



Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra Economia Aziendale

**L'analisi di redditività ed i principali indici
reddituali
Caso pratico: Eni S.p.a.**

RELATORE
Prof. Riccardo Tiscini

CANDIDATO
Filippo Bravetti
Matr. 182301

ANNO ACCADEMICO 2016 / 2017

INDICE

INTRODUZIONE

1 ANALISI DI REDDITIVITA’

- 1.1 Analisi di bilancio
- 1.2 Caratteristiche generali dell’analisi di redditività

2 INDICI DI REDDITIVITA’

- 2.1 ROE (Return of Equity)
- 2.2 ROI (Return of Investment)
- 2.3 ROS (Return of Sales)
- 2.4 Leva Operativa

3 ANALISI BILANCIO CONSOLIDATO ENI

- 3.1 Analisi di redditività sul bilancio civilistico 2013
- 3.2 Analisi redditività bilancio civilistico 2014
- 3.3 Analisi redditività bilancio civilistico 2015
- 3.4 Analisi infraannuale e benchmark di settore

4 CONCLUSIONE

5 BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

1 INTRODUZIONE

L'economia aziendale e la contabilità sono due tra le discipline, che più hanno caratterizzato la scelta di questo percorso universitario all'interno della mente del candidato e, come tali, è stata quindi la decisione più saggia svolgere l'elaborato su un argomento pertinente ad entrambe nella speranza che possa essere, nei suoi contenuti, esauriente, nella misura che esso richiede.

La finalità di questa breve introduzione è quella di riepilogare, ex-ante, quelli che saranno gli argomenti trattati nell'elaborato, in modo da poter offrire un quadro generale e sintetico di quelli che sono stati i temi sviluppati nelle successive pagine.

Il seguente elaborato ha l'obiettivo principale di andare ad evidenziare una delle fasi caratterizzanti l'analisi di bilancio, ovvero l'analisi di redditività, la quale risulta essere il perno di quella che può essere definita, in via generale, l'analisi svolta sul bilancio d'esercizio di una qualsiasi società o impresa volta ad evidenziarne gli elementi patrimoniali, finanziari e reddituali.

Il primo capitolo dell'elaborato, analisi di redditività, è utile sia per offrire un posizionamento dell'analisi reddituale all'interno dell'analisi di bilancio, sia per evidenziare le caratteristiche generali dell'analisi per indici e dell'analisi di redditività.

Nel secondo capitolo dell'elaborato, verrà posto l'accento su quelli che sono gli indici caratterizzanti, e fondamentali, all'interno di un'analisi di redditività svolta attraverso l'osservazione degli indici reddituali. In ordine si andranno a trattare indici quali il ROE, il ROI, il ROS e la Leva Operativa, esplicativi di una analisi svolta attraverso l'ausilio principale del conto economico e concernenti la redditività, per i primi tre indici, dell'equity, degli investimenti e delle vendite.

Nel terzo capitolo dell'elaborato verrà presentato un caso pratico nel quale potranno essere osservate le nozioni esplicate nei primi due capitoli, viste nella loro praticità. Il caso si baserà sull'applicazione dei principi dell'analisi di redditività sul bilancio civilistico di Eni, negli esercizi 2013, 2014 e 2015, inizialmente analizzati singolarmente e poi, in fine, analizzati nell'arco del triennio, evidenziandone gli andamenti, passati e futuri, grazie inoltre all'ausilio di un'analisi di benchmark di settore, in cui poter mostrare le valutazioni osservate in Eni a confronto con quelle del settore in cui opera. La conclusione dell'elaborato cercherà di riprodurre, ex-post, quelle che sono state le valutazioni osservate nell'elaborato e tenterò inoltre di offrire un giudizio finale sull'operato svolto, in particolar modo per ciò che concerne l'analisi pratica svolta sul bilancio di Eni.

2 ANALISI DI REDDITIVITA'

2.1 ANALISI DI BILANCIO

La necessità di una migliore e maggiore lettura dei dati espressi nel bilancio¹ è venuta formandosi nel corso della storia economica recente. Di difficile collocazione temporale è l'esatto momento storico in cui le analisi di bilancio entrarono a far parte della dottrina economico-aziendale, i primi strumenti indirizzabili a tale analisi vennero utilizzati negli Stati Uniti nel periodo tra le due guerre mondiali ed i principali pionieri furono il Bliss, il Gluthermann, il Wall, il Duning ed il Fixel². In Italia, invece, i primi esempi di analisi di bilancio apparvero successivamente la Seconda Guerra Mondiale, dapprima tra gli studiosi di economia e finanza aziendale e successivamente tra gli operatori, con particolare utilizzo da parte degli istituti di credito.

La finalità principale dell'analisi di bilancio è di facile intuizione, infatti, essa consiste nel “diagnosticare, in tempi ragionevolmente contenuti, lo stato di salute di un'impresa”³. In questo modo anche soggetti con informazioni limitate o impossibilitati ad accessi diretti presso le imprese hanno la possibilità di conoscere le caratteristiche economiche fondamentali⁴ dell'impresa di riferimento. L'analisi può essere svolta sia su dati ed informazioni passate sia su dati ed informazioni prospettiche in modo da comprendere non solamente il posizionamento storico dell'impresa a cui si applica l'analisi ma anche la possibile evoluzione sia dell'impresa che dei suoi risultati.

Una prima distinzione all'interno dell'analisi di bilancio può essere effettuata sulla base del soggetto, più precisamente delle informazioni in suo possesso, che effettua l'analisi. Questa può essere infatti esterna o interna, nel primo caso rientrano tutte quelle analisi effettuate tramite il solo utilizzo dell'informativa esterna aziendale, le quali sono state le prime ad essere state utilizzate. Nell'analisi interna ricadono invece quelle svolte da soggetti che, oltre ad essere in possesso dell'informativa esterna, possono godere di ulteriori informazioni aziendali ed inoltre conoscono la qualità della prima tipologia di informazioni. Differenti sono inoltre i soggetti che svolgono l'analisi, infatti, nel caso di analisi esterne, queste vengono svolte principalmente dagli stakeholders, ma rientrato in tale gruppo anche le analisi svolte dagli operatori del mercato finanziario. Le analisi di bilancio interne sono essenzialmente quelle svolte dal management aziendale con finalità di controllo sulla gestione.

¹ Documento contabile redatto periodicamente dagli amministratori o da chi da essi incaricato in modo da determinare il risultato economico d'esercizio e la situazione patrimoniale e finanziaria dell'impresa.

² J.H. Bliss, *Financial and operating ratio in management*, New York, 1923; H.G. Guthmann, *The analysis of financial statement*, New York 1926; A. Wall-R.W. Duning, *Ratio analysis of financial statement*, New York, 1928; S. Gilman, *Analising financial statement*, New York, 1934; A.E. Fixel, *False financial statement*, Albany, 1934.

³ Cfr. C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori, “Indici di bilancio”, 2003, pag. 10

⁴ Grado di redditività, liquidità, solidità e solvibilità.

I potenziali destinatari delle analisi di bilancio sono tutti coloro che sono interessati a conoscere la situazione generale dell'impresa, si tratta dunque di quei soggetti che intrattengono rapporti economici con l'impresa, e che vengono comunemente denominati stakeholders⁵:

- i soci dell'impresa
- i finanziatori esterni
- i fornitori
- i clienti
- i concorrenti
- i dipendenti
- per le imprese di maggiori dimensioni, la stampa e la pubblica opinione.

Una corretta analisi di bilancio per indici passa attraverso lo sviluppo di determinate fasi operative:

- **1° FASE:** Lo studio preliminare del mercato in cui opera l'impresa da analizzare, questa risulta la fase più difficile ed aleatoria, di fatti viene studiata l'evoluzione delle performance dell'impresa ponendola a confronto con quelle dei suoi competitors⁶.
- **2° FASE:** Reperimento della documentazione e valutazione sommaria circa la sua attendibilità, trattasi nel procurare la documentazione necessarie allo svolgimento dell'analisi, essa deve essere il più aggiornata possibile e deve prendere in riferimento un arco temporale congruo per comprendere l'evoluzione dell'impresa, solitamente tre esercizi.
- **3° FASE:** Riclassificazione dei bilanci ufficiali⁷, si rende necessaria una riclassificazione dei bilanci poiché quando questi sono redatti secondo le norme di legge non sono sempre idonei a fornire i valori necessari al compimento dell'analisi ed al calcolo degli indicatori.
- **4° FASE:** Calcolo degli indici, effettivo calcolo degli indicatori, fase cruciale dell'analisi in quanto i dati e le informazioni ottenute nelle fasi precedenti vengono trasformati in indici.
- **5° FASE:** Interpretazione degli indici e formulazione del giudizio sullo stato di salute dell'impresa, ultima fase del processo di analisi del bilancio in cui entra in gioco l'esperienza operativa dell'analista nel valutare gli indicatori precedentemente calcolati.

⁵ Tutti i soggetti attivamente coinvolti in un'iniziativa economica, il cui interesse è influenzato dall'andamento dell'iniziativa o dal risultato dell'esecuzione

⁶ Sono tutti quei soggetti che operano nello stesso mercato dell'impresa analizzata.

⁷ Procedura volta a mettere in evidenza determinati aggregati dello Stato Patrimoniali e valori intermedi del Conto Economico.

L'analisi per indici prende in considerazione l'intera composizione del bilancio di un'impresa, ma al suo interno, essa può essere suddivisa in sotto-analisi in base alla tipologia di indicatori calcolati. Si distinguono quindi tre tipologie principali di indicatori:

- **Indici di Redditività**⁸: vengono utilizzati prevalentemente per apprezzare l'attitudine della gestione aziendale a remunerare il capitale investito che ha concorso alla sua formazione. I principali indici sono il ROE ed il ROI.
- **Indici di Liquidità**: hanno lo scopo di valutare se l'impresa ha una soddisfacente situazione di liquidità. Un'impresa viene considerata liquida se riesce a far fronte agli impegni sorti con la gestione aziendale ed inoltre, ciò deve avvenire in modo economicamente conveniente⁹. I principali indici sono il Current Ratio ed il Quick Ratio.
- **Indici di Solidità**: misurano il rischio di un'impresa di non essere liquida nel tempo, un'impresa di fatti può essere liquida nel breve periodo ma rischia di non esserlo nel lungo. La solidità varia in base alla correlazione tra investimenti e capitale ed in base al grado di indebitamento verso terzi. I principali indici sono l'Indice di copertura delle immobilizzazioni con capitale proprio e l'Indice di copertura delle immobilizzazioni con fonti durevoli.¹⁰

⁸ Cfr. <http://www00.unibg.it/dati/corsi/87032/59056-indici%20di%20redditivit%C3%A0.pdf>

⁹ V. http://www.marchegianonline.net/appro/appro_320.htm

¹⁰ V. <http://www.economiaoggi.it/Analisi-per-Indici/solidita.html>

2.2 CARATTERISTICHE GENERALI DELL'ANALISI DI REDITIVITA'

L'obiettivo che si pone l'analisi di redditività è quello di valutare l'attitudine di un'impresa a generare nel corso del tempo tante risorse quante se ne necessiti per riuscire a remunerare i fattori produttivi impiegati nella gestione:

- Investimenti
- Capitale di terzi
- Capitale proprio

Inizialmente però si necessita di dare una definizione quanto più accurata possibile al termine “reddito”, dato che nel corso degli anni, sono variati non solo i metodi di calcolo ma anche le sue componenti. Negli ultimi cinquanta anni si possono distinguere quattro tipologie di reddito che si sono avvicendate a seguito di interventi normativi comunitari. La prima configurazione di reddito che si prenderà in esame è quella che venne utilizzata negli anni 70-80' fino al 1991, il **reddito stabilizzato**, ovvero una configurazione di reddito, nella quale gli analisti potevano servirsi di politiche di bilancio¹¹, in modo da mantenere stabile il reddito nel corso degli esercizi. Con l'introduzione della IV direttiva CEE si pose fine, indirettamente, alle politiche di bilancio attraverso tre interventi chiave:

- Il sistematico ammortamento delle immobilizzazioni materiali ed immateriali attraverso l'utilizzo di un piano programmatico per tutta la vita utile del bene. Art. 2626, 1° c, p.2
- La costanza dei criteri di valutazione nei diversi esercizi. Art. 2423-bis, 1° c., p. 6 e 2° c.
- Una rigorosa disciplina dei fondi rischi. Art. 2424-bis, 3° c.

La redazione del bilancio secondo le direttive comunitarie degli anni 90' ha permesso di rappresentare in bilancio il **reddito realizzato** (o prodotto), accantonando il reddito stabilizzato. Per le società quotate che redigono il bilancio secondo i principi contabili internazionali dello IASB, venne configurata nel 2005 una nuova tipologia di reddito, il **reddito realizzato/maturato**. il quale rimase la sola configurazione di reddito, per le società quotate, in vigore fino al 2009, quando, attraverso l'introduzione del fair value¹² si configurò il **reddito allargato** (o comprehensive income). Il fair value introdusse due importanti novità,

¹¹ Politiche interne ad un'impresa che permettono la stabilizzazione del reddito attraverso interventi nel conto economico e nello stato patrimoniale con la finalità principale di esposizione fiscale minore e controllata.

¹² Il Fair value è il valore equo al quale una attività può essere scambiata o una passività può essere ceduta, esso spesso coincide con il prezzo di mercato del bene stesso in caso esso si sia formato in un mercato attivo e tra soggetti consapevoli, disponibili ed indipendenti.

la prima, un criterio di valutazione delle immobilizzazioni alternativo al criterio del costo, revaluation model, la seconda, un parametro di controllo del costo per il calcolo di eventuali perdite durevoli di valore, impairment test. Ad oggi le società che redigono il bilancio secondo le norme della disciplina civilistica accolgono la configurazione del reddito realizzato (o prodotto), mentre le società che redigono il bilancio in base ai principi IAS accolgono sia la configurazione del reddito realizzato/maturato sia quella del reddito allargato (comprehensive income)¹³.

L'analisi di redditività, espressione principale dell'equilibrio economico dell'impresa, si sviluppa “ad albero”, dalla sintesi all'analisi. Inizialmente viene valutato il risultato finale in termini di redditività residuale per gli azionisti per poi analizzare le componenti principali, ascrivibili, ad eccezione dei redditi di natura straordinaria, alla gestione operativa, extra caratteristica o finanziaria. Solamente una completa analisi della natura delle fonti di reddito aziendali permette una valutazione accurata della redditività aziendale e dell'equilibrio economico dell'impresa, altrimenti non propriamente comprensibile¹⁴.

¹³ V. <http://docenti.luiss.it/ragioneria-sarcone/files/2009/03/14.Esercitazione-configurazioni-di-reddito1.pdf>

¹⁴ Cfr. G. Fiori, R. Tiscini, “Economia Aziendale”, Egea. Parte Quinta.

CONTO ECONOMICO

A) VALORE DELLA PRODUZIONE	
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni	
2) Variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti	
3) Variazione dei lavori in corso su ordinazione	
4) Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	
5) Altri ricavi e proventi, con separata indicazione dei contributi in conto esercizio	
Totale (A)	
B) COSTI DELLA PRODUZIONE	
6) Per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	
7) Per servizi	
8) Per godimento beni di terzi	
9) Per il personale	
a) Salari e stipendi	
b) Oneri sociali	
c) Trattamento di fine rapporto	
d) Trattamento di quiescenza e simili	
e) Altri costi	
10) Ammortamenti e svalutazioni	
a) Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	
b) Ammortamento delle immobilizzazioni materiali	
c) Altre svalutazioni delle immobilizzazioni	
d) Svalutazione dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide	
11) Variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	
12) Accantonamenti per rischi	
13) Altri accantonamenti	
14) Oneri diversi di gestione	
Totale (B)	
DIFFERENZA TRA VALORE E COSTI DELLA PRODUZIONE (A-B)	
C) PROVENTI E ONERI FINANZIARI	
15) Proventi da partecipazioni, con separata indicazione di quelli da imprese controllate e collegate	
16) Altri proventi finanziari	
a) Da crediti iscritti nelle immobilizzazioni, con separata indicazione di quelli da imprese controllate e collegate e di quelli da controllanti	
b) Da titoli iscritti nelle immobilizzazioni che non costituiscono partecipazioni	
c) Da titoli iscritti nell'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni	
d) Proventi diversi dai precedenti, con separata indicazione di quelli verso imprese controllate e collegate e di quelli da controllanti	
17) Interessi ed altri oneri finanziari, con separata indicazione di quelli verso imprese controllate e collegate e verso controllanti	
17-bis) Utili e perdite su cambi	
Totale (15+16-17+-17-bis)	
D) RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITÀ FINANZIARIE	
18) Rivalutazioni:	
a) di partecipazioni	
b) di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni	
c) di titoli iscritti all'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni	
19) Svalutazioni:	
a) di partecipazioni	
b) di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni	
c) di titoli iscritti all'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni	
Totale delle rettifiche (18-19)	
E) PROVENTI E ONERI STRAORDINARI	
20) Proventi con separata indicazione delle plusvalenze da alienazione i cui ricavi non sono iscrivibili al n. 5)	
21) Oneri con separata indicazione delle minusvalenze da alienazione, i cui effetti contabili non sono iscrivibili al n. 14), e delle imposte relative a esercizi precedenti	
Totale delle partite straordinarie (20-21)	
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (A-B+C+D+E)	
22) Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate	
UTILE (O PERDITA) DELL'ESERCIZIO	

STATO PATRIMONIALE ANALITICO SECONDO IL CODICE CIVILE

ATTIVO	PASSIVO
A. Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti - parte richiamata - parte non richiamata B. Immobilizzazioni I. <i>Immobilizzazioni immateriali:</i> 1. costi di impianto e di ampliamento 2. costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità 3. diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione opere dell'ingegno 4. concessioni, licenze, marchi e diritti simili 5. avviamento 6. immobilizzazioni in corso e acconti 7. altre <i>Totale</i> II. <i>Immobilizzazioni materiali:</i> 1. terreni e fabbricati 2. impianti e macchinario 3. attrezzature industriali e commerciali 4. altri beni 5. immobilizzazioni in corso e acconti <i>Totale</i> III. <i>Immobilizzazioni finanziarie:</i> 1. partecipazioni in: a. imprese controllate b. imprese collegate c. imprese controllanti d. altre imprese 2. crediti: a. verso imprese controllate b. verso imprese collegate c. verso controllanti d. verso altri 3. altri titoli 4. azioni proprie (di cui: valore nominale complessivo) <i>Totale</i> Totale immobilizzazioni C. Attivo circolante I. <i>Rimanenze:</i> 1. materie prime, sussidiarie e di consumo 2. prodotti in corso di lavorazione e semilavorati 3. lavori in corso su ordinazione 4. prodotti finiti e merci 5. acconti <i>Totale</i> II. <i>Crediti:</i> 1. verso clienti 2. verso imprese controllate 3. verso imprese collegate 4. verso controllanti 4b. crediti tributari 4t. imposte anticipate 5. verso altri <i>Totale</i> III. <i>Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni:</i> 1. partecipazioni in imprese controllate 2. partecipazioni in imprese collegate 3. partecipazioni in imprese controllanti 4. altre partecipazioni 5. azioni proprie (di cui: valore nominale complessivo) 6. altri titoli <i>Totale</i> IV. <i>Disponibilità liquide:</i> 1. depositi bancari e postali 2. assegni 3. denaro e valori in cassa <i>Totale</i> Totale attivo circolante D. Ratei e risconti - disaggio su prestiti - altri	A. Patrimonio netto I. Capitale II. Riserva da sovrapprezzo delle azioni III. Riserva da rivalutazione IV. Riserva legale V. Riserva per azioni proprie in portafoglio - Riserva per azioni della controllante in portafoglio VI. Riserve statutarie VII. Altre riserve (distintamente indicate) VIII. Utili (perdite) portati a nuovo IX. Utile (perdita) dell'esercizio <i>Totale</i> B. Fondi per rischi ed oneri 1. per trattamento di quiescenza e obblighi simili 2. per imposte, anche differite 3. altri <i>Totale</i> C. Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato D. Debiti 1. obbligazioni 2. obbligazioni convertibili 3. debiti verso soci per finanziamenti 4. debiti verso banche 5. debiti verso altri finanziatori 6. acconti 7. debiti verso fornitori 8. debiti rappresentati da titoli di credito 9. debiti verso imprese controllate 10. debiti verso imprese collegate 11. debiti verso controllanti 12. debiti tributari 13. debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale 14. altri debiti <i>Totale</i> E. Ratei e risconti - aggio su prestiti - altri
Totale Attivo	Totale Patrimonio netto e Passivo

Lo stato patrimoniale ed il conto economico, ma più in generale il bilancio d'esercizio, rappresentano la principale fonte normativa per l'analisi economico-finanziaria delle performance di un'impresa, infatti in essi sono contenute le informazioni minime da cui partire per poter svolgere una qualsiasi analisi comparativa, nel tempo e nello spazio¹⁵, dei risultati di un'impresa. Trattasi di informazioni minime poiché gli schemi di stato patrimoniale e di conto economico, così come esposti nelle pagine precedenti, rispondono a funzioni informative esterne espressamente regolate da norme nazionali ed internazionali, e dunque, non risultano immediatamente in linea con gli scopi dell'analisi reddituale ma ne rappresentano il punto di partenza. Quindi qualsiasi analisi della performance aziendale deve necessariamente partire dalla riclassificazione dello stato patrimoniale e del conto economico, ovvero la ridefinizione dei dati patrimoniali ed economici secondo criteri diversi da quelli normativi ed in linea con gli obiettivi dell'analisi, economica o finanziaria. La riclassificazione dipende dal concetto stesso di equilibrio economico¹⁶ e di redditività¹⁷, analizzando da un lato, gli investimenti di capitale ed il loro rendimento, dall'altro le fonti di finanziamento degli investimenti e la loro remunerazione. Per la **riclassificazione economica dello stato patrimoniale**, inizialmente si distinguono gli impieghi del capitale dalle fonti del capitale. I primi godono della caratteristica comune di generare un reddito, differenziabile in:

- Redditività complessiva: nel caso in cui gli impieghi generano reddito solo se accompagnati da altri investimenti per lo svolgimento di un'attività produttiva¹⁸. (Impieghi operativi¹⁹);
- Redditività specifica: se hanno la capacità di generare reddito anche se considerati singolarmente. (Impieghi finanziari²⁰)

Le fonti di capitale, invece, hanno la caratteristica di generare costi, poiché devono essere remunerate, esse possono essere:

- A costo esplicito: se derivano da operazioni di finanziamento ed essendo visibili nel conto economico. (Fonti finanziarie²¹);
- A costo implicito: se derivano da operazioni di acquisto o vendita ed essendo non visibili nel conto economico. (Fonti operative²²).

