimoniale e i mezzi propri), che esprime la quota di mezzi propri che finanzia il capitale investito;
- l'incidenza della gestione extracaratteristica sul risultato netto dell'esercizio.

¹⁹ “Per valutare il ROE a ragion veduta bisogna ricordare due cose. La prima è che l'utile netto comprende il reddito derivante dalla gestione caratteristica e quello derivante dai proventi o perdite straordinarie. È evidente che questi ultimi andrebbero esclusi quando si vogliono fare confronti con altre aziende o sulle prestazioni della stessa azienda in diversi periodi di tempo. [...] Il secondo fatto da tenere presente è che il valore assunto dal ROE è strettamente connesso alla struttura finanziaria dell'impresa e al trattamento fiscale che ricevono gli interessi passivi pagati sui debiti. Infatti, per il cosiddetto «effetto di leva» finanziaria, l'indebitamento consente di espandere l'attività, aumentando così gli utili e, a parità di capitale, di aumentare il valore del ROE. È evidente che questo effetto di «leva positiva» è valido solo se il rendimento del capitale investito è superiore al tasso d'interesse che si paga sul debito. In caso contrario si parla di «leva negativa»”. GIUSSANI A. (2000), *Come interpretare il bilancio. Guida alla lettura degli schemi di bilancio e all'analisi finanziaria.*, Il Sole24Ore.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Reddito netto}}{\text{Mezzi propri}} = \frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Totale attività}} \cdot \frac{\text{Totale attività}}{\text{Mezzi propri}} \cdot \frac{\text{Reddito netto}}{\text{Reddito operativo}}$$

La suddetta relazione evidenzia che il ROE aumenta:

- a) all' aumentare del ROA;
- b) al diminuire della porzione di risultato operativo destinato alla copertura di oneri finanziari e imposizione fiscale;
- c) all' aumentare dell'incidenza del capitale di terzi rispetto al capitale proprio.

Un secondo indice di redditività molto rilevante ai fini dell'analisi di redditività aziendale è il ROI, pari al rapporto tra il reddito operativo e il capitale investito operativo.

$$\text{ROI} = \frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Capitale investito operativo}}$$

Tale quoziente indica la redditività del capitale investito nell'attività operativa, a prescindere dalle fonti di finanziamento.

Il reddito operativo non è la differenza A)-B) del conto economico civilistico, in quanto deve essere depurato delle seguenti componenti:

- proventi ed oneri dell'attività atipica;
- svalutazioni di immobilizzazioni immateriali e materiali.

Il capitale investito non include, inoltre, gli investimenti temporanei di liquidità e gli immobili non necessari all'attività (immobili civili ed immobili strumentali temporaneamente affittati in attesa della vendita).

Ai fini dell'analisi, il ROI può essere scomposto in due ulteriori indici:

- il ROS;
- il tasso di rotazione del capitale investito.

In particolare, il ROS esprime l'attitudine dei ricavi a produrre reddito a livello operativo, mentre il tasso di rotazione del capitale investito indica l'entità degli investimenti e delle fonti di finanziamento necessari per sviluppare un determinato volume d'affari.

Conseguentemente, questi due indici e, quindi, il ROI, descrivono la capacità della gestione caratteristica di remunerare, attraverso i ricavi, il capitale investito nell'impresa, e dunque le sue fonti di finanziamento.

Il ROS rapporta il risultato operativo della gestione caratteristica ai ricavi di vendita caratteristici ed esprime il margine che l'impresa è in grado di conseguire in percentuale ai ricavi. Un valore dell'indice inferiore alla media di settore evidenzia uno squilibrio tra ricavi di vendita e costi della gestione caratteristica. Due possono essere le ragioni di tale squilibrio, eventualmente concomitanti:

- un livello di prezzi di vendita inferiore alla media di settore, o comunque non sufficiente a coprire i costi caratteristici;
- un livello di costi della gestione caratteristica troppo elevato.

