

IMPRESE E ISTITUZIONI

2014 anno da dimenticare per i bilanci delle società, primi segnali di inversione nel primo semestre 2015

Nel 2014 il quadro macroeconomico e le condizioni meteo avverse hanno pesato su tutti i player del mercato, non risparmiando neanche le attività regolate che sono riuscite a stento a difendere i risultati ottenuti 12 mesi prima. Timidi segnali di ripresa nei primi 6 mesi dell'anno con marginalità in limitata crescita. La riduzione di indebitamento e dei costi di finanziamento non è stata sufficiente a compensare la caduta dei margini operativi peggiorando l'interest cover ratio di settore.

Condizioni economiche e climatiche "avverse" nel 2014, inversione nel I semestre 2015

Sul fronte energetico, il 2014 è stato un anno caratterizzato da una dinamica recessiva. A causa del debole quadro economico e delle anomale condizioni climatiche (temperature miti in inverno, basse temperature in estate ed elevata piovosità), la domanda di energia elettrica e gas ha subito un calo, rispetto al 2013, rispettivamente del -2.1% e -12%. Inoltre l'elevata piovosità ha determinato una straordinaria producibilità idroelettrica (+10%) e, di conseguenza, una contrazione dello spazio a mercato per gli operatori termoelettrici (-9%). Questo diverso mix produttivo ha anche influito negativamente sulle dinamiche di prezzo, infatti, le quotazioni *wholesale* elettriche e gas sono calate di oltre il 17% rispetto all'anno precedente, provocando una contrazione dei margini sul mercato all'ingrosso. I dati 2015 sembrano mostrare una prima inversione di tendenza grazie a fattori macroeconomici e climatici che hanno sostenuto la domanda di energia elettrica e gas e quindi hanno beneficiato le principali aziende del settore.

I ricavi 2014 in calo per quasi tutti, ma EBITDA differenziati

Nel 2014 i volumi sia sul comparto elettrico sia su quello gas si sono contratti per quasi tutte le società, a eccezione di quelle regolate: la riduzione dei ricavi ha interessato 6 società sulle 8 analizzate da REF-E, con un calo medio del 8% (**Tabella 1**). Anche se l'impatto sulle diverse realtà non è stato omogeneo, i *driver* della riduzione sono riconducibili a condizioni di mercato e meteorologiche avverse. Alla riduzione della domanda gas del comparto civile si è sommata la bassa domanda del termoelettrico, frutto di una richiesta elettrica debole e di produzioni idroelettriche ai massimi storici grazie all'elevata piovosità. La mancata ripresa economica nel 2014 ha avuto impatto anche sul livello di morosità e quasi tutte le società hanno cercato di ritardare il proprio portafoglio per limitare la quota di clienti a più elevato rischio.

Tabella 1. Andamento di ricavi consolidati e EBITDA
(Milioni di euro)

	Ricavi		EBITDA	
	2014	Var. 2013 (%)	2014	Var. 2013 (%)
Acea	3 038	-7.6%	718	6.3%
A2A	4 984	-11.1%	1 024	-9.6%
Edison	12 580	-2.0%	814	-16.1%
Enel	75 791	-3.7%	15 757	-5.6%
Eni Gas & Power	28 250	-12.3%	760	
IREN	2 902	-14.0%	623	-4.5%
Snam	3 882	0.9%	2 776	-1.0%
Terna	1 983	4.5%	1 492	0.2%

Fonte: elaborazioni REF-E su dati di bilancio

A livello di EBITDA il quadro è più eterogeneo. Il mantenimento dei margini è stato possibile solo per quelle realtà che sono state in grado di sfruttare:

- la propria produzione idroelettrica caratterizzata da margini elevati
- l'incremento di marginalità di *business* quali idrico e ambiente (tipicamente in capo alle *multiutility*)
- la tenuta dei margini dei *business* regolati

- gli effetti positivi delle rinegoziazioni di contratti *long term* di approvvigionamento gas.

I due TSO hanno mantenuto un livello di profittabilità operativa in linea con l'anno precedente, mentre le altre società hanno registrato cali compresi fra 5% e il 16%, con l'eccezione di Acea che è riuscita a incrementare la propria marginalità (+6%) nel 2014.

I risultati del primo semestre 2015 mostrano un generale miglioramento del quadro per quasi tutti gli operatori. L'incremento di volumi sul segmento elettrico e gas, grazie a condizioni climatiche più vicine alla media storica, ha portato, in media, a una crescita anche dei margini rispetto al I semestre del 2014.