¹⁵ Una qualsiasi analisi non può prescindere dalle sue caratteristiche fondamentali, la comparazione nel tempo, ovvero riconducibile ad esercizi diversi, e la comparazione nello spazio, ovvero tra aziende diverse, concorrenti o con benchmark di settore.

¹⁶ Capacità dei ricavi di coprire i costi lasciando una remunerazione residuale per gli azionisti. $R-C > r$

¹⁷ Attitudine del capitale a produrre reddito, dipendente sia dalla configurazione di reddito che dal capitale necessario per generarlo. $R = \text{Reddito} / \text{Capitale}$.

¹⁸ Cfr. G. Fiore, R. Tiscini, "Economia Aziendale", Egea. Pag. 354

¹⁹ Immobilizzazioni materiali ed immateriali, crediti commerciali e rimanenze.

²⁰ Immobilizzazioni finanziarie, attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni e liquidità.

²¹ Patrimonio Netto e debiti finanziari

²² Debiti commerciali e ricavi anticipati.

IMPIEGHI		FONTI	
IMPIEGHI OPERATIVI	Immobilizzazioni immateriali	MEZZI PROPRI	Patrimonio netto
	Immobilizzazioni materiali		
	Rimanenze	PASSIVITA' FINANZIARIE	Debiti finanziari
	Crediti commerciali		
IMPIEGHI FINANZIARI	Immobilizzazioni finanziarie	PASSIVITA' OPERATIVE	Debiti commerciali
	Liquidità		
	Attività finanziarie non imm.te		Ricavi anticipati

Figura n.1²³

Questa riclassificazione dello stato patrimoniale ancora non è del tutto funzionale alla tipologia di analisi da effettuare, e per questo viene definita intermedia. L'obiettivo della riclassificazione dello stato patrimoniale è quello di mostrare "un aggregato di valore che esprima il capitale che è stato necessario investire per svolgere l'attività operativa."²⁴ Tale aggregato viene calcolato come differenza tra gli impegni operativi e le passività operative, prendendo il nome di Capitale Investito Operativo Netto.

IMMOBILIZZAZIONI
+ RIMANENZE
+ CREDITI COMMERCIALI
- DEBITI COMMERCIALI
- RICAVI ANTICIPATI

CAPITALE INVESTITO OPERATIVO NETTO

Figura n.2

Allo stesso modo si può calcolare un aggregato simile, a quello appena illustrato, concernente la gestione finanziaria dell'impresa, tale aggregato prende il nome di Posizione Finanziaria Netta:

DEBITI FINANZIARI
- IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE
- LIQUIDITA'

POSIZIONE FINANZIARIA NETTA

Figura n.3²⁵

Attraverso l'esposizione di questi due aggregati può essere conclusa la riclassificazione dello stato patrimoniale ai fini dell'analisi di redditività, la forma espositiva sarà:

²³ Figura tratta da: G.Fiore, R. Tiscini, "Economia Aziendale", Egea, pag.355.

²⁴ Cfr. G. Fiore, R. Tiscini, Economia Aziendale, Egea, pag. 355

²⁵ Figure n.2-3 tratte da: G. Fiore, R. Tiscini, "Economia Aziendale", Egea, pag. 356

IMPIEGHI	FONTI	
Capitale Investito Operativo Netto (CIN)	Mezzi Propri	Patrimonio Netto
Immobilizzazioni Materiali	Posizione Finanziaria Netta	Debiti Finanziari
Immobilizzazioni Immateriali (+)		Immobilizzazioni Finanziarie (-)
Rimanenze (+)		Liquidità (-)
Crediti Commerciali (+)		Attività Finanziarie non imm.te
Debiti Commerciali (-)		
Ricavi anticipati (-)		

La redditività è un concetto che esprime il rapporto tra reddito e capitale, quindi, ad uno stato patrimoniale così esposto dovrà essere affiancato un conto economico in cui ogni aggregato analizzato sia espresso in termini di costi e ricavi. Nella riclassificazione del conto economico si hanno quattro aggregati principali:

- Ricavi e costi operativi: generati dal capitale investito operativo netto, ovvero dalle attività che hanno concorso alla sua formazione;
- Ricavi e costi finanziari: generati dagli investimenti finanziari e dai debiti finanziari, ovvero dalla posizione finanziaria netta;
- Ricavi e costi straordinari: sono estranei alla gestione ordinaria, quindi non riconducibili né alla gestione operativa, né alla gestione finanziaria;
- Costi (talvolta ricavi) fiscali: relativi alle imposte sul reddito.

Rispetto a questa impostazione possono essere approfondite altre due tipologie di gestione o aree²⁶:

- L'area extra-operativa (o accessoria): accoglie gli impieghi, nello stato patrimoniale, e i ricavi e costi, nel conto economico, relativi ad investimenti a redditività specifica ma non riconducibili ad attività finanziarie.²⁷
- L'area straordinaria: accoglie tutti i componenti di reddito estranei alla gestione ordinaria ed anche i componenti non ricorrenti di natura operativa o finanziaria.²⁸

²⁶ E' importante ricordare che, ai fini della riclassificazione, se viene considerata l'area extracaratteristica, i relativi investimenti dovrebbero essere evidenziati separatamente anche nello stato patrimoniale.

²⁷ Es. Locazione di immobili a terzi, brevetti e marchi concessi in licenza a terzi ecc.

²⁸ Es. Svalutazione di una immobilizzazione.

CONTO ECONOMICO	
	Ricavi operativi
	Costi operativi (-)
	REDDITO OPERATIVO (EBIT)
	Proventi accessori
	Oneri accessori (-)
	SALDO AREA EXTRA-CARATTERISTICA (+/-)
	Proventi finanziari
	Oneri finanziari (-)
	SALDO AREA FINANZIARIA (+/-)
	Proventi straordinari
	Oneri straordinari (-)
	SALDO AREA STRAORDINARIA (+/-)
	REDDITO LORDO (EBT)
	Imposte e Tasse
	REDDITO NETTO / UTILE DI ESERCIZIO

29

²⁹ La differenza tra ricavi e costi operativi costituisce il reddito operativo, definito anche EBIT (Earnings Before Interest and Taxes). Il reddito ante-imposte viene definito EBT (Earnings Before Taxes).

3 INDICI DI REDDITIVITA'

3.1 ROE (RETURN ON EQUITY)

La redditività per gli azionisti viene considerata come il rapporto tra il risultato netto d'esercizio, il quale costituisce la remunerazione per gli azionisti, ed il capitale investito nell'impresa, ovvero il patrimonio netto³⁰. Tale indice prende il nome di ROE, Return On Equity:

$$\text{ROE} = \text{Un} / \text{PN}$$

Dove:

- Un è il risultato netto dell'esercizio³¹,
- PN è il patrimonio netto³².

Qualsiasi indice di bilancio confronta un risultato (output) con il fattore che ha contribuito a realizzarlo (input), nel caso del ROE, l'output è costituito dal risultato netto d'esercizio, mentre l'input è rappresentato dal patrimonio netto. Partendo da questo presupposto ci si può muovere verso una migliore configurazione del ROE, in cui il patrimonio netto viene considerato al netto dell'utile d'esercizio, quindi il ROE sarà calcolato con il rapporto:

$$\text{ROE} = \text{Un} / (\text{PN} - \text{Un})$$

*Esempio*³³.

Supponendo che, dal bilancio d'esercizio di una determinata azienda emergano, un patrimonio netto pari a 10.000 Euro ed un utile d'esercizio pari a 1500 Euro, il ROE di questa determinata azienda, nel periodo di riferimento, sarà:

³⁰ Costituito da: Capitale sociale + Riserva legale + Riserva statutaria + Altre riserve + Utile (perdite) a nuovo + Utile (perdite) d'esercizio.

³¹ Il risultato d'esercizio è composto da due parti fondamentali, la prima destinata alle riserve, mentre la seconda è destinata ai dividendi.

³² Poiché tale indice confronta un dato-flusso con un dato-stock, i mezzi propri andrebbero calcolati come media aritmetica tra il valore all'inizio ed alla fine dell'esercizio.

³³ Cfr, G. Fiori, R. Tiscini; "Economia Aziendale", EGEA, pag. 367.

$$\text{ROE} = \text{Un/PN} = 1500/10.000 = 0,15 = 15\%$$

Ciò significa che per ogni euro immesso nella gestione dai finanziatori a titolo di capitale di rischio, la gestione ne rende, sotto forma di dividendi, 0,15. In altre parole, il tasso di redditività dell'azienda, nel periodo preso in esame, è pari al 15%. Avendo ora capito il significato primario del ROE ed il suo utilizzo, ci si può chiedere quando la redditività di un'impresa è soddisfacente, o, in altre parole, quando, in base alla redditività, è conveniente investire in una determinata azienda. "Per essere soddisfacente, il ROE dovrebbe essere almeno pari alla redditività che gli azionisti potrebbero ottenere da investimenti azionari alternativi aventi pari grado di rischio"³⁴. Il ROE equo, o fair ROE, può essere stimato come costo opportunità³⁵ del capitale di rischio, derivante dalla somma algebrica di:

- La redditività degli investimenti privi di rischio (risk free rate³⁶).
- Il premio al rischio³⁷ medio derivante dalla differenza tra gli investimenti azionari e gli investimenti privi di rischio.
- Un premio per il rischio d'impresa che terrà conto della rischiosità dell'investimento in base al settore in cui opera l'impresa.

Le prime due componenti possono essere stimate oggettivamente, mentre la terza è frutto di varie componenti, la cui stima non può che essere soggettiva. Vi sono infatti alcuni settori con una rischiosità minore rispetto ad altri, per cui il premio al rischio d'impresa sarà negativo (public utilities, immobiliare, assicurazioni, banche, ecc.), altri, caratterizzati da una rischiosità superiore alla media avranno un alto premio al rischio (biotecnologie, alta tecnologia, attività commerciali, ecc.). Il ROE equo è dunque il costo opportunità del capitale, per cui:

- Al di sotto del ROE equo, la performance dell'impresa è insoddisfacente, ovvero, non crea valore per gli azionisti e non attrae nuovi finanziamenti;
- Al di sopra del ROE equo, la performance dell'impresa è soddisfacente, offrendo, a parità di rischio, un rendimento maggiore rispetto ad altre opportunità.

³⁴ Cfr. G. Fiori, R. Tiscini, "Economia Aziendale", EGEA, pag. 367.

³⁵ Il costo opportunità è ciò a cui si deve rinunciare per effettuare una scelta economica ed è pari al valore della migliore alternativa. Compiere una scelta determina un costo in termini di tempo o di denaro (o entrambi), e il costo opportunità rappresenta la scelta migliore tra le possibili.

³⁶ Tasso di rendimento di un'attività priva di rischio, ovvero, il cui rendimento sia noto e certo ex ante. Solitamente tali titoli, privi di rischio, sono rappresentati dai titoli di stato a breve termine dei paesi affidabili.

³⁷ E' la differenza tra il valore atteso di una *lotteria* rischiosa e l'ammontare certo che un individuo sarebbe disposto ad accettare al posto della *lotteria* rischiosa.

Come descritto precedentemente, il risultato d'esercizio rappresenta una delle due leve che caratterizzano il ROE. Per quanto riguarda la sua formazione, lo scalare dell'utile può essere diviso in due aree fondamentali, la prima caratteristica e la seconda finanziaria. Si procederà nella spiegazione di due importanti valori, quali il ROE "integrale" ed il ROE "normalizzato" attraverso esempi numerici³⁸, in modo da rendere la spiegazione più comprensibile. Supponendo che i ricavi ed i costi dell'area caratteristica siano rispettivamente 20.000 e 15.000, e supponendo inoltre che i costi dell'area finanziaria siano pari a 2.000 e la percentuale di imposta applicata sull'utile lordo sia del 50%, il risultato di esercizio può essere calcolato come segue:

	Euro/Migliaia
Area caratteristica	
Ricavi	20.000,00 €
Costi	15.000,00 €
Utile operativo	5.000,00 €
Area finanziaria:	
Oneri finanziari	2.000,00 €
Utile lordo	3.000,00 €
Imposte (50%)	1.500,00 €
Utile netto di esercizio	1.500,00 €

39

Figura n.4⁴⁰

La parte "alta" dell'immagine, corrispondente all'area caratteristica, mette in evidenza i costi ed i ricavi relativi all'ottenimento della produzione, il saldo esprime l'utile operativo che nell'esempio è pari a 5.000. Nella parte "bassa" dell'immagine, concernente l'area finanziaria, vengono messi in evidenza i costi relativi al finanziamento della produzione. Il capitale investito dell'azienda viene diviso in capitale di rischio ed in capitale di credito, il primo viene remunerato attraverso i dividendi, mentre il secondo attraverso gli interessi. Nell'esempio il margine residuo dall'area caratteristica è stato distribuito, tenuto conto del carico fiscale, per 2.000 al capitale di credito e per 1.500 al capitale di rischio. Ipotizzando un capitale di rischio pari a 10.000, il ROE sarà:

$$\text{ROE} = 1.500 / 10.000 = 0,15 = 15\%$$

³⁸ C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori, Indici di Bilancio, Giuffrè Editore 2003, pag. 343.

³⁹ Per semplicità, si trascurerà, per ora, l'area extra-caratteristica e l'area straordinaria.

⁴⁰ Figura tratta da: C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori, Indici di Bilancio, Giuffrè Editore 2003, pag. 343.

Andando ad ipotizzare nell'esempio numerico appena esposto la presenza anche dell'area straordinaria⁴¹, più precisamente di ricavi straordinari⁴², lo scalare dell'utile avrà il seguente contenuto:

	Euro/Migliaia
Ricavi	19.000,00 €
Costi	15.000,00 €
Utile operativo	4.000,00 €
Oneri finanziari	2.000,00 €
	2.000,00 €
Ricavi straordinari	1.000,00 €
Utile lordo	3.000,00 €
Imposte (50%)	1.500,00 €
Utile netto	1.500,00 €

Figura n.5⁴³

Il conto economico così esposto prende, nel linguaggio corrente, la denominazione di conto economico “integrale”, poiché tiene conto non solo delle componenti di reddito ordinarie ma anche di quelle straordinarie. Il ROE che viene calcolato seguendo questa impostazione del conto economico viene definito ROE “integrale”. Tale formulazione, però, è soggetta a numerose critiche, poiché accusata di falsare il giudizio di merito sulla gestione considerando nel calcolo elementi di reddito “eccezionali” e difficilmente ripetibili quali quelli collegati all'area straordinaria della gestione⁴⁴. Pertanto, il conto economico “integrale” viene sostituito dal conto economico “normalizzato”, il quale esclude dal calcolo dell'utile netto le componenti di reddito straordinarie, escludendo inoltre il carico fiscale a loro riconducibile. Da tale configurazione del conto economico viene calcolato il ROE normalizzato. Il primo ROE, integrale, è effettivo, ovvero reale, e rappresenta il rendimento totale dell'impresa, il secondo, “normalizzato” è virtuale, ovvero ideale, e rappresenta il solo rendimento ordinario della gestione e si presta ad una migliore comparazione nello spazio e nel tempo. Nell'esempio la formulazione del conto economico ed il ROE “normalizzato” saranno:

⁴¹ Si continuerà a trascurare l'area extra-caratteristica poiché i ricavi ed i costi “extra” non sono frequenti e spesso vengono confusi con quelli caratteristici.

⁴² Spesso si tratta di un saldo tra ricavi e costi, positivo o negativo a seconda della prevalenza di uno o dell'altro.

⁴³ Figura tratta da: C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori, Indici di bilancio, Giuffrè editore 2003, pag. 345.

⁴⁴ V. C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori, Indici di bilancio, Giuffrè editore 2003, pag. 345.

	Euro/Migliaia
Ricavi	19.000,00 €
Costi	15.000,00 €
Utile operativo	4.000,00 €
Oneri finanziari	2.000,00 €
Utile lordo	2.000,00 €
Imposte (50%)	1.000,00 €
Utile netto (normalizzato)	1.000,00 €

Figura n.6⁴⁵

$$ROE = 1.000/10.000 = 0,1 = 10\%$$

La scomposizione del ROE mette in luce il contributo delle diverse aree della gestione alla redditività del capitale proprio. Gli approcci principali, adottati per scomporre il ROE, sono due⁴⁶:

- Approccio Moltiplicativo (più semplice),
- Approccio Additivo (più complesso),

Partendo dall'approccio moltiplicativo, il ROE è frutto del rapporto tra tre diversi fattori, il ROA, il Leverage e l'Incidenza della gestione extra-caratteristica. Il ROA viene calcolato come il rapporto tra il reddito operativo ed il totale delle attività, il Leverage è il rapporto tra il totale delle attività ed il patrimonio netto, mentre l'Incidenza della gestione extra-caratteristica è calcolato come rapporto tra il reddito netto ed il reddito operativo.

$$ROE = ROA \times LEVERAGE \times INCID. \text{ GEST. EXTRACAR.}$$

ovvero

$$ROE = (R.O./T.A.) \times (T.A./P.N.) \times (R.N./R.O.)$$

Le aree della gestione coinvolte nella scomposizione del ROE sono:

- l'area caratteristica: attraverso il ROA

⁴⁵ Figura tratta da: C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori, Indici di bilancio, Giuffrè editore 2003, pag. 346.

