

Il rischio di credito delle imprese della filiera energia: impatto del conflitto Russia-Ucraina

(a cura di Centrale dei Bilanci - Cerved Group Spa)

Il nuovo quadro geopolitico peggiora le aspettative di rischio di credito delle imprese della filiera energia, nonostante il superamento dello stato di emergenza e l'impatto positivo del PNRR. Le utility, strutturalmente meno rischiose della totalità delle imprese nazionali, subiscono un impatto negativo e registrano un peggioramento della valutazione del rischio di credito, a causa dello shock dei prezzi delle materie prime energetiche e della potenziale interruzione delle forniture russe di gas.

NUOVI SCENARI PER I SETTORI DELL'ECONOMIA ITALIANA

Il conflitto Russia-Ucraina, scoppiato alla fine di febbraio del 2022, ha modificato sostanzialmente il quadro di ripresa dell'economia italiana che si era delineato nel 2021, grazie all'efficacia dei vaccini che hanno significativamente contenuto gli effetti più gravi delle diverse varianti del virus Covid-19, ma soprattutto grazie agli incentivi a sostegno dell'economia promossi dalle autorità europee e nazionali.

Dalla primavera 2022, le nuove previsioni dei principali istituti di ricerca nazionali e internazionali registrano variabili macro in deciso peggioramento e un'inflazione, già alta alla fine del 2021, che mostra un'ulteriore impennata.

Le conseguenze delle tensioni geopolitiche si stanno, infatti, trasmettendo alla nostra economia attraverso una serie di effetti diretti e indiretti. Il generale clima di incertezza, la forte volatilità dei mercati, le sanzioni e il peggioramento del clima di *business* stanno rallentando le principali variabili macroeconomiche. L'impatto delle restrizioni sull'import (acciaio, legno, cuoio, grano, olio di semi, fertilizzanti) e sull'export (abbigliamento, calzature, arredo casa) dei settori più esposti verso le aree in guerra è accompagnato da problemi di approvvigionamento nelle catene di fornitura di alcune importanti filiere, come ad esempio quella chimica, automotive, mobili, carta, vetro, e dai rincari delle materie prime amplificati dallo shock sui mercati del gas e dei combustibili fossili.

La tendenza alla stabilizzazione dei prezzi emersa alla fine del 2021 e nei primi due mesi del 2022 è stata interrotta dal conflitto, che ha determinato un'ulteriore fase rialzista, in particolare per le quotazioni delle fonti energetiche fossili, in

considerazione del ruolo delle due nazioni nelle forniture globali di gas naturale e di petrolio.

L'incremento dei prezzi delle singole *commodity* risulta non generalizzato e genera impatti differenti a livello settoriale, sia sulla dinamica dei prezzi che su fatturato e margini, a seconda, in primo luogo, dell'esposizione di ogni settore verso le materie prime che hanno registrato gli aumenti più significativi e, in secondo luogo, della capacità delle imprese di trasferire gli aumenti di costo sui prezzi di vendita.

Di conseguenza, l'impatto del conflitto genera ripercussioni sul rischio di credito del sistema delle imprese italiane e su alcuni settori più critici. Grazie a un indicatore sintetico, il CGS Impact, Cerved è in grado di misurare il peggioramento in termini di solvibilità del sistema delle imprese italiane, in conseguenza agli effetti diretti e indiretti del conflitto.

IL CGS FORWARD LOOKING

Cerved fornisce una valutazione sintetica di solvibilità per tutte le imprese italiane, definito CGS (Cerved Group Score). Il CGS è costituito da una componente strutturale, che prende in considerazione i dati economico-finanziari dell'impresa e che fornisce una misura della solidità, redditività e capacità dell'impresa di ripagare i debiti, a cui si associa una componente comportamentale, che prende in considerazione le abitudini di pagamento dell'impresa, grazie alla banca dati proprietaria Payline, e una serie di eventi negativi, quali protesti, pregiudizievoli e procedure, registrati presso i Tribunali e le Camere di Commercio nazionali.

