

---

**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI GENOVA**  
**SCUOLA DI SCIENZE SOCIALI**  
**DIPARTIMENTO DI ECONOMIA**



Tesi di laurea magistrale in  
Amministrazione, Finanza e Controllo

**I settori di interesse strategico  
nazionale e l'impatto della guerra  
in Ucraina sui bilanci: un'analisi  
sulle aziende energetiche ed  
energivore**

Relatore: Paola Ramassa

Candidata: Linda Levratto

**Anno accademico  
2022/2023**

## INDICE

Abstract.....	4
Introduzione.....	6
<b>CAPITOLO I – I settori strategici e il settore energetico.....</b>	<b>9</b>
<b>1.1. Definizione di interesse strategico nazionale.....</b>	<b>9</b>
<b>1.2. I settori di particolare rilevanza per l’interesse nazionale .....</b>	<b>10</b>
1.2.1. Il settore della difesa .....	11
1.2.2. Il settore della sicurezza.....	13
1.2.3. Il settore della comunicazione .....	14
1.2.4. Il settore dei trasporti .....	15
<b>1.3. Le misure attuate dallo Stato per salvaguardare i settori strategici.....</b>	<b>17</b>
1.3.1. Il Golden Power .....	18
1.3.2. Il livello occupazionale .....	20
1.3.3. I principali interventi del Governo dallo scoppio della Guerra in Ucraina .....	22
<b>1.4. Il settore energetico .....</b>	<b>27</b>
<b>1.5. Le imprese energivore.....</b>	<b>32</b>
1.5.1. Il settore della meccanica.....	33
1.5.2. Il settore degli alimentari.....	35
1.5.3. Il settore del vetro.....	38
<b>CAPITOLO II – Il metodo e la rassegna della letteratura .....</b>	<b>41</b>
<b>2.1. La rassegna della letteratura e delle fonti di stampa .....</b>	<b>41</b>
2.1.1. I problemi sugli approvvigionamenti delle materie prime e il rincaro dell’energia.....	41
2.1.2. L’incremento dei ricavi e gli extra profitti.....	44
2.1.3. La continuità aziendale.....	46
<b>2.2. Gli obiettivi e le domande di ricerca dell’elaborato .....</b>	<b>47</b>
<b>2.3. Il metodo dell’analisi .....</b>	<b>49</b>
2.3.1. La selezione del campione analizzato: società energetiche ed energivore ....	49
2.3.2. Il reperimento e la scelta dei dati analizzati.....	53
2.3.3. Le tipologie di analisi svolte sui dati raccolti .....	54
<b>CAPITOLO III – Le società energetiche .....</b>	<b>57</b>
<b>3.1. L’analisi di ENEL S.p.A. ....</b>	<b>57</b>
3.1.1. L’analisi economica.....	58
3.1.2. L’analisi della liquidità .....	67
3.1.3. L’analisi sulla continuità aziendale.....	68

3.2.	L'analisi di ENI S.p.A. ....	69
3.2.1.	Gli impatti generali della Guerra in Ucraina e le soluzioni elaborate dalla società 71	
3.2.2.	L'andamento economico.....	72
3.2.3.	L'analisi della liquidità .....	77
3.2.4.	I rischi connessi al conflitto .....	78
3.3.	L'analisi di Iren S.p.A.....	79
3.3.1.	L'analisi economica e fiscale .....	81
3.3.2.	I flussi di cassa .....	87
3.3.3.	I rischi inerenti al conflitto in Ucraina .....	88
3.4.	ERG S.p.A.....	89
3.4.1.	L'analisi economico – fiscale .....	90
3.4.2.	L'analisi finanziaria .....	95
3.4.3.	I rischi derivanti dal conflitto russo – ucraino.....	96
3.5.	L'analisi di Edison S.p.A. ....	97
3.5.1.	L'analisi economica e fiscale .....	99
3.5.2.	L'analisi della liquidità .....	104
3.5.3.	I rischi connessi al conflitto in Ucraina .....	106
3.6.	Il confronto tra le società energetiche.....	107
<b>CAPITOLO IV – Le società energivore .....</b>		<b>117</b>
4.1.	L'analisi di Ferrari S.p.A. ....	117
4.2.	L'analisi di Stellantis S.p.A. ....	124
4.3.	L'analisi di Valsoia S.p.A. ....	133
4.4.	L'analisi di Orsero S.p.A. ....	140
4.5.	L'analisi di Zignago S.p.A. ....	147
4.6.	Confronto tra le società energivore .....	154
<b>Conclusioni.....</b>		<b>161</b>
<b>Bibliografia e sitografia .....</b>		<b>164</b>

## **Abstract**

La tesi si focalizza sull'impatto della guerra in Ucraina sui bilanci delle società energetiche ed energivore con particolare riferimento all'analisi dei dati economici, fiscali, della liquidità e della continuità aziendale.

L'analisi è effettuata su cinque società energetiche e cinque società energivore (queste ultime selezionate tra i settori della meccanica, degli alimentari e del vetro) operanti nel territorio italiano e quotate nella Borsa di Milano. I dati sono reperiti dalle Relazioni finanziarie semestrali, al fine di compiere l'analisi su un arco temporale di sei mesi che comprende l'inizio dello scoppio del conflitto.

I dati economici maggiormente trattati nell'elaborato sono quelli connessi all'aumento dei prezzi del gas naturale e del petrolio che le società italiane acquistano per la quasi totalità direttamente o indirettamente dal mercato russo.

Il settore energetico rientra tra quelli ritenuti rilevanti dallo Stato italiano per l'interesse strategico nazionale e, per tale ragione, la tesi contiene anche un focus iniziale sulla definizione di interesse strategico nazionale e sui settori considerati tali.

Dall'analisi si evince che il settore maggiormente colpito dal conflitto è quello del vetro, all'interno del quale si riscontrano molte difficoltà nelle prospettive di continuità aziendale con chiusure temporanee degli impianti produttivi. Viceversa, il settore della meccanica registra variazioni economiche pressoché irrilevanti, mentre il settore degli alimentari subisce sia l'aumento del prezzo dell'energia elettrica in merito all'attività di produzione sia l'incremento del prezzo del carburante in merito all'attività di distribuzione.

Per quanto concerne il settore energetico si evidenziano forti aumenti nei costi di approvvigionamento che generano altrettanti aumenti nei prezzi di vendita e, di conseguenza, nei ricavi di vendita, i quali, però, sono aumentati in maniera meno che proporzionale rispetto all'aumento dei costi.

Nonostante questa situazione avversa, sia le imprese energetiche sia le imprese energivore hanno chiuso il primo semestre 2022 in utile.

This thesis focuses on the impact of the war in Ukraine on the financial statements of energy and energy-intensive companies with particular reference to the analysis of economic, fiscal, liquidity and going concern data.

The analysis is carried out on five energy and five energy-intensive companies (the latter selected from the mechanical, food and glass sectors) operating in Italy and listed on the Milan Stock Exchange. The data are sourced from the Semi-Annual Financial Reports in order to perform the analysis over a six-month period encompassing the beginning of the outbreak of the conflict.

The economic data most discussed in the paper are those related to the increase in the prices of natural gas and oil, almost all of which Italian companies purchase directly or indirectly from the Russian market.

The energy sector is among those considered relevant by the Italian state to the national strategic interest and, for this reason, the thesis also contains an initial focus on the definition of national strategic interest and the sectors considered as such.

The analysis shows that the sector most affected by the conflict is the glass sector, within which there are many difficulties in business continuity prospects with temporary closures of production facilities. Conversely, the mechanical sector experiences almost insignificant economic changes, while the food sector suffers from both the increase in the price of electricity with regard to production activity and the increase in the price of fuel with regard to distribution activity.

With regard to the energy sector, there are large increases in procurement costs that generate equal increases in sales prices and, consequently, in sales revenues, which, however, have increased less than proportionally to the increase in costs.

Despite this adverse situation, both energy and energy-intensive enterprises ended the first half of 2022 in profit.

## **Introduzione**

La tesi verte sull'impatto della guerra in Ucraina sui bilanci delle società energetiche ed energivore e sull'approfondimento dei settori di interesse strategico nazionale.

L'interesse verso tale argomento è suscitato da una curiosità personale nell'analizzare un evento molto attuale cercando di capire e spiegare le conseguenze economiche che questo sta provocando nell'economia, con particolare riferimento ai settori più colpiti, cioè quello energetico e quello energivoro. Il forte coinvolgimento a tale argomento è dettato anche dalla volontà di estrapolare dei risultati sintetici che possono fornire una visione più chiara e dettagliata, in termini economici, degli effetti del conflitto in Italia in quanto non sono ancora stati pubblicati risultati in merito a questa tipologia di analisi.

Trattandosi di un argomento di attualità, non esistono precedenti studi di ricerca sul caso, bensì solamente ipotesi future sull'andamento economico calcolate basandosi sui dati giornalmente raccolti, come i prezzi sul mercato del gas naturale, del petrolio e dell'energia elettrica, l'innalzamento del prezzo del carburante e l'aumento dei prezzi di listino applicato da alcune società operanti in determinati settori. Infatti, il conflitto in Ucraina è scoppiato il 24 febbraio 2022 e per effettuare un'analisi di ricerca sulle conseguenze da questo provocate, è necessario avere a disposizione alcuni elementi delle società colpite contenuti nei rispettivi bilanci d'esercizio, i quali però vengono pubblicati nella primavera dell'anno successivo; in questo caso ad aprile/maggio 2023. Siccome la tesi è stata scritta tra ottobre 2022 e giugno 2023, non è stato possibile avere a disposizione studi di ricerca sul caso.

Pertanto, l'obiettivo della tesi è quello di estrapolare alcuni elementi essenziali dalle Relazioni finanziarie semestrali (pubblicate nell'estate 2022) delle società colpite e analizzare l'impatto iniziale della guerra in Ucraina soffermandosi in particolare sull'analisi del Conto Economico, del Rendiconto finanziario e dell'aumento del rischio di continuità aziendale.

Per svolgere quest'analisi, quindi, si selezionano cinque società energetiche italiane e cinque società energivore italiane quotate nella Borsa di Milano. Tra le società energetiche si scelgono quelle di dimensioni maggiori sul territorio nazionale basandosi sulla logica che analizzando importi più elevati, l'impatto della Guerra sulle singole voci

è più amplificato e, quindi, più facilmente quantificabile. Le imprese sono: Eni S.p.A., Enel S.p.A., Iren S.p.A., ERG S.p.A. e Edison S.p.A.

In riferimento al settore energivoro si individuano inizialmente tre settori al fine di fornire un'analisi più eterogenea e globale, nonché un confronto più interessante. I settori in questione sono: la meccanica, l'alimentare e la vetreria. Successivamente, si selezionano cinque società rapportandole ai vari settori: per il settore della meccanica si sceglie Ferrari S.p.A. e Stellantis S.p.A., per quello degli alimentari Orsero S.p.A. e Valsoia S.p.A. e per quello del vetro l'unica società quotata nella Borsa Italiana, ossia Zignago S.p.A.

Per ogni società sono estrapolate alcune voci del Conto Economico e del Rendiconto finanziario risultanti dalle Relazioni finanziarie semestrali con lo scopo di effettuare un'analisi economico – fiscale e sulla liquidità. Le voci analizzate sono: i ricavi di vendita, i costi connessi all'energia, i risultati intermedi economici, il risultato netto d'esercizio, il flusso di cassa dell'attività operativa, di investimento e di finanziamento e il *cash flow* totale. Inoltre, a completamento dell'elaborato, si espone anche una breve analisi sui dati principali dei bilanci d'esercizio (pubblicati poco prima del termine della stesura della tesi), nonché un confronto tra le società dei vari settori.

La tesi si articola in quattro capitoli: il primo narra dei settori di interesse strategico nazionale con focus sugli interventi statali, il secondo racchiude la rassegna della letteratura e il metodo, il terzo riguarda l'analisi delle società energetiche e il quarto l'analisi delle società energivore.

Il primo capitolo è incentrato sulla definizione di interesse strategico nazionale e sull'individuazione dei settori che ricoprono tale interesse, nonché sulle manovre adottate dal Governo per tutelare questi settori, tra le più rilevanti vi è il *Golden power*. Attualmente, lo Stato riconosce come settori di rilevanza per l'interesse nazionale i seguenti: energetico, della difesa, della sicurezza, della comunicazione e dei trasporti; per ognuno dei quali è stata esposta una breve introduzione.

Il secondo capitolo verte sulla rassegna della letteratura in merito al conflitto in Ucraina e sul metodo d'analisi utilizzato per la stesura della tesi. Per quanto concerne il primo punto, non essendo disponibili studi di ricerca pregressi, si utilizzano alcuni dati reperiti dalle associazioni di categoria (quali ARERA, Coldiretti, Confindustria e Assovetro), dalle riviste scientifiche e dagli articoli di giornale del Sole 24 ore. Invece,

all'interno del metodo d'analisi sono contenute le informazioni inerenti ai dati raccolti, alle società selezionate e alla tipologia di analisi effettuata.

Nel terzo e quarto capitolo si affronta l'impatto della guerra in Ucraina sulle Relazioni finanziarie semestrali dei rispettivi settori: energetico ed energivoro. La prima parte dell'analisi è svolta sulle principali voci del Conto Economico soffermandosi sulle variazioni dei ricavi di vendita e dei costi energetici, nonché sulla natura di tali mutamenti. Inoltre, nel corso del 2022, il Governo ha introdotto il versamento obbligatorio di un contributo straordinario calcolato sugli extra-profitti e rivolto alle società energetiche; per tale ragione, si esegue anche un'analisi anche di tipo fiscale sulle imposte, nonché sul reddito economico d'esercizio come conseguenza dell'impatto economico – fiscale provocato dal conflitto.

Successivamente, si passa all'analisi del Rendiconto finanziario e dei rispettivi flussi di cassa generati o distrutti dalle singole società evidenziando il livello di disponibilità liquide o indebitamento finanziario presente all'inizio e alla fine del periodo di analisi.

A completamento, si espone una breve osservazione sui principali dati economici contenuti nei bilanci d'esercizio rapportandoli a quelli risultanti dalle Relazioni finanziarie semestrali e, infine, si svolge un confronto nello spazio e nel tempo sia per le società energetiche sia per quelle energivore.

# CAPITOLO I – I settori strategici e il settore energetico

## 1.1. Definizione di interesse strategico nazionale

Per anni, numerosi studiosi e politici hanno tentato di fornire una definizione all'espressione "interesse strategico nazionale", dove l'aggettivo *strategico* veniva spesso omesso o associato ad altri attributi, come *operativo* o *supremo* (Massolo, 2022).

Ad oggi, non si ha ancora una definizione specifica di questo termine; tuttavia, la maggior parte della letteratura utilizza la seguente: "*l'interesse nazionale è l'insieme degli obiettivi, delle ambizioni e delle aspirazioni di uno Stato, definiti all'interno di un'area geografica, esplicitati nelle quattro dimensioni: politica, culturale, economica e militare*" (Cassetta, 2021).

L'ordine di queste quattro dimensioni è stato stilato prendendo come riferimento lo Stato italiano odierno, ma può variare a seconda del Paese o del momento storico analizzato; ad esempio, il carattere militare potrebbe assumere una maggiore rilevanza se venisse esaminato in contesti in cui vi sono conflitti armati esistenti o solamente potenziali. Attualmente, ne sono una prova le tensioni tra Russia e Ucraina.

Di conseguenza, l'identificazione e la chiarezza degli interessi nazionali sono i primi elementi che lo Stato deve analizzare per successivamente definire la cosiddetta *strategia nazionale*, la quale verrà poi messa in atto attraverso le manovre del Parlamento e del Governo. Tali organi hanno, tra tanti, il compito di prevenire le minacce e cogliere le opportunità che si presentano quotidianamente e che possono derivare da fattori endogeni oppure esogeni.

I vantaggi e gli svantaggi prodotti da cause interne sono maggiormente prevedibili e, spesso, sono generati dalla stessa collettività. Per questo motivo, lo Stato è dotato di plurime capacità volte a fronteggiare i rischi e, nella migliore delle ipotesi, a trasformarli in opportunità.

Diversamente, i fattori esogeni non sono predeterminabili e, per loro stessa natura, sono più rischiosi in quanto le minacce, se non adeguatamente contrastate, possono provocare un vero e proprio declassamento strutturale del Paese. Tra le principali minacce che si sono registrate negli ultimi decenni, la pandemia da COVID-19 è sicuramente quella che ha creato maggiori danni in ambito economico, politico, sanitario e della sicurezza. In questo caso, infatti, si è parlato di interesse nazionale primario in quanto il

virus ha innescato una forte tensione in tutte le componenti che formano la preconditione essenziale per perseguire l'interesse nazionale.

Le opportunità da sfruttare, invece, sono considerate come una categoria residuale e sono rivolte alla cura del prestigio nazione, al rafforzamento delle alleanze internazionali e alla modernizzazione.

Nonostante il perseguimento dell'interesse nazionale sia nelle mani dello Stato, questo trova due limiti: la forma di Governo che può consentire maggiore o minore potere legislativo ed esecutivo e la coordinazione con gli altri Stati membri dell'Unione europea.

