

IMPRESE E ISTITUZIONI

L'EVOLUZIONE DELLA SITUAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA DELLE IMPRESE DI GENERAZIONE ELETTRICA

Nell'ultima decade il settore della generazione di energia elettrica è stato soggetto a rilevanti cambiamenti dovuti a fattori di diversa natura. Il ciclo economico e l'andamento dell'economia italiana colpita dalle crisi del 2008-2009 e del 2012-2013, che hanno comportato una riduzione della domanda, i cambiamenti del framework regolatorio e delle politiche energetiche, la crescente concorrenza delle energie rinnovabili e l'introduzione del mercato ETS volto alla riduzione delle emissioni hanno fatto sì che i produttori di energia elettrica abbiano dovuto operare in un contesto di mercato più volatile che in passato e, per certi aspetti, imprevisto. Al fine di valutare l'evoluzione delle condizioni economiche e finanziarie delle imprese REF-E ha condotto uno studio di mercato utilizzando i dati di bilancio di un campione delle maggiori 43 imprese italiane operanti nel settore della produzione di energia elettrica tra il 2008 e il 2017. Dall'analisi emerge che le dinamiche di redditività delle imprese sono state determinate dall'evoluzione degli elementi regolatori ed economici e dalla reazione che le imprese hanno avuto in termini di efficientamento delle proprie attività e di ristrutturazione finanziaria.

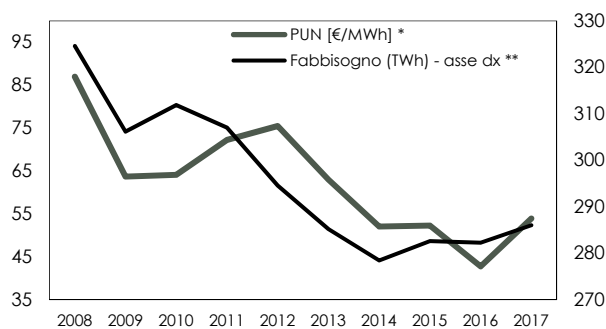
ARTICOLI CORRELATI

- [2014 anno da dimenticare per i bilanci delle società, primi segnali di inversione nel I semestre 2015](#) (Newsletter 192)

L'EVOLUZIONE DEI PREZZI DELL'ENERGIA E DEI FATTURATI DELLE IMPRESE

Come mostrato in **Figura 1**, la contrazione della domanda elettrica registrata nell'ultima decade, unita alla riduzione del prezzo delle *commodities* utilizzate per la produzione di energia elettrica e l'aumento della penetrazioni delle rinnovabili, hanno esercitato una forte spinta al ribasso dei prezzi dell'energia sul mercato all'ingrosso. Queste riduzioni dei prezzi hanno inciso sulla redditività media registrata dalle compagnie, in particolare di quelle dotate di un parco produttivo prevalentemente basato sulla combustione di fonti fossili.

FIGURA 1. DOMANDA NAZIONALE E PREZZO DELL'ENERGIA ALL'INGROSSO



* Media annuale. ** Sommatoria annuale su base nazionale

Fonte: elaborazioni REF-E su dati GME

Nel periodo d'analisi, infatti, i fatturati e gli utili medi delle compagnie si sono ridotti sensibilmente: nel 2017 il fatturato medio delle compagnie è risultato il 63% del valore registrato nel 2008, mentre l'utile ha registrato una contrazione ancor maggiore, raggiungendo un valore pari al 50% del livello ottenuto a inizio periodo. Come mostrato in **Figura 2**, la riduzione dei fatturati e degli utili non è stata lineare, ma ha riportato i valori minimi nel periodo compreso tra il 2012 e il 2014: in questi anni l'indice *clean spark spread* è risultato per lunghi tratti, in particolare nei periodi estivi, negativo erodendo le marginalità dei produttori termoelettrici. Il valore medio negativo degli utili nel 2014 è determinato dai valori delle perdite particolarmente consistenti registrate in quell'anno da molteplici compagnie, in particolare da Enel Produzione, che ha registrato in quell'anno una perdita netta di circa 2 miliardi di euro.

LE DINAMICHE DELLA REDDITIVITÀ DELLE IMPRESE:

Per comprendere meglio l'evoluzione del reddito del settore e identificarne i determinanti, sono state analizzate le dinamiche di tre indici di bilancio che misurano la redditività: questi sono l'*Ebitda margin*, misura della redditività operativa, e gli indici di redditività del capitale, ovvero il ROE (*Return on Equity*) e il ROA (*Return on Assets*).

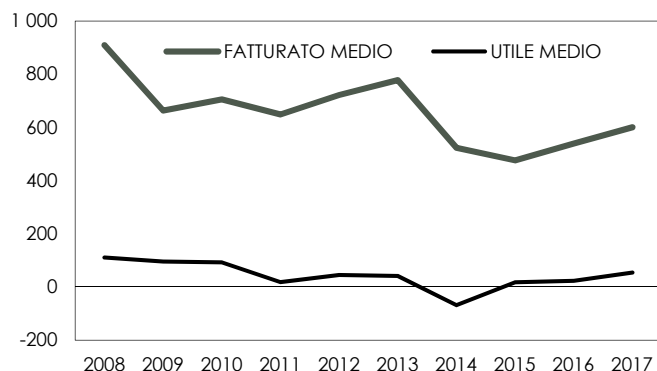
L'*Ebitda margin* si è mantenuto pressoché stabile nel periodo, oscillando intorno al valore di 25%. Tuttavia, i valori medi dell'indice hanno registrato un andamento discontinuo: infatti, dopo un rialzo nel 2010 rispetto agli anni precedenti, il margine medio si è ridotto. Questo risultato è, presumibilmente, dovuto a una ridotta efficienza registrata dagli impianti esistenti, la cui dimensione era stata predisposta in base a proiezioni di domanda che hanno sovrastimato l'effettiva richiesta di energia.