Il tasso di rotazione del capitale investito si costruisce rapportando i ricavi netti di vendita caratteristici al capitale investito nella gestione

caratteristica ed esprime il ricavo conseguito per unità di investimento operativo caratteristico.

$$\text{ROI} = \frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Capitale investito}} = \frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Ricavi dalle vendite}} \cdot \frac{\text{Ricavi dalle vendite}}{\text{Capitale investito}}$$

L'impresa che intende migliorare il valore assunto dal ROI ha dunque a disposizione le seguenti leve:

- il miglioramento della redditività delle vendite, aumentando i prezzi di vendita, modificando il mix di vendita verso prodotti a maggiore marginalità, riducendo l'incidenza dei costi della gestione caratteristica;
- il miglioramento del tasso di rotazione del capitale investito, incrementando il fatturato a parità di impieghi, riducendo ove possibile il livello delle attività immobilizzate, contraendo le dilazioni di pagamento concesse ai clienti e/o aumentando il tasso di rotazione del magazzino, aumentando le dilazioni di pagamento.

Conclusa l'analisi strutturale del ROI, il giudizio sul risultato ottenuto richiede un confronto con il ROD, perché il ROI rappresenta la redditività del capitale investito, mentre il ROD esprime il tasso di remunerazione del rischio dei finanziatori esterni (essendo pari al rapporto tra oneri finanziari ed indebitamento oneroso). Pertanto, il ROI sarà ritenuto soddisfacente soltanto nel caso in cui sia abbondantemente superiore al

ROD, definito come il rapporto tra gli oneri finanziari ed i mezzi di terzi medi (debiti).

Dal confronto tra il ROI ed il ROD si desume il concetto di leva finanziaria, per effetto del quale l'incremento dell'indebitamento amplifica gli effetti della differenza tra ROI e ROD, per effetto della scomposizione del ROE:

$$\text{ROE} = \text{ROI} + (\text{ROI} - \text{ROD}) \cdot \left(\frac{\text{Mezzi di terzi}}{\text{Mezzi propri}} \right)$$

Conseguentemente, se il ROI è maggiore del ROD, l'effetto leva è positivo: in questo caso, qualora si debba aumentare il capitale investito, è opportuno finanziarlo ricorrendo all'indebitamento, che si traduce in un aumento del ROE. Tuttavia, ciò non significa, in termini generali, che l'incremento dell'indebitamento sia sempre positivo, ma al contrario devono sussistere, congiuntamente, tre condizioni:

- il ROI sia elevato e almeno costante nel tempo;
- il differenziale tra ROI e ROD sia rilevante;
- i tassi di interessi siano stabili sul mercato.

Diversamente, se il ROI è inferiore al ROD, l'effetto leva è negativo e, quindi, l'unica fonte di finanziamento raccomandabile è la capitalizzazione, riducendo l'indebitamento per contenere la conseguente diminuzione del ROE.

4. CASI AZIENDALI

Le attuali tipologie di compagnie aeree presenti nel settore sono le seguenti:

- e) *mega-carrier*,
- f) *low cost carrier*,
- g) *charter*,
- h) altri.

La prima categoria, quella dei “mega-carrier”, comprende essenzialmente le tradizionali compagnie aeree, note anche come “compagnia di bandiera”. L’impresa “mega-carrier” italiana è, storicamente, Alitalia, per molti anni interamente in mano pubblica e deputata a svolgere il ruolo di compagnia di trasporto aereo in Italia.

Queste imprese, considerata la loro tradizione, perseguono come obiettivi di sviluppo un elevato livello di *comforts*, un alto rapporto personale dipendente/passeggero, e si caratterizzano inoltre per l’elevato numero di aeromobili e di collegamenti con i principali aeroporti mondiali.

La categoria dei low-cost carrier comprende invece essenzialmente le compagnie low cost, che si sono diffuse in seguito al processo di liberalizzazione e che permettono di viaggiare a basso costo, a fronte anche di ridotti servizi ai passeggeri. Il modello di business di queste compagnie aeree è basato principalmente su:

- perseguimento di efficienza della struttura produttiva (elevato rapporto personale dipendente/passeggero);
- riduzione al minimo, o addirittura eliminazione, dei servizi a bordo degli aeromobili;
- attenta selezione delle rotte: spesso vengono selezionati aeroporti secondari;
- un numero limitato di aeromobili.

La terza categoria, quella dei vettori charter, si differenzia essenzialmente per le rotte. Mentre gli altri vettori hanno rotte programmate con orari ben definiti e pubblicati (si parla anche di “voli schedulati”), il vettore charter non ha alcuna programmazione prestabilita. Gruppi o più persone (tour operator) organizzano la rotta e concordano la data e la destinazione.