## **1.2. I settori di particolare rilevanza per l'interesse nazionale**

Partendo dalla definizione di interesse strategico nazionale, ogni Stato ha individuato al suo interno alcuni settori economici considerati di notevole importanza per la nazione in relazione all'attività svolta, al periodo storico esistente e alla capacità produttiva generata.

Infatti, un settore è considerato rilevante per l'interesse nazionale quando è di vitale importanza per l'economia del Paese o per i suoi stessi cittadini e, per tale ragione, viene tutelato dallo Stato. Se tale settore non fosse controllato a livello nazionale e riscontrasse delle problematiche che non riesce a risolvere autonomamente (e in modo efficiente), questo potrebbe creare un peggioramento del benessere della collettività, nonché, una riduzione del PIL.

A seconda della composizione del prodotto interno lordo, i settori strategici possono variare. Ad esempio, in Germania, il settore automobilistico ricopre il 36% del PIL e, pertanto, è considerato di rilevanza per l'interesse nazionale.

In Italia, i settori considerati strategici sono: il settore dell'energia, il settore della difesa, il settore della sicurezza, il settore della comunicazione e il settore dei trasporti (Camera dei deputati – Documentazione parlamentare, 2022).

Al fine di definire se un settore è strategico o non strategico – oltre ad osservare il suo contributo al PIL – è opportuno valutare altre caratteristiche qualitative e complementari all'impatto economico nazionale che potrebbero rendere un segmento rilevante per l'interesse nazionale.

In tema di soddisfazione di bisogni primari, le società produttrici di energia, farmaci, alimenti base ecc., nonché tutte le attività accessorie connesse, potrebbero

ampiamente rientrare in queste categorie di settori rilevanti in quanto il loro contributo al benessere della collettività è senza dubbio una necessità.

Un altro argomento molto dibattuto negli ultimi anni, a seguito della crisi economica, è il livello occupazionale e, di conseguenza, le attività che contribuiscono ad impiegare una parte considerevole di lavoratori, le quali potrebbero essere considerate importanti per la nazione ipotizzando, inoltre, di avere un indotto produttivo a monte molto esteso.

Anche le imprese che operano investimenti di lungo periodo sono apprezzate dallo Stato, soprattutto se tali investimenti sono rivolti ad innovazioni tecnologiche in determinati ambiti, tra cui quello della sanità, della medicina e della sicurezza *cybernetica*. Non a caso, sono state emanate delle leggi volte ad aiutare economicamente, nei primi cinque anni dalla costituzione, le start-up aventi come oggetto sociale attività ad alto livello tecnologico. Gli aiuti economici rivolti a queste tipologie di PMI sono erogati sotto forma di sovvenzioni e detrazioni in dichiarazione di redditi per una quota del 26% del capitale investito annuale.

I settori considerati strategici oggi dal Parlamento potrebbero non essere gli stessi di quelli ritenuti strategici tra qualche anno in quanto potrebbero verificarsi eventi nazionali o internazionali – in positivo o in negativo – che potrebbero variare le necessità e gli interessi di uno Stato, non solo dal punto di vista economico e del livello del PIL, ma anche dal lato del benessere collettivo e, di conseguenza, le attività di rilevanza nazionale potrebbero ridursi, aumentare o variare.

In ogni caso, i settori strategici, per loro stessa natura, sono sottoposti a vincoli di tipo politico, geografico ed economico (vedi paragrafo 1.3).

Nei successivi sotto paragrafi si approfondirà l'analisi dei singoli settori strategici italiani (il settore energetico sarà approfondito al paragrafo 1.4.).

### **1.2.1. Il settore della difesa**

Il settore della difesa è ritenuto da numerosi economisti come il bene pubblico puro per eccellenza in quanto presenta delle proprietà uniche che lo differenziano da ogni altro settore.

La difesa nazionale è un servizio fornito dello Stato e non da singole imprese private in quanto richiede ingenti somme di finanziamenti che i privati non riescono a reperire

nel mercato. Inoltre, si tratta di un servizio da rendere necessario a tutti i cittadini e nessuno può essere escluso dall'erogazione di un'attività di difesa. Anche per tale ragione, la difesa non potrebbe essere fornita da una società privata in quanto se un soggetto non avesse le disponibilità economiche per pagare la prestazione, si vedrebbe escluso dalla medesima erogazione; lo Stato italiano non concede tale disuguaglianza.

La difesa nazionale è finanziata da prelievi coattivi statali ai cittadini sotto forma di imposte secondo il principio della capacità contributiva e nessun soggetto è escluso dal servizio nel momento in cui ne ha necessità.

L'unico contributo materiale che può essere fornito dalle imprese private in materia di difesa nazionale è la produzione di armi che lo Stato può acquistare a prezzi prestabiliti secondo le normative vigenti. Infatti, il mercato delle armi, a differenza di tutti gli altri mercati, segue delle direttive nazionali specifiche che sono molto rigide sia in termini di quantità<sup>1</sup> sia in termini di prezzi in quanto non vige la teoria dell'incontro tra domanda e offerta come avviene nella maggior parte dei mercati.

La spesa della difesa è sovvenzionata direttamente con i fondi del Ministero della Difesa e indirettamente tramite stanziamenti predisposti da altri organi, come il Ministero dello Sviluppo Economico. Attualmente, il Ministro della Difesa è Guido Crosetto (in carica dal 22 ottobre 2022) e svolge funzioni preposte alla difesa e alla sicurezza sul territorio italiano.

I principali organi operativi della difesa nazionale, cosiddette Forze armate, sono: l'Esercito italiano (componente terrestre), la Marina militare (componente marittima), l'Aeronautica militare (componente spaziale), l'Arma dei Carabinieri.

A tal proposito, il Ministro della Difesa ha dichiarato la volontà di voler reintrodurre la leva militare, precedentemente abolita nel 2005.

Nella maggior parte della letteratura, si evidenzia l'incidenza del comparto dell'industria della difesa italiana nel periodo storico tra il 2008 e 2009 in cui la nostra nazione si è collocata al settimo posto mondiale per la produzione di armi (quarto posto in Europa) e tra i principali esportatori registrando un export di 3 miliardi di euro. Le

---

<sup>1</sup> La quantità di armi prodotte in una nazione dipende dalla tipologia del periodo storico che si sta vivendo o del periodo storico che si prospetta di vivere. In un clima attuale dove le tensioni tra Russia e Ucraina sono sempre più forti, l'aumento di una produzione di armi (come difesa nazionale) potrebbe essere concesso e legittimato.

imprese di maggiore interesse in quegli anni, e attive tutt'ora, sono: Fincantieri, Avio, Finmeccanica ed Iveco.

Secondo il report della Nato del 31 marzo 2022, il rapporto tra spesa militare e PIL in Italia è pari all'1,54% con una dotazione complessiva di 26 miliardi di euro.

Con riferimento alla guerra tra Russia e Ucraina e all'incremento delle tensioni internazionali, il nuovo Governo ha espresso la propria volontà di innalzare tale rapporto al 2%, al fine di adeguarsi gradualmente all'intenzione della Nato di aumentare la soglia al 3%. Ad oggi, il Paese con il rapporto spesa militare/PIL più alto al mondo è l'Oman con il 7,3%; mentre tra i Paesi della Nato vi sono gli Stati Uniti con il 4,2%.

### **1.2.2. Il settore della sicurezza**

Per settore della sicurezza si intende il complesso delle azioni attuate dallo Stato per salvaguardare la sovranità, l'integrità, la sicurezza e l'interesse nazionale. Il Ministero competente in tale materia è il Ministero dell'Interno, il quale è attualmente presieduto dal Ministro Matteo Piantedosi (in carica del 22 ottobre 2022).

Gli obiettivi sulla sicurezza nazionale sono notevolmente mutati nel corso dei decenni e, ad oggi, la cybersecurity ha assunto un'importanza sempre più rilevante.

Non a caso, il decreto-legge n. 21 del 21 marzo 2022 ha previsto un rafforzamento delle reti di comunicazione elettronica, nonché una maggiore concentrazione dei presidi per la sicurezza ed una revisione sulla normativa in materia del Golden Power. Questi interventi sono stati adottati a seguito delle vicende della Guerra in Ucraina, la quale ha scatenato minacce provenienti anche dal cyberspazio.

Tramite questo decreto, il Governo ha previsto una riorganizzazione dei poteri speciali in materia di comunicazione elettronica a banda larga basati sulla tecnologia del 5G modificando e ampliando il contenuto del precedente decreto-legge n. 21 del 15 marzo 2022. Lo scopo è quello di ostacolare le reti 5G dal potere dei fornitori cinesi mediante procedure molto rigide che dovranno essere rispettate da qualunque impresa voglia acquistare questo tipo di tecnologia.

Anche se, con l'invenzione del 5G, la sicurezza elettronica potrebbe sembrare un elemento apparentemente nuovo tra i cittadini, in realtà, il legislatore ha iniziato ad attivare delle procedure per tutelare la cybersecurity a partire dall'inizio del XIX secolo; ad esempio, a marzo del 2014, il Presidente del Consiglio dei Ministri all'ora in carica

(Matteo Renzi) ha adottato il cosiddetto *Piano Nazionale per la protezione cibernetica e la sicurezza informatica* in modo da prevenire le minacce provenienti dal mondo elettronico e creare una sinergia tra le pubbliche amministrazioni, le società e la collettività.

Tutte queste azioni sono state rese possibili anche dal lavoro del DIS (Dipartimento delle Informazioni per la sicurezza), ossia dell'organo considerato "il braccio destro" del Presidente del Consiglio dei ministri in materia di sicurezza e dell'autorità delegata per la funzione di programmazione della ricerca informatica.

In particolare, il DIS si occupa della raccolta di informazioni per la sicurezza e per la cybersecurity, garantisce lo scambio informativo tra gli organi competenti (tra cui anche la Polizia di Stato), elabora strategie da sottoporre all'analisi del Governo e cura le attività di promozione sulla cultura della sicurezza.

Tutti questi Enti rientrano nel Sistema di informazione per la sicurezza, il quale è stato istituito nel 2007 tramite una legge parlamentare ed ha come fine ultimo la salvaguardia della Repubblica dai pericoli provenienti sia dall'interno sia dall'esterno.

### **1.2.3. Il settore della comunicazione**

Fino al 2008 esisteva il Ministero delle comunicazioni, ossia un dicastero del Governo che si occupava di telecomunicazioni, posta, reti multimediali, informatica e tecnologie avanzate, radio e televisione. Tale organo è stato istituito tramite l'entrata in vigore dell'art. 32 bis del decreto legislativo n. 300/1999 ed è stato successivamente accorpato dal Governo Berlusconi IV con il Ministero dello Sviluppo economico, il cui Ministro oggi è Adolfo Urso (in carica dal 22 ottobre 2022).

Il settore della comunicazione è considerato di rilevanza per l'interesse nazionale in quanto, in primis, evidenzia un forte legame con lo sviluppo economico del Paese e, poi, svolge importanti funzioni di divulgazione delle informazioni che sono ritenute essenziali al giorno d'oggi per creare un unico mercato ed eliminare asimmetrie informative.

Tra i settori della comunicazione (in cui rientrano attività editoriali e attività legate al giornalismo), il settore delle telecomunicazioni è stato valutato come quello di maggior rilievo. Infatti, nel 2021, il comparto delle comunicazioni costituiva il 3,6% del PIL di cui

l'1,8% è rappresentato dalle telecomunicazioni. Quest'ultimo settore è considerato tra i più strategici nei Paesi occidentali.

Quando si parla di tecnologia si fa sempre riferimento alla terza rivoluzione industriale, la quale ha portato alla nascita della società per come la conosciamo oggi, ossia veloce, connessa e digitale. Infatti, lo sviluppo dell'economia moderna trova fondamento sull'evoluzione delle telecomunicazioni che, per alcuni settori, è stato un vero e proprio trampolino di lancio (come nella telefonia), mentre per altre ha avuto una funzione di "laboratorio" per programmare delle innovazioni più complesse.

L'importanza di questo segmento è dettata anche dagli accordi tra le società *competitor*, i quali sono stati considerati sensibili. L'ultimo episodio che evidenzia tale rilievo è l'installazione della rete 5G che, da una parte, garantisce maggiore velocità ai software, ma, d'altra parte, è oggetto di conflitto e polemiche a livello mondiale.

Il colosso universale nel settore delle telecomunicazioni è rappresentato dal Gruppo cinese Huawei, il quale ha sviluppato negli anni particolari sistemi operativi ad un prezzo vantaggioso e, infatti, è stato fin da subito adottato da molti Paesi dell'Ovest. Inoltre, tale società ha contribuito all'immissione delle reti 5G a banda larga e, dopo lo scoppio mediatico riferito al fatto che tale tecnologia poteva rappresentare un rischio per la sicurezza e la protezione dei dati, è stata molto criticata. Per questa ragione, alcuni Stati, come Inghilterra, Germania e Stati Uniti hanno proibito l'adozione delle infrastrutture marchiate Huawei.

Per contro, la nostra penisola ha rafforzato i legami con la Cina stringendo accordi bilaterali strategici e, ad oggi, nel territorio italiano sono presenti 16.000 uffici postali che utilizzano tali tecnologie.

Le principali società italiane nel comparto delle (tele)comunicazione, in ordine in base al fatturato, sono: Telecom Italia S.p.A. (o Tim S.p.A.), Wind Tre S.p.A., Fastweb S.p.A., Iliad Italia S.p.A., Elettronica Industriale S.p.A., Eolo S.p.A. e Skytelecom S.r.l.

Tutte queste società hanno la loro sede legale a Milano o nel territorio lombardo nelle vicinanze del capoluogo di regione.

#### **1.2.4. Il settore dei trasporti**

Il settore dei trasporti ricopre una notevole importanza nella nostra nazione contribuendo all'aumento della produttività delle imprese. La sua funzione essenziale è

quella di portare una determinata merce dal produttore al grossista, al dettagliante o al consumatore finale in tutto il territorio europeo (tramite il passaggio in dogana) e nel mondo riscontrando barriere doganali più stringenti e tasse più elevate a seconda del Paese di destinazione.

In Italia, il mezzo di trasporto più utilizzato è quello via strada; contrariamente, quello più impiegato dalla maggior parte delle nazioni sia occidentali sia orientali è quello aereo.

Il trasporto su camion e cisterne risulta essere anche molto costoso e lento rispetto alle altre tipologie; in particolare, è costoso perché se si pensa ad autocarro che deve attraversare tutta l'Europa (partendo dal Portogallo e arrivando in Polonia), deve pagare i diritti doganali in ogni Paese in cui entra ed esce (per il trasporto via aereo la dogana viene pagata solo nella nazione di arrivo), e lento per sua stessa definizione e per i numerosi controlli che deve effettuare comprese le soste obbligatorie che sono imposte agli autisti ogni 8-10 ore per una durata di almeno 6 ore e fino a 12 ore.

Da numerosi studi statistici, si è evidenziato che le merci via strada subiscono furti e deterioramento maggiori rispetto al trasporto ferroviario ed aereo; inoltre, il trasporto via terra è stato considerato molto più pericoloso rispetto ad ogni altra forma di spostamento. Quest'ultima osservazione è documentata anche dai molteplici incidenti stradali che si registrano ogni anno (circa 169 incidenti mortali nel 2021 con un aumento del +44,4% rispetto al 2020)<sup>2</sup>.

Nonostante i plurimi svantaggi, il trasporto via strada ha incrementato notevolmente le sue tecnologie negli ultimi anni sia a livello meccanico sia come qualità delle cisterne (ad esempio, le celle frigo sono sempre più resistenti e garantiscono una determinata temperatura sottozero costante e prolungata). Un altro vantaggio dal punto di vista sociale è indubbiamente il livello occupazionale in quanto il trasporto via strada garantisce una numerosità di impiegati maggiore rispetto agli altri spostamenti.

Tuttavia, i costi sostenuti per questa tipologia di trasporto sono molto più elevati rispetto alle altre attività logistiche. Non a caso, uno degli obiettivi nazionali è quello di ridurre le spese, ma non sono ancora state definite le modalità per raggiungere tale scopo.

---

<sup>2</sup> Questo ampio aumento è dovuto anche al fatto che nel corso del 2020 la viabilità è stata fortemente ridotta a causa del lockdown imposto a seguito dello scoppio della pandemia da COVID-19.

Secondo una recente pubblicazione dell'Osservatorio congiunturale dei Trasporti dell'Ufficio Studi di Confcommercio, la logistica delle merci, nel 2022, sulla base del fatturato, sembra stabile; mentre nel 2021 si era registrata una crescita e nel 2020 un forte decremento. Ovviamente questi dati risentono fortemente della pandemia da COVID-19 e lo stesso studio riporta i dati del fatturato degli anni precedenti per un migliore confronto:

- circa 356 milioni nel 2018;
- circa 213 milioni nel 2019;
- solamente appena 8 milioni nel 2020.

Nonostante ciò, nel primo anno pandemico, il 9% del PIL era rappresentato dal settore dei trasporti<sup>3</sup> e, nello stesso anno, lo stesso settore, ha registrato un incremento occupazionale del + 6% rispetto all'anno precedente.

Nel 2022, invece, si sta registrando la seguente situazione (statistiche aggiornate a ottobre 2022):

- aumento del + 1,5% della logistica via strada;
- incremento lento ma costante del trasporto via ferrovia;
- mobilità marittima e aerea in riduzione a causa delle tensioni politiche dell'Europa orientale.