⁴⁶ Cfr. http://w3.ced.unicz.it/upload/calabro/21_03_11_5_%20Lezione.pdf

- l'area finanziaria: attraverso il Leverage
- l'area extra-caratteristica: attraverso l'Incidenza della gestione extra-caratteristica.

Il ROA rappresenta la redditività operativa del capitale investito nell'impresa, il prodotto tra il ROA ed il Leverage indica che l'eventuale effetto positivo o negativo derivante dalla redditività operativa viene moltiplicato per il rapporto di indebitamento andando a causare quello che viene denominato effetto leva. In particolare, se il ROA è maggiore di zero, conviene aumentare il proprio rapporto di indebitamento, indebitandosi per investire nell'impresa, che ha una redditività operativa positiva⁴⁷.

Il secondo approccio, ovvero l'additivo, pone ugualmente in evidenza l'apporto delle varie aree gestionali alla composizione del ROE, il quale viene esposto nella seguente formula:

$$\text{ROE} = [\text{ROA} + (\text{ROA} - \text{OFN}/\text{MT}) \times \text{MT}/\text{PN}] \times \text{RN}/\text{UC}$$

ROA: r.o. x t.a.

OFN: oneri finanziari netti, ovvero, il saldo della gestione finanziaria

MT: mezzi di terzi

UC: utile corrente⁴⁸

Attraverso l'approccio additivo, viene messa in evidenza la gestione:

- Operativa (o industriale): espressa dal ROA,
- Finanziaria: espressa dal rapporto tra OFN e MT e dal rapporto tra MT e PN,
- Straordinaria e fiscale: espressa dal rapporto tra RN e UC.

Ipotizzando l'assenza di componenti straordinarie di reddito il rapporto RN/UC può essere scritto come (1-T) in cui il fattore T rappresenta l'aliquota di imposta, quindi il ROE potrà essere calcolato come:

$$\text{ROE} = [\text{ROA} + (\text{ROA} - \text{OFN}/\text{MT}) \times \text{MT}/\text{PN}] \times (1-T)$$

⁴⁷ Aumentando l'indebitamento per investire in imprese con redditività operativa positiva vi è il rischio però di incorrere in elevati oneri finanziari dovuti all'aumento del debito, i quali andrebbero a diminuire il reddito netto e di conseguenza sia il ROA che il ROE.

⁴⁸ L'utile corrente è calcolato come: reddito operativo – oneri finanziari netti.

L'utile d'esercizio, in sede di approvazione del bilancio, viene destinato a ricoprire due usi fondamentali all'interno di una impresa, o società. Una parte viene destinata alla creazione o allo sviluppo delle riserve mentre una seconda parte viene destinata ai dividendi. Da questi due usi dell'utile di esercizio si possono ricavare due ulteriori indici, il primo, basato sulla parte di utile destinata alle riserve, esprime la tendenza all'autofinanziamento della gestione⁴⁹ e prende il nome di indice di autofinanziamento. Esso esprime il rapporto tra l'utile destinato a riserve ed il capitale di rischio. $T.af. = Ur / Mp$ ⁵⁰. Il secondo indice, basato sulla parte di utile destinato alla remunerazione del capitale, prende il nome di indice di dividendo, ed esprime il rapporto tra l'utile distribuibile ed il capitale di rischio⁵¹: $Td = Ud / Mp$ ⁵². Tali indici, il tasso di autofinanziamento ed il tasso di dividendo, sono tra loro complementari e la loro somma conduce al ROE.

Un ulteriore strumento analitico riguardante l'indice della redditività per gli azionisti, è il diagramma del ROE, esso risulta essere molto utile per il compimento di analisi comparative, come quando:

- si vuole comparare il ROE di due o più esercizi successivi della medesima impresa (analisi nel tempo),
- si vuole comparare il ROE di due imprese diverse e concorrenti, nel medesimo esercizio, (analisi nello spazio).

Il diagramma del ROE, quando il conto economico viene strutturato nella forma a costi e ricavi della produzione ottenuta, assumerà un contenuto come quello riportato nell'immagine⁵³:

⁴⁹ Cfr. C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori, Indici di bilancio, Giuffrè 2003, pag. 352.

⁵⁰ T. af. = tasso di autofinanziamento, Ur = utili a riserve, Mp = mezzi propri.

⁵¹ V. C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori, Indici di bilancio, Giuffrè 2003. Pag. 352.

⁵² Td = tasso di dividendo, Ud = utili distribuiti, Mp = mezzi propri.

⁵³ V. C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori, Indici di bilancio, Giuffrè 2003. Pag. 347.

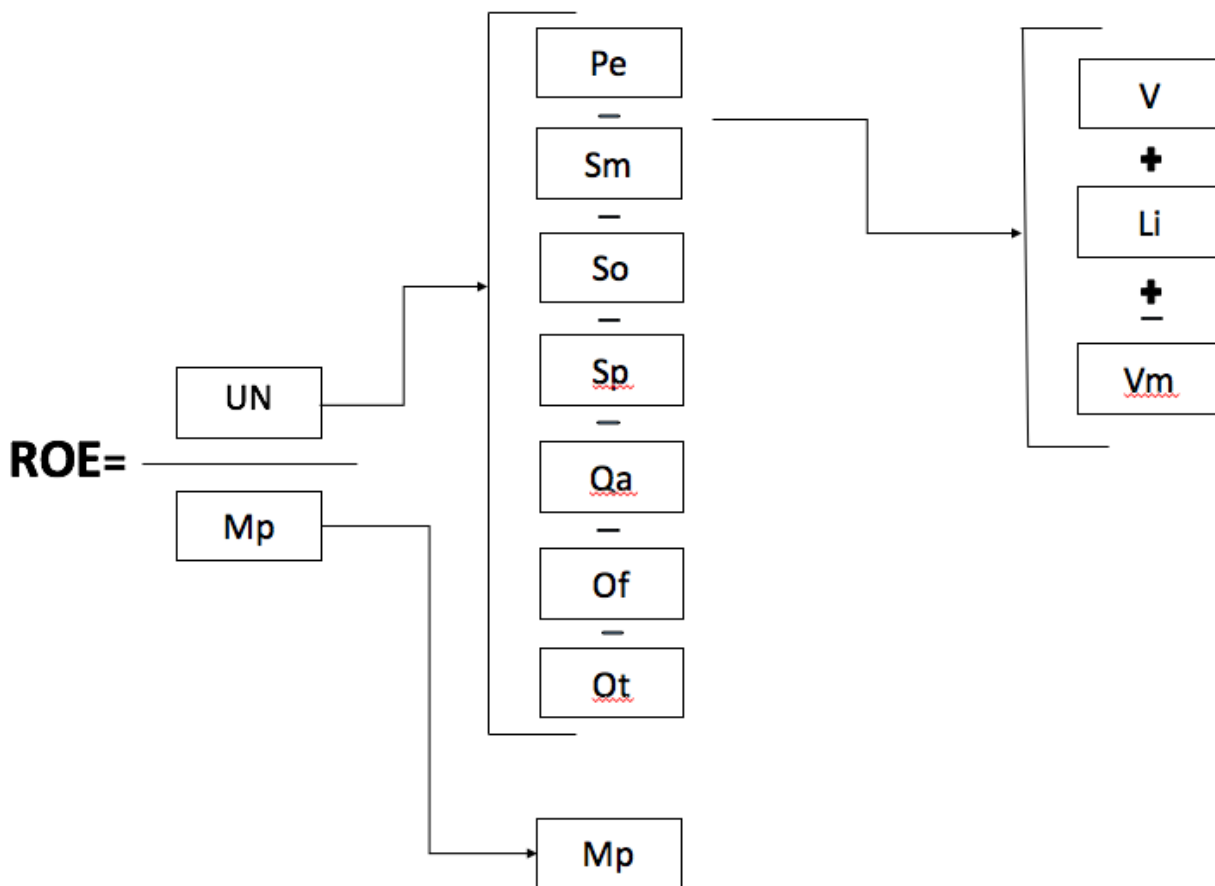


Figura n. 7⁵⁴

In cui, V = ricavi di vendita, Li = lavori interni, Vm = variazione magazzino prodotti, Pe =prodotto di esercizio, Sm = spese per materie, So = spese operative, Sp = spese per il personale, Qa = quota ammortamento, Of = oneri finanziari, Ot = oneri tributari, Mp = mezzi propri.⁵⁵Tale diagramma permette una visione “panoramica”, sulle componenti che concorrono alla formazione del ROE e sulle loro variazioni, sia nel tempo che nello spazio.

Il ROE come quasi tutti gli indici di bilancio non è esente da limiti, infatti nella valutazione di un’impresa attraverso il ROE, oltre ad utilizzare ulteriori indici in modo da rendere maggiormente veritiera e corretta l’analisi occorre tenere presenti i due principali limiti del ROE. Il primo limite riguarda le svalutazioni⁵⁶, di fatti in caso di svalutazione l’effetto negativo nei guadagni si registrerà nell’esercizio successivo mentre il denominatore della formula del ROE diminuirà immediatamente, avendo come conseguenza un aumento dell’indice, non comprensivo della svalutazione. Medesimo esempio può essere fatto con le

⁵⁴ Per semplicità illustrativa si è deciso di escludere l’area extra-caratteristica e l’area straordinaria, mostrando solamente le due aree fondamentali di gestione, l’area caratteristica e l’area finanziaria. Figura tratta da: V. C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori, Indici di bilancio, Giuffrè editore 2003, pag. 347.

⁵⁵ Cfr. C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori, Indici di bilancio, Giuffrè 2003, pag. 347.

⁵⁶ Perdita, temporanea o duratura, del valore di un determinato bene o di un credito

operazioni di buyback⁵⁷. Il secondo limite guarda, invece, all'indebitamento, infatti un ROE elevato non esplicita se l'impresa generi profitti grazie ad un elevato indebitamento oppure grazie ai soli mezzi propri e dei propri azionisti. Di fatti un innalzamento dei debiti ha tra le conseguenze un aumento del ROE, ma la condizione attraverso la quale ciò avviene può essere nociva e fuorviante per gli azionisti e per i terzi interessati alla società⁵⁸.

⁵⁷ Operazione di acquisto di azioni proprie da parte di una spa, vengono utilizzate principalmente in momenti di eccessiva liquidità o per creare valore per gli azionisti attraverso l'aumento della quotazione e del valore patrimoniale dei titoli rimasti in circolazione

⁵⁸ Cfr. <https://www.forexinfo.it/Cos-e-il-ROE-e-come-si-usa-per>

3.2 ROI (RETURN ON INVESTMENT)

La redditività operativa di un'impresa viene espressa, in termini di indicatori, dal ROI, return on investment, il quale esprime la redditività del capitale investito nella gestione operativa, espresso dal rapporto tra il reddito operativo, EBIT⁵⁹, ed il capitale investito operativo netto, CION⁶⁰.

$$\text{ROI} = \text{EBIT} / \text{CION}$$

Dando per acquisita la definizione, l'uso e la conoscenza dell'EBIT, vale la pena soffermarsi sul significato del CION e sul suo calcolo. Il CION è uno dei margini di struttura fondamentali per la riclassificazione dello stato patrimoniale, esso viene calcolato come la somma tra il capitale circolante commerciale (CCC)⁶¹ e le immobilizzazioni caratteristiche nette. A tale valore vengono poi sottratte le passività relative alla gestione caratteristica dell'impresa⁶². Il ROI viene definito soddisfacente se, ipotizzando l'assenza di effetti della gestione finanziaria e straordinaria, ed al netto delle imposte, conduce ad un ROE equo, pertanto:

$$\text{ROI}_{\text{equo}} = \text{ROE}_{\text{equo}} / (1 - t^{63})$$

La gestione operativa di qualsiasi impresa è quella di maggiore rilevanza ed importanza, infatti, un'azienda è sana solamente quando riesce a generare profitti attraverso l'attività caratteristica ed attraverso gli investimenti operativi. Dettò ciò è importante analizzare le determinanti della gestione operativa, scomponendo numeratore e denominatore del ROI. Il numeratore può essere formulato come la differenza tra ricavi operativi, ROP, e costi operativi, COP, mentre il denominatore come la somma tra le immobilizzazioni operative, IMMOP, ed il capitale circolante netto operativo, CCNOP⁶⁴:

$$\text{ROI} = (\text{ROP} - \text{COP}) / (\text{IMMOP} + \text{CCNOP})$$

In sintesi il ROI è funzione di quattro variabili:

⁵⁹ Ebit, earnings before interest and taxes, ovvero il reddito al netto della gestione straordinaria, extra-caratteristica e finanziaria ed al netto delle imposte sul reddito.

⁶⁰ Nella terminologia anglosassone corrisponde al NIOC, net operating invested capital.

⁶¹ Dato dalla somma tra i crediti commerciali ed il valore del magazzino.

⁶² Cfr. http://www.marchegianonline.net/appro/appro_978.htm

⁶³ Aliquota d'imposta.

⁶⁴ Rimanenze + crediti commerciali – debiti commerciali – ricavi anticipati

- La relazione tra ricavi di vendita e reddito operativo (effetto di leva operativa),
- I costi operativi (efficienza),
- Gli investimenti fissi (rotazione delle immobilizzazioni),
- Il capitale circolante netto operativo (ciclo del circolante)⁶⁵.

Avendo definito il ROI come rapporto tra il reddito operativo ed il CION, è possibile calcolare un ROI identificativo della gestione extra-operativa, come il rapporto tra il reddito extra-operativo⁶⁶ ed il capitale investito nella gestione extra-operativa:

$$\text{ROI}_{\text{extra-operativo}} = (\text{Reddito extra-operativo}) / (\text{Capitale investito extra-operativo})$$

Considerando nel complesso gli effetti sulla redditività del capitale, quindi sia gli effetti caratteristici che extra-caratteristici, si necessiterà di un ulteriore indice di redditività “allargato”, denominato RONA, Return On Net Asset. Tale indicatore risulterà dal rapporto tra, al numeratore, la somma tra il risultato della gestione operativa ed extra-operativa, mentre al denominatore, oltre al capitale investito operativo si considererà anche il capitale extra-operativo, al servizio cioè della gestione straordinaria ed extra-caratteristica.

$$\text{RONA} = (\text{Reddito operativo} + \text{Reddito extra-operativo}) / (\text{CION} + \text{Capitale investito extra-operativo})$$

In definitiva, il RONA può essere considerato come la media tra il ROI ed il ROI extra-operativo, “ponderata per il peso che ciascuna tipologia di investimento ha sul totale”⁶⁷.

Fondamentale per comprendere appieno il ROI e più in generale l’analisi di redditività, è la comparazione degli indici con standard di riferimento coerenti e significativi, nel caso del ROI, tale parametro è il costo medio ponderato del capitale (weighted average cost of capital, WACC⁶⁸). L’assunzione principale è che la redditività operativa di un’impresa debba essere almeno in grado di ripagare il costo delle fonti di finanziamento, sia a titolo di debito, sia a titolo di capitale di rischio, che permette all’impresa la creazione

⁶⁵ V. G. Fiori, R. Tiscini, Economia Aziendale, EGEA, pag. 372

⁶⁶ Differenza tra i ricavi extra-operativi ed i costi extra-operativi.

⁶⁷ CFR. G. Fiori, R. Tiscini, Economia Aziendale, EGEA, pag. 372.

⁶⁸ E’ il tasso di rendimento minimo che un fornitore di risorse richiede come compensazione per il proprio contributo di capitale. $WACC = K_e \times E/(D+E) + K_d \times (1-t) \times D/(D+E)$

di utili. Quindi un'azienda virtuosa è quella che nel medio-lungo periodo ed in modo continuativo e tendenziale, riesce a mantenere stabile la seguente equazione⁶⁹:

$$\text{ROI} > \text{WACC}$$

La creazione della redditività operativa da parte di un'impresa avviene attraverso diversi passaggi logici, di cui il ROI configura il punto di partenza, ovvero l'impiego di capitale in attività operative, espresso nell'indice del CION, ed il punto di arrivo, ossia la redditività operativa, espresso nel ROI dall'EBIT. Tale percorso però può essere scomposto in due passaggi logici introducendo nel rapporto tra EBIT e CION la variabile dei ricavi:

- 1° passaggio, rapporta i ricavi di vendita al capitale investito operativo netto, esprimendo la capacità di ottenere ricavi dato un certo investimento. Tale indice prende il nome di Capital Turnover (CT) e quantifica quindi i ricavi di vendita generati da un'impresa per ogni euro di capitale investito nella gestione operativa
- 2° passaggio, rapporta il reddito operativo ai ricavi di vendita, esprimendo la capacità di generare profitti dato un determinato volume di vendita⁷⁰. Tale indice prende il nome di Return On Sales (ROS), il quale quantifica il reddito operativo generato da un'impresa per ogni euro di ricavi di vendita.

⁶⁹ V. G. Fiori, R. Tiscini, Economia Aziendale, EGEA, pag. 372.

⁷⁰ V. G. Fiore, R. Tiscini, Economia Aziendale, EGEA. Pag. 376.

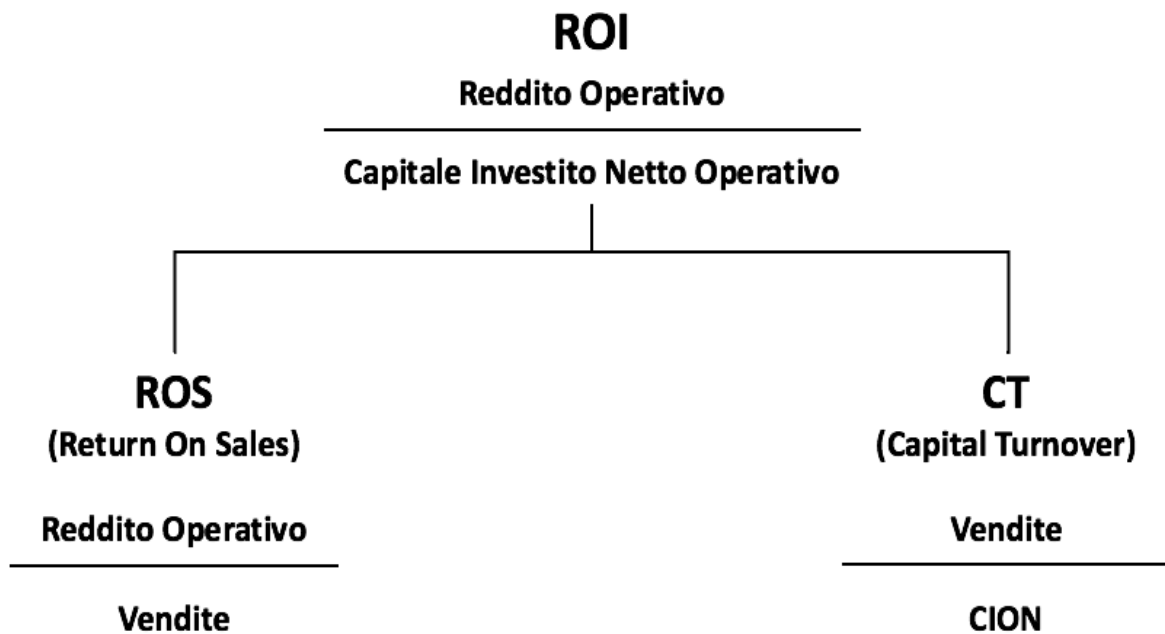


Figura n. 8⁷¹

Il Capital Turnover dipende da:

- i ricavi di vendita,
- le immobilizzazioni operative,
- il capitale circolante netto operativo.