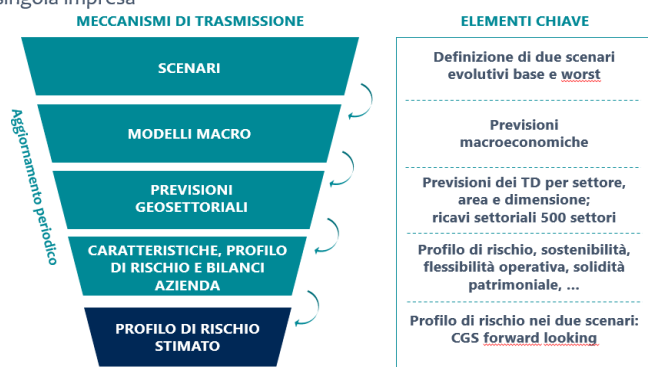
Nel 2020, con lo scoppio della pandemia Covid-19, si è reso necessario adeguare gli strumenti per la valutazione del merito di credito in un'ottica *forward looking*, in modo da tenere conto del potenziale impatto di eventi dirompenti come l'emergenza sanitaria o come, attualmente, il conflitto Russia-

Ucraina, sul contesto economico in cui le imprese operano.

Il CGS Impact nasce per stimare e anticipare con metodologie statistiche l'impatto atteso dei fenomeni sul profilo di rischio delle imprese: partendo dalla definizione di due scenari alternativi, uno considerato più probabile (BASE) e uno peggiorativo (WORST), combina fattori di contesto con elementi specifici legati alla singola azienda e permette di elaborare una valutazione del merito creditizio su di un orizzonte più ampio, che tiene conto del contesto economico prospettico che l'impresa dovrà fronteggiare.

Il modello di costruzione del CGS forward looking

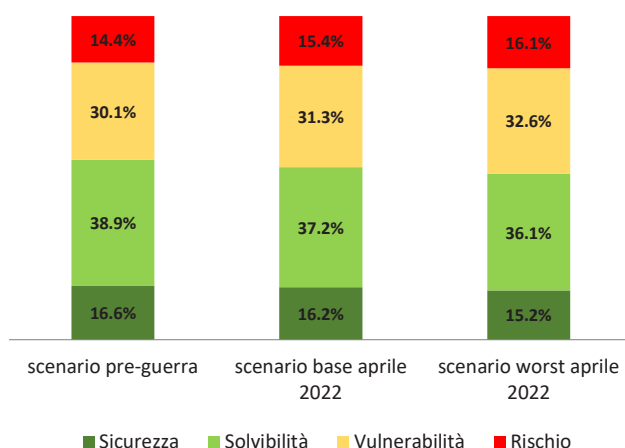
Utilizza dati, modelli statistici ed econometrici, previsioni settoriali e score proprietari Cerved per valutare il profilo di rischio prospettico della singola impresa



L'EFFETTO DEL CONFLITTO SUL TOTALE DELLE IMPRESE ITALIANE

Prendendo in considerazione la totalità delle società di capitale italiane (619 mila imprese), il confronto (Figura 1) tra il CGS Impact elaborato da Cerved alla fine del 2021 e quello elaborato ad aprile 2022, sulla base degli scenari che tengono conto del conflitto e

FIGURA 1. DISTRIBUZIONE % DEL CGS IMPACT PER AREA DI RISCHIO DEL TOTALE DELLE SOCIETÀ DI CAPITALE ITALIANE



Elaborazioni Cerved Group

degli ulteriori rincari delle materie prime energetiche e dello *shortage* di alcune *commodity*, si rileva un peggioramento complessivo del rischio di credito.

Le imprese che si trovano in area di Rischio passano dal 14.4%, prima del conflitto, al 15.4% dopo lo scoppio del conflitto nello scenario Base e al 16.1% nello scenario Worst, così come quelle in area di Vulnerabilità passano dal 30.1% pre-conflitto al 31.3% nello scenario Base e addirittura al 32.6% nello scenario Worst. Specularmente si riducono le imprese in area di Sicurezza.