Attualmente, il Ministro del Dicastero delle Infrastrutture e dei Trasporti è Matteo Salvini (in carica dal 22 ottobre 2022).

### **1.3. Le misure attuate dallo Stato per salvaguardare i settori strategici**

Come descritto al paragrafo 1.2., i settori strategici ricoprono una certa rilevanza per l'interesse nazionale e, per definizione, sono tutelati dallo Stato.

Le tutele applicate dal Governo nel corso dei decenni hanno assunto forme e durate diverse in quanto dipendono dal momento storico e dalla materia esaminata. In particolare, i settori considerati strategici attualmente non sono gli stessi di quelli ritenuti strategici qualche decennio fa; questo perché il sistema è in costante mutamento e un ambito considerato strategico oggi potrebbe non esserlo più in futuro. Ad esempio, le

---

<sup>3</sup> Nella lettura di questi dati statistici bisogna tenere in considerazione che nel 2020 il PIL italiano si è ridotto dell'8,9% a causa delle chiusure imposte dal Governo a moltissime società, fatta eccezione per alcuni settori fondamentali come il trasporto.

telecomunicazioni hanno assunto un'importanza sempre più rilevante nel corso degli ultimi anni, ma agli inizi della loro evoluzione non erano considerati strategici a livello nazionale.

Di conseguenza, anche gli interventi dello Stato devono essere mirati al settore da tutelare e devono essere coerenti ed efficienti in base agli eventi storici che si stanno susseguendo.

Negli ultimi mesi, i principali interventi attuati dal Governo nei settori strategici, si riferiscono alla guerra in Ucraina e all'aumento del costo delle materie prime per produrre l'energia elettrica (gas naturale e petrolio) di cui l'Italia è fortemente dipendente dalla Russia.

Tuttavia, nei successivi sottoparagrafi vengono analizzati gli interventi statali di maggior rilievo che hanno avuto forti impatti nell'economia (ma anche nella società) e i macroambienti di applicazione, di seguito: il Golden Power, il livello occupazionale e gli ultimi interventi per fronteggiare i rischi e i danni derivanti dal conflitto tra Russia e Ucraina.

### **1.3.1. Il Golden Power**

Il Golden Power (chiamato anche con la traduzione italiana “*poteri speciali*”) è definito come la più complessa e importante manovra attuata dal Governo per tutelare i settori strategici.

Esso è stato introdotto in Italia tramite il decreto-legge n. 21 del 15 marzo 2012 con lo scopo di aderire alle indicazioni e alle pronunce di condanna sollevate della Commissione europea e di adeguarsi agli Stati membri; infatti, esso si ricollega al *Golden Share* attuato nel Regno Unito e all'*Action Spécifique* applicata in Francia.

Il Golden Power si sostanzia:

- a. nella facoltà di porre veto all'adozione di determinate delibere, atti od operazioni delle imprese che gestiscono attività ritenute rilevanti per l'interesse nazionale;
- b. imporre specifici impegni e condizioni in caso di acquisto di partecipazioni in queste imprese;
- c. opporsi all'acquisto delle medesime partecipazioni.

Come si può immaginare, questi poteri concessi al Governo sono molto forti e limitativi per le nazioni che hanno la volontà di acquisire una porzione di una società italiana operante in uno dei cinque settori strategici; infatti, nel 2018, la Commissione europea ha censurato tale sistema ritenendolo incompatibile con gli artt. 63 e 69 del TFUE concernenti la libertà di circolazione dei capitali e la libertà di stabilimento di impresa.

Per tale ragione, la medesima Commissione ha adottato una specifica comunicazione in cui chiarisce l'ambito di applicazione dei poteri speciali, i quali “[...] devono essere attuati senza discriminazioni basandosi su motivazioni di ordine pubblico, di pubblica sicurezza e di sanità pubblica nell'interesse generale della nazione nonché nel rispetto del principio di proporzionalità secondo il quale l'intervento dello Stato deve essere proporzionale all'obiettivo da raggiungere” (Commissione Europea, 2018).

Grazie a tale comunicazione, il Golden Power continua ad esistere nel nostro sistema e viene periodicamente adattato in base alla situazione vigente tramite appositi provvedimenti; tra i più recenti, si ricordano i seguenti:

- il decreto-legge n. 23 del 2020 mirato soprattutto all'introduzione di una nuova disciplina volta a superare nel minor tempo possibile gli impedimenti causati dalla pandemia da COVID-19. Tale normativa prevede l'evoluzione di una forma di semplificazione definita “pre-notifica”, ossia uno strumento consultivo agli investitori volto a ridurre le numerose notifiche cumulative ed eliminando il regime della doppia notifica. In questo modo, si offre alle imprese la possibilità di ricevere una valutazione preliminare da parte del Governo circa l'applicazione del Golden Power relativa ad un'operazione che la società vorrebbe porre in essere. Il giudizio deve essere fornito entro 30 giorni e permette alle società di valutare la convenienza o meno nel compiere l'iniziativa.
- il decreto-legge n. 21 del 2022 che ha apportato alcune modifiche ai poteri speciali applicabili in tutte le materie e ha ridefinito in parte il settore della comunicazione elettronica a banda larga fondata sulla tecnologia del 5G. Con riferimento a quest'ultimo ramo, la normativa ha previsto che le società operanti nel settore della quinta generazione e del *cloud* devono notificare alla Presidenza del Consiglio dei ministri un piano annuale dettagliato prima di procedere all'acquisizione dei rispettivi servizi tecnologici. In particolare,

si deve fornire un'informazione completa e dettagliata sui contratti in corso e sulle prospettive di sviluppo della rete del 5G sia al PCM sia al Centro di valutazione e certificazione nazionale (CVCN) per valutare il perimetro di sicurezza *cybernetica*.

- il DPCM n. 133 del 1° agosto 2022 che ridefinisce le procedure in tema di pre-notifica. Tale intervento legislativo è stato dettato dal successo di questa forma di semplificazione che è stata molto apprezzata dalle imprese in quanto ha concesso di avviare un processo di interlocuzione preliminare con il Governo passando da 58 notifiche preventive inviate nel 2020 a 495 inviate nel 2021. Di conseguenza, le notifiche cumulative inviate sono diminuite notevolmente. Per stare al passo con quest'iniziale evoluzione, è stato necessario modificare alcuni passaggi della pre-notifica senza ridurre le semplificazioni precedentemente concesse.

Resta ferma la previsione di sanzioni pecuniarie qualora non si osservino gli obblighi di notifica generali o non si adempia nei modi e nei tempi previsti agli impegni e alle condizioni derivanti dall'esercizio dei poteri.

### **1.3.2. Il livello occupazionale**

Un tema di notevole importanza sociale è il livello occupazionale che nei settori strategici è molto elevato e, di conseguenza, un'eventuale crisi in uno degli ambiti di interesse nazionale si riverserebbe anche nel PIL con un forte aumento della disoccupazione e del benessere delle collettività.

Per questo motivo, il Governo è intervenuto più volte nel corso degli anni per tutelare l'occupazione in questi segmenti, a seguito di eventi endogeni o esogeni che hanno causato un declino di alcune imprese o dell'economia in generale.

Un episodio che ha riguardato solamente una società è il decreto-legge n.1 del 5 gennaio 2015, ossia il cd. "Salva Ilva". Quest'industria si occupa della lavorazione e della produzione dell'acciaio, il quale, anche se non rappresenta singolarmente un settore strategico, viene impiegato in tutti i reparti economici: nell'elettronica, nella meccanica, negli imballaggi ecc. ricoprendo indirettamente una componente essenziale della produzione nei settori strategici.

Tale provvedimento è stato adottato a seguito dell'insuccesso di altre nove manovre nei cinque anni precedenti volte a tutelare i dipendenti dell'Ilva di Taranto non solo dal punto di vista occupazionale, ma anche da quello della salute.

Infatti, la chiusura di questo stabilimento è stata imposta da un apposito provvedimento giudiziario a seguito dell'accettazione dell'emissione di sostanze dannose per la salute degli operai e dei residenti nelle zone limitrofe. A quel tempo, l'industria registrava un numero di dipendenti pari a circa 10.000 nella sola sede di Taranto e con l'intervento dello Stato si è proceduto all'amministrazione straordinaria tramite ristrutturazione economica e finanziaria promossa dal Ministero dello sviluppo economico.

L'accesso a tale procedura ha consentito una riqualificazione del territorio, la continuità produttiva dello stabilimento (garantendo il livello occupazionale) e l'acquisto di tale società da parte del gruppo Acciaieria d'Italia S.p.A. il cui organizzatore principale è Arcelor Mittal.

Un evento che, invece, ha riguardato l'intera economia ed ha avuto cause esogene è il lockdown imposto conseguentemente allo scoppio della pandemia da COVID-19, la quale ha generato, tra i plurimi danni, l'aumento del livello di disoccupazione.

Con il decreto-legge n. 34 del 19 maggio 2020, il Governo ha previsto "*misure urgenti in tema di salute, sostegno al lavoro e all'economia*" tramite l'accesso al Fondo per la salvaguardia dei livelli occupazionali e la prosecuzione dell'attività d'impresa.

Il Fondo è finalizzato al salvataggio e alla ristrutturazione delle attività di marchi storici di interesse nazionale, delle imprese che detengono beni e rapporti di rilevanza per l'interesse nazionale e delle società di capitali con un numero di dipendenti superiore a 250 unità.

L'intervento dello Stato consiste in investimenti, effettuati a condizioni di mercato, nel capitale di rischio delle imprese e nei limiti delle risorse disponibili. Tali finanziamenti devono essere concessi nel rispetto delle normative comunitarie e secondo determinati principi di proporzionalità dettati da una comunicazione del 2014 della Commissione europea. Infatti, per accedere al Fondo, le imprese devono proporre un programma di ristrutturazione che definisce la situazione economicamente sfavorevole in cui riversa la società, le azioni che si intendono porre in essere e le eventuali volontà di acquisizione.

Una volta che la domanda è stata presentata nei termini ed accettata, si procederà all'investimento, il quale non può eccedere i 10 milioni di euro. Inoltre, le società devono assicurare un contributo che va dal 25% al 50% dei costi del programma di ristrutturazione a seconda delle dimensioni della stessa.

Con il successivo decreto-legge n. 4 del 27 gennaio 2022 si è introdotto il *“trattamento di integrazione salariale di tipo emergenziale in favore di imprese di rilevante interesse strategico nazionale”* che ha la funzione di prorogare i benefici economici-sociali del precedente decreto apportando alcune modifiche, in particolare, è concesso:

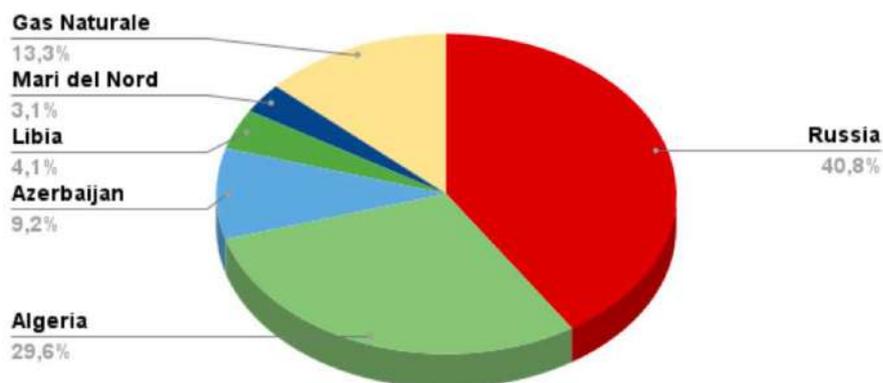
- solo alle imprese con almeno uno stabilimento industriale di interesse strategico nazionale;
- solo alle società con almeno 1.000 dipendenti;
- solo se la domanda viene presentata entro il 31 marzo 2022;
- nei limiti delle ulteriori risorse stanziare.

### **1.3.3. I principali interventi del Governo dallo scoppio della Guerra in Ucraina**

Il 24 febbraio 2022, le forze armate russe hanno invaso il territorio ucraino alimentando maggiormente i conflitti già insorti nel 2014. Nei mesi successivi, la guerra ha sostenuto anche altre problematiche a livello europeo e mondiale che hanno avuto forti impatti, soprattutto nell'economia. La principale ragione di tali tensioni globali è dettata dal fatto che la Russia è un Paese molto forte sia economicamente sia militarmente e, questo, ha destato preoccupazione in molte nazioni. Per quanto riguarda l'Italia, l'apprensione si è maggiormente soffermata sull'approvvigionamento del gas e, in misura minore, su quello del grano.

Prima dello scoppio della guerra, la nostra nazione importava il 39,68% del fabbisogno di gas dalla Russia al prezzo di circa 27 euro megawattora. Di seguito, si riporta una rappresentazione grafica dei principali importatori di gas in Italia nel 2021.

Grafico 1.1: Importazione italiana di gas nel 2021<sup>4</sup>



Come si può osservare, nonostante un piccolo decremento dell'importazione russa dal 2021 (40,8%) all'inizio 2022 (39,68%), la Russia rimane il principale importatore di gas naturale in Italia.

Con lo scoppio della guerra, però, il prezzo del gas russo è aumentato notevolmente, fino a subire un raddoppio. Le ragioni che hanno scatenato tale incremento sono le seguenti:

- l'UE ha minacciato la Russia di interrompere l'invasione militare in Ucraina tramite sanzioni mirate al danneggiamento del settore economico (soprattutto quello energetico e della difesa) e mediante l'interruzione dei lavori del gasdotto Nord Stream che collega la Russia alla Germania. La risposta russa contro queste intimidazioni è stata quella di limitare le esportazioni di gas e petrolio provocando un forte divario tra domanda ed offerta e un conseguente aumento dei prezzi.
- Nel corso degli ultimi anni è aumentata anche la domanda di gas russo proveniente da Cina ed India contribuendo all'innalzamento del prezzo.
- Ancora prima della guerra, nell'estate del 2021, il valore del gas russo era già lievemente aumentato, a seguito della situazione post pandemica da COVID-19, la quale aveva rallentato gli investimenti in attività di esplorazione e produzione di gas<sup>5</sup> e, successivamente, con la ripresa dei consumi, l'offerta è risultata inadeguata.

<sup>4</sup> Fonte: [www.copasir.com](http://www.copasir.com) – Importazione italiana di gas (2022)

<sup>5</sup> Gli investimenti nella produzione del gas erano diminuiti anche a seguito del processo di decarbonizzazione.

Di fronte a questa instabilità, lo Stato italiano è intervenuto per garantire la copertura del fabbisogno di gas nazionale adottando misure alternative all'importazione russa e per proteggere sia le imprese sia le famiglie dal rincaro di questa fonte energetica.

Per tale ragione, nel corso della primavera e dell'estate del 2022, il Governo italiano si è mosso per stipulare nuovi accordi economicamente più vantaggiosi con altri Stati e per provvedere autonomamente a sostituire una parte dell'energia prodotta con gas naturale russo utilizzando fonti rinnovabili reperibili all'interno del territorio nazionale rispettando così anche i principi sanciti dalla *Green economy*.

Per quanto concerne la stipulazione di nuovi accordi, il Governo Draghi si è rivolto ad alcune nazione africane (tra cui l'Algeria, l'Angola e il Congo) e alla Norvegia.