Mentre il ROS dipende da:

- i ricavi di vendita,
- i costi operativi

Andando ad analizzare gli andamenti di questi due indici, ROS e CT, si può facilmente risalire alle cause determinanti dell'andamento della redditività, per cui:

- se l'aumento, o la riduzione, del ROI è spiegato da una variazione sincrona sia del ROS che del CT, probabilmente la variazione del ROI sarà dovuta ad un aumento, o riduzione, delle vendite,
- se l'aumento, o la riduzione, del ROI dipende principalmente dall'aumento, o riduzione, del ROS allora la variazione principale sarà dovuta alla riduzione, o all'aumento, dei costi operativi, i quali influenzano esclusivamente il ROS,

⁷¹ Figura tratta da: G. Fiori, R. Tiscini, "Economia Aziendale", EGEA, pag. 376.

- se l'aumento, o la riduzione, del ROI dipende principalmente dall'aumento, o riduzione, del CT allora la variazione principale sarà dovuta alla riduzione, o all'aumento, delle immobilizzazioni nette o del capitale circolante operativo, i quali influenzano esclusivamente il CT⁷².

Concludendo la tematica riguardante la scomposizione del ROI si potrà certamente enunciare che:

- l'effetto di leva operativa causato da variazioni delle vendite influenza il ROI sia tramite il ROS, attraverso la redditività delle vendite, sia tramite il CT, attraverso la rotazione del capitale,
- l'efficienza indotta dai costi operativi influenza il ROI esclusivamente tramite il ROS, alterando il margine operativo netto rispetto alle vendite,
- la rotazione delle immobilizzazioni ed il ciclo del circolante influenzano il ROI esclusivamente tramite il CT, di cui sono rispettivamente la componente fissa e la componente circolante.

Un importante anello di congiunzione tra i due principali indici di redditività, ROE e ROI, è rappresentato dalla leva finanziaria, la quale esprime l'effetto che le scelte tra indebitamento o investimento finanziario producono sulla redditività generata per gli azionisti. Gli effetti di leva finanziaria dipendono principalmente da due fattori:

- il rapporto tra la posizione finanziaria netta ed il patrimonio netto
- il tasso di onerosità della posizione finanziaria netta

Per meglio comprendere l'effetto che tale leva ha sulla redditività, si proporranno tre diversi esempi in cui si mostreranno pregi e difetti della leva finanziaria.

*Esempio 1.*⁷³

Ipotizzando $CION^{74}=PN=1000$, $EBIT=UN^{75}=150$

Facilmente calcolabili sono sia il ROE che il ROI, entrambi pari al 15%. Si andrà ora a mutare il rapporto debt/equity ratio in modo da mostrare gli effetti della leva finanziaria.

*Esempio 2*⁷⁶. Si ipotizza ora che il CION non sia più interamente finanziato tramite capitale di rischio, ma bensì per la metà tramite capitale di terzi, così che il rapporto debt/equity sia ora pari a 1 e che il tasso di

⁷² V. G. Fiori, R. Tiscini, "Economia Aziendale", EGEA, pag. 378.

⁷³ Esempio tratto da: G. Fiori, R. Tiscini, "Economia Aziendale", EGEA, pag. 379.

⁷⁴ Capitale investito operativo netto.

⁷⁵ Per semplicità si ipotizza l'assenza della gestione straordinaria e di oneri tributari.

⁷⁶ Esempio tratto da: G. Fiori, R. Tiscini, "Economia Aziendale", EGEA, pag. 380.

interesse applicato sul debito sia pari al 10%. Quindi si avrà che: $PN=500$, $DF=500$, $EBIT=150$ e $UN=100$ ⁷⁷. In questo caso il ROI rimane stabile e pari al 15% mentre il ROE risulterà maggiorato del 5% e quindi pari al 20%. La spiegazione di un tale aumento della redditività, nonostante una diminuzione dell'utile netto, risiede proprio sull'effetto di leva finanziaria, in questo caso positiva. Il ROE è aumentato poiché l'utile netto è diminuito meno che proporzionalmente rispetto al patrimonio netto, questo perché il costo di prendere a prestito capitale (10%) è minore rispetto alla redditività del capitale investito nell'impresa ($ROI=15\%$). Il ROE continuerebbe ad aumentare fintanto che il tasso di interesse sul debito resti inferiore al ROI, ma, al contrario, se l'impresa si indebitasse a tassi superiori al ROI gli azionisti perderebbero sul capitale preso a prestito ed il ROE diminuirebbe⁷⁸.

*Esempio 3*⁷⁹. In questo caso, si manterrà stabile il rapporto debt/equity, con $PN=500$ e $DF=500$, ma sarà applicato un tasso di interesse sul debito pari al 20%. In questo caso, con $EBIT=150$, l' UN sarà pari a 50 ⁸⁰. Il ROI resterà immutato pari al 15%, mentre il ROE diminuirà fino ad essere uguale al 10%⁸¹. In questo caso, dato che il costo di finanziarsi tramite capitale di terzi è maggiore rispetto alla redditività del capitale aziendale, rispettivamente 20% e 15%, la leva finanziaria ha un effetto negativo sulla redditività aziendale, quindi sul ROE.

⁷⁷ $UN = 150 - (10\% \times 500) = 150 - 50 = 100$

⁷⁸ V. G. Fiore, R. Tiscini, *Economia Aziendale*, EGEA. Pag. 380.

⁷⁹ Esempio tratto da: G. Fiori, R. Tiscini, *“Economia Aziendale”*, EGEA, pag. 380.

⁸⁰ $UN = 150 \times (20\% \times 500) = 150 - 100 = 50$.

⁸¹ $ROE = UN/PN = 50/500 = 0,1 = 10\%$

3.3 ROS (RETURN ON SALES)

Del ROS si è già trattato, in parte, nelle pagine precedenti ed in questa sede ci si soffermerà ad analizzare il suo significato, in primis, e successivamente quelli che sono i suoi utilizzi e le sue finalità. Il ROS è uno degli indicatori di bilancio più utilizzati per valutare la redditività, in relazione al fatturato conseguito, di un'impresa e per valutare a pieno la convenienza di un potenziale investimento in una determinata azienda. Tale indice fa parte della "famiglia" di indici di redditività di cui fanno parte il ROE, il ROI, ed il ROA, i quali occupano una posizione centrale e di rilievo nell'analisi di redditività. Il ROS viene espresso attraverso la formula:

$$\text{ROS} = \text{Reddito Operativo} / \text{Ricavi di Vendita}$$

Come facilmente ricavabile dalla formula, il ROS mette in relazione il reddito operativo ed i ricavi di vendita, andando ad esprimere la profittabilità operativa dell'impresa in relazione ai ricavi conseguiti in un determinato periodo, ovvero la quantità di ricavo netto conseguito ogni per ogni euro di fatturato⁸². Per cercare di rendere tale indice il più possibile elevato e quindi, provare ad aumentare la profittabilità dell'impresa si può agire su due leve diverse:

- la prima, agendo sul denominatore della formula, ovvero aumentando i ricavi di vendita attraverso l'innalzamento dei prezzi di vendita o aumentando il volume delle vendite⁸³,
- la seconda, agendo sul numeratore della formula, ovvero il reddito operativo, cercando di contrarre il più possibile i costi operativi, in modo da migliorare l'efficienza aziendale⁸⁴.

Un singolo valore del ROS, come per la quasi totalità degli indici di redditività, è di per sé insufficiente a decretare la profittabilità operativa di un'impresa, questo infatti deve essere sempre accompagnato dai valori dei periodi precedenti in modo da poter analizzare la presenza di eventuali trend positivi, o negativi, o se vi siano valori che oscillano in positivo, o in negativo, nel corso degli esercizi⁸⁵. Il ROS successivamente, oltre che ad essere analizzato insieme ai valori degli esercizi precedenti viene equiparato con quello di imprese simili a quella analizzata o che operano nello stesso settore in modo da ottenere

⁸² Per fatturato si intende il la macro-categoria A del conto economico civilistico.

⁸³ In regime di libera concorrenza, di norma, non è possibile aumentare contemporaneamente sia i prezzi di vendita che il volume delle vendite, poiché un aumento dei prezzi causerebbe una contrazione della domanda. Di norma, perché esistono determinati tipologie di beni, particolari, i quali all'aumentare dei prezzi di vendita aumenta conseguentemente anche il volume delle vendite, i così detti beni di Giffen.

⁸⁴ V. <https://www.forexinfo.it/ROI-significato-cos-e-il-ritorno>

⁸⁵ Solitamente nell'analizzare la redditività di un'impresa si prendono in considerazione i tre esercizi precedenti quello di valutazione, ma tale dato può sensibilmente variare in base al settore in cui l'impresa opera.

anche un benchmark⁸⁶ di riferimento, utile per confrontare la propria profittabilità operativa con quella dei principali competitors. Difficilmente ci si soffermerà su di un'analisi svolta esclusivamente tramite l'utilizzo del ROS, di fatti, l'analisi di tale indice viene svolta in concomitanza con gli altri principali indici di redditività, quali ROE, ROI e ROA in modo da poter compiere un'analisi quanto più possibile completa, non solo sulla redditività aziendale ma anche sulla gestione dei livelli di indebitamento⁸⁷. Il ROS può assumere diversi valori:

- $ROS > 0$; una parte dei ricavi eccede i costi operativi e può quindi essere destinata alla copertura di eventuali oneri extra-caratteristici, finanziari e straordinari e successivamente può essere destinata alla remunerazione del capitale investito nell'impresa da parte degli azionisti,
- $ROS = 0$; la capacità remunerativa dei ricavi caratteristici è limitata alla sola copertura dei costi della gestione caratteristica, quindi la copertura di eventuali oneri finanziari ed extra-caratteristici e la presenza di utili, è subordinata alla presenza di ricavi extra-caratteristici, quali i proventi finanziari ed i proventi straordinari,
- $ROS < 0$; vi è l'incapacità da parte dei ricavi caratteristici a coprire i costi della gestione caratteristica, oltre che degli oneri finanziari, straordinari ed extra-caratteristici, ed alla remunerazione del capitale proprio. Una tale situazione è sinonimo di una grave crisi a livello produttivo e gestionale⁸⁸.

⁸⁶ Metodologia di analisi basata sul confronto sistematico dei propri risultati. Permette, alle aziende che lo applicano, di compararsi con altre imprese e soprattutto di apprendere da queste per migliorarsi. Esistono varie tipologie di benchmarking, ma quello più utilizzato per fini analitici-reddituali, è il benchmarking competitivo.

⁸⁷ V. <https://www.forexinfo.it/ROS>

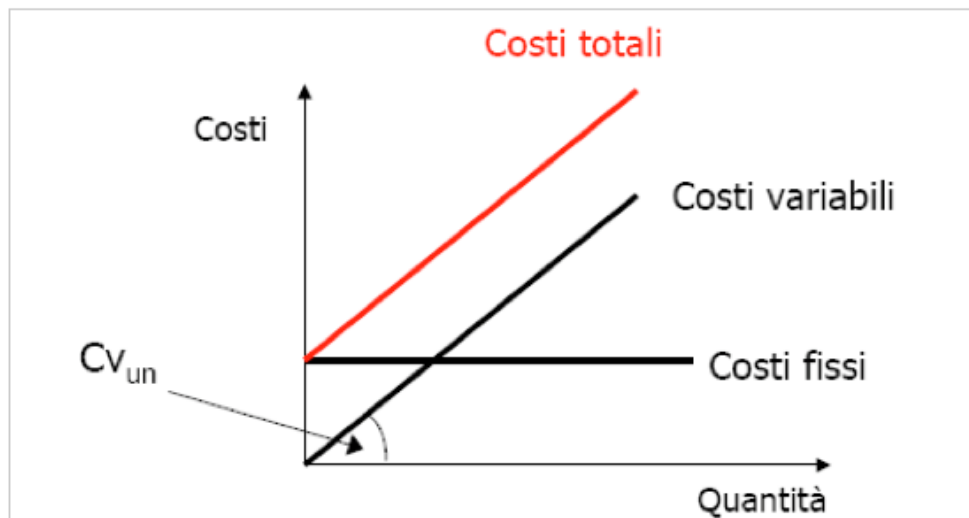
⁸⁸ V. <https://www.forexinfo.it/ROI-significato-cos-e-il-ritorno>

3.4 LEVA OPERATIVA

“L’effetto di leva operativa esprime la sensibilità del reddito operativo alle variazioni dei volumi dei ricavi”⁸⁹. Il valore di tale leva è misurato attraverso il grado di leva operativa (GLO), rappresentato dal rapporto tra le variazioni percentuali del reddito operativo e del valore delle vendite:

$$\text{GLO} = \Delta \% \text{ Reddito Operativo} / \Delta \% \text{ Vendite}$$

Tramite tale rapporto si riesce a stabilire, data una determinata variazione del volume delle vendite, di quanto varierà il valore del reddito operativo. Il grado di leva operativa dipende principalmente dalla struttura dei costi dell’impresa, ovvero dai costi variabili e dai costi fissi.

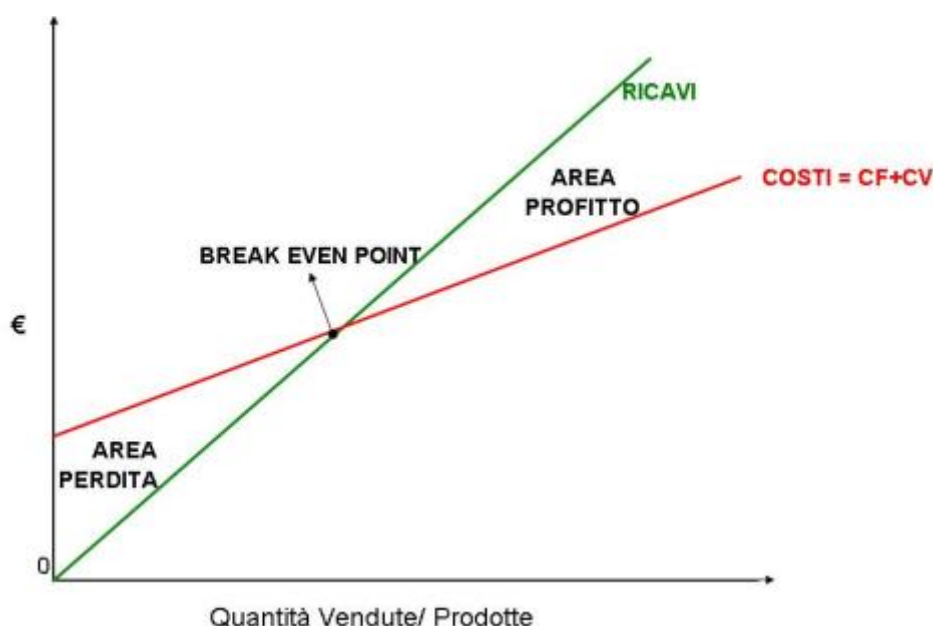


I costi variabili variano proporzionalmente alla quantità prodotta, sono composti prevalentemente dagli esborsi per l’acquisto delle materie prime, per le lavorazioni esterne e per le provvigioni. I costi fissi, invece, non variano al variare della quantità prodotta, bensì rimangono fissi entro determinati livelli di quantità⁹⁰. I costi totali, dati dalla somma tra i costi fissi ed i costi variabili, hanno un punto di partenza, nel grafico, pari ai costi fissi, di fatti anche se la quantità prodotta fosse pari a zero vi sarebbero comunque determinati costi da dover sostenere, mentre aumentano in relazione alla quantità prodotta con la stessa pendenza dei costi variabili. Il

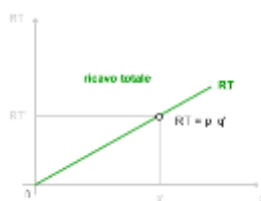
⁸⁹ Cfr. G. Fiori, R. Tiscini, Economia Aziendale, EGEA, pag. 373.

⁹⁰ Più precisamente i costi fissi dovrebbero essere rappresentati da una retta spezzata in più punti a forma di “gradini”, di fatti una volta giunti al massimo livello di capacità produttiva, dato un valore dei costi fissi, vi sarà bisogno di installare nuove apparecchiature per incrementare la quantità producibile e quindi si segnalerà un aumento dei costi fissi. Ciò avviene ogni qualvolta si raggiunge il massimo della capacità produttiva.

confronto tra il grafico dei costi e quello dei ricavi⁹¹ evidenzia che per volumi di quantità prodotte esigui, i costi sono maggiori dei ricavi, quindi l'impresa rileverà una perdita (Area perdita), mentre per volumi di quantità prodotta elevati, i ricavi saranno maggiori dei costi, quindi si segnalerà un utile (Area profitto).



Tuttavia però vi è un punto in cui le rette dei costi e dei ricavi si intersecano, e tale è il punto in cui i costi e ricavi si equivalgono, ed in cui l'impresa non rileverà né un utile né una perdita, il c.d. punto di pareggio o break even point. Il valore di break even può essere elevato o esiguo in funzione esclusivamente della struttura dei costi dell'impresa o della funzione dei ricavi, la struttura varia in base al settore in cui l'impresa opera, ad esempio nelle attività di commercio sono maggiori i costi variabili rispetto ai costi fissi, quindi il grado di leva operativa sarà minore. Nei settori dell'industria pesante o della gestione delle infrastrutture, invece, sono maggiori i costi fissi, quindi vi sarà un grado di leva operativa minore⁹². Nelle imprese con un alto GLO la sensibilità del reddito al variare dei volumi di vendita è maggiore poiché al variare della quantità venduta sono maggiori i costi fissi rispetto ai variabili, di conseguenza la variabile principale da cui dipende la redditività dell'impresa, ed anche il rischio di perdite, è il volume delle vendite. Nelle imprese con un basso GLO, invece, la variabile da cui dipende la generazione di profitti da parte dell'impresa è il margine di contribuzione⁹³⁹⁴.



⁹¹

⁹² V. G. Fiori, R. Tiscini, Economia Aziendale, EGEA, pag. 375

⁹³ Differenza tra il prezzo di vendita e il costo variabile.

⁹⁴ Cfr. G. Fiori, R. Tiscini, Economia Aziendale, EGEA, pag. 375.

L'effetto di leva operativa, ha come base due assunzioni o condizioni:

- La prima, è che non vi siano variazioni di capacità produttiva tali da indurre un aumento dei costi fissi,
- La seconda, è che non vi siano variazioni nell'efficienza dell'impresa, ovvero variazioni sia dei costi fissi che dei costi variabili

Tali assunzioni, però, non sono elevate a condizioni di esistenza della leva operativa e non ostacolano i ragionamenti compiuti nel paragrafo, bensì hanno come conseguenza la necessità di ampliare lo scenario di studio introducendo ulteriori variabili nel modello di analisi⁹⁵.

⁹⁵ V. G. Fiori, R. Tiscini, Economia Aziendale, EGEA, pag. 375.