Le attività a mercato

Enel: nella generazione il carbone e le rinnovabili compensano i risultati negativi del gas

Enel nel 2014 ha registrato una produzione elettrica sostanzialmente stabile, un calo delle vendite di energia elettrica (-5%) e gas (-14.8%) e una forte contrazione del margine delle divisioni estere (Iberia&America Latina e Internazionale) a seguito del deprezzamento delle valute sudamericane e del rublo. Complessivamente il calo di EBITDA in queste divisioni ha pesato per oltre 130 milioni di euro, pari a circa -6% (**Tabella 2**). A sostenere la marginalità di gruppo sono state le attività di trading fisico su *shipping* e la maggiore vendita dei certificati verdi ed ETS che hanno generato un notevole aumento dei ricavi (+48%) e l'incremento di EBITDA della divisione rinnovabili. Un altro contributo positivo ai margini di gruppo è dovuto all'incremento della produzione rinnovabile in Europa (+129 milioni di euro) e negli Stati Uniti (+30 milioni di euro).

Nella divisione di Generazione ed *Energy Management* (GEM) i volumi di produzione sono rimasti sostanzialmente stabili nel 2014: il calo della generazione a gas (-19%) è stato compensato dall'aumento della produzione a carbone (+6%). Nello stesso modo, il calo dei prezzi e la riduzione della marginalità delle unità a gas sono stati compensati da un miglioramento dei margini per le unità a carbone, da una maggior marginalità legata alla vendita e *trading* di gas naturale e dalla modifica del perimetro di consolidamento¹. Complessivamente GEM ha incrementato del 7% il margine operativo lordo contribuendo a contenere la riduzione complessiva di marginalità del gruppo.

I dati del I semestre 2015, mostrano un lieve aumento di EBITDA rispetto al 2014 pari a 114 milioni di euro (1.5%). L'aumento del margine legato ai *business* esteri in America Latina Spagna (15%) e alla divisione delle rinnovabili (+21%) è stato controbilanciato dal brusco calo subito dal margine in Italia (-9%), causato dalla caduta del margine della divisione GEM (-24%) e della divisione infrastruttura e reti (-13.7%), ma in parte compensato dalla tenuta della divisione *retail* (+24%).

Tabella 2. Andamento EBITDA di ENEL

(Milioni di euro)

	EBITDA annuale		EBITDA 1° semestre*	
	2014	Var. 2013 (%)	2015	Var. 2014 (%)
Mercato (Italia)	1 081	24.8%	3 137	-9.0%
Generazione e <i>Energy Management</i>	1 163	7.3%		
Infrastrutture e Reti	3 979	-0.7%		
Iberia e Latina America	6 294	-5.2%	3 406	15.3%
Internazionale (Europa dell'Est)	1 204	-6.9%	392	-22.7%
Energie Rinnovabili	1 938	8.9%	1 078	21.3%
Altro Elisioni e Rettifiche	98	-90.4%	-52	
Totale	15 757	-5.6%	7 961	1.5%

* Note: Nel 2015 una nuova struttura organizzativa ha riclassificato alcune aree di attività come segue:

1) Mercato + Generazione + Infrastrutture e Reti = Italia

2) La sezione Iberia e America Latina sono state divise (nella tabella di cui sopra riporteremo un unico valore)

3) Internazionale = Europa dell'Est

Fonte: elaborazioni REF-E su dati di bilancio

¹ L'uscita di SE Hydropwer ha comportato un provento legato alla determinazione del fair value di attività e passività per 50 milioni, che è stato solo parzialmente ridotto dalla riduzione di margine perso con la variazione del perimetro di consolidamento della società (29 milioni di euro).

**A2A: depressa la marginalità
2014 dell'area energia,
ambiente e calore**

Nel 2014 A2A ha contabilizzato un calo sia di ricavi sia di marginalità operativa (EBITDA) pari rispettivamente a -620 milioni di euro e -109 milioni di euro rispetto al 2013. La riduzione del margine operativo di quasi il 10% (**Tabella 3**) è stata determinata dal calo di redditività di tutte le divisioni a mercato (Energia, Calore e servizi e Ambiente), con una variazione media pari al -21%.