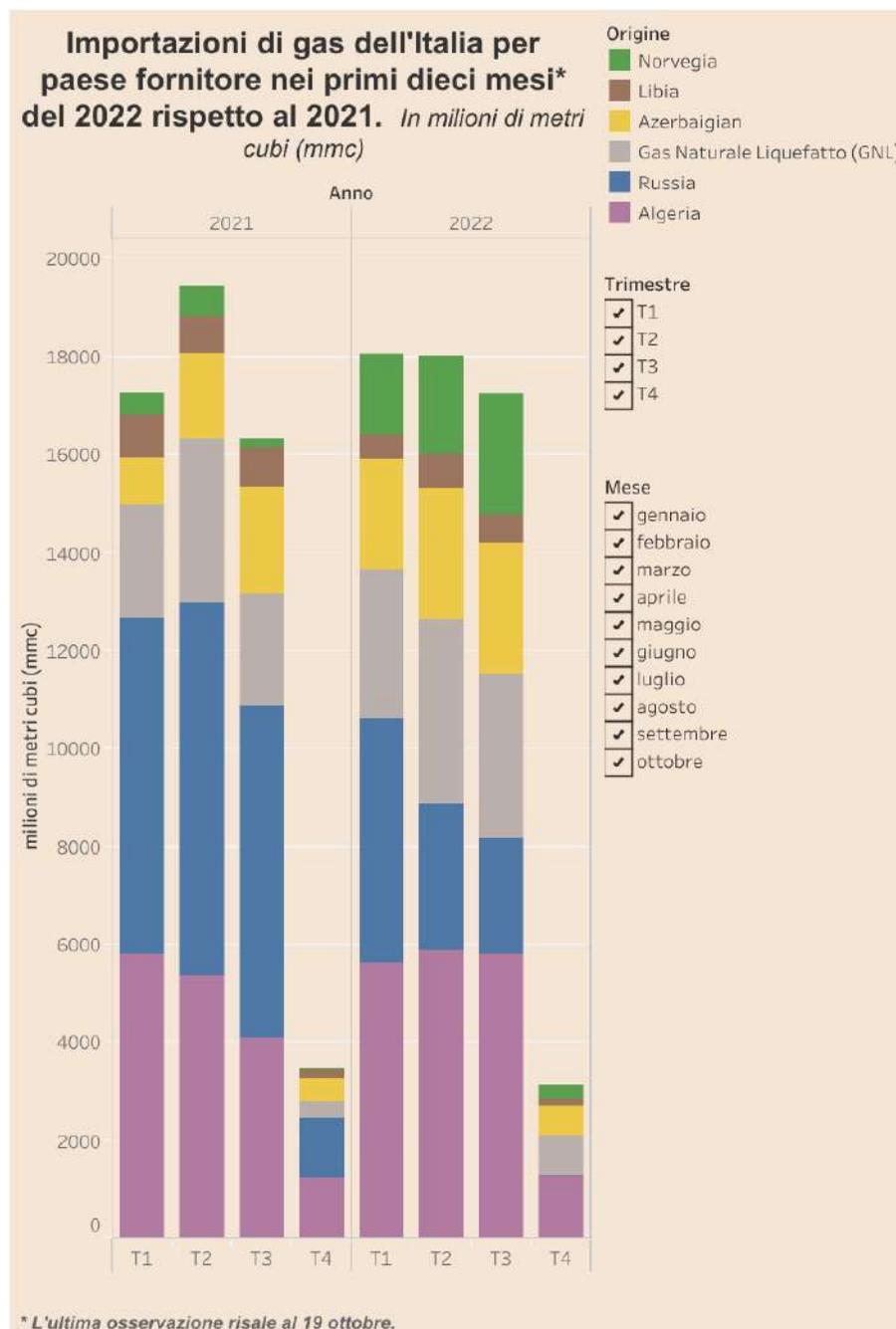
La prima missione è stata compiuta in Algeria, dove l'Italia aveva già precedentemente sigillato altri accordi che gli permettevano di ricevere da questo Stato circa il 30% del fabbisogno di gas nazionale (come illustrato nel grafico 1.1). Quest'anno si sono intensificate maggiormente le intese tra i due Paesi e, a partire dalla seconda metà del 2022, l'Italia riceverà nove miliardi di metri cubi aggiuntivi annuali da parte dell'Algeria.

Successivamente, sono state stipulate anche altre intese con l'Angola e il Congo che sanciscono l'esportazione di sei miliardi di metri cubi di gas annuali all'Italia. Tale export riguarda principalmente gas naturale liquefatto (GNL), il quale richiede maggiori costi di produzione in quanto è necessario possedere dei rigassificatori che permettono di trasformare questa tipologia di gas. Uno dei grossi problemi esistenti è che l'Italia ha solamente tre strutture in grado di effettuare questo processo, le quali hanno una capacità produttiva massima totale che non consente ulteriori trasformazioni aggiuntive e, quindi, un aumento dell'importazione di GNL provocherebbe solo uno spreco di risorse e non un vantaggio economico. Per tale ragione, uno degli obiettivi è quello di aumentare il numero o la capacità dei rigassificatori anche solo in via temporanea.

Altrettanto rilevanti sono stati gli accordi tra il Governo italiano e quello norvegese che hanno consentito di triplicare la quantità di import rispetto all'anno precedente e di allentare parzialmente la dipendenza dalla Russia.

L'obiettivo entro la fine del 2023 è quello di sostituire la metà delle importazioni del gas russo con altre fonti energetiche e con ulteriori accordi con altri Stati inerenti all'approvvigionamento di gas; attualmente, la situazione è la seguente.

Grafico 1.2: Importazioni gas italiano – confronto tra 2021 e primi dieci mesi del 2022<sup>6</sup>

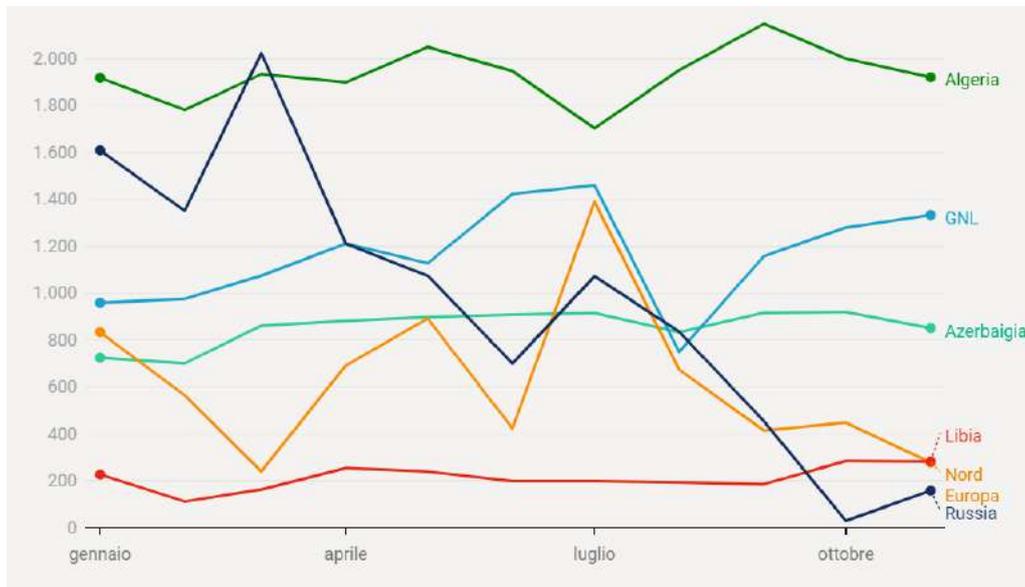


Come si può osservare, le importazioni russe sono diminuite, mentre sono notevolmente aumentate quelle da parte dell'Algeria e della Norvegia.

<sup>6</sup> Fonte: Il sole 24 ore (5 novembre 2022) – *Ecco come l'Italia ha saputo compensare nei primo dieci mesi del 2022 le forniture mancanti di gas dalla Russia*, risorsa web reperibile all'indirizzo: <https://www.infodata.ilsole24ore.com/2022/11/05/ecco-come-litalia-ha-saputo-compensare-nei-primi-dieci-mesi-del-2022-le-forniture-mancanti-di-gas-dalla-russia/>

Nel successivo grafico, invece, si mostra il trend delle forniture di gas da gennaio a novembre 2022.

Grafico 1.3: Forniture di gas da gennaio a novembre 2022



La rappresentazione grafica restituisce una situazione analoga a quella sopra descritta con un evidente riduzione delle importazioni di gas dalla Russia.

Nonostante la sostituzione delle importazioni russe appaia abbastanza efficace, le imprese energetiche, su spinta del Governo italiano e della Commissione europea hanno intensificato la produzione di energia rinnovabile, soprattutto tramite acquisti di nuovi parchi eolici. Infatti, le fonti rinnovabili più efficienti sul territorio italiano sono quelle eoliche e idroelettriche localizzate rispettivamente nelle valli delle Alpi e nelle Isole.<sup>7</sup> Questo intervento interno ha consentito un aumento dell'autoproduzione di energia che, però, è ancora molto lontana dall'indipendenza dell'import russo.

Un'altra questione che è stata particolarmente sollevata a livello mediatico è stata l'aumento del gasolio e della benzina che ha recato un forte danno ai bilanci delle imprese della logistica, le quali, per stare al passo con i costi, hanno dovuto necessariamente aumentare i prezzi di vendita. Tale disagio è stato accusato anche da tutte le altre imprese operanti negli altri settori e dai cittadini nel normale svolgimento della vita quotidiana.

Per questi motivi, lo Stato italiano è intervenuto tramite sconti fiscali sulle accise pari a 25 centesimi al litro. Recentemente, tale agevolazione è stata prorogata fino al 31

<sup>7</sup> Tale argomento sarà approfondito nei successivi paragrafi e capitoli.

dicembre 2022 confermando il taglio di 30,5 centesimi al litro per la benzina e il diesel e di 8 centesimi al litro per il GPL.

Per quanto riguarda il problema dell'importazione di grano e mais proveniente dalla Russia e dall'Ucraina, esso è stato ritenuto marginale rispetto a quello del gas in quanto questi due Paesi non rientrano tra i principali importatori per l'Italia e un aumento dei prezzi di queste materie prime è “facilmente” sopportabile tramite la sostituzione con altri esportatori.

Nella tabella vengono riportati i principali fornitori di frumento dell'Italia.

Grafico 1.4: Fornitori di frumento dell'Italia al 2018 al 2021<sup>8</sup>

	2018		2019		2020		2021	
	(000 t)	(%)						
<b>Mondo</b>	<b>1.755</b>	<b>100%</b>	<b>2.414</b>	<b>100%</b>	<b>3.025</b>	<b>100%</b>	<b>2.223</b>	<b>100%</b>
Canada	220	13%	793	33%	1.537	51%	1.026	46%
Grecia	144	8%	156	6%	159	5%	181	8%
USA	167	10%	470	19%	664	22%	153	7%
Francia	533	30%	401	17%	139	5%	150	7%
Kazakistan	271	15%	140	6%	139	5%	77	3%

Il Canada e l'Italia sono i principali produttori mondiali di frumento e la nostra nazione gode di un ampio utilizzo interno di questa materia prima. Il Canada ha un forte peso sulle esportazioni mondiali, mentre l'Italia è il primo importatore. Contrariamente, la Russia e l'Ucraina esportano circa il 2% della produzione mondiale di grano e, per tale ragione, ricoprono un'importanza nettamente inferiore per l'Italia; non si può dire lo stesso di alcuni Paesi, come l'Egitto, la Turchia e la Tunisia che importano dal 10% al 21% del frumento dall'Ucraina.

Tuttavia, l'aumento dei prezzi dei prodotti contenenti grano e mais è stato evidente in Italia, ma questo, al momento, non viene considerato come un problema per l'economia del Paese e, quindi, lo Stato non è ancora intervenuto se non limitando parzialmente le poche importazioni da parte della Russia e dell'Ucraina.

#### 1.4. Il settore energetico

Il settore energetico ricomprende tutte le risorse e le attività che vengono impiegate ed attuate per la produzione di energia di qualsiasi tipologia. Per sua stessa definizione, è considerato uno dei settori strategici di interesse nazionale in quanto è fondamentale per la vita quotidiana delle famiglie e delle imprese; basti pensare a tutti i momenti della

<sup>8</sup> Fonte: elaborazione Ismea su dati ISTAT

giornata in cui si utilizza l'energia sia a casa sia a lavoro (illuminare le stanze, caricare PC e telefoni, alimentare i macchinari industriali o le autovetture elettriche ecc.).

Di conseguenza, anche le società che producono energia sono molteplici nel territorio nazionale e hanno, generalmente, dimensioni molto elevate; infatti, la maggior parte di esse sono multinazionali e sono quotate in Borsa. Da ciò, deriva una delle caratteristiche principali che contraddistingue questo settore dagli altri strategici, ossia il fatto che le azioni delle società subiscono costanti variazioni a seconda dell'andamento del mercato del valore delle *commodity*.

Le società energetiche italiane di maggior rilievo sono: Eni S.p.A., Iren S.p.A., Enel S.p.A., A2A S.p.A., ERG S.p.A., Edison S.p.A. e Servizio Elettrico Nazionale.

Tra quelle sopra citate alcune hanno una piccola partecipazione statale e questo evidenzia l'importanza nazionale riconosciuta a questo settore.

Il contesto normativo in tema di energia è molto vasto e identifica tre attori: il Governo e il Parlamento che hanno potere legislativo e l'Autorità di Regolazione per l'Energia le Reti e l'Ambiente (ARERA) che si occupa della regolamentazione del mercato. Quest'ultima è stata istituita con la legge n. 481/1995 in ossequio alla liberalizzazione del mercato dell'energia elettrica. Lo Stato ha attribuito a tale organismo le seguenti funzioni e qualità: indipendenza, poteri di controllo del mercato, tutela degli interessi dei consumatori, di promozione della concorrenza, di garanzia a riguardo dell'efficienza e della diffusione dei servizi.

Successivamente, tutti questi compiti sono stati estesi non solo al campo dell'energia elettrica, ma anche a quello del gas, della rete idrica e del ciclo dei rifiuti.

Le fonti energetiche utilizzate dalle imprese si possono suddividere in varie classificazioni, ma le più utilizzate sono:

- a. fonti primarie e secondarie;
- b. fonti rinnovabili (non esauribili) e non rinnovabili (esauribili).

La prima distinzione riguarda la reperibilità delle stesse che possono essere presenti direttamente in natura (primarie) oppure prodotte mediante una trasformazione tecnico – fisica (secondarie).

La seconda concerne l'esauribilità delle risorse. Le fonti non rinnovabili sono anche dette "esauribili" in quanto sono presenti solo in alcuni territori al mondo e questo potrebbe limitarne gli approvvigionamenti a seguito di tensioni geopolitiche o militari

(come il problema del gas con la guerra in Ucraina). Tali risorse sono: il carbone, il petrolio, il gas naturale e gli elementi fossili utilizzati per l'energia nucleare (come, ad esempio, l'uranio e plutonio).

Queste sostanze incrementano notevolmente l'inquinamento ambientale provocando anche gravi danni di salute alla popolazione; un recente studio di Greenpeace ha stimato, a livello mondiale, 4,5 milioni di decessi prematuri, nonché una perdita di circa 3 milioni di dollari a causa delle emissioni nocive.

Le fonti rinnovabili, chiamate anche “non esauribili”, sono presenti in vaste aree della Terra e vengono integrate mediante processi fisici dell'ambiente in una scala temporale più lunga rispetto alla produzione di energia non rinnovabile. Queste risorse garantiscono una produzione dell'energia cosiddetta *green* in quanto non emettono CO<sub>2</sub> ed utilizzano sistemi meccanici naturali. Esse sono le energie: solari, idroelettriche, eoliche e da biomassa (legna da ardere o rifiuti organici).

Ai fini economici ed etici, è di fondamentale importanza valutare per ognuna di queste fonti: la disponibilità, i costi e la protezione dell'ambiente. Questi tre aspetti hanno assunto un ruolo pressoché rilevante negli ultimi mesi ed anni conseguentemente alla guerra in Ucraina e al problema del surriscaldamento globale.

La guerra in Ucraina (come approfondito al paragrafo 1.3.3.) ha creato notevoli tensioni e danni nell'ambito energetico in quanto gli approvvigionamenti da parte della Russia sono stati limitati e i costi sono aumentati vertiginosamente.

La sensibilizzazione al cambiamento climatico, invece, ha avuto un forte impatto nell'economia europea e mondiale al punto che l'UE ha previsto per la società di capitali quotate l'obbligo di redigere dal 2020 in avanti il bilancio ESG, ossia uno strumento in grado di evidenziare e valutare tre componenti: *environment, social and governance*.

Tuttavia, l'obiettivo primario consigliato (e quasi imposto) dalla Commissione europea e adottato dalle imprese italiane energetiche è quello di sostituire gradualmente le fonti non rinnovabili con quelle *green*. Per questa ragione, negli ultimi anni, si è provveduto alla diminuzione dell'utilizzo di carbone (molto usato in Italia), attraverso il cosiddetto *processo di decarbonizzazione*, e all'acquisto di nuove strutture in grado di produrre energia rinnovabile, come parchi eolici.

Di seguito si riportano alcuni grafici che mostrano la parziale, ma costante, sostituzione dell'energia non rinnovabile.

Grafico 2.1.: Produzione italiana di energia con distinzione per fonte e per quinquennio.<sup>9</sup>

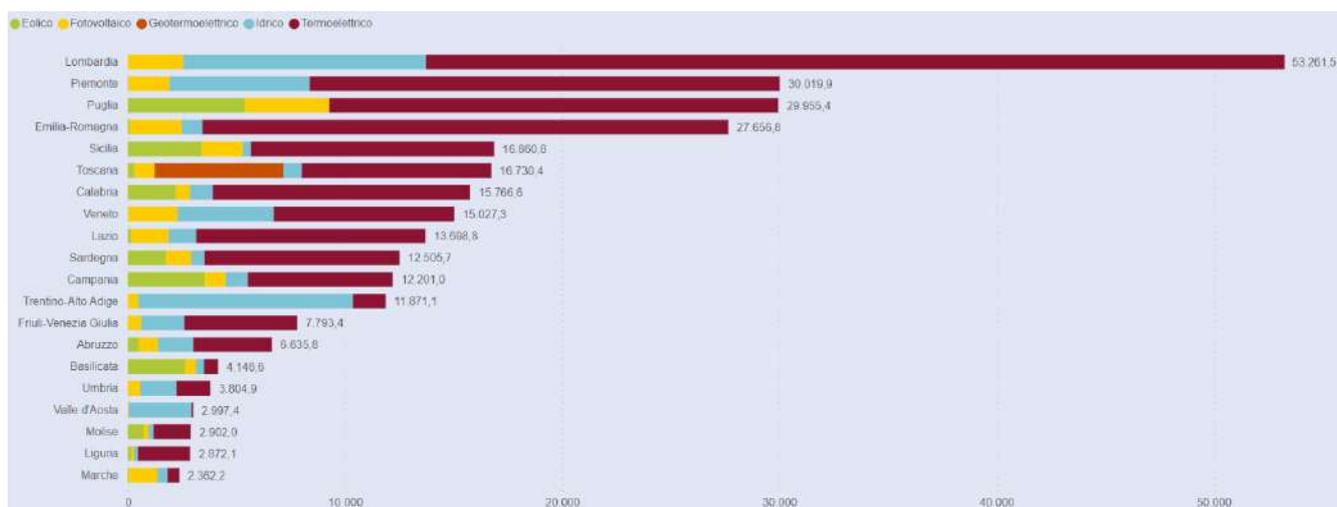
	<b>2010</b>	<b>2015</b>	<b>2021</b>
<i>Termoelettrico</i>	76,6 %	67,9 %	65,6 %
<i>Idrico</i>	18,0 %	16,6 %	16,4 %
<i>Fotovoltaico</i>	0,6 %	8,1%	8,7 %
<i>Eolico</i>	3,0 %	5,2 %	7,2 %
<i>Geotermoelettrico</i>	1,8 %	2,2 %	2,0 %

Come si può osservare nella tabella sopra riportata, nel corso degli ultimi 10 anni, la produzione di energia termoelettrica nel nostro Paese si è ridotta lasciando spazio alla generazione della *green energy* proveniente, in particolar modo, dal settore fotovoltaico ed eolico, mentre è diminuita la produzione di energia idrica. Questo fenomeno è stato reso possibile anche dalla conformazione geografica della nostra penisola, in cui sono presenti forti venti (soprattutto marittimi) e aree esposte in tutte le stagioni dell'anno al sole. Ovviamente, queste zone sono dislocate nelle varie regioni e la tabella sottostante mostra la produzione di energia con distinzione della fonte di provenienza.