LE IMPRESE DELLA FILIERA ENERGIA

Le imprese della filiera Energia sono strutturalmente meno rischiose della totalità delle imprese italiane. Tuttavia, in questo scenario completamente mutato, sono particolarmente esposte all'aumento dei prezzi delle *commodity* energetiche e al rischio della possibile interruzione di forniture di gas dalla Russia. Nella filiera Energia sono presenti 6.300 società di capitali (7.140 se contiamo anche le società di persone e ditte individuali), di cui l'83% appartengono al settore Produzione di Energia Elettrica e il 10% alla Vendita di Energia Elettrica (1% Distribuzione di Energia Elettrica, 3% Distribuzione di Gas e 4% Vendita Di Gas).

Nella Produzione di Energia Elettrica troviamo poche imprese di grandi dimensioni, alcune decine di imprese medio-grandi e medie e una pluralità di piccoli operatori che producono energia prevalentemente per l'autoconsumo. La maggior parte della produzione (poco meno del 60%) viene realizzata attraverso impianti termoelettrici. La produzione da fonti convenzionali si è progressivamente ridotta a favore della produzione da fonti rinnovabili.

In generale, l'andamento dei prezzi sul mercato elettrico è condizionato dai prezzi delle materie prime energetiche, gas e petrolio. Il gas naturale è la principale materia prima degli impianti convenzionali e nei contratti di approvvigionamento a lungo termine il suo prezzo può essere indicizzato, almeno in parte, a quello di mercato.

Nella Vendita di Energia Elettrica i principali operatori del settore sono integrati a monte con la produzione, strategia che favorisce nel lungo termine approvvigionamenti costanti e una miglior gestione del rischio di prezzo sulla Borsa elettrica. Trattandosi di un'attività a basso margine unitario, le variabili che determinano la redditività dell'impresa sono principalmente la dimensione e la gestione dei rischi

legati all'approvvigionamento. Lo stesso vale per il settore della Vendita di Gas, nel quale operano grossisti puri, venditori puri e operatori misti, per i quali i margini possono essere molto ridotti e la variabile chiave sono i volumi scambiati.

Infine, le imprese della Distribuzione Locale di Energia Elettrica e della Distribuzione Locale di Gas operano in monopolio locale, sulla base di concessioni. Data la natura di monopolio naturale, i margini degli operatori dipendono essenzialmente dalla regolamentazione del settore, che stabilisce le tariffe e le modalità di remunerazione degli investimenti.

All'interno della filiera dell'Energia, dunque, l'attività delle aziende è profondamente condizionata dall'andamento delle quotazioni degli idrocarburi.

La situazione, tuttavia, è molto differenziata a seconda del settore e a seconda della tipologia di attività. In particolare, per i distributori le tariffe, stabilite dall'Autorità, sono totalmente indipendenti dall'andamento dei prezzi della materia prima, mentre negli altri settori gli andamenti dei prezzi sono condizionati dalla durata dei contratti di fornitura e dalle clausole di revisione, dalle modalità di misure di copertura e di indicizzazione, dal segmento di vendita (domestico o business), e dalla possibilità di ribaltare a valle in tutto o in parte gli aumenti di costo della materia prima.

LA DISTRIBUZIONE DEL CGS IMPACT PER AREA DI RISCHIO

Le imprese della filiera Energia, se messe a confronto con il totale delle società di capitale italiane (619.000), nel complesso appaiono strutturalmente con un rischio di credito minore (**Figura 2**).

Analizzando, infatti, il CGS Impact elaborato da Cerved nell'aprile 2022, gli operatori della filiera Energia, rispetto al totale delle società di capitali, riportano, nel complesso, una quota minore di imprese sia nell'area di Rischio (10% rispetto a 15%) che di Vulnerabilità (29% rispetto a 31%). La distribuzione, tuttavia, mostra valori significativamente diversi all'interno dei settori della filiera.