Nonostante l'elevata idraulicità, il calo del prezzo elettrico e della produzione da impianti a ciclo combinato ha depresso la marginalità dell'area energia (-70 milioni di euro). Sul mercato finale le vendite di energia elettrica sono rimaste invariate rispetto al 2013, mentre il comparto gas ha registrato uno spostamento di volumi da clienti finali a grossisti con una probabile compressione dei margini unitari.

La divisione ambiente registra una riduzione di marginalità pari a 60 milioni di euro, riconducibile per circa metà (27 milioni di euro) a una partita contabilizzata nel 2013, ma relativa all'anno 2012, legata alla vendita di energia incentivata CIP6, convenzione nel frattempo terminata. Al netto di tale voce, il margine operativo lordo è in lieve flessione (-7 milioni di euro) rispetto al 2013 a causa dei minori ricavi da vendita di energia elettrica prodotta dagli impianti di termovalorizzazione.

L'inverno mite ha determinato la riduzione di ricavi e margini anche per la divisione calore: il calo di oltre il 18% dei volumi ha determinato la riduzione di quasi il 30% del margine operativo lordo.

Il I semestre 2015 vede un incremento, seppur di soli 11 milioni di euro, del margine operativo lordo di gruppo rispetto al primo semestre dell'anno precedente (+2%): il miglioramento, al netto delle componenti straordinarie, è dovuto alla divisione generazione e *trading* (+9 milioni di euro) e alla divisione calore (+8 milioni di euro) grazie a condizioni climatiche (temperature invernali più rigide) più favorevoli rispetto al 2014.

Tabella 3. Andamento EBITDA di A2A

(Milioni di euro)

	EBITDA annuale		EBITDA 1° semestre	
	2014	Var. 2013 (%)	2015	Var. 2014 (%)
Generazione e <i>Trading</i>	463*	-13.1%	192	-0.5%
Commerciale			54	14.9%
Ambiente	222	-21.3%	110	-4.3%
Calore e Servizi	61	-29.1%	47	20.5%
Reti	298	16.4%	136	-1.4%
Altri Servizi e Corporate	-20	17.0%	-9	-18.2%
Totale	1 024	-9.6%	562	2.0%

*Note: nel 2014 le divisioni Generazione e *Trading* e Commerciale erano parte di un'unica divisione

Fonte: elaborazioni REF-E su dati di bilancio

**ACEA: migliora la marginalità
grazie a idrico, efficientamento
e aumento margini vendita**

Nonostante dati di volumi e ricavi in calo, nel corso del 2014 Acea è riuscita a incrementare la marginalità operativa (**Tabella 4**). Pressoché tutti i comparti della divisione energia elettrica (produzione, distribuzione e vendita) mostrano cali consistenti di ricavi con un impatto complessivo di oltre il -10% rispetto al dato 2013 e anche la divisione gas registra cali di ricavi, anche se più limitati (-7.5%). La riduzione di ricavi della municipalizzata capitolina è stata però più che compensata da diversi fattori:

- la divisione idrica che ha registrato un aumento di EBITDA di 11.4 milioni di euro (+4.1%)
- la politica di efficientamento che ha permesso di recuperare quasi 9 milioni a livello di corporate,
- la crescita dell'EBITDA della divisione energia pari a 20 milioni di euro legata all'aumento dei margini sulla vendita finale.

I risultati del I semestre 2015 mostrano un ulteriore calo dei ricavi dell'area energia elettrica (quasi 18%), dovuto a una ridefinizione del portafoglio clienti, e una ripresa dei ricavi di quella gas (32%). I dati di EBITDA del primo semestre confermano il *trend* di miglioramento della marginalità iniziato nel 2014: la semestrale mostra una crescita di EBITDA del 6.7% rispetto al medesimo periodo del 2014. A contribuire alla crescita di marginalità sono l'area vendita di energia (+23%) e quella del servizio idrico (+6%).