---

<sup>9</sup> Fonte: rielaborazione personale dei dati reperibili sul sito di Terna S.p.A.

Grafico 2.2: Produzione di energia elettrica con distinzione per regione e per fonte nel 2021<sup>10</sup>



Coerentemente con quanto sopra citato, la produzione di energia eolica è concentrata soprattutto nel Sud d'Italia e nelle isole dove i venti sono molto forti (specialmente nelle alture), mentre quella fotovoltaica è presente in particolar modo nelle regioni del centro Italia e in alcune del Nord – est.

La società Terna S.p.A. è responsabile, per legge, della rilevazione dei dati dell'energia elettrica a partire dall'acquisizione e dalla raccolta delle informazioni fino al controllo, l'elaborazione e la pubblicazione finale. Non a caso, la medesima impresa è membro del Sistema Statistico Nazionale, nonché una delle principali produttrici di energia elettrica nel territorio italiano.

Dallo studio eseguito nell'ultimo biennio, è emerso che la domanda di energia elettrica è aumentata del + 6,2% nel 2021 e il fabbisogno è stato coperto per l'86,6% dalla produzione nazionale e per il 13,4% dalle importazioni estere (in aumento del + 32,9% rispetto all'anno precedente). Di conseguenza, la produzione annuale italiana è aumentata del + 3% ed è stata coperta per metà da fonti termoelettriche e per la restante parte da fonti eoliche, geotermiche, fotovoltaiche e bioenergie.

Di seguito, si riporta la sintesi dei dati principali pubblicati da Terna S.p.A. per l'anno 2021 (i dati del 2022 saranno pubblicati tra giugno e luglio del 2023, ma si può immaginare che questi possano ampiamente divergere da quelli sottostanti a seguito dei conflitti nell'Europa dell'est).

<sup>10</sup> Fonte: elaborazione dati di Terna S.p.A.

Grafico 2.3: Pubblicazione dati energia elettrica 2021 a cura di Terna S.p.A.<sup>11</sup>



Nella lettura di questi dati, è importante ricordare che nel 2020 (soprattutto nel primo quadrimestre), il consumo di energia elettrica è notevolmente diminuito a causa della pandemia da COVID-19. Questo effetto negativo è dovuto al fatto che la produzione industriale e, quindi indirettamente anche la produzione di energia elettrica, dipende dal benessere della collettività che nei primi mesi del 2020 è stato compromesso dal lockdown imposto dal Governo per esigenze di salute di forza maggiore.

### 1.5. Le imprese energivore

Le imprese energivore sono tutte quelle attività che hanno consumi di energia elettrica molto elevati e una forte incidenza di questi costi sul fatturato. Attualmente, in Italia, si contano circa 3.000 imprese, tra cui molte società di grandi dimensioni, ma anche PMI.

Per rientrare all'interno di questa categoria, il DM del 5 aprile 2013 aveva previsto alcune soglie, ossia il consumo doveva essere pari o maggiore a 2,4 GWh e il rapporto tra il costo e il fatturato doveva essere superiore al 3%. Con la successiva entrata in vigore del decreto del 21 dicembre 2017, si è ridotta la soglia del consumo a 1 GWh consentendo a molte imprese di rientrare all'interno di questa classificazione. Oltre a questo requisito fondamentale, ne sono previsti ulteriori più tecnici dettati da altre normative.

I vantaggi delle imprese energivore sono quelli di ricevere agevolazioni fiscali da parte dello Stato (soprattutto tramite “sconti in bolletta”) e di accedere a diversi meccanismi di incentivazione, come i certificati bianchi. Tra gli svantaggi, invece, vi è quello della diagnosi energetica da effettuare ogni quattro anni e quello di effettuare

<sup>11</sup> Fonte: elaborazione dati da parte di Terna S.p.A.

almeno un intervento di efficientamento energetico quadriennale. Se non vengono rispettati gli obblighi, le direttive vigenti prevedono sanzioni amministrative da 2.000 a 20.000 euro in caso di difformità delle diagnosi e da 4.000 a 40.000 euro in caso di inadempimento.

Le imprese energivore sono state al centro di numerosi interventi legislativi nel primo quadrimestre del 2022, i quali si sono espletati in agevolazioni fiscali non solo alle imprese, ma anche ai cittadini. Si ricorda, in particolare:

- il Decreto Sostegni ter (DL n. 4/2022) che ha introdotto un credito d'imposta pari al 20% per le spese sostenute da usare in compensazione in dichiarazione dei redditi;
- il Decreto Energia (DL n. 17/2022) il quale ha ampliato la stessa agevolazione descritta al punto precedente anche alle imprese gasivore, a partire dal secondo trimestre.
- Il Decreto Aiuti (DL n. 50/2022) che ha successivamente concesso un credito d'imposta pari al 10% per le imprese produttrici di gas per il primo trimestre già concluso;
- il Decreto Ucraina bis (DL n. 21/2022): ha incrementato il credito d'imposta dal 20% al 25% da utilizzare con le stesse metodologie già precedentemente definite.

In questa tesi, si è deciso di analizzare alcuni settori energivori, scelti tra i più rilevanti in base al fatturato, nonché anche i più colpiti dall'aumento dei prezzi, cioè:

- a. il settore meccanico;
- b. il settore alimentare;
- c. il settore del vetro.

#### **1.5.1. Il settore della meccanica**

L'industria meccanica comprende tutte le attività produttive volte alla produzione di componenti o beni finali in metallo e/o macchine per la produzione di prodotti finiti.

La storia di questo settore risale a circa due secoli fa, durante i quali vi è sempre stato un significativo e costante incremento delle innovazioni tecnologiche che hanno garantito al sistema economico di italiano di stare al passo con la concorrenza e vantare

ancora oggi numerosi marchi molto richiesti in tutto il mondo (ad esempio, Lamborghini, Ferrari e Pagani).

La prima congiuntura industriale favorevole si conobbe dopo la crisi degli ultimi decenni del XIX secolo in cui sorsero molte fabbriche che divennero negli anni primati mondiali: è il caso di Pirelli, Fiat, Ansaldo e Alfa; ma anche di altri settori, come le acciaierie Falk e Edison e gli alimentari Buitoni, Cirio e Barilla.

Successivamente, nacque l'esigenza di produrre su larga scala e la produzione di veicoli apprese un grande cambiamento nell'organizzazione dei processi produttivi. Infatti, in questi anni, emerse il fordismo che rivoluzionò le fabbriche creando la cosiddetta "catena di montaggio" che permetteva una grande produzione standardizzata in tempi molto brevi al fine di massimizzare le economie di scala. Questo procedimento ebbe successo fino agli anni '70 quando emerse la necessità di differenziare i prodotti e, quindi, di modificare nuovamente i processi di produzione. In questi anni, l'industria meccanica italiana si mostrò vincente nei suoi obiettivi e conobbe nel corso degli anni il riconoscimento del lusso su alcuni marchi, proprio per il loro carattere distintivo rispetto alle altre. L'esempio tipico di questo fenomeno è l'industria Pagani che, ancora oggi, è l'unica impresa mondiale a produrre autovetture interamente a mano creando solo pochi modelli all'anno e generando una domanda molto elevata (nettamente superiore all'offerta).

Tuttavia, il comparto delle automobili non è il solo e unico della meccanica (seppur il più conosciuto), ve ne sono diversi altrettanto importanti per l'economia:

- gli elettrodomestici;
- le macchine di produzione (agricole ed utensili);
- le macchine di precisione.

Tutti insieme producono un fatturato annuo di 500 miliardi di euro contando circa 1,6 milioni di addetti in 105 mila aziende. Per tale ragione, il settore della meccanica è considerato tra quelli trainanti dell'economia italiana, non solo per la produzione e il consumo interno, ma anche per l'esportazione che nel 2021 ha contribuito al PIL nazionale per 220 miliardi di euro. In percentuale, il biennio appena concluso ha chiuso con un aumento del + 5,3% del valore della produzione.

Questo risultato mostra una sostanziale crescita e stabilità del mercato nonostante il difficile periodo di congiuntura economica negativa con il *lockdown* dovuto alla

pandemia. Tuttavia, seppur il settore abbia reagito positivamente a questo primo evento esogeno, lo stesso non si può dire nel 2022 con l'aumento del prezzo dell'energia elettrica. Infatti, in un'intervista, Marco Nocivelli, presidente di Anima Confindustria, afferma che si prevede una riduzione dei profitti superiore al 10%. Se si tiene in considerazione che l'anno scorso il valore aggiunto era pari a circa cento milioni di euro, si comprende che il danno è molto elevato. Nella stessa giornata, il presidente ha annunciato: *“oggi dobbiamo fare i conti con un mercato interno che cresce poco, a differenza dell'export che sembra dare segnali positivi”* (Nocivelli, 2022). Non a caso, il Manifesto della meccanica ha evidenziato un possibile aumento dell'export nel 2023 da realizzarsi congiuntamente con una valorizzazione dell'industria nazionale mediante quattro fasi:

1. incentivazione di tecnologie all'avanguardia e nel rispetto delle politiche green;
2. efficienza energetica a 360 gradi;
3. orientamento del mercato verso criteri di qualità superiori;
4. valorizzazione e professionalizzazione del fattore umano.

A pesare sul bilancio del 2022, purtroppo, non è solo l'aumento delle spese in energia ma anche la limitazione di alcune componenti necessarie per la produzione delle macchine che sono state, anch'esse, una conseguenza della guerra in Ucraina e dell'aumento dei prezzi.

Infine, si evidenzia che l'Istituto Nazionale di Statistica classifica l'82% della produzione a media – alta tecnologia di origine metalmeccanica e il 100% dei beni strumentali di investimento al settore della meccanica.

### **1.5.2. Il settore degli alimentari**

L'industria alimentare (anche chiamata agroalimentare) appartiene al settore secondario e si occupa della produzione e della trasformazione di prodotti agricoli e di allevamento in alimenti destinati al consumatore finale che può essere il piccolo commerciante oppure la grande distribuzione organizzata.

I prodotti alimentari sono molto numerosi e, pertanto, esistono diverse classificazioni; tra le più utilizzate, si ricorda quella dell'ISTAT e quella di ATECO.

L'ISTAT identifica la tipologia delle attività in base ai materiali usati e/o prodotti: carne, pesce, crostacei e molluschi, frutta e ortaggi, oli e grassi vegetali e animali, latte e derivanti, prodotti da forno e farinacei, zucchero, alimenti per animali ecc.

La classificazione ATECO; invece, è stata stilata nel 2007 e prevede una suddivisione per tipologia di commercio, nonché il macro-raggruppamento delle industrie in tre distinte categorie: produzione di prodotti intermedi da non considerare allo stesso livello di quelli in senso stretto (pellame, olio ecc.), bevande e tabacco.

Nel 2021, il rapporto tra il fatturato del settore alimentare e il PIL era del 4,3% (con un aumento del + 0,2% rispetto all'anno precedente), mentre se si considera l'intera filiera produttiva, tale percentuale raggiunge un valore del 10%. Al suo interno, inoltre, sono occupati circa 1,2 milioni di dipendenti a tempo pieno.

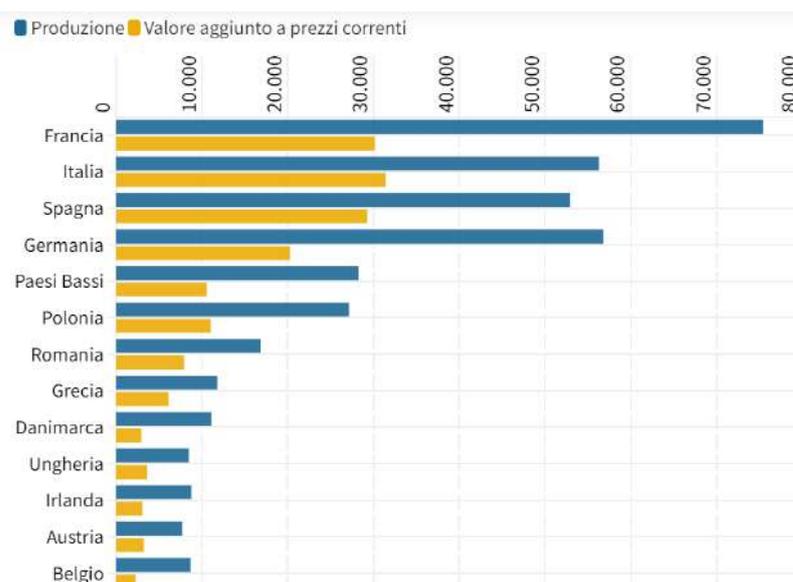
L'elemento che contraddistingue questo settore è sicuramente la cultura italiana e la rinomanza all'estero dell'arte culinaria garantita dal "Made in Italy". Infatti, l'export è stato calcolato essere pari a 52 miliardi di euro nel 2021, registrando un raddoppio negli ultimi 10 anni.

Secondo l'ultimo censimento, le imprese agricole e zootecniche presenti nel territorio italiane sono circa 1,6 milioni e sono maggiormente concentrate nel Sud d'Italia, in ordine di importanza: Puglia, Sicilia, Calabria e Campania.

I recenti studi ISTAT affermano che l'industria alimentare è la seconda del Paese dopo quella meccanica in relazione al fatturato.

Per avere una visione europea del settore agricolo, si ritiene opportuno confrontare la produzione e il valore aggiunto dei vari Paesi.

Grafico 3.1: Produzione e valore aggiunto nel settore alimentare nel 2021<sup>12</sup>

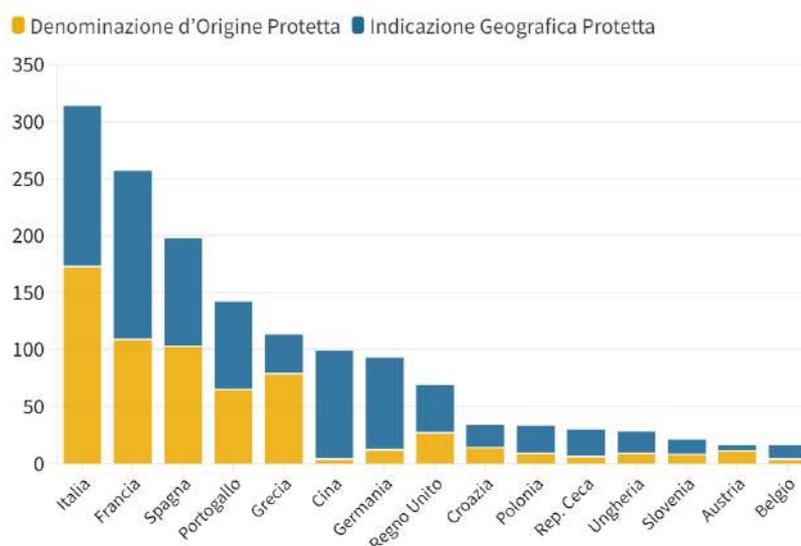


<sup>12</sup> Fonte: elaborazione dati da parte dell'ISTAT

Il grafico conferma anche nel 2021 il primato mondiale italiano per valore aggiunto nell'agricoltura e la terza postazione per la produzione.

La caratteristica fondamentale di quest'industria, però, non sta solo i numeri, bensì anche nella qualità dei prodotti che vengono valorizzati tramite certificati riconosciuti a livello europeo. Nella rappresentazione seguente, viene mostrata la quantità di certificazioni DOP e IGP possedute da alcuni Paesi tra quelli più avanzati.

Grafico 3.2: Certificati alimentari degli Stati UE nel 2021<sup>13</sup>



L'Italia è il Paese con il maggior numero di prodotti DOP, di cui 314 alimentari e 526 vinicoli. Al secondo e terzo posto, troviamo Francia (con molti vini certificati) e la Spagna (dove emerge maggiormente il campo alimentare rispetto a quello delle bevande).