4 ANALISI BILANCIO CONSOLIDATO ENI

4.1 ANALISI DI REDDITIVITA' BILANCIO CIVILISTICO 2013

Conto economico

(€)	Note	2012		2013	
		Totale	di cui verso parti correlate	Totale	di cui verso parti correlate
RICAVI	(35)				
Ricavi della gestione caratteristica		51.196.812.670	17.224.263.251	48.215.101.668	16.505.460.618
Altri ricavi e proventi		266.789.126	43.472.294	263.499.920	39.920.733
Totale ricavi		51.463.601.796		48.478.601.588	
COSTI OPERATIVI	(36)				
Acquisti, prestazioni di servizi e costi diversi		(50.282.612.310)	(29.495.002.359)	(48.761.428.424)	(26.098.541.879)
Costo lavoro		(925.456.293)		(1.174.678.337)	
ALTRI PROVENTI (ONERI) OPERATIVI		(173.132.958)	(160.466.035)	(167.500.094)	(218.743.820)
AMMORTAMENTI E SVALUTAZIONI		(1.125.890.464)		(1.635.248.536)	
UTILE OPERATIVO		(1.043.490.229)		(3.260.253.803)	
PROVENTI (ONERI) FINANZIARI	(37)				
Proventi finanziari		3.539.199.880	402.885.809	2.080.739.355	255.399.582
Oneri finanziari		(4.019.943.804)	(58.209.162)	(2.459.157.423)	(22.098.332)
Proventi netti da attività finanziarie destinate al trading				3.792.751	
Strumenti derivati		(240.476.514)	(221.248.577)	(90.902.345)	(929.988)
		(721.220.438)		(465.527.662)	
PROVENTI (ONERI) SU PARTECIPAZIONI	(38)	8.666.357.397	3.409.799.175	8.339.896.022	
UTILE ANTE IMPOSTE - CONTINUING OPERATIONS		6.901.646.730		4.614.114.557	
Imposte sul reddito	(39)	(693.680.174)		(204.336.629)	
UTILE NETTO DELL'ESERCIZIO - CONTINUING OPERATIONS		6.207.966.556		4.409.777.928	
UTILE NETTO DELL'ESERCIZIO - DISCONTINUED OPERATIONS	(40)	2.870.520.063	1.398.926.210		
UTILE NETTO DELL'ESERCIZIO		9.078.486.619		4.409.777.928	

⁹⁶ Cfr. https://www.eni.com/docs/it_IT/eni-com/documentazione-archivio/documentazione/bilanci-rapporti/rapporti-2013/Relazione-finanziaria-annuale-2013.pdf

Stato patrimoniale

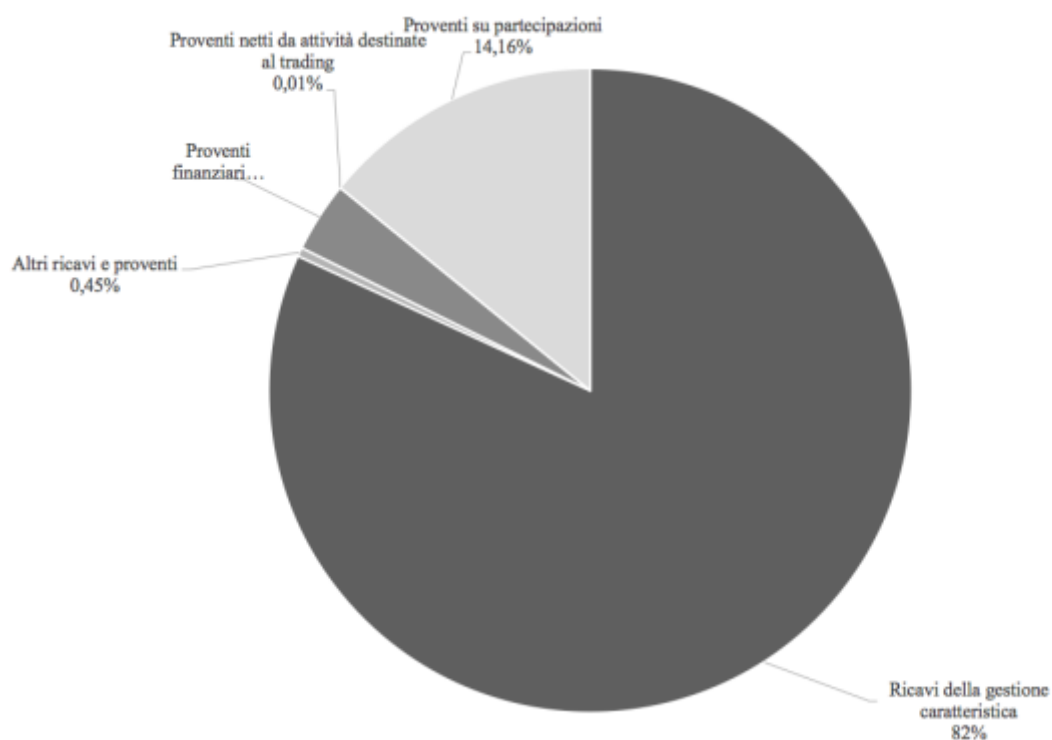
		31.12.2012		31.12.2013	
(€)	Note	Totale	di cui verso parti correlate	Totale	di cui verso parti correlate
ATTIVITÀ					
Attività correnti					
Disponibilità liquide ed equivalenti	(7)	6.399.916.254	19.305.267	3.887.722.405	27.563.102
Attività finanziarie destinate al trading	(8)			5.004.361.244	
Crediti commerciali e altri crediti:	(9)	22.907.368.151	13.922.225.997	18.886.852.461	10.212.390.767
- crediti finanziari		9.435.807.851		5.814.510.602	
- crediti commerciali e altri crediti		13.471.560.300		13.072.341.859	
Rimanenze	(10)	2.447.948.727		2.162.363.372	
Attività per imposte sul reddito correnti	(11)	314.108.872		293.937.343	
Attività per altre imposte correnti	(12)	367.551.124		157.983.865	
Altre attività correnti	(13)	658.854.820	349.868.658	844.516.124	360.579.234
		33.095.747.948		31.237.736.814	
Attività non correnti					
Immobili, impianti e macchinari	(14)	6.926.505.878		6.467.890.601	
Rimanenze immobilizzate - scorte d'obbligo	(15)	2.663.844.670		2.648.904.840	
Attività immateriali	(16)	1.155.488.351		1.210.076.234	
Partecipazioni	(17)	32.024.348.077		34.960.832.443	
Altre attività finanziarie	(18)	2.784.388.004	2.736.673.751	2.872.667.683	2.824.823.377
Attività per imposte anticipate	(19)	1.837.874.294		1.840.432.621	
Altre attività non correnti	(20)	3.094.788.693	225.116.851	2.492.853.958	178.594.589
		50.487.237.967		52.493.658.380	
Attività destinate alla vendita	(21)	15.595.336		10.212.373	
TOTALE ATTIVITÀ		83.598.581.251		83.741.607.567	
PASSIVITÀ E PATRIMONIO NETTO					
Passività correnti					
Passività finanziarie a breve termine	(22)	4.749.968.134	4.717.923.052	4.495.356.535	4.366.809.721
Quote a breve di passività finanziarie a lungo termine	(23)	2.704.598.113	975.783	1.929.193.983	808.795
Debiti commerciali e altri debiti	(24)	9.675.200.154	4.428.457.936	8.482.221.084	4.426.065.358
Passività per imposte sul reddito correnti	(25)	81.367.853			
Passività per altre imposte correnti	(26)	1.514.539.973		1.598.722.360	
Altre passività correnti	(27)	889.113.953	508.484.294	1.203.297.079	601.319.217
		19.614.788.180		17.708.791.041	
Passività non correnti					
Passività finanziarie a lungo termine	(28)	16.833.824.422	296.726.257	18.783.683.993	296.476.641
Fondi per rischi e oneri	(29)	4.092.543.996		4.207.773.114	
Fondi per benefici ai dipendenti	(30)	332.675.394		340.744.925	
Altre passività non correnti	(31)	2.187.034.685	720.309.652	1.967.409.827	438.666.395
		23.446.078.497		25.299.611.859	
Passività direttamente associabili ad attività destinate alla vendita	(32)	567.570			
TOTALE PASSIVITÀ		43.061.434.247		43.008.402.900	
PATRIMONIO NETTO					
Capitale sociale	(33)	4.005.358.876		4.005.358.876	
Riserva legale		959.102.123		959.102.123	
Altre riserve		28.651.491.301		33.552.485.626	
Acconto sul dividendo	(1.956.310.403)			(1.992.538.374)	
Azioni proprie	(200.981.512)			(200.981.512)	
Utile netto dell'esercizio	9.078.486.619			4.409.777.928	
TOTALE PATRIMONIO NETTO		40.537.147.004		40.733.204.667	
TOTALE PASSIVITÀ E PATRIMONIO NETTO		83.598.581.251		83.741.607.567	

Nella prima parte di questa analisi ci si soffermerà ad analizzare quali sono state le voci del conto economico, ed il loro peso, nella formazione di utili da parte di Eni. Successivamente si analizzeranno quelle che sono state, invece, le componenti di costo, le quali verranno confrontate con le componenti positive di reddito in modo da poter mostrare i saldi delle aree di gestione. Infine si andranno ad analizzare e a commentare gli indici reddituali in modo da avere una completa analisi concernente l'aspetto reddituale di Eni.

Tab n.1

Componenti Utile:		
Totale Utile	58.903.029.716,00 €	
Ricavi della gestione caratteristica	48.215.101.668 €	82%
Altri ricavi e proventi	263.499.920 €	0,45%
Proventi finanziari	2.080.739.355 €	3,53%
Proventi netti da attività destinate al trading	3.792.751 €	0,01%
Proventi su partecipazioni	8.339.896.022 €	14,16%

⁹⁸

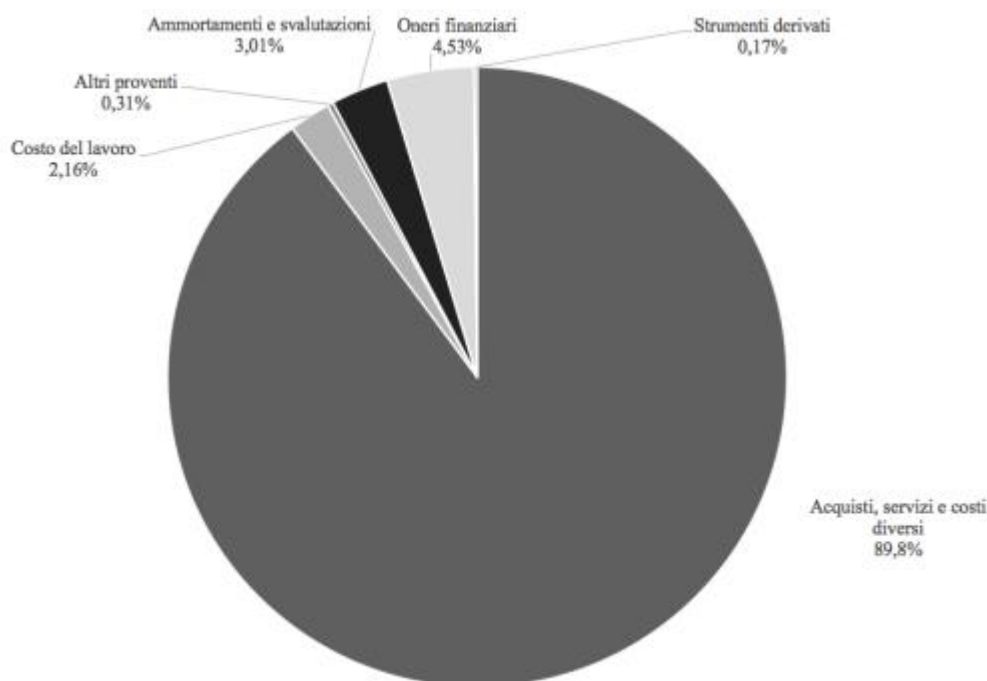


⁹⁸ Dati forniti da: https://www.eni.com/docs/it_IT/eni-com/documentazione-archivio/documentazione/bilanci-rapporti/rapporti-2013/Relazione-finanziaria-annuale-2013.pdf

Nella tabella n.1 sono riportate le componenti positive di reddito in cui si può notare una forte percentuale di entrate derivanti dalla gestione caratteristica dell'azienda che dimostra come la maggior parte dei ricavi di Eni derivi dalle unità di Gas naturale e gpl (19.944 Mln €) e Prodotti petroliferi (19.072 Mln €). La seconda componente più importante all'interno della tabella è quella dei Proventi su partecipazioni, 8.339.896.022 €, il 14,16%, questa componente risulta fondamentale per la creazione di utili da parte di Eni in quanto, come si vedrà successivamente, i ricavi caratteristici non riescono a coprire i costi operativi. I più importanti dividendi che contribuiscono alla formazione di tale voce sono quelli di Eni International BV (6.966 Mln €) e di Eni Investments PIC (1.964 Mln €)⁹⁹.

Tab. n.2

Componenti di costo:		
Totale costi:	54.288.915.159 €	
Acquisti, prestazione di servizi e costi diversi	48.761.428.424 €	89,8%
Costo del lavoro	1.174.678.337 €	2,16%
Altri proventi (oneri operativi)	167.500.094 €	0,31%
Ammortamenti e Svalutazioni	1.635.248.536 €	3,01%
Oneri finanziari	2.459.157.423 €	4,53%
Strumenti derivati	90.902.345 €	0,17%



⁹⁹ Dati forniti da: https://www.eni.com/docs/it_IT/eni-com/documentazione-archivio/documentazione/bilanci-rapporti/rapporti-2013/Relazione-finanziaria-annuale-2013.pdf

Nella tabella n.2¹⁰⁰ sono riportate le componenti di costo di cui ben l'89,8% risulta essere riconducibile a costi per acquisti di materie (37.130 Mln €), costi per prestazione di servizi (9.026 Mln €) e costi diversi (2.605 Mln €). Per quanto concerne l'acquisto di materie prime, il solo approvvigionamento di Gas naturale assorbe 17.408 Mln € mentre i costi per acquisire materie prime e sussidiare risultano essere pari a 14.104 Mln €. Nei costi per servizi l'elemento fondamentale che ne contribuisce la formazione è il costo di trasporto, sia del gas naturale (3.210 Mln), sia dell'energia elettrica (1.036 Mln). La seconda componente, per peso, all'interno dei costi è quella riguardante gli oneri finanziari (4,53%) la quale si caratterizza per il pagamento di interessi e altri oneri su prestiti obbligazionari per 659 Mln €¹⁰¹. Per quanto concerne gli ammortamenti e le svalutazioni, il 3,01% del totale dei costi, questi si dividono in 855 Mln € per gli ammortamenti e 780 Mln € per le svalutazioni. Andando ad analizzare le singole aree di gestione si nota che la gestione caratteristica di Eni risulta essere in negativo, di fatti i ricavi di vendita (48.478.601.588 €) non riescono a coprire i costi operativi (51.738.855.391 €), definendo così un reddito operativo negativo di -3.260.253.803. Questo è un forte campanello d'allarme per Eni, di fatti un'azienda che, attraverso la sua gestione caratteristica, non riesce a generare profitti sicuramente non potrà essere definita fiorente. Alla negatività della gestione caratteristica si aggiunge inoltre l'area finanziaria che presenta un saldo negativo di -465.527.662 €. Un aspetto positivo all'interno del conto economico di Eni però si presenta nell'area extra-caratteristica, la quale genera un utile di 8.339.896.022 € e di fatto permette ad Eni di registrare al termine dell'anno un utile lordo di 4.614.114.557 €, il quale al netto delle imposte, 204.336.629 €, risulta essere di 4.409.777.928 €. ¹⁰²

¹⁰⁰ Dati forniti da: https://www.eni.com/docs/it_IT/eni-com/documentazione-archivio/documentazione/bilanci-rapporti/rapporti-2013/Relazione-finanziaria-annuale-2013.pdf

¹⁰¹ I dati fin qui riportati si intendono al lordo delle voci corrispondenti, positive o negative, e quindi possono essere diversi rispetto a quelle riportate nel Conto Economico e nello Stato Patrimoniale.

¹⁰² Dati forniti da: https://www.eni.com/docs/it_IT/eni-com/documentazione-archivio/documentazione/bilanci-rapporti/rapporti-2013/Relazione-finanziaria-annuale-2013.pdf

INDICE	DESCRIZIONE	VALORE
ROE	U.n. / P.n.	10,83%
ROI	EBIT / CION	-9,29%
ROI extraoperativo	Utile extreop. / Impieghi extraop.	16,18%
RONA	(Ebit + ut.extraop.) / (CION + Imp. Extraop.)	5,51%
ROS	EBIT / Ricavi di Vendita	-6,76%
Incidenza gestione extracaratteristica	Utile netto / Reddito Operativo	- 1,35
Leverage	Totale Attività / Patrimonio Netto	2,06
Capital Turnover	Ricavi da vendite / CION	1,37

Il ROE, l'indice per eccellenza all'interno dell'analisi di redditività risulta essere di 10,83%, elevato, e che remunera in maniera piuttosto soddisfacente l'equity, confrontandolo con il rendimento medio annuale dei Bot a 12 mesi del 2013¹⁰³, 0,553%, si può notare come il premio per il rischio d'impresa di Eni nel 2013 fosse pari a 10,297%. Uno dei limiti del ROE però è il fatto di non espletare la formazione del utile netto e di fatti, nel caso di Eni, da ciò possono scaturire errori, in quanto la redditività è positiva formata attraverso l'area extra-caratteristica. Andando ad analizzare anche il ROI si nota che questo indice ha un valore negativo pari a -9,29%, risultato eloquente di una area caratteristica non profittevole, caratterizzata da un reddito operativo negativo. Di conseguenza, dato l'utile netto positivo, il ROI extra-operativo è pari a 16,18%, risultato molto elevato ma comunque non inaspettato data una gestione extra-caratteristica che genera un profitto di 8.339.896.022 €, ricavo che, in termini di peso percentuale all'interno delle componenti di reddito può sembrare ininfluenza ma che permette ad Eni di registrare un utile netto positivo. Il RONA, 5,51%, esprime una media tra il ROI ed il ROI extra-operativo, con pesi rappresentanti questi due indici, la sua positività è derivante da un ROI extra-operativo molto elevato, che permette di coprire una gestione caratteristica in deficit e di avere un "ritorno" sull'investimento positivo, anche se derivante totalmente dall'area extra-caratteristica della società. Anche il ROS risulta essere negativo, -6,76%, indice, di come la gestione caratteristica, al netto dei costi, non riesca a generare utili. L'Incidenza della gestione extra-caratteristica ha un valore negativo di -1,35 ed esprime ancora una volta quanto la gestione extra-caratteristica abbia un peso notevole nella formazione di utili da parte di Eni. Il Leverage, rapporto di indebitamento, è pari a 2,06 ed esprime una quasi neutralità di scelta tra il capitale proprio, 40.733.204.667 €, il capitale di terzi 43.008.402.900 €. In questo caso non vi è uno squilibrio

¹⁰³ <https://www.bancaditalia.it/compiti/operazioni-mef/rendistato-rendiob/documenti/rendistato-2013.pdf>

notevole tra le due principali forme di finanziamento che permettono di avere una situazione finanziaria, apparentemente equilibrata. Infine il Capital Turnover è pari a 1,37 indicante come l'utilizzo degli impieghi si rinnovi poco più di una volta all'interno dell'esercizio, apparentemente poco elevato, ma si richiede una valutazione di tale indice anche in base alla media del settore in cui Eni opera.

4.2 ANALISI REDDITIVITA' BILANCIO CIVILISTICO 2014

Conto economico

(€)	Note	2013 ^(a)		2014	
		Totale	di cui verso parti correlate	Totale	di cui verso parti correlate
RICAVI	(34)				
Ricavi della gestione caratteristica		48.018.257.668	16.242.320.859	42.349.647.865	14.736.630.787
Altri ricavi e proventi		270.698.920	39.918.159	359.213.904	86.391.383
Totale ricavi		48.288.956.588		42.708.861.769	
COSTI OPERATIVI	(35)				
Acquisti, prestazioni di servizi e costi diversi		(48.516.896.424)	(25.771.874.265)	(41.781.292.583)	(21.699.368.527)
Costo lavoro		(1.196.885.337)		(1.073.035.032)	
ALTRI PROVENTI (ONERI) OPERATIVI		(167.500.094)	(218.743.820)	(79.273.951)	(318.021.813)
AMMORTAMENTI E SVALUTAZIONI		(1.740.134.536)		(1.260.347.578)	
UTILE OPERATIVO		(3.332.459.803)		(1.485.087.375)	
PROVENTI (ONERI) FINANZIARI	(36)				
Proventi finanziari		2.080.926.355	252.644.558	1.426.005.179	247.165.036
Oneri finanziari		(2.464.343.423)	(22.098.332)	(1.919.215.997)	(16.631.194)
Proventi netti su attività finanziarie destinate al trading		3.792.751		23.799.369	
Strumenti derivati		(90.902.345)	(930.344)	330.023.966	232.296.144
		(470.526.662)		(139.387.483)	
PROVENTI (ONERI) SU PARTECIPAZIONI	(37)	8.401.534.112		5.522.666.992	(4.609.419)
UTILE ANTE IMPOSTE		4.598.547.647		3.898.192.134	
Imposte sul reddito	(38)	(184.342.629)		556.512.128	
UTILE NETTO DELL'ESERCIZIO		4.414.205.018		4.454.704.262	

(a) Le informazioni sulla riesposizione dei dati comparativi determinati in applicazione dei nuovi principi IFRS 10 e 11 sono indicate alla nota n. 4 - Modifica dei criteri contabili.