Infine, nella categoria “altri” vi rientrano tutti gli aeromobili privati o di pubblico servizio come l’elisoccorso che richiedono di strutture aeree per approdare²⁰.

Sono stati analizzati i bilanci di due principali compagnie low cost, Ryanair e EasyJet, nonché di due compagnie di bandiera, AirFrance-KLM e Lufthansa. In particolare, è stato analizzato il peso dei costi sostenuti dalle compagnie aeree, i quali possono essere così individuati:

- costi del personale: vi rientrano tutti quei costi per l’equipaggio a bordo e a terra. Il personale in queste imprese dovrebbe essere

²⁰ Per approfondimenti sulle caratteristiche dei vettori si rinvia, tra gli altri, a: GIOVANDO G. (2012), *L’impresa di gestione aeroportuale. Aspetti strategici, di gestione e di bilancio*, GIAPPICHELLI Editore, pp. 67 e ss.

- altamente specializzato e addestrato (preparazione per la navigazione, corsi di lingue straniere) oltre a essere spesso impegnato fuori dal proprio paese di appartenenza, con turni e orari continuamente modificati;
- costi per diritti aeroportuali, di infrastruttura e di handling²¹: si tratta di costi il cui ammontare viene stabilito dal Paese in cui si atterra o decolla;
 - costi di carburante: si tratta di costi che variano in base agli aeromobili scelti e al Paese in cui si renderà necessario fare il rifornimento;
 - costi di assicurazioni: si tratta di costi piuttosto ingenti che ogni vettore deve necessariamente programmare per gestire i rischi connessi ad eventi che possono riguardare gli aeromobili, il personale dipendente, nonché i passeggeri;
 - costi di manutenzione e revisione della flotta aerea. È fondamentale, ai fini della sicurezza, che gli aeromobili siano periodicamente controllati;
 - ammortamenti relativi agli aeromobili;
 - costi per i passeggeri: si tratta di quei costi relativi ai servizi che le compagnie aeree possono offrire ai clienti (catering a bordo, i costi per ritardi o annullamenti di volo, e così via). Questi costi, come si

²¹ Le tariffe o i diritti aeroportuali sono, di norma, ricollegabili a: a) diritti di approdo, partenza, sosta e ricovero degli aeromobili; b) tasse d'imbarco dei passeggeri; c) compensi per le operazioni di controllo della sicurezza; d) corrispettivi per l'utilizzo degli spazi e infrastrutture aeroportuali strumentali alla fornitura dei servizi di handling. Cfr. GIOVANDO G. (2012), *L'impresa di gestione aeroportuale. Aspetti strategici, di gestione e di bilancio*, GIAPPICHELLI Editore, pp. 36 e ss.

è detto più volte, nelle compagnie *low cost* sono ridotti al minimo (talvolta anche azzerati);

- costi per emissione e gestione biglietti: si tratta dei costi necessari per approntare la biglietteria a terra;
- costi per la gestione di promozioni: si tratta essenzialmente di costi di marketing per promuovere le rotte;
- costi generali e amministrativi.

Da un lato, è emerso che le compagnie aeree *low cost* adottano delle strategie orientate alla riduzione dei costi e, in parallelo di compressione dei servizi erogati; dall'altro, le tradizionali compagnie aeree mirano, invece, ad offrire un servizio più completo al cliente-passeggero, accollandosi maggiori oneri di gestione.

I vettori *low cost* quindi puntano su costi minori per conquistare maggiori quote di mercato e per mantenere una redditività della gestione che gli consente di raggiungere l'equilibrio finanziario, economico e patrimoniale. Tale obiettivo può essere perseguito operando necessariamente in condizioni di economicità e quindi aumentando i ricavi attraverso la variabile prezzo (che in questo settore è determinante), puntando però alla riduzione dei costi che risulta essere la leva competitiva sulla quale conviene agire maggiormente dato il periodo di crisi e di aumento della concorrenza. Questa intuizione non è stata colta dai vettori tradizionali che hanno continuato a puntare invece su una maggiore qualità dei servizi erogati, sulla professionalità dei loro dipendenti, su più modelli di aeromobili e su collegamenti e rotte in grandi hub.