Per la prima volta dopo il 2013, nell'anno della pandemia, il reparto alimentare ha registrato una riduzione del valore aggiunto con un -1,2% dei prezzi e -4% della produzione. Se si considera che tale settore è ritenuto tra quelli essenziali, il decremento è rilevante. Nel 2020, la distribuzione al dettaglio dei prodotti alimentari è cambiata notevolmente subendo una forte contrazione nel comparto della ristorazione e un vertiginoso aumento nel commercio al dettaglio e nei supermercati. Non a caso, alcuni prodotti tipici della cucina italiana erano molto scarsi in quantità e, talvolta, gli scaffali degli store erano vuoti.

Nel 2021, l'alimentare ha conosciuto un'ulteriore congiuntura negativa dovuta all'impatto climatico avverso che ha ridotto la produzione, anche se in maniera meno

<sup>13</sup> Fonte: elaborazione dati da parte dell'ISTAT

significativa rispetto al 2020, riuscendo comunque a registrare un aumento del valore relativamente all'anno precedente.

Anche il 2022 è stato un anno negativo per questo segmento, anche se per cause ancora diverse rispetto a quelle passate. La guerra in Ucraina ha inasprito il rincaro delle materie prime energetiche e sono sorte nuove difficoltà di approvvigionamento di alcune risorse. Tra le più colpite, vi sono le imprese che utilizzano ampiamente i forni per la produzione dei loro prodotti (ad esempio, biscotti, panettoni e pasta).

### **1.5.3. Il settore del vetro**

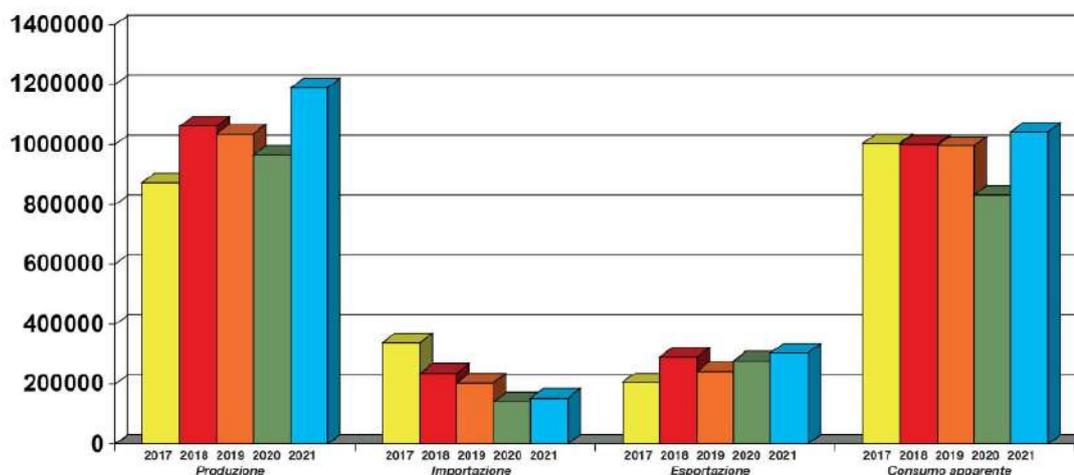
Rispetto ai due settori precedentemente analizzati, quello del vetro ha sicuramente una dimensione più ridotta contando 38 imprese con 69 stabilimenti dislocati nel territorio italiano e 14 mila addetti totali. La particolarità di questo comparto è che la maggior parte delle imprese, per l'esattezza 30 con 61 stabilimenti, sono associate ad Assovetro, il quale si occupa di raccogliere ed elaborare tutte le informazioni del comparto.

Assovetro è l'associazione nazionale degli industriali del vetro, è stata costituita nel 1947 in conformità all'articolo 36 del Codice civile e aderisce a Confindustria. Essa distingue le attività del settore in base alla tipologia di produzione, in particolare: vetro piano e cavo, vetro float, greggio, vetro per auto, vetro e cristalli per uso domestico, vetro tradizionale, a mano e a soffio, lampade e display.

In termini di fatturato, la prima categoria rappresenta la produzione principale del settore del vetro, ossia circa l'80% di quella totale.

Il vetro piano comprende la produzione di vetro tirato in lastre che viene svolta in predominanza nel Nord d'Italia. Nel seguente istogramma si riporta la situazione economica nel 2021 in cifre.

Grafico 4.1: produzione, importazione, esportazione e consumo del vetro piano<sup>14</sup>

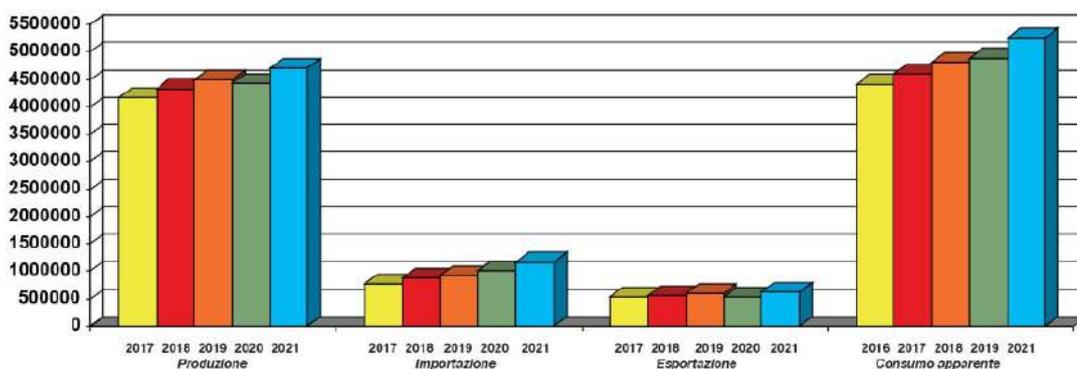


Nel biennio 2020-2021, le importazioni e le esportazioni sono aumentate rispettivamente del +8% e del +9%, mentre la produzione e il consumo sono aumentati del +23%.

Il vetro cavo, invece, viene prodotto mediante un processo automatico da imprese dislocate in modo omogeneo nel territorio italiano. Esso si occupa della produzione di imballaggi (bottiglie e damigiane), di flaconi destinati ai prodotti farmaceutici e cosmetici e degli articoli per uso domestico (piatti, bicchieri e articoli da tavola).

Sotto si riporta, la stessa tipologia di grafico riportata per il vetro piano.

Grafico 4.2: produzione, importazione, esportazione e consumo del vetro cavo<sup>15</sup>



Tra il 2020 e il 2021, la produzione e il consumo sono aumentati del +6%, mentre le importazioni e le esportazioni sono incrementate rispettivamente del +16% e del +13%.

<sup>14</sup> Fonte: elaborazione dati da parte di Assovetro

<sup>15</sup> Fonte: elaborazione dati da parte di Assovetro

In termini assoluti, considerando anche le imprese non associate ad Assovetro, la produzione di vetro nel 2021 ha generato un fatturato di 2,5 milioni di euro con un aumento del +24,3% rispetto all'anno precedente.

Tali ampliamenti della produzione sono da ricollegarsi anche alla sensibilizzazione del problema della plastica che ha indotto molte imprese operanti nei settori più diversificati a sostituire i prodotti di plastica con quelli in vetro. Tra tutti, il settore alimentare è quello da cui proviene una domanda di bottiglie di vetro più elevata.

Successivamente, nel 2022, l'inasprimento dei prezzi dell'energia elettrica ha fortemente impattato sul settore del vetro con un aumento delle spese vertiginoso che ha condotto le imprese verso una forte crisi in bilancio e, nei casi più gravi, alla chiusura.

Il problema del settore del vetro è che i forni non possono essere mai spenti, per questioni fisiche, ma se il costo dell'energia elettrica diviene insostenibile, l'unica soluzione è proprio lo spegnimento di questi macchinari con conseguente diminuzione della produzione o cessazione dell'attività.

Le principali imprese italiane operanti in questo comparto, in ordine di importanza sono: OI Italy S.p.A., Verallia Italia S.p.A., Marazzi Group S.r.l., Zignano Vetro S.p.A., Bormioli Luigi S.p.A. e Bormioli Pharma S.p.A.

La maggior parte di esse, pur essendo società per azioni e avendo dimensioni molto elevate, non sono quotate in Borsa.

## **CAPITOLO II – Il metodo e la rassegna della letteratura**

### **2.1. La rassegna della letteratura e delle fonti di stampa**

L'elaborato di questa tesi affronta un argomento molto attuale e, ad oggi, ancora in corso, per il quale non sono ancora stati pubblicati studi in materia. Infatti, i costanti accadimenti in Ucraina e, di conseguenza, l'impatto economico sull'Europa a seguito delle sanzioni e controsanzioni, generano costanti cambiamenti nei settori analizzati per i quali è difficile effettuare anche solo delle previsioni o delle analisi accurate.

Per questa ragione, la rassegna della letteratura avrà un'origine diversa traendo alcuni dati e risultati dalle pubblicazioni delle Associazioni di categoria, quali Assovetro, AIEE, Coldiretti e Confindustria. Alcune di esse hanno anche elaborato alcune ipotesi di ricerca tra inizio e metà 2022 che sono state riportate nei successi sotto-paragrafi.

#### **2.1.1. I problemi sugli approvvigionamenti delle materie prime e il rincaro dell'energia**

Nel contesto italiano (e non solo), il principale impatto negativo della Guerra in Ucraina si è registrato sull'approvvigionamento delle materie prime per quanto riguarda sia l'incremento dei costi sia la difficoltà di reperimento di alcune di esse. Tra tutte, il gas naturale è stato il fattore produttivo che ha riscontrato maggiori criticità a causa della forte dipendenza italiana dal gas russo.

In tema di difficoltà di approvvigionamento, la principale causa scatenante è stata il blocco del gasdotto di Nord Stream 2 voluto dal Governo tedesco come forma di sanzione contro la Russia. Nord Stream 2 collega la costa baltica russa alla Germania nord-orientale percorrendo un tragitto di 1.200 Km, lo stesso percorso di Nord Stream 1. Tale progetto è stato richiesto dalla Russia, inizialmente in accordo con il Governo di Angela Merkel, al fine di avere una nuova rotta per l'esportazione del gas; tale intervento è costato al Governo di Putin 12 miliardi di euro. Arrivati a conclusione della costruzione del gasdotto, scoppia anche la Guerra, e la Germania si tira indietro dai precedenti accordi bloccando il gasdotto. Questa decisione creò disagio sia in Russia, in termini economici, sia in Europa, in termini di scarsità di approvvigionamento con conseguenze negative in tutto il territorio occidentale.

Successivamente, il 1° ottobre 2022, Gazprom – colosso russo dell'estrazione di gas naturale e prima società nel Paese – ha dichiarato di non essere in grado di confermare i volumi di gas richiesti per l'Europa a causa di un'*impasse* di una società austriaca. Tale annuncio ha allarmato molteplici società italiane che sono intervenute per siglare nuovi accordi con la multinazionale russa. In particolare, il 5 ottobre 2022, Eni S.p.A., la quale aveva già in corso la definizione di alcune controversie con la società russa, ha versato un deposito cauzionale di 20 milioni di euro all'impresa di dispacciamento austriaca per sbloccare l'ostacolo e consentire alla Russia di esportare gas in Italia.

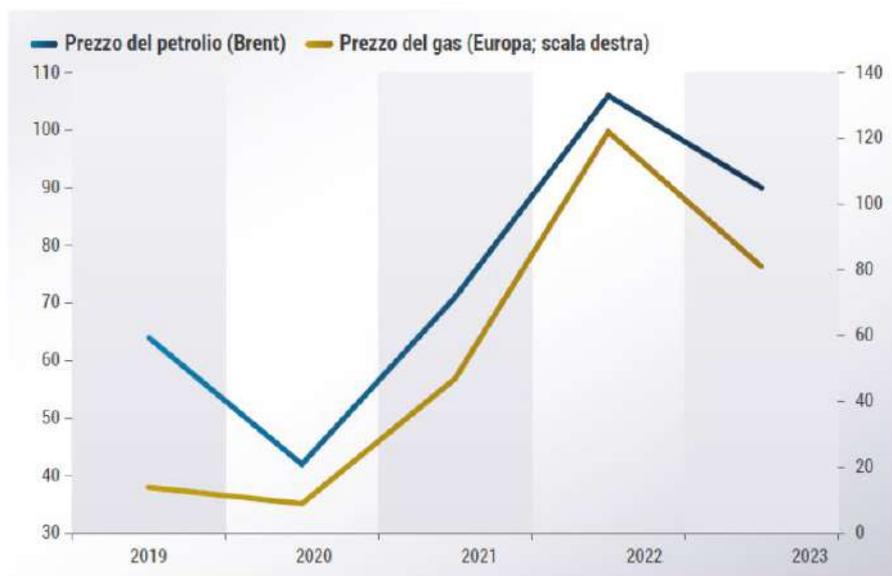
Sebbene il problema relativo alla difficoltà di reperimento delle materie prime sia stato causato in parte dalle sanzioni europee contro la Russia, l'inasprimento dei costi del gas trae origine dalle controsanzioni russe verso l'Europa.

In realtà, il prezzo del gas era già aumentato a gennaio 2022 passando da 27,28 euro al mWh (dato registrato a fine agosto) a 86 euro al mWh a causa della riduzione degli investimenti nelle energie fossili e dalla forte ripresa degli spostamenti in auto e in aereo dopo la pandemia da COVID-19. La settimana dello scoppio della Guerra in Ucraina il prezzo del gas ha raggiunto un livello senza precedenti registrando 190 euro al mWh per poi raddoppiare a fine estate a seguito del blocco del gasdotto di Nord Stream 2 (345,7 euro al mWh). L'alternarsi di sanzioni e controsanzioni ha raggiunto l'apice proprio in quel periodo, infatti, da quel momento in avanti si è registrata una progressiva diminuzione dei prezzi arrivando fino a 140 euro al mWh ad inizio dicembre 2022.

Il 15 febbraio 2023 è stato firmato l'accordo europeo del tetto al prezzo del gas naturale a 180 euro al mWh.

A febbraio 2022, poco dopo lo scoppio del conflitto, Confindustria ha elaborato una previsione dell'aumento del prezzo del gas sulla base dei dati registrati da inizio 2019 fino a marzo 2021 e l'ha descritta tramite una rappresentazione grafica.

Grafico 2.1.: L'aumento del prezzo del gas in Europa – euro al barile (a sinistra) euro al mWh (a destra)<sup>16</sup>



Sebbene si ipotizzasse già un forte incremento del costo del gas, non si stimava che quest'ultimo potesse essere così forte ed inaspettato fino a raggiungere i dati descritti sopra il grafico. Infatti, si pensava che il prezzo massimo del gas potesse arrivare a 140 euro al mWh di media a livello europeo; mentre in Italia ha raggiunto picchi anche di 360 euro al mWh. Quest'analisi dimostra che l'inasprimento dei prezzi è stato un problema imminente e difficile da affrontare soprattutto per le società energetiche e per le società energivore in quanto il gas è la principale fonte di produzione dell'energia elettrica.

Confindustria ha analizzato anche l'incidenza dei costi dell'energia sul totale dei costi di produzione utilizzando delle tavole input-output e i risultati mostrano un aumento del 77% dei costi dell'energia con un livello di incidenza dell'8,2% sui costi totali, a differenza del 4,6% del periodo pre-pandemia. In termini assoluti, si prospetta un maggior onere di 68 milioni di euro su base nazionale annua.

Secondo gli studi di Confindustria, alcune imprese hanno assorbito tali aumenti dei costi con i propri margini, fino ad annullarli in alcuni casi; mentre altre società non sono state in grado di coprire gli aumenti del caro energia solo con i margini e hanno compensato l'incremento dei costi con un innalzamento dei prezzi.

Nel settore del vetro, Assovetro ha annunciato che il conflitto ha generato un aumento dell'83% dei costi dell'energia rispetto al 2021 per un totale, in termini di

<sup>16</sup> Fonte: [www.confindustria.com](http://www.confindustria.com)

assoluti, di 1,5 miliardi di euro di spese aggiuntive su base nazionale nonché un incremento dei prezzi delle bottiglie e dei flaconi in vetro del 34%. Un esempio estremo di questo settore è rappresentato da Bormioli che a settembre 2022 ha programmato lo spegnimento di uno dei due forni nello stabilimento di Altare, in provincia di Savona, a seguito della quadruplicazione dei costi per l'energia. Infatti, è passato da 50 milioni di euro spesi nel 2021 a circa 200 milioni di euro nel 2022. Questa decisione ha avuto effetti negativi anche sul livello occupazionale locale.

Sulla stessa linea, Coldiretti ha evidenziato un aumento di +56% dei costi dell'energia nelle società produttrici di prodotti da forno e frutta essiccata. Ad agosto 2022, una nota società italiana, Bauli S.p.A., ha espresso la propria difficoltà economica nella cottura dei panettoni a seguito del costante incremento dei costi per mantenere i forni accesi.

Un altro problema che ha gravato sul settore alimentare, in particolare le società ortofrutticole, è il caro carburante. Infatti, molte di queste società sono coinvolte nella distribuzione, soprattutto via terra, dei prodotti, i quali hanno necessità di spostamenti rapidi e sicuri a causa della caratteristica di deperimento degli stessi. Per tale ragione, non è possibile programmare o posticipare gli spostamenti nei periodi in cui si prospetta un decremento del prezzo del gasolio o della benzina. Coldiretti ha stimato un aumento di tali costi del 37% nel primo quadrimestre del 2022.