Tabella 4. Andamento EBITDA di Acea

(Milioni di euro)

	EBITDA annuale		EBITDA 1° semestre	
	2014	Var. 2013 (%)	2015	Var. 2014 (%)
Generazione	34	-8.1%	18	-3.9%
Distribuzione	242	-1.2%	119	3.7%
Vendita	78	50.0%	38	41.4%
Gestioni Idriche Italia	278	3.3%	139	5.3%
Totale	718	6.4%	353	6.7%

Fonte: elaborazioni REF-E su dati di bilancio

EDISON: nel 2014 retail e idroelettrico compensano il calo della produzione termoelettrica

Il calo della produzione termoelettrica (-1,747 GWh), solo in parte compensato da quella idroelettrica (+925 GWh), ha pesato sulla divisione energia elettrica del gruppo, che è però riuscita a chiudere il 2014 con un incremento di marginalità operativa del 4% (**Tabella 5**), grazie al miglioramento della vendita *retail* (+24 milioni di euro) e ai maggior proventi generati dall'aumento della quota idroelettrica sul prodotto totale. La divisione idrocarburi invece ha registrato una pesante contrazione: la marginalità operativa si è ridotta quasi del 39% (-160 milioni di euro) rispetto al 2013 per effetto delle minori vendite in Italia nel comparto civile (-16%) e in quello termoelettrico (-33%) causate rispettivamente dai fattori meteo e dal calo della domanda di energia elettrica. In aggiunta, anche i contratti di approvvigionamento gas con costi oltre i prezzi di vendita hanno pesato sulla flessione della marginalità, nonostante il sostegno dell'attività di *exploration e production*.

I contratti di approvvigionamento pluriennali di gas continuano ad impattare negativamente sul bilancio di Edison. Infatti, nonostante nel 2013 le rinegoziazioni con Algeria e Qatar abbiano determinato un miglioramento dei risultati (anche grazie alla contabilizzazione dei differenziali relativi gli anni precedenti), lo *spread* fra prezzi di vendita e costi risulta ancora sfavorevole al gruppo che, anche nel 2014, ha operato in perdita.

Il I semestre 2015 segna per Edison una brusca contrazione del margine operativo lordo, pari a 219 milioni di euro (-52%), determinata dalla riduzione di marginalità sia della divisione energia elettrica (-43%) sia idrocarburi (-63%). Nel comparto di energia elettrica si registra una produzione sostanzialmente stabile rispetto al I semestre 2014 ma la composizione del portafoglio è differente: al calo della produzione idroelettrica (-31%) a causa di minor idraulicità, si contrappone la crescita di quella termoelettrica (+19%). Questa differente composizione ha impattato negativamente sul risultato operativo a causa della ridotta marginalità ottenibile dagli impianti a ciclo combinato a mercato. Anche sul versante delle vendite si registra una contrazione dei volumi di energia elettrica a seguito di un cambio nella politica commerciale maggiormente indirizzata verso la fascia di clientela che garantisce minori rischi di morosità.

Tabella 5. Andamento EBITDA di Edison

(Milioni di euro)

	EBITDA annuale*		EBITDA 1° semestre	
	2014	Var. 2013 (%)	2015	Var. 2014 (%)
Filiera Energia Elettrica	690	3.6%	203	-43.0%
Filiera Idrocarburi	255	-38.6%	47	-62.7%
Corporate e Altri Settori	-131	-18.0%	-46	-22.0%
Totale	814	-16.1%	204	-51.8%

* I dati si riferiscono al EBITDA *adjusted*

Fonte: elaborazioni REF-E su dati di bilancio

ENI Gas&Power: miglioramento netto di marginalità influenzato dai congruagli delle rinegoziazioni gas

I risultati operativi del 2014 mostrano un netto miglioramento della marginalità ottenuta da ENI Gas&Power (+788 milioni di euro) nonostante volumi in diminuzione sia sul comparto elettrico sia su quello gas. Le vendite di energia elettrica, in Italia, e gas, a livello mondiale, hanno infatti registrato cali analoghi superiori al 4% dovuti alla riduzione di volumi sia sui clienti *retail* sia su quelli corporate. Nonostante il calo di volumi e ricavi, la marginalità operativa ha registrato un progresso di quasi 1 miliardo. I 310 milioni di euro generati nel 2014 sono essenzialmente imputabili alla rinegoziazione di contratti di fornitura gas di lungo termine. Il risultato 2014, particolarmente elevato rispetto a quello del 2013, è quindi anche influenzato dal congruaglio relativo agli anni precedenti a valle delle rinegoziazioni.

I dati del I semestre 2015 sono migliori sia in termini di volumi sia di margini. In particolare, le vendite di gas sono cresciute nei primi sei mesi del 4.7% grazie al recupero sul mercato domestico che ha beneficiato sia di condizioni meteo invernali tornate in linea con le medie storiche sia di un aumento della domanda. Anche le vendite di energia elettrica hanno registrato un incremento di oltre il 5%, anche in questo caso grazie al recupero della domanda. L'aumento dei volumi ha determinato anche un incremento della marginalità operativa: l'utile operativo *adjusted* è cresciuto del 27% arrivando a 325 milioni di euro.