¹⁰⁴ Cfr. https://www.eni.com/docs/it_IT/eni-com/documentazione-archivio/documentazione/bilanci-rapporti/rapporti-2014/Relazione-finanziaria-annuale-2014.pdf

Stato patrimoniale

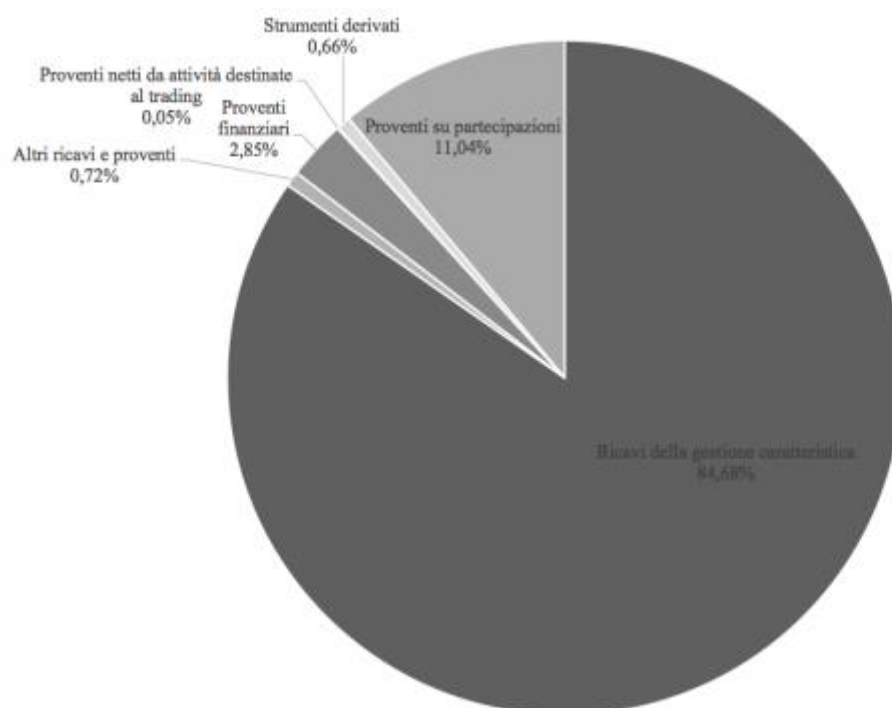
		01.01.2013 ⁽¹⁾		31.12.2013 ⁽¹⁾		31.12.2014	
[€]	Note	Totale	di cui verso parti correlate	Totale	di cui verso parti correlate	Totale	di cui verso parti correlate
ATTIVITÀ							
Attività correnti							
Disponibilità liquide ed equivalenti	(7)	6.399.949.254	19.305.267	3.894.418.405	27.563.102	4.280.353.132	234.952.009
Altre attività finanziarie destinate al trading	(8)			5.004.361.244		5.023.971.368	
Crediti commerciali e altri crediti:	(9)	22.881.108.151	13.863.826.806	18.783.782.461	10.042.738.579	20.830.851.693	12.228.345.669
- crediti finanziari		9.414.553.851		5.744.461.602		6.788.420.381	
- crediti commerciali e altri crediti		13.466.554.300		13.039.320.859		14.042.431.312	
Rimanenze	(10)	2.465.321.727		2.189.730.372		1.699.015.880	
Attività per imposte sul reddito correnti	(11)	314.108.872		292.937.343		154.902.363	
Attività per altre imposte correnti	(12)	376.329.124		174.884.865		399.000.715	
Altre attività correnti	(13)	659.281.820	349.868.658	845.600.124	360.579.234	2.417.245.948	1.225.749.257
		33.096.098.948		31.185.714.814		34.805.341.099	
Attività non correnti							
Immobili, impianti e macchinari	(14)	7.237.526.878		6.792.237.601		7.421.744.565	
Rimanenze immobilizzate - scorte d'obbligo	(15)	2.663.844.670		2.648.904.840		1.529.686.249	
Attività immateriali	(16)	1.157.083.351		1.212.240.234		1.196.898.982	
Partecipazioni	(17)	31.856.864.630		34.746.838.306		32.871.507.365	
Altre attività finanziarie	(18)	2.767.315.004	2.719.601.220	2.872.667.683	2.824.786.224	3.979.607.879	3.924.296.968
Attività per imposte anticipate	(19)	1.834.302.294		1.926.947.621		1.726.861.294	
Altre attività non correnti	(20)	3.094.788.693	225.116.851	2.492.896.958	178.594.589	1.672.882.680	114.738.436
		50.611.725.520		52.692.733.243		50.399.189.014	
Attività destinate alla vendita	(21)	15.595.336		10.212.373		14.477.711	
TOTALE ATTIVITÀ		83.723.419.804		83.888.660.430		85.219.007.824	
PASSIVITÀ E PATRIMONIO NETTO							
Passività correnti							
Passività finanziarie a breve termine	(22)	4.794.855.134	4.717.715.225	4.535.810.535	4.360.494.485	3.798.653.941	3.630.498.344
Quote a breve di passività finanziarie a lungo termine	(23)	2.704.598.113	975.783	1.929.193.983	808.795	3.487.775.696	780.255
Debiti commerciali e altri debiti	(24)	9.685.364.154	4.347.498.556	8.478.090.084	4.290.638.348	9.533.078.571	6.049.948.966
Passività per imposte sul reddito correnti	(25)	81.425.853		1.869.000		3.382.843	
Passività per altre imposte correnti	(26)	1.515.190.973		1.599.691.360		1.227.274.640	
Altre passività correnti	(27)	943.754.953	508.484.294	1.293.564.079	601.319.217	2.647.654.320	1.120.671.406
		19.725.189.180		17.838.219.041		20.697.820.011	
Passività non correnti							
Passività finanziarie a lungo termine	(28)	16.833.824.422	296.726.257	18.783.683.993	296.476.641	17.400.018.122	297.226.370
Fondi per rischi e oneri	(29)	4.097.570.996		4.212.324.114		4.514.056.841	
Fondi per benefici ai dipendenti	(30)	335.881.394		344.316.925		381.117.207	
Altre passività non correnti	(31)	2.187.034.685	720.309.652	1.967.409.827	438.666.395	1.697.183.848	412.881.098
		23.454.311.497		25.307.734.859		23.992.376.018	
Passività direttamente associabili ad attività destinate alla vendita		567.570					
TOTALE PASSIVITÀ		43.180.068.247		43.145.953.900		44.690.196.029	
PATRIMONIO NETTO (32)							
Capitale sociale		4.005.358.876		4.005.358.876		4.005.358.876	
Riserva legale		959.102.123		959.102.123		959.102.123	
Altre riserve		28.657.695.854		33.557.560.399		33.710.381.852	
Acconto sul dividendo	(1.956.310.403)			(1.992.538.374)		(2.019.687.674)	
Azioni proprie	(200.981.512)			(200.981.512)		(581.047.644)	
Utile netto dell'esercizio		9.078.486.619		4.414.205.018		4.454.704.262	
TOTALE PATRIMONIO NETTO		40.543.351.557		40.742.706.530		40.528.811.795	
TOTALE PASSIVITÀ E PATRIMONIO NETTO		83.723.419.804		83.888.660.430		85.219.007.824	

¹⁰⁵ Cfr. https://www.eni.com/docs/it_IT/eni-com/documentazione-archivio/documentazione/bilanci-rapporti/rapporti-2014/Relazione-finanziaria-annuale-2014.pdf

Componenti Utile:

Totale Utile	50.011.357.275,00 €	
Ricavi della gestione caratteristica	42.349.647.865,00 €	84,68%
Altri ricavi e proventi	359.213.904,00 €	0,72%
Proventi finanziari	1.426.005.179,00 €	2,85%
Proventi netti da attività destinate al trading	23.799.369,00 €	0,05%
Strumenti derivati	330.023.966,00 €	0,66%
Proventi su partecipazioni	5.522.666.992,00 €	11,04%

106

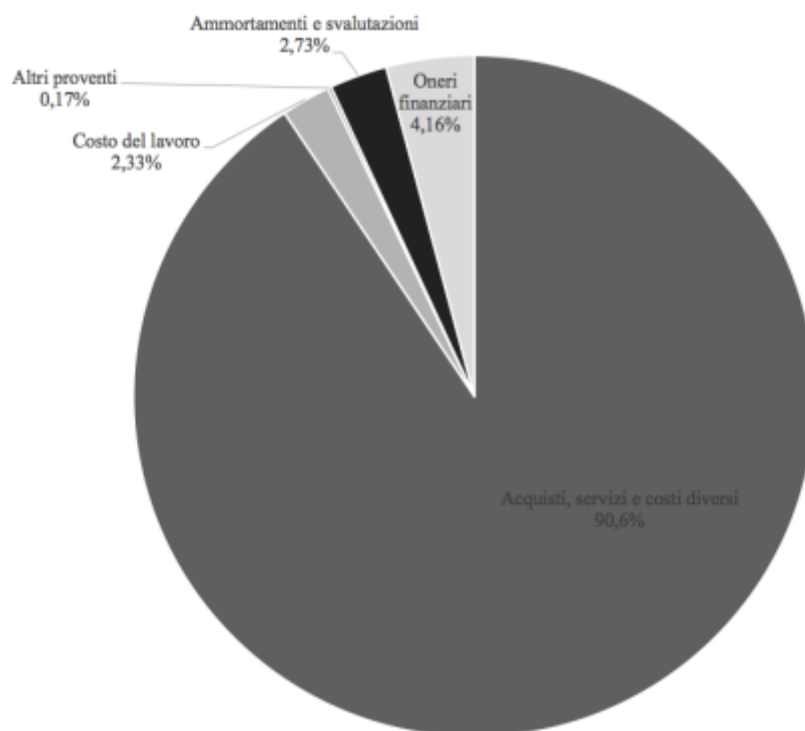


¹⁰⁶ Dati forniti da: https://www.eni.com/docs/it_IT/eni-com/documentazione-archivio/documentazione/bilanci-rapporti/rapporti-2014/Relazione-finanziaria-annuale-2014.pdf

Nella tabella numero 3 sono riportate le componenti positive di reddito ed il loro peso, si può notare immediatamente come l'84,68% del totale utile lordo sia composto dai ricavi della gestione caratteristica, derivanti per 17.013 Mln € dalla vendita di gas naturale e gpl e per 16.465 Mln € dalla vendita di prodotti petroliferi. A completare i ricavi caratteristici vi sono inoltre altri ricavi e proventi con un peso minore pari allo 0,72%. I proventi da partecipazione, pari all'11,04%, sono, dopo i ricavi caratteristici, la voce più remunerativa del conto economico e derivano principalmente dalla partecipazione di Eni S.p.a. in Eni International BV (6.523 Mln €). Il 2,85% degli utili lordi è rappresentato dai proventi finanziari, riconducibili per 692 Mln a differenze attive di cambio realizzate, e per 371 Mln € da differenze attive di cambio da valutazione. All'interno dei proventi finanziari sono inclusi inoltre 172 Mln € derivanti da interessi su attività finanziarie strumentali all'attività operativa.¹⁰⁷

Tab. n.4

Componenti di costo:		
Totale costi:	46.113.165.141 €	
Acquisti, prestazione di servizi e costi diversi	41.781.292.583 €	90,6%
Costo del lavoro	1.073.035.032 €	2,33%
Altri proventi (oneri operativi)	79.273.951 €	0,17%
Ammortamenti e Svalutazioni	1.260.347.578 €	2,73%
Oneri finanziari	1.919.215.997 €	4,16%



¹⁰⁷ Dati forniti da: https://www.eni.com/docs/it_IT/eni-com/documentazione-archivio/documentazione/bilanci-rapporti/rapporti-2014/Relazione-finanziaria-annuale-2014.pdf

Nella tabella n.4 sono riportate le componenti di costo relative all'esercizio 2014 di Eni, la quasi totalità di essi, 90,60%, sono rappresentati dai costi per acquisti di materie prime, 30.633 Mln, derivanti dall'acquisto di gas naturale per 14.115 Mln € e dall'acquisto di materie prime e sussidiarie per 11.081 Mln €. I costi per servizi, 8.048 Mln, derivano dal trasporto e dalla distribuzione di gas naturale (3.040 Mln €) e di energia elettrica (1.112 Mln €). La seconda componente con maggiore peso nel conto economico di Eni, tra i costi, è rappresentata dagli oneri finanziari, il 4,16%, di cui 680 Mln € derivanti dal pagamento di interessi e altri oneri su prestiti obbligazionari, 823 Mln € da differenze passive di cambio realizzate e 234 Mln € da differenze passive di cambio da valutazione. 1.260.347.578 €, il 2,73%, sono costi relativi ad ammortamenti, 1.100 Mln €, e svalutazioni, 160 Mln €.

Per quanto concerne le singole aree di gestione, anche nell'esercizio 2014, Eni S.p.a. non riesce a generare utili attraverso la gestione caratteristica e di fatti presenta un reddito operativo, EBIT, negativo per - 1.485.087.375 €. Il reddito operativo del 2014 è, in valore assoluto, minore rispetto a quello registrato nel 2013, -3.260.253.803 €, ma di certo non può rappresentare un elemento positivo, all'interno del bilancio, avere una redditività operativa negativa. Segno negativo ha anche il saldo dell'area finanziaria, - 139.387.483 €, in cui i proventi finanziari, 1.426.005.179 €, i proventi netti da attività finanziarie destinate al trading, 2.673.080 €, ed i proventi derivanti dall'utilizzo di strumenti derivati, 330.023.966 €, non sono sufficienti a coprire le perdite registrate dagli oneri finanziari, 2.982.911.052 €. Come nell'esercizio 2013, anche nel 2014, l'utile netto registrato da Eni è ricavato grazie ad un'area extra-operativa positiva per 5.522.666.992 € derivante dai proventi su partecipazioni. L'area extra-operativa permette di registrare un EBT di 3.898.192.134 €, il quale, al netto delle imposte, 556.512.128 €, conduce ad un utile netto di fine periodo di 4.454.704.262 €. Le considerazioni fatte per l'esercizio 2013 possono essere in gran parte ricalcate anche nell'esercizio 2014, in special modo quelle concernenti la redditività operativa negativa che, nonostante registri una diminuzione dei costi maggiore rispetto a quella dei ricavi caratteristici rimane pur sempre in "rosso"¹⁰⁸.

¹⁰⁸ Dati forniti da: https://www.eni.com/docs/it_IT/eni-com/documentazione-archivio/documentazione/bilanci-rapporti/rapporti-2014/Relazione-finanziaria-annuale-2014.pdf

INDICE	DESCRIZIONE	VALORE
ROE	U.n. / P.n.	10,99%
ROI	EBIT / CION	-4,06%
ROI extraoperativo	Utile extreop. / Impieghi extraop.	11,06%
RONA	(Ebit + ut.extraop.) / (CION + Imp. Extraop.)	4,57%
ROS	EBIT / Ricavi di Vendita	-3,51%
Incidenza gestione extracaratteristica	Utile netto / Reddito Operativo	- 3,00
Leverage	Totale Attività / Patrimonio Netto	2,10
Capital Turnover	Ricavi da vendite / CION	1,16

Il ROE dell'esercizio 2014 è pari a 10,99%, un incremento della redditività aziendale dovuto ad una diminuzione del patrimonio netto maggiore rispetto a quella dell'utile netto che produce una leggera flessione verso l'alto di tale indice. Anche in questo caso, però, emerge come un ROE, all'apparenza ottimo, possa "nascondere" una redditività operativa negativa, indice di una possibile crisi all'interno di Eni. Il rendimento medio annuale dei BOT a 12 mesi, nel 2014, è stato pari allo 0,313%¹⁰⁹, il che denota un premio per il rischio del 10,677 %. In condizioni usuali, un ROE del 10,99% sarebbe eccellente ma in questo caso, un EBIT negativo frena dall'esprimere un giudizio positivo al riguardo. Analizzando il ROI non sorprende la negatività di esso, -4,06%, dato l'EBIT negativo, bensì, questo indice rispetto all'esercizio precedente risulta notevolmente in calo, dato che il reddito operativo rispetto al 2013 è diminuito, in valore assoluto, di ben 1.775.166.428 €. La situazione non è certamente positiva, ma rispetto all'esercizio precedente sembrano intravedersi dei segnali rassicuranti. Sia il ROI extra-operativo che il RONA risultano essere positivi, rispettivamente, 11,06% il primo e 4,57% il secondo. Il ROI extra-operativo è diminuito (-5,12%), rispetto al passato esercizio, a causa della riduzione dei proventi su partecipazioni, mentre il RONA attenua tale diminuzione grazie all'aumento, in valore assoluto, del ROI. La positività del RONA indica come Eni sia ancora in grado di creare utili, ma solamente attraverso la gestione non caratteristica. Il ROS, -3,51%, risente di un duplice effetto, al numeratore, l'aumento dell'EBIT, mentre al denominatore, la diminuzione dei ricavi di vendita. La forte diminuzione del reddito operativo è inoltre la causa del calo, -1,65 punti, dell'indice di incidenza della gestione extra-caratteristica. Il Leverage registra un leggero aumento di appena 0,04 punti dovuti alla diminuzione del totale delle attività ma lasciando sostanzialmente inalterata la composizione finanziaria di Eni in cui la scelta tra capitale proprio, 40.528.811.795 € e capitale di terzi 44.528.811.795 € non ha subito eccessive variazioni.

¹⁰⁹ <https://www.bancaditalia.it/compiti/operazioni-mef/rendistato-rendiob/documenti/internet-02-01-2014.pdf>

Il Leverage pari a 1,16 non varia di molto rispetto all'esercizio precedente e continua ad essere apparentemente poco elevato ma, ci si riserva di verificare il Leverage medio del settore.¹¹⁰

¹¹⁰ Dati forniti da: https://www.eni.com/docs/it_IT/eni-com/documentazione-archivio/documentazione/bilanci-rapporti/rapporti-2014/Relazione-finanziaria-annuale-2014.pdf

4.3 ANALISI REDDITIVITA' BILANCIO CIVILISTICO 2015

Conto economico

(c)	Note	2014		2014 Riesposto ^(a)		2015	
		Totale	di cui verso parti correlate	Totale	di cui verso parti correlate	Totale	di cui verso parti correlate
RICAVI	[36]						
Ricavi della gestione caratteristica		42.349.647.865	14.736.630.787	42.364.142.401	14.707.173.320	33.653.116.845	10.531.550.485
Altri ricavi e proventi		359.213.904	86.391.383	359.945.493	86.497.992	337.363.910	122.580.112
Totale ricavi		42.708.861.769		42.724.087.894		33.990.480.755	
COSTI OPERATIVI	[37]						
Acquisti, prestazioni di servizi e costi diversi		(41.781.292.583)	(21.699.368.527)	(41.667.813.342)	(21.544.043.878)	(33.237.556.691)	(15.022.522.306)
Costo lavoro		(1.073.035.032)		(1.079.605.257)		(1.148.277.682)	
ALTRI PROVENTI (ONERI) OPERATIVI		(79.273.951)	(318.021.813)	(79.273.951)	(318.021.813)	(622.496.719)	(1.218.261.420)
AMMORTAMENTI E SVALUTAZIONI		(1.260.347.578)		(1.282.588.077)		(1.041.957.276)	
UTILE OPERATIVO		(1.485.087.375)		(1.385.192.733)		(2.059.807.613)	
PROVENTI (ONERI) FINANZIARI	[38]						
Proventi finanziari		1.426.005.179	247.165.036	1.437.040.871	247.071.010	2.641.977.200	273.855.655
Oneri finanziari		(1.919.215.997)	(16.631.194)	(1.932.257.058)	(16.472.801)	(2.981.911.052)	(12.163.465)
Proventi netti su attività finanziarie destinate al trading		23.799.369		23.799.369		2.673.080	
Strumenti derivati		330.023.966	232.296.144	330.023.966	232.296.144	(94.207.472)	(218.316.110)
		(139.387.483)		(141.392.852)		(431.468.244)	
PROVENTI (ONERI) SU PARTECIPAZIONI	[39]	5.522.666.992	(4.609.419)	6.101.392.992	(4.609.419)	6.681.963.391	
UTILE ANTE IMPOSTE		3.898.192.134		4.574.807.407		4.190.687.534	
Imposte sul reddito	[40]	556.512.128		482.105.005		(487.188.840)	
UTILE NETTO DELL'ESERCIZIO							
- Continuing operations		4.454.704.262		5.056.912.412		3.703.498.694	
UTILE NETTO DELL'ESERCIZIO							
- Discontinued operations	[33]			(546.850.000)		(1.785.248.524)	
UTILE NETTO DELL'ESERCIZIO		4.454.704.262		4.510.062.412		1.918.250.170	

[a] Dati 2014 Riesposti per tener conto degli effetti delle "discontinued operations" e delle fusioni di Est Più SpA e Società Ionica Gas SpA, con efficacia degli atti di fusione a decorrere dal 1° dicembre 2015. Le operazioni delle società incorporate, anche ai fini fiscali, sono state imputate al bilancio di Eni dal 1° gennaio 2015.