Tutte le imprese che hanno dovuto ricorrere ad un innalzamento dei prezzi di vendita per fronteggiare il caro energia sono state penalizzate dalla perdita di competitività, in quanto l'aumento del costo dell'energia non è stato equo in tutta l'Europa e alcuni prodotti, soprattutto metallici e in vetro, sono divenuti più convenienti se acquistati in altri Paesi. Nel 2019, l'Italia era la sesta nazione dell'UE in ordine decrescente in base al costo dell'energia per kWh, oggi si posiziona al terzo posto preceduta da Danimarca e Germania.

### **2.1.2. L'incremento dei ricavi e gli extra profitti**

Una delle soluzioni adottate a seguito del caro energia, è l'aumento dei prezzi di vendita applicato per fronteggiare un aumento dei costi costante e persistente.

L'andamento tendenziale del primo semestre del 2022 ipotizzato utilizzando come campione le principali 15 società energetiche italiane rappresentative del 55% del settore,

evidenzia un fatturato più che raddoppiato (+126%) passando da 146,5 miliardi di euro nel 2021 a 324,8 miliardi di euro nel 2022. In ordine decrescente, le società che hanno registrato i maggiori aumenti in termini di ricavi di vendita sono: Edison (+233%), A2A (+161,7%), Alerion Clean Power (+142,5%), Hera (+123%) e Saras (+105%) (Il Sole 24 ore, 2022).

Per tale ragione, il Governo Draghi ha provveduto ad istituire il contributo di solidarietà che avrebbe consentito allo Stato di incassare 10,5 miliardi di euro, ma ad oggi ne risultano versati solo 2,7 miliardi.

Questo intervento statale è stato dettato dal fatto che le imprese energetiche hanno aumentato i prezzi di vendita in proporzione maggiore rispetto all'aumento dei costi delle materie prime generando ampi extra-profitti che hanno contribuito anche ad innalzare i risultati di esercizio rispetto al 2021. Infatti, un'altra misura approvata ad inizio 2023 riguarda il tetto di 180 euro a megawatt di extra-profitti alle grandi imprese che producono elettricità utilizzando fonti che hanno ancora costi abbastanza contenuti, ossia rinnovabili, da nucleare e da carbone.

Analogamente, a novembre 2022, il Governo Meloni ha emanato una nuova normativa in tema di extra-profitti che avrà efficacia a partire dal 2023. Fino a dicembre 2022, per gli extra-profitti era previsto un contributo del 25% il quale sarà innalzato, a partire dal 2023, al 50% calcolato non più sull'Iva, ma sull'imponibile IRES complessivo superiore di almeno il 10% rispetto alla media dei redditi complessivi conseguiti nei quattro esercizi d'imposta precedenti.

Nel settore della meccanica, il fatturato ha sfiorato i 371 miliardi di euro con un incremento del 22,7% rispetto al 2021 e del 60,8% rispetto all'anno della pandemia. Inoltre, è stata evidenziata anche una crescita del 14,6% rispetto al picco raggiunto nel 2014.

Nell'ambito alimentare, i prezzi di vendita hanno subito un rincaro lieve ma costante che ha condotto, a fine semestre 2022, a registrare un aumento complessivo medio di +10,8% rispetto al 2021. Tra tutti i prodotti alimentari, quello che ha subito il maggior incremento è stato l'olio (+ 23,3%) e a seguire i vegetali (+ 16%) e i formaggi (+ 13%)<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> I dati sono stati reperiti dal sito web: [www.coldiretti.it](http://www.coldiretti.it)

A differenza del settore energetico e meccanico, in quello degli alimentari la Gdo (Grandi Distribuzione Organizzata) prevede un calo dell'EBIT dall'1,4% al 2,4% rispetto all'anno precedente. L'ipotesi elaborata da Gdo è stata analizzata prendendo come campione 50 marchi italiani che distribuiscono i propri prodotti nei 7 principali super store: Esselunga, Conad, PAM, Carrefour, Ipercoop, Famila e Natura Sì.

### **2.1.3. La continuità aziendale**

Un altro problema di cui si è ampiamente discusso, in particolare in alcuni settori, è l'incertezza sulla continuità aziendale. Sono state numerose le rassegne stampa nel periodo primaverile del 2022 (il Sole 24 ore e la Repubblica) che mettevano in luce le numerose difficoltà delle imprese a fronteggiare i cari energia e i cari carburanti registrando periodi in perdita. Tra quelle più colpite si faceva riferimento alle vetrerie, agli alberghi e ai piccoli commercianti.

Con il passare dei mesi, alcuni settori hanno trovato una soluzione al problema, come l'innalzamento dei prezzi di vendita, il disinvestimento nel Paese con delocalizzazione degli stabilimenti in altri Stati oppure la concentrazione della produzione nei prodotti che richiedevano minori costi per l'energia accantonando temporaneamente le produzioni ad alto consumo energetico. Altri settori, però, per definizione, basano la loro produzione sull'energia elettrica e non hanno avuto alternative.

Nell'estate del 2022, la maggior parte delle vetrerie di Murano ha interrotto la propria produzione dopo lo spegnimento programmato dei forni ad agosto. Per arrivare in temperatura, i forni impiegano due settimane utilizzando circa 160-170 metri cubi di gas al mese, toccando un milione di metri cubi all'anno, e tali consumi sono costati fino a 300.000 euro ad ogni singola impresa nel mese di luglio con un aumento di +500% rispetto ad inizio 2021. Per tale ragione, moltissime aziende hanno preso la decisione di chiudere definitivamente le piccole botteghe. Tra questi, vi è anche Zanetti, simbolo delle vetrerie di Murano, che ha chiuso la sua fabbrica dopo 65 anni di attività durante i quali contava circa 80 dipendenti contro gli otto a metà 2022 di cui tre in cassa integrazione.

AIEE (Associazione Italiana Economisti dell'Energia) ha dichiarato un incremento della produzione di energia da fonti rinnovabili a seguito del conflitto russo – ucraino. Infatti, già dal 2021, le società energetiche avevano iniziato a sostituire le fonti non

rinnovabili (in particolare carbone, petrolio e gas naturale) con le fonti cosiddette *green*. A partire dallo scorso esercizio, è sorto l'obbligo per le società quotate di redigere un bilancio ESG (Environment, Social and Governance) in modo da mettere in luce, tra gli altri, gli impatti delle società sull'ambiente. Sebbene, dal 2021 è stato registrato un aumento delle fonti rinnovabili del 17%, a partire dal 2022 la produzione di *green energy* è aumentata sia per una questione ambientale (per cui l'UE è molto attenta) sia per una questione di carattere prettamente più economico. Infatti, anche se l'energia da fonti rinnovabili risulta più costosa, a seguito dell'aumento del gas naturale russo, questa è divenuta un'alternativa interessante che incrocia l'aspetto ambientale con quello economico ed etico. Per tale ragione, le società energetiche hanno in parte ridotto il problema del caro energia russo e la conseguente incertezza sulla continuità aziendale anche se la completa indipendenza dal gas russo risulta ancora molto lontana in quanto, secondo gli studi di AIEE, la *green energy* ricopre solamente 1/15 di tutta l'energia prodotta in Italia.

Di diversa natura sono invece le cessioni di azienda da parte dell'Italia in società russe e le volontà di chiudere alcuni stabilimenti italiani nelle zone oggetto di conflitto. Queste decisioni si fondano su principi etici e morali delle società italiane, e anche di alcune europee, di non contribuire economicamente in modo indiretto alla Guerra in un'ottica di favorire o allearsi con le volontà russe contro l'Ucraina, anzi di mostrarsi sfavorevoli al conflitto e all'invasione.

Con un comunicato stampa del 19 aprile 2022, Stellantis S.p.A. ha reso pubblica la notizia relativa alla sospensione della propria attività produttiva a Kaluga, in Russia. Mentre, ad aprile 2022 Enel ha dichiarato la propria volontà di cedere la sua quota di maggioranza in PJSC Enel in Russia, la quale si è concretizzata solamente nell'ottobre dello stesso anno a seguito di un provvedimento di divieto di questo tipo di transazioni da parte del leader russo.

## **2.2. Gli obiettivi e le domande di ricerca dell'elaborato**

Da una prima introduzione del settore energetico e del settore dei trasporti è subito emerso il forte impatto della guerra in Ucraina a partire da febbraio/marzo del 2022. Tra tutti i settori strategici precedentemente analizzati, nei prossimi paragrafi si approfondirà il settore energetico in quanto si ritiene interessante e, giunti all'anniversario dello

scoppio della guerra, anche necessario, elaborare i dati e i risultati economici che questo periodo storico ha generato.

Tale decisione è anche dettata dal fatto che tra i settori di notevole rilevanza per l'interesse nazionale, il settore energetico è quello che ha subito maggiormente le conseguenze derivanti dal conflitto, come le sanzioni e le controsanzioni emesse contro e dalla Russia.

Infatti, l'obiettivo dell'elaborato è quello di definire e comprendere come le società energetiche ed energivore italiane hanno affrontato il problema dell'approvvigionamento delle materie prime sia in termini quantitativi, a seguito della riduzione dell'import russo imposta dallo Stato italiano, sia in termini economici, a seguito dell'inasprimento dei prezzi.

Le prime domande che ci si è posti in quest'analisi, infatti, sono proprio in riferimento all'aumento dei costi delle materie prime.

- Come è stato affrontato tale aumento dalle società energetiche ed energivore?
- L'aumento è stato talmente rilevante da superare i ricavi di vendita e registrare un andamento economico negativo?
- Lo Stato è intervenuto per fronteggiare questo problema? Se sì, in che modo?
- Le azioni poste in essere dal Governo sono state sufficienti ad aiutare le imprese?

Per rispondere a queste domande risulta necessario analizzare i dati contenuti all'interno del Conto Economico delle Relazioni finanziarie semestrali, nonché i risultati derivanti dal Bilancio d'esercizio, al fine di avere una visione su un arco temporale superiore in cui si possono osservare con maggiore chiarezza anche gli effetti delle manovre poste in essere dalle società nella primavera del 2022 per affrontare il caro energia.

Questa tipologia di analisi si espande anche alle società energivore analizzando come l'aumento del prezzo dell'energia indotto dalla guerra e dagli aumenti dei prezzi di vendita delle società energetiche abbia impattato sull'andamento economico di queste società e in quali misure confrontandole con quelle registrate nel settore energetico.

Tuttavia, l'elaborato di tesi non si prefigge di analizzare solo l'andamento economico, seppur sia quello più rilevante per lo studio del caso, bensì anche di estrapolare alcune informazioni in merito ai flussi di cassa in quanto i possibili squilibri economici possono comportare anche squilibri finanziari. In merito a queste osservazioni, ci si è chiesto quale fosse il *cash flow* ad aver subito maggiori variazioni e, in particolare, se le società hanno generato o distrutto liquidità dall'inizio del periodo di analisi aumentando o riducendo le proprie disponibilità liquide o il proprio indebitamento finanziario, a seconda della situazione finanziaria in cui riversavano al 1° gennaio 2022.

Inoltre, ci si è chiesti anche se il rischio di continuità aziendale fosse mutato con lo scoppio del conflitto e, pertanto, si è fissato un ulteriore obiettivo di analizzare le Relazioni sulla gestione e le relazioni delle società di revisione, al fine di ricavare informazioni in merito all'eventuale circostanza di dover di interrompere temporaneamente o in modo permanente l'attività dell'impresa o solo di alcuni rami d'azienda o solo di alcuni stabilimenti a seguito del caro energia, il quale potrebbe divenire insostenibile per alcune società fortemente energivore.

### **2.3. Il metodo dell'analisi**

Nei successivi sotto-paragrafi si andranno ad illustrare le scelte e le analisi che hanno condotto alla stesura dell'elaborato di tesi. In particolare, si andrà a definire il campione delle società energetiche ed energivore che sono state selezionate e secondo quali criteri.

Sebbene la ricerca sia focalizzata sul settore energetico, si è ritenuto interessante analizzare anche i settori delle imprese energivore in quanto si tratta di attività ad alto consumo di energia. Inoltre, si ritiene stimolante confrontare i dati dei diversi settori in modo da avere una visione completa della situazione economica generale.

Successivamente, si andranno a descrivere le modalità di raccolta dei dati necessari per effettuare l'analisi e le modalità con le quali sono stati elaborati.

#### **2.3.1. La selezione del campione analizzato: società energetiche ed energivore**

Per l'elaborato di questa tesi si è deciso di analizzare cinque società italiane quotate energetiche e cinque società italiane quotate energivore. Per la scelta delle singole società è stato consultato l'elenco della Borsa Italiana.

Le motivazioni che hanno condotto alla scelta delle singole società sono state dettate dal fatto di individuare quelle di dimensioni maggiori nel territorio italiano sia in termini di ricavi di vendita sia in termini di dipendenti con lo scopo di valutare l'impatto della guerra in bilancio in modo più amplificato.

Le società energetiche che sono state individuate operano in tutto il territorio nazionale e in alcuni Paesi europei ed extra-europei; alcune di esse (quelle di dimensioni più rilevanti) svolgono la loro attività in tutto il mondo.

I fatturati e i livelli occupazionali di queste società sono molto elevati, al punto che i bilanci sono redatti in milioni di euro. Inoltre, si evince l'importanza a livello di interesse strategico nazionale già dalla composizione del capitale sociale in quanto vi sono delle partecipazioni statali in due delle multinazionali scelte.

Per tali ragioni, la scelta delle società energetiche è ricaduta su: Enel S.p.A., Eni S.p.A., ERG S.p.A., Iren S.p.A. e Edison S.p.A.<sup>18</sup>

Enel ed Eni, acronimi rispettivamente di Ente Nazionale per l'energia Elettrica ed Ente Nazionale Idrocarburi, sono le due principali società italiane produttrici di energia elettrica e gas. Sono state istituite tra gli anni '50 e '60 come enti pubblici e nel 1992 sono state trasformate in società per azioni a seguito della liberalizzazione del mercato dell'energia in Italia. Da all'ora conservano entrambe una partecipazione statale: Enel è controllata per il 23,6% dal Ministro dell'Economia e della Finanza ed Eni è partecipata per il 30,6% dal MEF sia direttamente sia indirettamente tramite Cassa Depositi e Prestiti. Questa partecipazione dello Stato nelle due multinazionali garantisce un maggior controllo ed interventi più repentini in tema di *Golden power*.

Enel è la prima società italiana e la settantatreesima al mondo per fatturato. Eni è stato il maggior Gruppo italiano per ricavi di vendita dal 2003 al 2014 ed oggi si posiziona al 461° posto al mondo per fatturato ed utile. Attualmente, le due società contano rispettivamente 68.000 e 32.000 dipendenti.

Di seguito, si riporta un grafico dell'andamento delle azioni delle due società negli ultimi tre esercizi.

---

<sup>18</sup> Per semplificare la lettura da questo momento le società analizzate verranno qualificate omettendo l'acronimo della natura giuridica.

Grafico 2.1.: Andamento azionario Enel ed Eni dal 2021 al 2023<sup>19</sup>



L'andamento azionario delle due multinazionali sembra essere opposto: in particolare, ha una forma ad X con punto di incontro a settembre 2021, periodo in cui le azioni di Enel hanno registrato un decremento e quelle di Eni un incremento.

Nel grafico è stato evidenziato il valore delle azioni il giorno seguente allo scoppio della Guerra in Ucraina: le azioni di entrambe le società hanno subito una leggera diminuzione. Il periodo di maggior contrazione del valore azionario, a seguito del conflitto, si è registrato nell'estate del 2022 successivamente alla chiusura del gasdotto di Nord Stream 2.

Iren opera in numerosi ambiti, tra cui energia, gas, acqua ed ambiente ed è attiva nel servizio di teleriscaldamento di cui detiene il primato di maggior operatore italiano. Contrariamente alle altre società che hanno origini nel secolo scorso, Iren è nata nel 2010 dalla fusione di due società e, ad oggi, conta già 9.000 addetti.

ERG, acronimo di Edoardo Raffinerie Garrone, ha la sua sede legale a Genova e si differenzia dalle altre società energetiche analizzate per il suo controllo familiare. Infatti, l'impresa è stata istituita da Edoardo Garrone nel 1938 e da all'ora conserva la sua conduzione amministrativa nella famiglia Garrone – Mondini. In Italia, insieme a Ferrero, è l'unica impresa ad avere dimensioni così elevate pur mantenendo una composizione del CdA unicamente familiare. Nel 2021 (ultimo dato disponibile in rete) aveva circa 800 dipendenti, di cui la maggior parte svolgeva l'attività in Italia.

<sup>19</sup> Fonte: [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

Edison è una società italiana controllata interamente dal Gruppo francese Électricité de France, è il terzo produttore italiano di energia elettrica soddisfacendo il fabbisogno nazionale per il 6,7% e il secondo nel settore degli idrocarburi. La società si mostra molto attenta nelle politiche ESG (Environment, Social and Governance) investendo grandi somme di capitale nella cd. *green economy*. Le azioni di Edison sono quotate nella Borsa di Milano solo per la parte riguardante le sole azioni di risparmio a seguito del delisting delle azioni ordinarie del 2012. Nel 2021 contava circa 3.200 dipendenti.