La Produzione di Energia Elettrica e la Vendita di Energia Elettrica riportano i valori più elevati di imprese nell'area di Rischio e specularmente la quota più bassa nell'area di Sicurezza. La Vendita di Gas, che conta il 4% delle imprese della Filiera, registra l'80% delle imprese nell'area della Sicurezza e Solvibilità, e solo il 6% di imprese nell'area di Rischio.

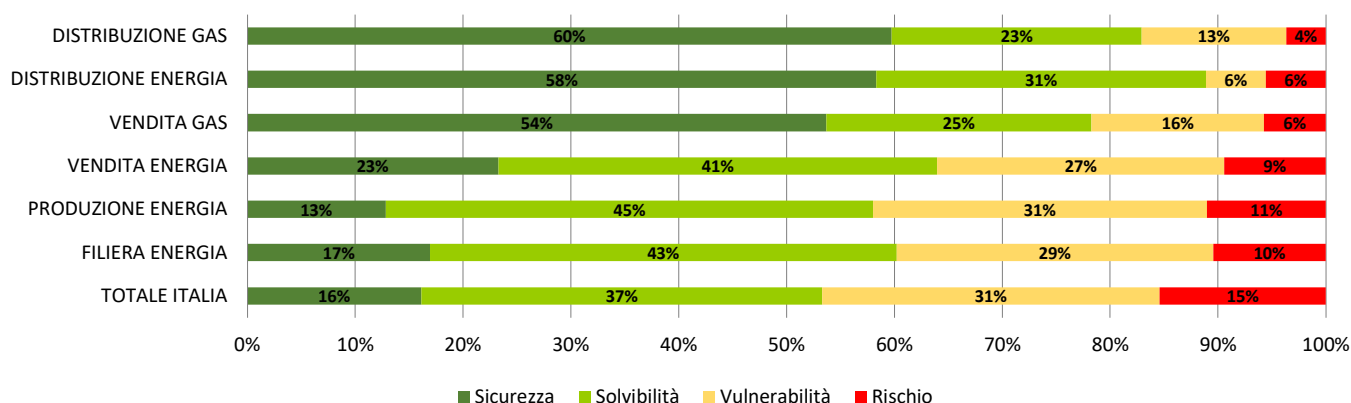
I settori della Distribuzione di Energia Elettrica e Distribuzione Locale di Gas, data la tipologia di attività, mostrano una quota molto bassa di imprese in area di Rischio (6% e 4% rispettivamente) e una quota estremamente elevata di imprese in area di Sicurezza (58% e 60%).

GLI EFFETTI DEL CONFLITTO SULLE IMPRESE DELLA FILIERA ENERGIA

Grazie alla stima delle CGS Impact elaborato da Cerved, che incorpora le previsioni settoriali nei due scenari (Base e Worst), è possibile valutare, in ottica *forward looking*, l'impatto del conflitto Russia-Ucraina e del conseguente shock sulle materie prime energetiche sulla Filiera Energia.

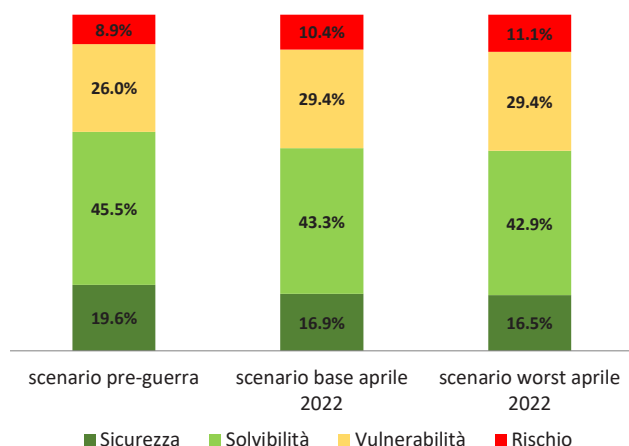
Confrontando le stime di Cerved elaborate prima del conflitto con le previsioni realizzate nell'aprile 2022 (**Figura 3**), notiamo un peggioramento del profilo di rischio delle imprese della Filiera Energia.