¹¹¹ Cfr. https://www.eni.com/docs/it_IT/eni-com/documentazione-archivio/documentazione/bilanci-rapporti/rapporti-2015/Relazione-finanziaria-annuale-2015.pdf

Stato patrimoniale

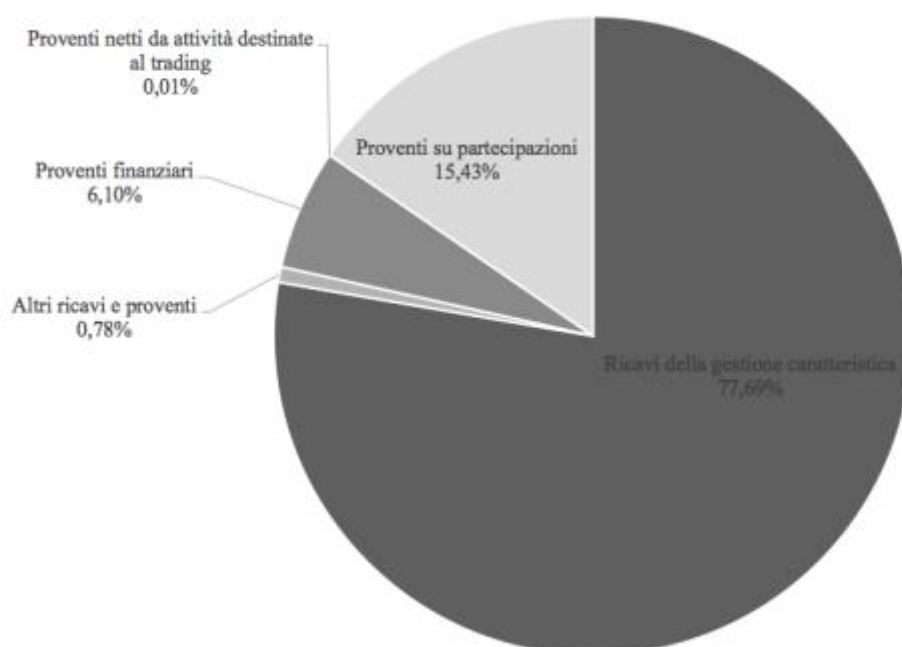
		31.12.2014		31.12.2014 Riepilogo ⁽¹⁾		31.12.2015	
[€]	Note	Totale	di cui verso parti correlate	Totale	di cui verso parti correlate	Totale	di cui verso parti correlate
ATTIVITÀ							
Attività correnti							
Disponibilità liquide ed equivalenti	(8)	4.280.353.132	234.952.009	4.280.705.058	234.952.009	4.132.040.446	158.674.664
Altre attività finanziarie destinate al trading	(9)	5.023.971.368		5.023.971.368		5.028.214.060	
Crediti commerciali e altri crediti:	(10)	20.830.851.693	12.228.345.669	20.831.611.572	12.215.292.382	14.561.548.374	8.945.965.093
- crediti finanziari		6.788.420.381		6.785.320.381		5.991.305.920	
- crediti commerciali e altri crediti		14.042.431.312		14.046.291.191		8.570.242.454	
Rimanenze	(11)	1.699.015.880		1.699.382.431		1.451.677.516	
Attività per imposte sul reddito correnti	(12)	154.902.363		172.395.932		106.907.811	
Attività per altre imposte correnti	(13)	399.000.715		404.648.444		243.947.121	
Altre attività correnti	(14)	2.417.245.948	1.225.749.257	2.417.286.853	1.225.745.610	1.047.000.341	564.500.693
		34.805.341.099		34.830.001.658		26.571.335.669	
Attività non correnti							
Immobili, impianti e macchinari	(15)	7.421.744.565		7.604.928.726		7.502.668.107	
Rimanenze immobilizzate - scorte d'obbligo	(16)	1.529.686.249		1.529.686.249		899.064.137	
Attività immateriali	(17)	1.196.898.982		1.207.647.101		1.203.129.843	
Partecipazioni	(18)	32.871.507.365		32.196.314.433		32.871.012.826	
Altre attività finanziarie	(19)	3.979.607.879	3.924.296.968	3.979.607.879	3.924.296.968	6.968.531.489	6.917.892.212
Attività per imposte anticipate	(20)	1.726.861.294		1.894.105.170		1.445.085.961	
Altre attività non correnti	(21)	1.672.882.680	114.738.436	1.672.966.504	114.752.143	786.077.324	260.988.280
		50.399.189.014		50.085.256.062		51.675.569.687	
Discontinued operations e attività destinate alla vendita	(33)	14.477.711		14.477.711		236.270.038	
TOTALE ATTIVITÀ		85.219.007.824		84.929.735.431		78.483.175.394	
PASSIVITÀ E PATRIMONIO NETTO							
Passività correnti							
Passività finanziarie a breve termine	(22)	3.798.653.941	3.630.498.344	3.616.384.242	3.448.228.580	3.687.275.908	3.573.130.673
Quote a breve di passività finanziarie a lungo termine	(23)	3.487.775.696	780.255	3.487.775.696	780.255	2.514.113.399	665.951
Debiti commerciali e altri debiti	(24)	9.533.078.571	6.049.948.966	9.519.663.479	6.019.636.689	6.369.259.247	3.505.273.080
Passività per imposte sul reddito correnti	(25)	3.382.843		5.485.353		3.744.774	
Passività per altre imposte correnti	(26)	1.227.274.640		1.247.644.099		1.072.676.064	
Altre passività correnti	(27)	2.647.654.320	1.120.671.406	2.647.558.951	1.120.572.917	1.838.221.421	1.322.809.488
		20.697.820.011		20.524.511.820		15.485.290.813	
Passività non correnti							
Passività finanziarie a lungo termine	(28)	17.400.018.122	297.226.370	17.400.018.122	297.226.370	17.958.988.361	547.426.151
Fondi per rischi e oneri	(29)	4.514.056.841		4.621.922.461		3.970.739.024	
Fondi per benefici ai dipendenti	(30)	381.117.207		382.162.818		366.018.829	
Altre passività non correnti	(31)	1.697.183.848	412.881.098	1.698.298.192	412.881.098	1.881.103.894	729.953.066
		23.992.376.018		24.102.401.593		24.176.850.108	
Passività direttamente attribuibili a discontinued operations	(33)					250.687.056	
TOTALE PASSIVITÀ		44.690.196.029		44.626.913.413		39.912.827.977	
PATRIMONIO NETTO							
Capitale sociale		4.005.358.876		4.005.358.876		4.005.358.876	
Riserva legale		959.102.123		959.102.123		959.102.123	
Altre riserve		33.710.381.852		33.429.033.925		33.709.139.945	
Acconto sul dividendo	[2.019.687.674]			[2.019.687.674]		[1.440.456.053]	
Azioni proprie	[581.047.644]			[581.047.644]		[581.047.644]	
Utile netto dell'esercizio		4.454.704.262		4.510.062.412		1.918.250.170	
TOTALE PATRIMONIO NETTO		40.528.811.795		40.302.822.018		38.570.347.417	
TOTALE PASSIVITÀ E PATRIMONIO NETTO		85.219.007.824		84.929.735.431		78.483.175.394	

112

¹¹² Cfr. https://www.eni.com/docs/it_IT/eni-com/documentazione-archivio/documentazione/bilanci-rapporti/rapporti-2015/Relazione-finanziaria-annuale-2015.pdf

Tab. n.5

Componenti Utile		
Totale Utile	43.317.094.426,00 €	
Ricavi della gestione caratteristica	33.653.116.845 €	77,69%
Altri ricavi e proventi	337.363.910 €	0,78%
Proventi finanziari	2.641.977.200 €	6,10%
Proventi netti da attività destinate al trading	2.673.080 €	0,01%
Proventi su partecipazioni	6.681.963.391 €	15,43%

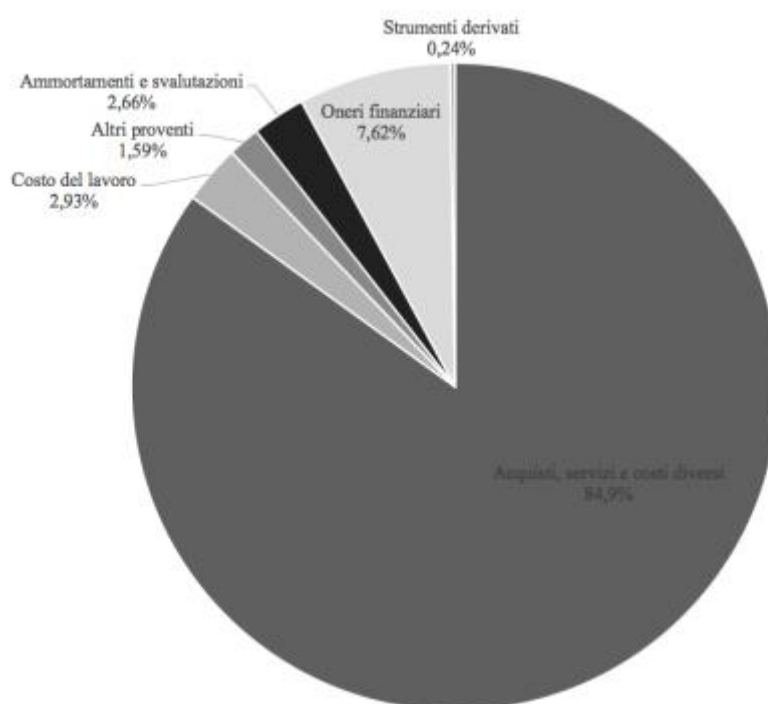


Nella tabella n. 3 sono riportate le componenti positive di reddito, ed in percentuale, quello che è stato il loro peso nella formazione dell'utile al termine dell'esercizio. Il 77,69 % del totale è rappresentato dai ricavi della gestione caratteristica di cui, 14.262 Mln € dalla vendita di gas naturale e 12.721 Mln € dalla vendita di prodotti petroliferi. Un forte aumento su base percentuale è stato registrato dai proventi su partecipazioni che nel conto economico del 2015 hanno un peso del 15,43% derivanti principalmente, per 6.568 Mln € da ENI International BV, per 2.249 Mln € da ENI Gas & Power NV e per 1.021 Mln € da ENI Investments PV. 2.641.977.200 €, il 6,10%, è frutto di proventi finanziari divisi tra differenze attive

di cambio realizzate, 1.834 Mln €, differenze attive di cambio da valutazione, 464 Mln €, ed interessi su crediti finanziari strumentali all'attività operativa, 172 Mln €. ¹¹³

Tab. n.6

Componenti di costo:		
Totale costi:	39.126.406.892 €	
Acquisti, prestazione di servizi e costi diversi	33.237.556.691 €	84,9%
Costo del lavoro	1.148.277.682 €	2,93%
Altri proventi (oneri operativi)	622.496.719 €	1,59%
Ammortamenti e Svalutazioni	1.041.957.276 €	2,66%
Oneri finanziari	2.981.911.052 €	7,62%
Strumenti derivati	94.207.472 €	0,24%



Nella tabella n. 6 sono riportate le componenti di costo del conto economico dell'esercizio 2015 e le relative percentuali. L'84,90% del totale dei costi è rappresentato dagli acquisti di materie prime, 22.614 Mln €, di cui 11.066 Mln € per gas naturale, 8.006 Mln € per materie prime e sussidiarie e 2.584 Mln € per prodotti. Nell'84,90% sono inoltre inclusi costi per servizi, pari a 8.123 Mln €. di cui 3.358 Mln € per

¹¹³ Dati forniti da: https://www.eni.com/docs/it_IT/eni-com/documentazione-archivio/documentazione/bilanci-rapporti/rapporti-2015/Relazione-finanziaria-annuale-2015.pdf

il trasporto e la distribuzione di gas naturale e 1.119 Mln € per il trasporto e la distribuzione di energia elettrica. Un'ulteriore componente dei costi, il 7,62 %, deriva da oneri finanziari, ripartiti tra interessi e altri oneri su prestiti obbligazionari, 655 Mln €, differenze passive di cambio realizzate, 1.562 Mln €, e differenze passive di cambio da valutazione, pari a 592 Mln €. Un ulteriore 5,59% è suddiviso tra costo del lavoro, 2,93%, ed ammortamenti e svalutazioni, 2,66%, 920 Mln € gli ammortamenti e 122 Mln € le svalutazioni.

Per quanto concerne le singole aree di gestione, si segnala, anche nell'esercizio 2015, un reddito operativo negativo, -2.059.807.613 €, il quale constata come Eni non riesca a generare utili attraverso la gestione caratteristica, elemento questo, costante nel triennio 2013-2015. La differenza tra ricavi e costi operativi risulta essere aumentata rispetto all'esercizio 2014, mentre è proseguito il trend negativo sia dei ricavi operativi, 33.990.480.755 €, che dei costi operativi, 36.050.288.368 €. La riduzione dei costi può essere, quasi certamente, un aspetto positivo riguardante l'area caratteristica di Eni. Anche la successiva area di gestione fa registrare un saldo negativo, di fatti la gestione finanziaria di Eni presenta una negatività per -431.468.244 €, in cui i proventi finanziari, 2.641.977.200, non sono sufficienti, nonostante siano quasi raddoppiati in confronto all'esercizio precedente, a coprire gli oneri finanziari, 2.981.911.052 €, anche questi aumentati di molto rispetto all'esercizio 2014. Nel conto economico 2015, come in quelli del 2013 e del 2014, il primo segno positivo concernente le aree di gestione viene iscritto nell'area extra-caratteristica, in cui vengono registrati 6.681.963.391 € di proventi su partecipazioni, i quali, sommati ai saldi delle gestioni caratteristiche e finanziarie, fanno registrare un utile lordo, EBT, pari a 4.190.687.534 €. Le imposte calcolate sull'utile lordo sono di 487.188.840 €, che sottratte all'utile lordo rendono l'utile netto pari a 3.703.498.694 €. “Poiché il settore Ingegneria & Costruzioni gestito da Saipem e il settore Chimica gestito da Versalis costituiscono due “major line of business”, il management ha rappresentato i risultati di Saipem SpA e Versalis SpA e loro controllate come discontinued operations.”¹¹⁴. Quindi all'utile netto sono stati decurtati ulteriori 1.785.248.524 € rendendo l'utile netto di esercizio pari a 1.918.250.170.¹¹⁵

¹¹⁴ Cfr. https://www.eni.com/docs/it_IT/eni-com/documentazione-archivio/documentazione/bilanci-rapporti/rapporti-2015/Relazione-finanziaria-annuale-2015.pdf

¹¹⁵ Dati forniti da: https://www.eni.com/docs/it_IT/eni-com/documentazione-archivio/documentazione/bilanci-rapporti/rapporti-2015/Relazione-finanziaria-annuale-2015.pdf

INDICE	DESCRIZIONE	VALORE
ROE	U.n. / P.n.	4,97%
ROI	EBIT / CION	-8,22%
ROI extraoperativo	Utile extraop. / Impieghi extraop.	11,70%
RONA	(Ebit + ut.extraop.) / (CION + Imp. Extraop.)	5,34%
ROS	EBIT / Ricavi di Vendita	-6,12%
Incidenza gestione extracaratteristica	Utile netto / Reddito Operativo	- 0,93
Leverage	Totale Attività / Patrimonio Netto	2,03
Capital Turnover	Ricavi da vendite / CION	1,34

Il ROE dell'esercizio 2015, pari a 4,97%, ha subito una notevole diminuzione rispetto allo stesso indice nel 2014, pari a 10,99%, tale decremento trova la sua causa in un forte calo dell'utile netto, dovuto in parte alle discontinued operations, -1.785.248.524 €, L'utile al lordo di tale componente risulterebbe comunque in diminuzione rispetto a quello del 2014 e la causa principale di tale calo può essere ricondotta ad una variazione dell'EBIT. Il ROE, al lordo di tale decremento derivante dalle discontinued operations sarebbe pari a 9,60 %, comunque minore rispetto al 2014. Il rendimento medio annuale dei BOT a 12 mesi nel 2015 risulta negativo, pari a -0,00117%¹¹⁶, il che rende il premio per il rischio d'impresa di un potenziale investitore in Eni S.p.a. pari a 4,97117%. Anche il ROI ha subito una forte variazione rispetto all'esercizio precedente, in questo caso, tale variazione è riconducibile ad una diminuzione dei crediti commerciali e altri crediti di 6.270.063.198 €. Ad ampliare la variazione del ROI si segnala inoltre un EBIT in calo rispetto a quello registrato nel 2014. Il ROI nell'esercizio torna ad essere, come nell'esercizio 2013, ampiamente negativo, non solo da un punto di vista numerico ma anche economico-finanziario. Il ROI extra-operativo ed il RONA, 11,70% e 5,34%, mostrano come anche nell'esercizio 2015 l'utile netto positivo registrato al termine dell'anno sia maturato esclusivamente grazie ad un'area extra-caratteristica che remunera gli investimenti extra-operativi ad un tasso dell'11,70% e gli investimenti totali in Eni S.p.a. al 5,34%. Il ROS, pari a -6,12%, registra un aumento in valore assoluto del 2,61% indice di come la redditività operativa non sia in grado di generare utili. Il Leverage ed il Capital Turnover, rispettivamente 2,03 e 1,34 non presentano una variazione consistente rispetto al 2014. Il rapporto di indebitamento rimane stabile intorno ad una quasi neutralità di scelta tra le fonti di finanziamento, mentre il Capital Turnover registra un ritorno del capitale investito sotto forma di ricavi da vendite pari ad 1,34 volte l'anno.