Dal 2012 l'ingresso delle FER, che producono a costi marginali significativamente inferiori a quelli degli altri operatori, ha fatto sì che la redditività media aumentasse, fino al 2015, quando tutti gli indicatori di redditività hanno registrato un minimo. In particolare, nel 2015 il ROE medio risulta negativo. L'andamento discontinuo di

TAG

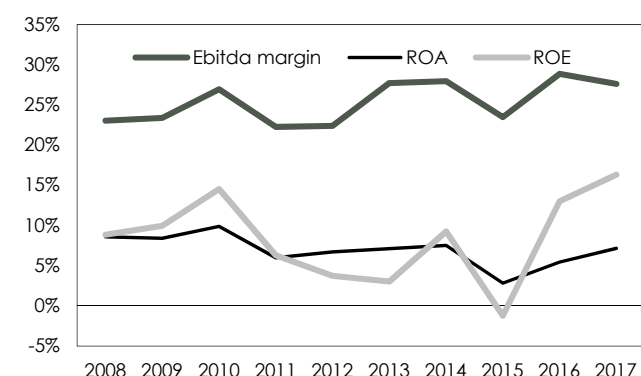
corporate strategy, investments and business plan, market analysis

FIGURA 2. EVOLUZIONE DEI FATTURATI E DEGLI UTILI MEDI (Milioni)



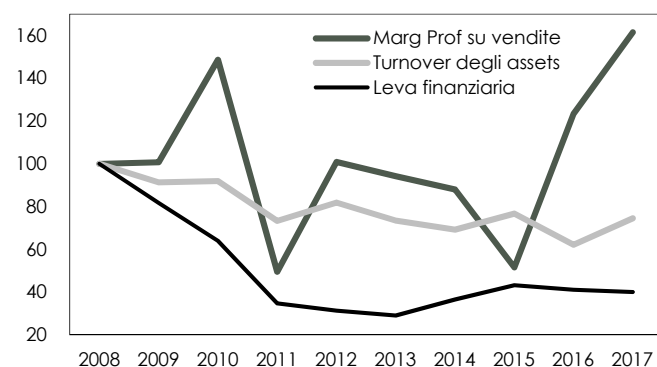
Fonte: elaborazioni REF-E

FIGURA 3. INDICI DI REDDITIVITA'



Fonte: elaborazioni REF-E

FIGURA 4. LE COMPONENTI DEL ROE (2008=100)



Fonte: elaborazioni REF-E

quest'ultimo indicatore è il risultato delle diverse dinamiche della redditività registrata dalle imprese e della ristrutturazione finanziaria che queste hanno perseguito (Figura 3).

LA SCOMPOSIZIONE DEL ROE

Per comprendere meglio i determinanti della dinamica del ROE, questo indice può essere scomposto secondo la formula di *DuPont* nelle sue tre componenti fondamentali, che rappresentano le caratteristiche finanziarie e operative delle aziende. Il ROE può essere calcolato come la moltiplicazione dei margini di profitto sulle vendite con il *turnover* degli *assets* e con la leva finanziaria. Il primo elemento sintetizza l'efficienza operativa delle aziende, decurtata degli oneri finanziari e fiscali; il secondo misura l'efficienza nell'impiego delle attività patrimoniali ai fini della produzione di reddito; infine, la leva finanziaria misura il grado di indebitamento delle aziende. La Figura 4 riporta l'andamento nel tempo delle medie delle tre componenti dei ROE per le imprese nel campione. Se il *turnover* degli *assets* ha continuato a ridursi nel periodo, anche in ragione del *decommissioning* di molti impianti esistenti a carbone e a gas, la dinamica dell'indice ROE nel tempo è definita principalmente dall'effetto combinato della marginalità e della leva finanziaria. Quest'ultima si è ridotta a partire dal 2008 in ragione della contrazione del credito erogato dagli istituti finanziari in seguito alla crisi del 2008, ulteriormente aggravatasi a partire dal 2010, dopo la crisi del debito sovrano che ha colpito l'Italia. Le difficoltà di accesso al credito per le imprese sono coincise con rilevanti aumenti dalla patrimonializzazione media, anche in ragione dell'ingresso di nuove imprese per la produzione di energia da fonti rinnovabili tra il 2012 e 2013. La contrazione della leva di credito che ne è risultata ha più che compensato l'aumento delle marginalità, causando un'ulteriore riduzione dell'indice ROE fino al 2014. A partire dal 2014-2015 le imprese hanno potuto beneficiare di un migliore accesso al credito, anche grazie all'adozione di una politica monetaria espansiva adottata dalla BCE, mirata a porre rimedio al *credit crunch* che si era verificato negli anni precedenti. In questi anni la leva finanziaria è aumentata sensibilmente, sebbene sia rimasta lontana dai livelli di inizio periodo. L'andamento del ROE negli ultimi anni è stato determinato dalla dinamica delle marginalità di profitto, che hanno registrato una contrazione nel 2015, quando il ROE medio è risultato negativo, per poi aumentare rapidamente negli ultimi due anni.