Dall'analisi emerge quindi una significativa differenza per quanto concerne i vari costi che affrontano entrambi i modelli e la differente incidenza che hanno gli stessi sul fatturato. Nelle compagnie low cost si evince come ci sia un notevole risparmio sul costo del personale (che è di gran lunga inferiore rispetto al peso che assume nelle compagnie di bandiera) ma anche di emissione, di gestione, di distribuzione, di prezzi dei biglietti e di affitto degli hub. Invece, nei casi dei vettori tradizionali che sono stati analizzati, AirFrance-KLM e Lufthansa, emerge come entrambi i gruppi stiano attraversando un periodo non facile. Puntare sulla qualità e sui servizi, come abbiamo detto precedentemente, comporta maggiori oneri di gestione che con l'aumentare della concorrenza non sono stati remunerati. Ciò è dovuto alla scarsa liquidità generata negli ultimi anni, al maggior indebitamento e alla poca redditività. Quindi queste compagnie di bandiera, che non hanno agito al momento giusto per adattarsi alle mutevoli condizioni del mercato e alle nuove esigenze dei clienti, si trovano oggi costrette a varare dei piani di ristrutturazione per migliorare la propria produttività e ridurre le spese per investimenti.

Una voce di costo che assume un peso rilevante indipendentemente dalla tipologia di vettore è il costo del carburante. Viceversa, i costi per diritti aeroportuali, di infrastruttura e di handling, sono sensibilmente maggiori per le compagnie di bandiera, rispetto alle compagnie *low cost*: ciò deriva, in parte, dal fatto che queste ultime, spesso, operano una attenta selezione delle rotte, privilegiando aeroporti secondari.

Infine, i costi di marketing e di distribuzione sono piuttosto ridotti indipendentemente dalla tipologia di vettore, anche se è emerso che per le compagnie *low cost* tali costi risultano quasi azzerati.

CONCLUSIONI

Il mercato del trasporto aereo, a partire dalla fine degli anni Ottanta, è in continua evoluzione. Il processo di liberalizzazione del settore, concluso alla fine degli anni Novanta, ha eliminato tutte quelle condizioni che garantivano alle tradizionali compagnie di bandiera una situazione di sostanziale monopolio sulle rotte nazionali e di duopolio su quelle intra-europee, aprendo le porte ad un nuovo scenario favorevole all'imprenditoria privata ed all'applicazione di modelli di business radicalmente differenti da quelli tradizionali.

La liberalizzazione del settore, in particolare, ha comportato la nascita e la diffusione di nuovi operatori nel mercato, tra i quali, le compagnie *low cost*.

L'analisi svolta nel presente elaborato ha confermato che le compagnie *low cost* hanno saputo ritagliarsi il proprio spazio nell'arena competitiva, adottando delle strategie orientate alla minimizzazione dei costi, in particolare di quei costi "superflui", connessi all'erogazione di servizi prettamente accessori. In particolare, Ryanair ed EasyJet, i cui bilanci sono stati analizzati nell'ultimo capitolo dell'elaborato, sono le due compagnie *low cost* più conosciute in Europa e che hanno effettivamente rivoluzionato il settore del trasporto aereo consentendo a migliaia di persone di viaggiare in aereo a tariffe molto convenienti.

Le compagnie di bandiera, d'altro canto, hanno provato a far leva sulla propria acquisita notorietà, continuando ad erogare un servizio più

completo al passeggero-cliente, ma al momento, considerato che Alitalia, per quanto riguarda l'Italia, AirFrance-KLM, per quanto riguarda la Francia, e Lufthansa, per quanto riguarda la Germania, attraversano un periodo molto complesso, si può immaginare che la loro strategia, nel breve periodo, muterà.

Il settore del trasporto aereo, ad ogni modo, è in continua evoluzione non solo per le suddette ragioni, ma anche a causa della crisi economico-finanziaria che ha preso avvio nel 2007. In seguito alla crisi, infatti, sono state realizzate numerose operazioni societarie (fusioni, acquisizioni) tra i diversi operatori, nonché siglati accordi ed alleanze.