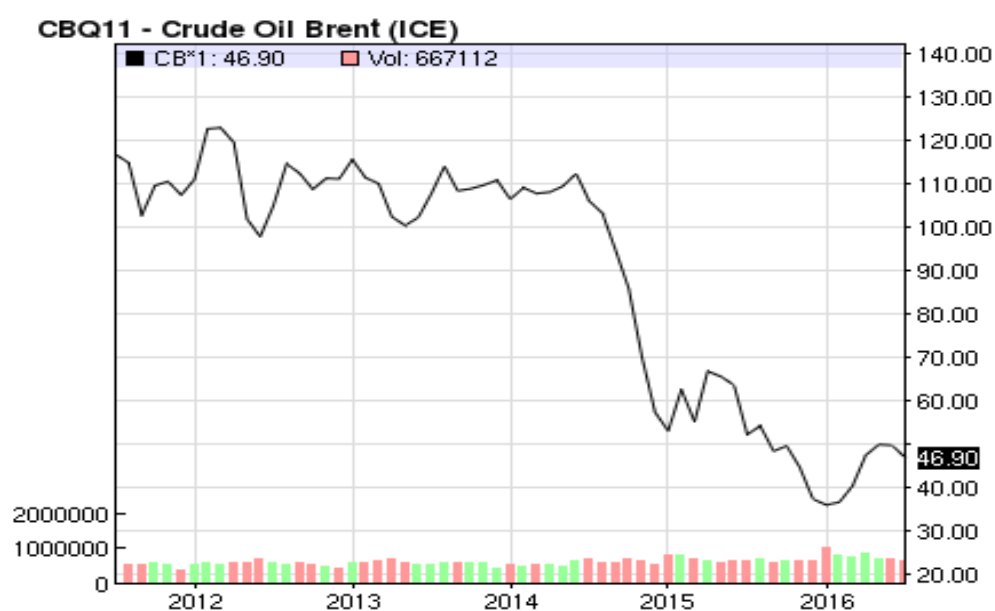
¹¹⁶ <https://www.bancaditalia.it/compiti/operazioni-mef/rendistato-rendiob/documenti/rendistato-2015.pdf>

4.4 ANALISI INFRAANNUALE E BENCHMARK DI SETTORE

Tab. n. 7

Conto Economico	2013	2014	2015	Variazione 2013-2014	Variazione 2014-2015
Totale Ricavi	48.478.601.588 €	42.708.861.769 €	33.990.480.755 €	- 5.769.739.819 €	- 8.718.381.014 €
Totale costi	51.738.855.391 €	44.193.949.144 €	36.050.288.368 €	- 7.544.906.247 €	- 8.143.660.776 €
Reddito Operativo (EBIT)	- 3.260.253.803 €	- 1.485.087.375 €	- 2.059.807.613 €	1.775.166.428 €	- 574.720.238 €
Saldo area finanziaria	- 465.527.662 €	- 139.387.483 €	- 431.468.244 €	326.140.179 €	- 292.080.761 €
Proventi su partecipazioni	8.339.896.022 €	5.522.666.992 €	6.681.963.391 €	- 2.817.229.030 €	1.159.296.399 €
Utile netto	4.409.777.928 €	4.454.704.262 €	1.918.250.170 €	44.926.334 €	- 2.536.454.092 €

Nella tabella n.7 sono riportati i valori delle principali voci del conto economico in riferimento al triennio 2013-2015 con annesse variazione tra gli esercizi. Sia il totale ricavi che il totale costi hanno registrato una diminuzione nel periodo esaminato, rispettivamente -14.488.120.833 € e -15.688.567.023 €, tale calo trova ragione nella repentina riduzione del prezzo del petrolio al barile, il quale dapprima nel 2014 scende da 112 \$/barile a 52 \$/barile e successivamente nel 2015, dopo una leggera flessione positiva, decresce fino ad arrivare al prezzo di 37 \$/barile.



L'unità petrolifera e quella del gas naturale sono le due componenti più significative nel bilancio di Eni S.p.a. ed il cambiamento di una variabile influenzante una di queste due unità conduce a ripercussioni molto ampie all'interno del bilancio di Eni. Il reddito operativo sembra aver giovato dalla variazione del totale costi e totale ricavi, essendo stata la prima, maggiore in termini assoluti rispetto alla seconda. L'EBIT di fatti, pari a -3.260.253.803 nel 2013 ha registrato un aumento nel 2014 ed una diminuzione nel 2015 essendo pari, nell'ultimo esercizio, a -2.059.807.613 €. L'andamento totale del triennio verso un valore positivo di redditività operativa da parte di Eni è incoraggiante, ma, la variazione negativa tra l'esercizio 2014-2015 e la costanza di non riuscire a generare utili attraverso la gestione caratteristica restano due forti campanelli d'allarme. L'area finanziaria apre e chiude il triennio con una piccola variazione positiva di 34.095.418 €, rilevante però è il suo andamento nell'esercizio 2014, in cui rispetto al 2013 si registra una variazione positiva di 326.140.179 €, mentre rispetto al 2015 si registra una variazione negativa di -292.080.761 €. Tale discontinuità è legata principalmente alla voce Strumenti derivati, la quale nel 2014 ha un valore positivo 330.023.096 mentre nel 2013 ha un valore negativo per -240.476.514. La variazione tra il 2014 ed il 2015 è invece riconducibile a più variazioni interne, di fatti, oltre ad una voce Strumenti derivati negativa, si registrano un aumento dei proventi finanziari in misura maggiore rispetto all'aumento degli oneri finanziari ma non in grado di equivalersi, un'ulteriore variazione, negativa, si è registrata anche nella voce dei proventi netti da attività finanziarie destinate al trading. L'area extra-caratteristica, rappresentata dai proventi su partecipazioni, subisce un'importante riduzione tra il 2013-2014 a causa della diminuzione dei proventi di Eni Investments Pic. Nel periodo tra il 2014-2015 però tale voce ha registrato una variazione positiva 1.159.296.399 € grazie ai proventi su partecipazioni di ENI Gas & Power NV ed ENI Investments PV, le quali però non bastano a riportare la voce al valore del 2013 registrando una diminuzione nel triennio di -1.658.002.631 €. Per ciò che concerne l'utile netto non si sono registrate variazioni eccessivamente importanti tra il 2013 ed il 2014, il quale registra un +44.926.334 € rispetto all'esercizio precedente. Tra l'esercizio 2014 e l'esercizio 2015, invece, la variazione è stata negativa di -2.536.454.092 €, di cui 1.785.248.524 € riconducibile alle discontinued operations, mentre i restanti 751.205.568 sono attribuibili ad una maggiore negatività dell'area caratteristica, in parte mitigata dall'aumento dei proventi su partecipazioni.

Tab n. 8

Indice	2013	2014	2015	Variazione 2013-2014	Variazione 2014-2015
ROE	10,83%	10,99%	4,97%	0,16%	-6,02%
ROI	-9,29%	-4,06%	-8,22%	5,23%	-4,16%
ROI Extraoperativo	16,18%	11,06%	11,70%	-5,12%	0,64%
RONA	5,51%	4,57%	5,34%	-0,94%	0,77%
ROS	-6,76%	-3,51%	-6,12%	3,25%	-2,61%
Incidenza gestione extracaratteristica	-1,35	-3,00	-0,93	-1,65	2,07
Leverage	2,06	2,10	2,03	0,04	-0,07
Capital Turnover	1,37	1,16	1,34	-0,21	0,18

Nella tabella n. 8 sono riportati i valori dei principali indici reddituali nel triennio 2013-2015 e le variazioni accorse tra i periodi presi in esame. Per ciò che concerne il ROE, la principale variazione è avvenuta tra l'esercizio 2014 ed il 2015 in cui, a causa della forte diminuzione dell'utile di esercizio, - 2.536.454.092€, tale indice registra un valore di 4,97%, ampiamente diminuito rispetto ai valori del 2014, 10,99%, e del 2013, 10,83%. Il forte calo del ROE rende sicuramente la società meno attrattiva rispetto agli esercizi precedenti, ma non eccessivamente come potrebbe indurre il valore della diminuzione, data la natura eccezionale della variabile da cui è causata. Il ROI, essendo direttamente influenzato dalla redditività caratteristica ne segue le variazioni, registrando un'elevata variazione positiva tra l'esercizio 2013 e 2014, +5,23%, ed una variazione negativa, di poco minore, tra l'esercizio 2014 e 2015, -4,16%. La causa di entrambe queste variazioni è legata all'andamento del prezzo del petrolio, il quale influenza il valore dei ricavi e dei costi operativi, i quali rappresentano il numeratore della formula dell'indice. Costante, nel triennio, è però il valore negativo del ROI il quale è indice di una redditività operativa incapace di generare utili e costantemente in perdita, e ciò non può di certo essere un elemento positivo all'interno di un'analisi reddituale. Il ROI extra-operativo risulta essere molto elevato dato il peso degli elementi extra-caratteristici sulla formazione di utili, esso ricalca l'andamento dei proventi su partecipazioni, una diminuzione tra il 2013 ed il 2014, -5,12%, ed un successivo aumento tra il 2014 ed il 2015, 0,64%. Il RONA, essendo una media pesata tra il ROI ed il ROI extra-operativo risulta positivo grazie all'elevato valore redditività extra-operativa ed ha un andamento uguale a quello dei due indici da cui è formato, -0,94% tra il 2013 ed il 2014, e +0,77% tra il 2014 ed il 2015. Il ROS ha un valore, nel 2013, pari a -6,76%, negatività dovuta ad alla predominanza dei costi sui ricavi operativi, tra il 2013 ed il 2014 però esso presenta una variazione positiva di 3,25 p.b.¹¹⁷ dovuta ad una maggiore diminuzione dei costi rispetto ai ricavi, la quale variazione influenza positivamente l'EBIT. Tra il 2014 ed il 2015 però avviene l'opposto di quello successo tra il 2013 ed il 2014, essendo i ricavi diminuiti in maniera superiore

¹¹⁷ Punti base.

ai costi operativi, influenzando negativamente l'EBIT e producendo una variazione negativa del ROS pari a -2,61 p.b.. Per quanto concerne l'incidenza della gestione extra-caratteristica, questa ha registrato una diminuzione, tra il 2013 ed il 2014, causata dall'aumento dell'EBIT e dalla riduzione del valore dei proventi su partecipazioni, rappresentata da un aumento dell'indice di 1,65. Tra il 2014 ed il 2015, invece, l'aumento dei proventi su partecipazione e la diminuzione dell'EBIT hanno prodotto l'effetto contrario, aumentando l'incidenza della gestione extra-caratteristica di 2,07. Nel triennio, si è registrato un aumento dell'indice di 0,42. Il Leverage ed il Capital Turnover sono accomunati da una quasi sostanziale stabilità nel triennio 2013-2015, con il primo registrante una variazione negativa di -0,07 ed il secondo una variazione positiva di 0,18.

Tab. n. 9

INDICI	2013		2014	
	ENI	SETTORE	ENI	SETTORE
ROE	10,83%	13,63%	10,99%	8,09%
ROI	-9,29%	11,07%	-4,06%	7,90%

118

Nella tabella n.9 sono riportati i valori degli indici ROE e ROI di Eni posti a confronto con i valori degli stessi indici concernenti il settore nel quale opera, sezione Oil & Gas. Nell'esercizio 2013 il ROE di Eni, rispetto alla media del settore, risulta inferiore di 2,80% influenzato da una redditività operativa negativa, la quale non permette ad Eni di registrare un utile netto maggiore e di avere un ROE almeno in pari con la media del settore. Nello stesso esercizio il ROI negativo di -9,29% non è lontanamente confrontabile con quello della media del settore, in cui degli EBIT positivi permettono al settore di registrare un "ritorno" sull'investimento pari all'11,07%. Nell'esercizio 2014 il ROE di Eni, 10,99%, risulta aumentato di 0,16% rispetto a quello dell'esercizio precedente e permette ad Eni di registrare una redditività dell'equity maggiore rispetto a quella del settore, pari a 8,09%. La positività indotta da un ROE maggiore rispetto alla media del settore viene oscurata nel momento in cui si confrontano i ROI di Eni, -4,06%, e del settore, 7,90%, confronto che, come nell'esercizio precedente, risulta ampiamente influenzato dall'EBIT negativo fatto registrare da Eni nel 2014, -1.485.087.375 €. Ponendo l'attenzione sull'andamento degli indici negli esercizi 2013 e 2014 riguardanti il settore, è palese la diminuzione della redditività sia dell'equity che degli investimenti, -5,54% il ROE e -3,17% il ROI, a differenza degli andamenti nello stesso periodo e degli stessi indici fatti registrare da Eni, +0,16% il ROE e +5,23% il

¹¹⁸ Fonte dati: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

ROI. Tale andamento negativo della redditività del settore trova la sua principale spiegazione nel settore petrolifero, in cui il forte calo del prezzo del petrolio al barile, da 115 \$/barile a Gennaio 2013 a 55 \$/barile a Dicembre 2014, ha fortemente influenzato e diminuito la redditività del settore. La diminuzione fatta registrare dal settore è stata in buona parte mitigata da Eni attraverso una serie di disinvestimenti nella sezione petrolifera.

Tab. n. 10

INDICI	2013/14/15	
	ENI	SETTORE
EV / EBIT	10,04x	12,6x
EV / SALES	0,8x	0,9x

119

Nella tabella numero 10 sono riportati i valori di alcuni multipli aventi come basi elementi caratteristici del conto economico e della redditività in generale. Tali valori sono calcolati come la media degli esercizi, 2013, 2014 e 2015, sia di Eni esaminata come singola società che del settore in cui opera, Oil & Gas. I multipli hanno il compito di esprimere il moltiplicatore che applicato al denominatore della formula espone come risultato l'Enterprise Value¹²⁰¹²¹, ovvero quante volte bisogna moltiplicare un determinato valore affinché questo sia pari all'EV. Nel multiplo EV/EBIT il valore di Eni, 10,04x, si discosta di 2,6x rispetto a quello del settore, 12,6x, indicante come la mole di EBIT necessaria a finanziare gli investimenti di Eni sia, in valore assoluto, minore rispetto a quella del settore. Nel multiplo EV/SALES il moltiplicatore di Eni rispetto al settore si discosta di appena 0,1x indice di come il volume delle vendite di Eni si avvicini molto a quello della media del settore.

¹¹⁹ Fonte dati: Bloomberg

¹²⁰ L'enterprise value è la "misura del valore di una società, noto anche come "valore dell'impresa". A seconda del livello di indebitamento della società, due sono le modalità di calcolo di Enterprise Value (EV):

a) Nel caso di società indebitate: EV = capitalizzazione di borsa + indebitamento netto;

b) Nel caso di società non indebitate: EV = capitalizzazione di borsa - liquidità netta."

¹²¹ Cfr. <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Enterprise%20Value>

6. CONCLUSIONE

Al termine dell'elaborato si può affermare di essere entrati in contatto con numerosi argomenti di natura non esclusivamente reddituale ma anche patrimoniale e finanziaria cercando, ove possibile, anelli di congiunzione tra queste diverse branchie non solo dell'analisi di bilancio ma dell'economia in generale. Inizialmente si è data una breve collocazione storica alla nascita dell'analisi di bilancio, nata dapprima negli Stati Uniti e poi trasmessa nell'Europa occidentale ed in Italia, in questo modo si è potuto meglio dare una risposta a domande quali la natura del soggetto che svolge l'analisi di bilancio e chi siano coloro che sono interessati allo studio di tale analisi. Le due tipologie di analisi, interna ed esterna, e coloro che hanno interesse nel conoscere la situazione generale di una società sono risposte comunemente accettate per le domande poste precedentemente, e accuratamente approfondite, hanno permesso di poter presentare un argomento principale nell'elaborato nella misura più consona, l'analisi di redditività. Trattando tale tipologia di analisi si è voluto dare inizialmente, una definizione quanto più accurata al termine reddito, mutato numerose volte nel corso degli anni, partendo dal concetto di reddito stabilizzato degli anni 80' ed arrivando a definire il comprehensive income ed il reddito realizzato/maturato odierni, definendo, nel mezzo, il reddito prodotto, caratterizzante gli anni 90'. Si è poi illustrato il significato del termine riclassificazione, sia patrimoniale che economica, fondamentale all'interno di un'analisi, dati gli interessi discostanti di chi deve redigere il bilancio e di chi lo deve analizzare. Un ulteriore argomento centrale all'interno dell'elaborato è rappresentato dalla definizione dei principali indici reddituali, il ROE, il ROI, il ROS e la Leva Operativa. Nella spiegazione di tali indici sono state utilizzate tabelle e figure in modo da facilitarne l'apprendimento e la spiegazione ed esempi numerici in modo da poter mantenere costante il legame tra le nozioni teoriche la praticità di tale argomento. Il ROE è stato analizzato in ogni sua componente definendo numerose sue varianti ed andando a scomporre quelle che rappresentano le sue variabili, esponendo l'approccio moltiplicativo ed additivo. Si è poi data una definizione di ROE equo ed il rapporto tra il ROE ed i rendimenti risk free. Non sono mancate inoltre le antitesi all'utilizzo del ROE andando ad esporre i suoi principali limiti. Il lavoro effettuato sul ROE si è poi replicato sul ROI, di cui oltre alle caratteristiche ed alle varianti, ci si è soffermati sul rapporto tra questo indice ed il wacc e sulla leva finanziaria, andando a trovare una congiunzione tra ROI e ROE. Si è poi terminata la parte dell'elaborato concernente gli indici attraverso la spiegazione del ROS e della Leva Operativa insieme ad altri indici, quale il Capital Turnover, anch'essi caratterizzanti l'analisi di redditività. Nell'ultimo capitolo dell'elaborato si è voluta offrire la praticità che tale argomento merita, svolgendo l'analisi reddituale sul bilancio civilistico della società Eni, riguardante il triennio 2013-2015. Dapprima si è svolta un'analisi sui singoli esercizi e successivamente si è svolta l'analisi infraannuale coadiuvati dall'utilizzo dei dati ricavati dal benchmark di settore in cui Eni opera, Oil & Gas. Da questa analisi sono risultati elementi

contrastanti ma non totalmente inaspettati, di fatti, una costante caratterizzante il bilancio di Eni in questi tre esercizi è rappresentata da un ROI negativo, indice di una gestione caratteristica incapace di generare profitti e con costi superiori ai ricavi operativi. A tale situazione è però giunta in soccorso in tutti gli esercizi analizzati, rappresentando quindi una costante anch'essa, una gestione extra-caratteristica sufficientemente profittevole da permettere ad Eni di registrare un utile netto positivo. Il settore petrolifero è stato caratterizzato dalla rapida discesa del prezzo del petrolio al barile, il quale è stato la causa degli andamenti decrescenti della redditività dell'intero settore, inducendo Eni a diminuire gli investimenti in esso. Con l'analisi infrannuale ed il benchmark di settore si è completato quello che si spera possa essere stato un esaustivo elaborato volto alla conoscenza nozionistica e pratica dell'analisi di redditività.

7. BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

BIBLIOGRAFIA:

- 1) G. Fiori, R. Tiscini, *Economia Aziendale*, EGEA, pag. 354, 355, 356, 367, 372, 373, 375, 376, 378, 379, 380.
- 2) F. Di Lazzaro, *La performance del valore per l'analisi aziendale*, Giappichelli 2013.
- 3) L. Guatri, M. Bini, *La valutazione delle aziende*, Egea 2007.
- 4) C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori, *Indici di bilancio: strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Giuffrè 2003, pag. 10, 343, 345, 346, 347, 352.

SITOGRAFIA:

- 1) <http://docenti.luiss.it/ragioneria-sarcone/files/2009/03/14.Esercitazione-configurazioni-di-reddito1.pdf>
- 2) <https://www.forexinfo.it/Cos-e-il-ROE-e-come-si-usa-per>
- 3) <https://www.forexinfo.it/ROI-significato-cos-e-il-ritorno>
- 4) <https://www.forexinfo.it/ROS>
- 5) <https://www.forexinfo.it/ROI-significato-cos-e-il-ritorno>
- 6) https://www.eni.com/docs/it_IT/eni-com/documentazione-archivio/documentazione/bilanci-rapporti/rapporti-2013/Relazione-finanziaria-annuale-2013.pdf
- 7) https://www.eni.com/docs/it_IT/eni-com/documentazione-archivio/documentazione/bilanci-rapporti/rapporti-2014/Relazione-finanziaria-annuale-2014.pdf
- 8) https://www.eni.com/docs/it_IT/eni-com/documentazione-archivio/documentazione/bilanci-rapporti/rapporti-2015/Relazione-finanziaria-annuale-2015.pdf
- 9) <https://www.bancaditalia.it/compiti/operazioni-mef/rendistato-rendiob/documenti/rendistato-2015.pdf>
- 10) <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- 11) <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Enterprise%20Value>