IREN: calo di ricavi e marginalità trainata da business a mercato

Complessivamente i dati 2014 mostrano un calo di ricavi (-14%) e di marginalità (-4%) rispetto all'anno precedente (**Tabella 6**), determinato dai *business a mercato* che registrano un calo del 23% nei ricavi e del 15% nella marginalità. Questa riduzione è dovuta alla bassa domanda di gas nella stagione invernale mite, alla revisione dei meccanismi di aggiornamento tariffario per il gas a tutela e alla fine dell'incentivazione (Certificati Verdi) sulla produzione cogenerativa. I risultati delle divisioni idrico e ambiente, con incrementi nell'ordine del 30% in termini di EBITDA, hanno in parte mitigato il calo delle altre divisioni.

I dati del I semestre di quest'anno segnano invece incrementi di volumi e di margini: IREN ha registrato un forte incremento dei volumi di gas scambiati sul mercato (+9%) e un incremento della produzione di energia da impianti del gruppo (+9%). Anche la distribuzione di energia e gas ha segnato variazioni positive con incrementi di volume nell'ordine del 3%. Il risultato operativo di gruppo migliora rispetto al I semestre 2014 (+2%, a quota 378 milioni di euro) grazie soprattutto al risultato dell'area gas: i maggior quantitativi di gas venduti sul mercato e il recupero di marginalità hanno contribuito in massima parte alla crescita dei margini. Sostanzialmente stabili invece sono i margini dell'area generazione e teleriscaldamento che continuano a scontare lo scenario particolarmente competitivo sui mercati all'ingrosso.

Tabella 6. Andamento EBITDA di IREN

(Milioni di euro)

	EBITDA annuale		EBITDA 1° semestre	
	2014	Var. 2013 (%)	2015	Var. 2014 (%)
Generazione e TLR	199	-15.3%	103	-12.0%
Mercato	91	-15.1%	62	29.2%
Infrastrutture energetiche	152	-1.4%	71	0.0%
Ciclo idrico	150	27.6%	88	4.8%
Ambiente	48	31.1%	36	28.6%
Totale	623	-4.4%	378	1.9%

Fonte: elaborazioni REF-E su dati di bilancio

L'andamento delle attività regolate

Terna: crescita elevata dei ricavi delle attività non regolate con margini però ridotti

Nel 2014 le attività regolate sono riuscite a difendere i propri margini, nonostante un contesto di settore che ha portato alla riduzione dei volumi trasportati per tutti i principali *player*.

Terna nel 2014, a fronte di un aumento dei ricavi di circa il 5%, ha registrato un margine operativo lordo sostanzialmente stabile (+0.2%) (**Tabella 7**). Il differente rapporto fra ricavi e marginalità è stato determinato da una crescita molto elevata dei ricavi della attività non regolate, caratterizzate da marginalità più ridotta rispetto al segmento regolato. L'acquisizione e l'incorporazione del gruppo Tamini² all'interno del perimetro e l'accantonamento di riserve per esodo incentivato hanno fatto crescere più che proporzionalmente i costi operativi determinando una riduzione dell'EBITDA da oltre il 78% al 75%.

Nel I semestre 2015 i ricavi e i margini per il gestore della rete di trasmissione sono in ripresa. Grazie alla crescita dei volumi trasportati e dispacciati, le attività regolate hanno incrementato l'EBITDA di 18 milioni di euro, mentre quelle non regolate hanno subito una riduzione di marginalità: complessivamente il gruppo nei primi 6 mesi di quest'anno contabilizza una variazione positiva di quasi il 2% (+14.1 milioni di euro).

² Il gruppo Tamini è attivo nella produzione e installazione di trasformatori per la produzione, trasmissione e distribuzione di energia elettrica.