Ad oggi il risultato più evidente di questa trasformazione del settore si manifesta proprio nella ripartizione del mercato mondiale tra alleanze globali (Oneworld, Skyteam, Star Alliance). Queste ultime, che ricomprendono numerose compagnie aeree delle tre grandi aree geografiche a elevata diffusione del trasporto aereo (Stati Uniti d'America, Europa e Sud Est Asiatico) hanno essenzialmente tre finalità: per quanto concerne i costi, quella di conseguire sinergie e risparmi, ad esempio evitando costose duplicazioni nell'offerta di voli e/o realizzando acquisti congiunti e standardizzati; quanto ai ricavi, la finalità è quella di ridurre la competizione tra gli operatori; per quanto riguarda l'offerta, infine, la finalità è quella di mettere a disposizione della clientela quante più destinazioni mondiali possibili, prenotabili facilmente attraverso qualsiasi compagnia aerea aderente.

BIBLIOGRAFIA

BAVA F., DEVALLE A. (2008), *La relazione sulla gestione: gli indicatori non finanziari.*, in *Amministrazione & Finanza*, 4/2008.

BIANCHI G. (2008), *Il bilancio delle società. Principi e tecniche di redazione.*, UTET Giuridica.

CAPALDO P. (2013), *L'azienda. Centro di produzione*, GIUFFRÈ Editore.

CAPALDO P. (2013), *Reddito e capitale nell'economia dell'impresa*, GIUFFRÈ Editore.

CARNIMEO N. (2012), *La tutela del passeggero nell'era dei vettori low cost*, CACUCCI Editore.

CEROLI P., RUGGIERI M. (2013), *L'analisi di bilancio per indici e per flussi*, Giuffrè Editore.

CREATON S. (2005), *Ryanair. The full story of the controversial lowcost airline*. Aurum Press Ed., London.

D'ALESSIO R., ANTONELLI V. (2014), *Analisi di bilancio*, MAGGIOLI Editore.

D'ALESSIO R., ANTONELLI V. (2014), *Summa bilancio*, Il Sole24Ore Editore.

D'OVIDIO A.L., PESCATORE G., TULLIO L. (2011), *Manuale di diritto della navigazione*, GIUFFRÈ Editore.

DE GAETANO D., BRAGLIA L. (2010), *Guida al bilancio. Dall'analisi dei dati alla costruzione del budget*, FRANCOANGELI Editore.

DI LAZZARO, MUSCO G. (2015), *Analisi aziendale. Metodi e strumenti*, GIAPPICHELLI Editore.

FAZZINI M. (2013), *Analisi di bilancio. Metodi e strumenti per l'interpretazione delle dinamiche aziendali*, IPSOA Editore.

FERRERO G., DEZZANI F., PISONI P., PUDDU L. (2006), *Analisi di bilancio e Rendiconti finanziari*, GIUFFRÈ Editore.

GALEOTTI M. (2011), *La strategia finanziaria competitiva*, in “Contabilità finanza e controllo”, n. 2.

GIOVANDO G. (2012), *L'impresa di gestione aeroportuale. Aspetti strategici, di gestione e di bilancio*, GIAPPICHELLI Editore.

INTINI V., LIO P. (2012), *La centralità del cliente come strategia di rilancio: il caso Alitalia*, EGEA Editore.

KPMG (2011), *Evoluzione del traffico low cost a livello europeo e nazionale*, 18 maggio 2011.

ORSINI L. (2008), *Volare low cost. La rivoluzione del trasporto aereo*, HOEPLI Editore.

PELLICELLI A.C. (1996), *Le compagnie aeree – Economia e gestione del trasporto aereo*, GIUFFRÈ Editore.

PELLICELLI A.C. (2008), *Le alleanze strategiche nel trasporto aereo*, GIAPPICHELLI Editore.

PICCARI P.L., SANTORI A. (2013), *Leggere il bilancio*, Il Sole24Ore Editore.

ROTONDO F. (2008), *La ricerca del valore nel settore del trasporto aereo. La prospettiva dei sistemi allargati*, GIUFFRÈ Editore.

SALVADEO S., TEDESCHI G. (2010), *Analisi di bilancio: gli indicatori finanziari della relazione sulla gestione*, in Bilancio e reddito d'impresa, 7/2010.

ZANDA G. (2007), *Il bilancio delle società. Lineamenti teorici e modelli di redazione*, GIAPPICHELLI Editore.