FIGURA 2. DISTRIBUZIONE % PER AREA DI RISCHIO DELLE SOCIETÀ DI CAPITALI DELLA FILIERA ENERGIA A CONFRONTO CON IL TOTALE DELLE IMPRESE ITALIANE
CGS Impact per area di rischio aprile 2022 scenario base
(distribuzione % società di capitali)



Elaborazioni Cerved Group

FIGURA 3. DISTRIBUZIONE % PER AREA DI RISCHIO IMPRESE DELLA FILIERA ENERGIA



Elaborazioni Cerved Group

In particolare, la quota di imprese in area di Rischio passa dal 8.9% pre-conflitto al 10.4% nello scenario Base di aprile 2022 e all'11% nello scenario Worst. Anche le imprese in area di Vulnerabilità, che rappresentavano il 26% nelle stime pre-guerra, crescono al 29,4% sia nello scenario Base che in quello Worst. Specularmente le imprese in area di Sicurezza erano quasi il 20% nelle stime elaborate alla fine del 2021 e si riducono nelle elaborazioni realizzate dopo lo scoppio del conflitto al 17% nello scenario Base e al 16,5% in quello Worst. Tutti i settori all'interno della Filiera, sia quelli dell'Energia sia quelli del Gas, riportano un peggioramento nel merito creditizio.

L'impatto dell'incremento dei prezzi delle *commodity* energetiche, naturalmente, è molto differenziato a seconda della tipologia di attività di ogni impresa, delle modalità di misure di copertura, della durata dei contratti di fornitura o di vendita delle diverse aziende.

Nel settore della Produzione di Energia Elettrica, ad esempio, sebbene le *utility* con un elevato grado di produzione alternativa a quella termoelettrica possano trarre vantaggio da prezzi dell'elettricità più elevati, è probabile che ciò venga almeno in parte mitigato dall'intervento delle autorità per attutire l'impatto dei prezzi più elevati sulle famiglie.

Anche se per alcuni operatori l'aumento dei prezzi dell'energia può migliorare i conti aziendali, così come per altri soggetti può avere un effetto neutrale, dal momento che è possibile trasferire a valle gli aumenti dei costi degli input senza che questo modifichi il profilo di rischio dell'impresa, per un discreto numero di imprese l'incremento degli input si trasferisce solo in parte sui prezzi di vendita e ciò impatta negativamente la redditività e di conseguenza la solidità finanziaria e la capacità di sostenere l'indebitamento delle imprese.

Le difficoltà di tipo finanziario in alcuni dei settori della Filiera, inoltre, possono aumentare il rischio di ritardi nei pagamenti e di mancati pagamenti, in particolare nei settori della vendita di gas ed energia e nel settore della produzione di energia.

L'effetto del conflitto sarebbe estremamente amplificato, infine, qualora venisse interrotto l'approvvigionamento di gas dalla Russia. Le *utility* italiane sono tra le più esposte agli effetti del conflitto data la loro significativa dipendenza, diretta o indiretta, dal gas russo.

Mentre la maggior parte delle *utility* ha un'esposizione diretta limitata al gas russo in termini di approvvigionamento di gas, le esposizioni indirette sono sostanzialmente più elevate e difficili da misurare poiché le controparti di approvvigionamento di gas possono fare affidamento sul gas russo per adempiere ai propri obblighi contrattuali.

Gli impatti del nuovo scenario geopolitico e dell'impennata dei prezzi delle materie prime energetiche sulle imprese dell'Energia e del Gas sono particolarmente significativi, data la loro maggiore esposizione a tali fattori. Tuttavia, nonostante si riscontri un impatto negativo, le stime di Cerved confermano che le *utility* posseggono una solidità e una capacità di sostenere l'indebitamento superiore alla media delle società di capitali italiane.