Tabella 7. Andamento EBITDA di Terna

(Milioni di euro)

	EBITDA annuale		EBITDA 1° semestre	
	2014	Var. 2013 (%)	2015	Var. 2014 (%)
Attività regolate	1 423	-1.3%	743	2%
Attività non regolate	68.5	45.7%	24	-14%
Totale	1 491.5	0.2%	767	2%

Fonte: elaborazioni REF-E su dati di bilancio

Snam Rete Gas: nonostante il calo della domanda gas, i ricavi stabili

Nel corso del 2014, nonostante il calo della domanda di gas naturale in Italia, i ricavi sono sostanzialmente stabili (+0.6%) grazie alle maggiori entrate per servizi svolti verso società del Gruppo, mentre i ricavi regolati, al netto dei profitti dell'attività di bilanciamento, sono sostanzialmente stabili. Il margine operativo registra una lieve variazione negativa dell'1%, soprattutto a causa dei maggiori accantonamenti per fondi per rischi e oneri connessi all'attività di bilanciamento commerciale (48 milioni di euro), probabilmente in vista della transizione verso il nuovo regime europeo. Anche negli utili operativi si registra una discesa del 3% (**Tabella 8**).

Volumi gas trasportati sostanzialmente stabili nel I semestre 2015 hanno portato a una crescita solo marginale dell'EBITDA del gruppo (+0.4%) e a una riduzione dell'utile operativo (-3.1%) rispetto al medesimo periodo del 2014. L'incremento dei ricavi (+3%) è sostanzialmente attribuibile alla variazione del perimetro di consolidamento³.

Tabella 8. Andamento Utile operativo di Snam Rete Gas

(Milioni di euro)

	Utile operativo annuale		Utile operativo 1° semestre	
	2014	Var. 2013 (%)	2015	Var. 2014 (%)
Trasporto	1 196	-1.7%	591	0%
Rigassificazione	-	-100.0%	3	200%
Stoccaggio	318	1.0%	169	-15%
Distribuzione	477	-5.5%	248	-4%
Totale	1 973	-3.0%	1 012	-3%

Fonte: elaborazioni REF-E su dati di bilancio

Enel: impatto negativo del nuovo meccanismo di perequazione e minori quantità trasportate

Il *business* regolato di Enel, Infrastrutture Reti, ha registrato nel 2014 un decremento dei ricavi (-4.3%) e una leggera flessione nella redditività operativa (-0.7%). Il calo dei ricavi e quello marginale dell'EBITDA sono imputabili alla forte riduzione dei contributi per allacciamento, alla riduzione dei volumi trasportati e alla modifica del meccanismo di perequazione⁴ solo parzialmente compensati dalla modifica delle tariffe distribuzione.

A2A: la revisione delle tariffe di distribuzione elettrica sostiene la marginalità

Nonostante volumi in diminuzione sia in termini di energia elettrica trasportata (-2.8%) sia di gas distribuito (-16.2%), i ricavi e margini per la divisione reti di A2A sono aumentati rispettivamente di 42 e 45 milioni di euro nel 2014. A contribuire all'incremento della marginalità (+16%) è stata soprattutto la distribuzione elettrica: grazie alla revisione delle tariffe di A2A da parte dell'Autorità, il gruppo ha registrato un aumento di marginalità di 27 milioni di euro.

³ Ingresso nel perimetro di ACAM gas a seguito dell'acquisizione da parte di Italgas del residuo 51% della società.

⁴ Delibera AEEGSI n. 607/2013.

La struttura finanziaria

Diminuisce l'indebitamento per i business a mercato, ma peggiora l'interest coverage ratio

La gestione finanziaria 2014 evidenzia un generale contenimento del rapporto *debt/equity* (a valore di libro) con variazioni anno su anno comprese tra il -3% e il -35%. Tutti i principali *player* attivi nei *business* a mercato hanno diminuito l'indebitamento nel corso del 2014 attraverso la riduzione dei debiti a breve termine. Enel, A2A, Acea ed Edison registrano variazioni di indebitamento a breve comprese fra -14% e -70% rispetto al 2013. Le favorevoli condizioni di mercato in termini di tassi a lungo hanno permesso a tutte le società il rifinanziamento della parte a lungo con riduzioni, in media, degli oneri su tali scadenze. Snam e Terna hanno invece mantenuto costante l'indebitamento finanziario ma hanno proceduto a rifinanziare sul mercato a condizioni comunque migliori rispetto a quelle del passato. Nonostante il miglioramento delle condizioni sui mercati del debito, praticamente tutte le aziende prese in esame registrano un peggioramento dell'*interest coverage ratio*: la caduta di marginalità operativa nel 2014 è infatti stata più consistente dei risparmi sui costi di finanziamento, peggiorando l'indice di copertura.