Per le società energivore sono state selezionate:

- due società quotate operanti nel settore della meccanica: Ferrari S.p.A. e Stellantis S.p.A.;
- due società non quotate operanti nel settore dei prodotti alimentari: Orsero S.p.A. e Valsoia S.p.A.;
- una società quotata operante nel settore del vetro ed associata ad Assovetro: Zignano S.p.A.

Ferrari è una società produttrice di automobili e capi di abbigliamento fondata nel 1947 da Enzo Ferrari. Il *core business* è focalizzato sulla produzione di auto sportive di lusso e da competizione; infatti, la società è la più titolata nel campionato mondiale di Formula 1 e detiene numerose vittorie in altre note competizioni, come Gran Turismo e la 24 Ore di Le Mans. La produzione di capi di abbigliamento e pelletteria viene considerata come business accessorio in quanto deriva dalla volontà del CdA di mettere sul mercato prodotti di *merchandising* che riportassero il noto cavallino nero con lo sfondo giallo. Tale marchio fu introdotto dallo stesso Enzo Ferrari il quale scelse il colore giallo come sfondo per l'amore verso la sua città natale, Modena, e il cavallino nero in memoria dell'aviatore Francesco Baracca, il quale usò questo simbolo durante la Prima Guerra Mondiale. Attualmente, il marchio Ferrari ha un valore di 4,8 miliardi di dollari ed è stato riconosciuto come il più influente al mondo. Le azioni di Ferrari hanno la particolarità che la loro tendenza nel tempo è influenzato, seppur solo in parte, dall'andamento delle gare sportive. Di fatti, in caso di vittoria della casa automobilistica sono stati registrati degli aumenti notevoli e viceversa.

Stellantis ha un'origine più recente rispetto a Ferrari in quanto è nata dalla fusione tra FCA (Fiat Chrysler Automobiles) e PSA il 16 gennaio 2021. A differenza delle società analizzate finora che hanno tutte la legale in Italia, Stellantis risiede ad Amsterdam, nei

Paesi Bassi. Oggi conta quattordici marchi automobilistici, tra cui Abarth, Alfa Romeo, Jeep, FIAT e Maserati. Nel 2021 si è posizionato al ventinovesimo posto al mondo per fatturato con 152 miliardi di euro. La società, inoltre, ricopre un livello occupazionale molto ampio contando 400.000 dipendenti, leggermente in diminuzione durante l'anno 2022.

Passando al settore degli alimentari, inizialmente si era pensato di analizzare due società operanti nella produzione di prodotti da forno dove l'impatto del caro energia potrebbe essere stato più rilevante rispetto ad altre società alimentari. Tuttavia, nella Borsa Italiana non sono quotate società di questo genere e, pertanto, la scelta è ricaduta su Valsoia ed Orsero, le quali hanno entrambe un'attività di distribuzione dei prodotti via mare e via terra molto rilevante. In questi casi, l'impatto della Guerra potrebbe essere stato più rilevante in tema di caro carburanti piuttosto che in ambito di incremento dei costi per l'energia elettrica.

Valsoia è specializzata nell'alimentazione salutistica basando la propria produzione su alimenti vegetali, primo tra tutti la soia da cui deriva proprio la denominazione della società. Essa si mostra molto coinvolta nella qualità del prodotto e nella ricerca delle materie prime in linea con i principi salutari; non a caso, lo slogan è "No al colesterolo, sì a Valsoia".

Orsero ha sede legale ad Albenga, in provincia di Savona, ed è specializzata nella produzione, importazione, esportazione e commercializzazione dei prodotti ortofrutticoli, specialmente esotici, tra cui ananas, avocado, mango, datteri e cocco.

Arrivando al settore del vetro, Zignano è l'unica società quotata nella Borsa Italiana operante in tale settore. Esso produce contenitori in vetro cavo utilizzati nel settore degli alimentari, della cosmetica e della profumeria. Le sue dimensioni sono molto inferiori rispetto alle altre società analizzate. Infatti, ad eccezione delle note multinazionali Verallia S.p.A. e Bormioli S.p.A., le vetrerie con sede legale nel territorio nazionale sono molto piccole e spesso sono rappresentate da botteghe di artigiani.

### **2.3.2. Il reperimento e la scelta dei dati analizzati**

L'analisi economico – finanziaria delle società si è svolta in larga parte sullo studio delle Relazioni finanziarie semestrali del 2021 e del 2022. Vista la decisione di analizzare dieci società operanti in settori diversi, l'analisi di bilancio si è soffermata solo su alcuni

valori: ricavi di vendita, costi totali e costi delle materie prime (con particolare distinzione dei costi per l'energia), margine operativo lordo, imposte sul reddito, contributo straordinario previsto dal “Decreto – Ucraina” e risultato netto d'esercizio. Tali dati sono stati scaricati dai siti ufficiali delle singole società che, essendo quotate, hanno l'obbligo di redigere una Relazione finanziaria ogni sei mesi per il principio di trasparenza.

Al fine di definire al meglio la situazione di liquidità in cui riversano le società prima e dopo il conflitto in Ucraina, si è deciso di analizzare anche i *cash flow* aziendali con distinzione dei flussi di cassa nelle tre attività: operativa, di investimento e di finanziamento, nonché il flusso di cassa totale con evidenza delle disponibilità liquide iniziale e finali. Tali dati sono stati reperiti sempre nelle Relazioni semestrali del 2022 e dell'anno precedente.

Per avere un giudizio sul rischio di continuità aziendale, sono state scaricate le relazioni delle società di revisione che riportano un giudizio incisivo, seppur molto sintetico.

Siccome l'elaborato di tesi è stato svolto tra ottobre 2022 e giugno 2023, è stata inserita anche una breve analisi sulle principali voci del Conto Economico risultate dal bilancio d'esercizio 2022 con evidenza delle variazioni subite nell'arco temporale di un anno rispetto a quelle registrate tra il primo semestre 2021 e il primo semestre 2022.

Infine, la tesi si propone anche di confrontare tra di loro i dati delle singole società nello spazio e nel tempo con particolare riferimento ai dati reperiti dalle Relazioni finanziarie semestrali e inerenti al Conto Economico e al Rendiconto finanziario.

### **2.3.3. Le tipologie di analisi svolte sui dati raccolti**

Ai fini di una valutazione dell'impatto della Guerra tra Russia e Ucraina e delle conseguenze nel settore dell'energia, la maggior parte delle analisi iniziali verte sulla variazione dei costi. In particolare, si è andato ad esaminare se i costi delle materie prime relative all'energia hanno subito dei rincari e in che proporzione rispetto ai costi totali. Per gli stessi è stato effettuato un confronto tra le varie società con lo scopo di individuare quelle che hanno subito l'impatto negativo maggiore e valutare se, tra queste, ci sono le imprese a partecipazione statale oppure se queste ultime hanno avuto una maggiore protezione da parte dello Stato. Inoltre, è stata analizzata anche la tipologia di energia elettrica prodotta da ogni società, ossia se questa deriva da fonti rinnovabili o non

rinnovabili e in quale misura. In questo modo, è stato possibile confrontare le variazioni percentuali dei costi energetici in riferimento alla quantità di approvvigionamenti di gas naturale in quanto le società propense alla *green energy* acquistano minori quantità di questa materia prima (soprattutto dalla Russia).

Successivamente, dopo aver estrapolato i dati relativi ai ricavi di vendita e aver analizzato le cause che hanno provocato l'aumento di questa voce, si è osservato se l'aumento dei costi totali (e dei costi energetici) fosse stato più o meno proporzionale rispetto all'aumento dei ricavi.

Seguendo l'ordine del Conto Economico sono state analizzate le variazioni subite dai seguenti risultati: margine operativo lordo (EBITDA), risultato ante imposte e reddito netto d'esercizio. Nell'analisi tra gli ultimi due risultati, è stato introdotto anche un focus sulle imposte d'esercizio e, in particolare, sulla percentuale del *tax rate* tra il 2021 e il 2022 e sull'ammontare dell'importo versato come contributo straordinario DL 21/2022 (solo per le società energetiche).

A completamento dell'analisi del Conto economico, è stato eseguito il confronto spaziale (tra le società operanti nello stesso settore) e temporale (tra giugno 2021 e giugno 2022) relativamente a: ricavi di vendita, costi totali (con distinzione dei costi per l'energia), margine operativo lordo, risultato prima delle imposte, imposte d'esercizio, contributo straordinario e utile/perdita d'esercizio.

Al termine di questa valutazione economica, è stata effettuata anche una valutazione strettamente di liquidità osservando i valori dei flussi di cassa delle attività operative, di investimento e di finanziamento confrontandole sia nel tempo sia nello spazio. Quest'analisi è stata effettuata per verificare se ci sono stati dei cambiamenti di investimento e di finanziamento dopo lo scoppio del conflitto e se la liquidità utilizzata per l'attività *core* delle imprese fosse aumentata per far fronteggiare l'aumento dei prezzi.

Infine, nel corso dell'analisi di impronta economico – finanziaria sui dati di bilancio, sono state effettuate alcune valutazioni più descrittive al fine di dare una spiegazione pratica alle principali variazioni in bilancio. In particolare, si è andati ad osservare le cause dell'aumento dei ricavi e dei costi, le varie tipologie di energia prodotta dalle società energetiche e la natura dei flussi di cassa.

Un'altra tipologia di analisi finale è stata compiuta anche in merito al rischio di continuità aziendale compromesso dall'impatto della Guerra in Ucraina sui bilanci. Per

ogni società sono stati evidenziati i principali rischi emersi nel corso del primo semestre 2022 e le soluzioni poste in essere dal management per fronteggiare e superare le difficoltà sopravvenute.

## CAPITOLO III – Le società energetiche

### 3.1. L'analisi di ENEL S.p.A.

L'Ente Nazionale per l'energia Elettrica (Enel S.p.A.) ha sede a Roma e opera nel settore dell'energia elettrica e del gas in 31 Paesi al mondo. Fu istituita nel 1962 come istituzione pubblica dal Governo italiano e da Antonio Segni e nel 1999 si è trasformata in società per azioni quotandosi in Borsa. Nel grafico sottostante si riporta l'andamento del valore azionario dall'anno di quotazione ad oggi.

Grafico 3.1.: Andamento azionario di Enel S.p.A.<sup>20</sup>



Il trend azionario è stato molto altalenante nel corso dei decenni registrando periodi di rapidi decrementi e periodi di faticosa ripresa. In particolare, nel corso del quinquennio dal 2010 al 2015 sono stati registrati forti diminuzioni del valore azionario a causa del riassetto di alcune attività del Gruppo (soprattutto nel corso del biennio intermedio a tale arco temporale). Tra questi, si ricorda l'inaugurazione nel 2011 della centrale Enel Federico S.p.A. a Brindisi che si occupa principalmente della cattura di anidride carbonica tramite un impianto molto all'avanguardia e la vendita del 5,1% della società Terna S.p.A. nel corso del 2012 comprovando l'uscita definitiva di Enel S.p.A. dalla rete ad alta tensione.

Gli ultimi eventi esogeni a cui il nostro Paese è andato incontro a partire dal 2020 (COVID-19 e guerra in Ucraina) hanno avuto un forte impatto sull'andamento azionario;

<sup>20</sup> Fonte : [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

a marzo 2020 è stato registrato un decremento del valore del 35% in un'unica giornata, mentre il conflitto russo – ucraino ha registrato una riduzione del valore di circa il 52% ma in misura più graduale, ossia da marzo 2022 a gennaio 2023. Successivamente a tale riduzione, a partire da febbraio 2023 le azioni hanno pian piano incrementato il loro valore in Borsa arrivando alla quotazione attuale (18 giugno 2023) di 6,11 euro ad azione.

La quotazione in Borsa all'indice FTSE MIB nel 1999 corrisponde anche momento in cui ci fu alla liberalizzazione del mercato dell'energia elettrica. In questo periodo, si è assistito a numerose privatizzazioni di società energetiche, ma Enel S.p.A. ha mantenuto la sua partecipazione statale tramite il Ministero dell'Economia e delle Finanze che, ad oggi, detiene il 23,6% del capitale sociale; il restante è suddiviso tra investitori istituzionali (59,4%) e investitori retail (17%).

La produzione di energia elettrica da parte di Enel S.p.A. è realizzata tramite diverse fonti di energia sia rinnovabili sia non rinnovabili: eolica, fotovoltaica, solare, geotermica, idroelettrica, termoelettrica, nucleare e da biomasse. A partire dal 2008, la produzione di *green energy* è svolta da una delle società controllate, la Enel Green Power S.p.A.

Nel complesso, il Gruppo serve circa 75 milioni di persone (di cui 26 milioni in Italia) con una capacità netta installata pari a 90,1 GW qualificandosi al primo posto in Europa per numero di clienti e al secondo, dopo Électricité de France (EdF), per capacità produttiva. Inoltre, è la 90° società al mondo per fatturato e una dei 10 principali titoli azionari sulla Borsa Italiana con una capitalizzazione di circa 54 miliardi di euro.

Enel S.p.A. ricopre un numero di addetti molto elevato (una delle caratteristiche che contraddistingue il settore energetico come settore di interesse strategico nazionale) contando circa 65.000 dipendenti (di cui 40.000 in Italia).

Tra gli obiettivi posti dal CEO, il Dott. Francesco Starace, vi è un utilizzo sempre più innovativo e sostenibile dell'energia attraverso la mobilità elettrica, l'implemento della decarbonizzazione, la digitalizzazione e la diffusione a banda larga.

### **3.1.1. L'analisi economica**

Nel corso del primo semestre 2022, Enel S.p.A. ha registrato un forte aumento dei costi produttivi con particolare rilevanza a quelli connessi all'acquisto delle materie prime per la produzione di energia elettrica.

Nel dettaglio, si è passati da 8.948 milioni di euro nel primo semestre 2021 a 23.066 milioni euro al 30 giugno 2022 con una variazione percentuale del + 175%. Questo forte aumento senza precedenti è da ricondursi inevitabilmente alle conseguenze negative derivanti dal conflitto in Ucraina, il quale ha provocato un innalzamento del prezzo del petrolio. Tuttavia, Enel S.p.A. non ha contratti in essere direttamente con la Russia, ma avendo un bacino di produzione molto ampio in tutta Europa, risente fortemente di tale impatto.

Per fronteggiare tale rischio, la società ha messo in atto una serie di strategie nel breve e medio – lungo termine. Tra quelle con durata maggiore si riporta l'incremento della produzione di *green energy* volto non solo a ridurre gli approvvigionamenti di petrolio indirettamente dalla Russia, ma anche a migliorare il profilo ESG della società. Tra le strategie di breve periodo, invece, il Gruppo ha modificato alcune contrattazioni con i fornitori esistenti e ha stipulato accordi con nuovi grossisti a prezzi più vantaggiosi, nonché ha incrementato i prezzi di vendita registrando una variazione percentuale del +85% rispetto al semestre in comparazione dell'anno precedente.

Per un'analisi dei dati economici dei ricavi di vendita e dei costi produttivi, si riportano degli estratti del Conto Economico risultante dalla Relazione finanziaria semestrale 2022.

Grafico 3.2.: Costi complessivi Enel S.p.A. primo semestre 2021 e 2022<sup>21</sup>

Milioni di euro	1° semestre			
	2022	2021	Variazioni	
Acquisto di energia elettrica <sup>(1)</sup>	23.066	8.948	14.118	-
Acquisto di combustibili e gas <sup>(1)</sup>	24.143	8.179	15.964	-
<b>Totale acquisti energia elettrica, combustibili e gas<sup>(1)</sup></b>	<b>47.209</b>	<b>17.127</b>	<b>30.082</b>	<b>-</b>
Vettoriamenti passivi	4.501	4.802	(301)	-6,3%
Godimento beni di terzi	243	191	52	27,2%
Altri servizi	3.560	2.721	839	30,8%
Materie prime <sup>(1)</sup>	1.947	1.037	910	87,8%
<b>Totale servizi e altri materiali<sup>(1)</sup></b>	<b>10.251</b>	<b>8.751</b>	<b>1.500</b>	<b>17,1%</b>
<b>Costo del personale</b>	<b>2.333</b>	<b>2.766</b>	<b>(433)</b>	<b>-15,7%</b>
Ammortamenti delle attività materiali	2.286	2.134	152	7,1%
Ammortamenti delle attività immateriali	761	613	148	24,1%
Impairment e relativi ripristini	1.256	601	655	-
<b>Totale ammortamenti e altri impairment</b>	<b>4.303</b>	<b>3.348</b>	<b>955</b>	<b>28,5%</b>
Oneri per certificati ambientali	1.405	404	1.001	-
Altri costi operativi	700	887	(187)	-21,1%
<b>Totale altri costi operativi</b>	<b>2.105</b>	<b>1.291</b>	<b>814</b>	<b>63,1%</b>
Costi capitalizzati per materiali	(561)	(485)	(76)	-15,7%
Costi capitalizzati del personale	(498)	(406)	(92)	-22,7%
Altri costi capitalizzati	(377)	(343)	(34)	-9,9%
<b>Totale costi per lavori interni capitalizzati</b>	<b>(1.436)</b>	<b>(1.234)</b>	<b>(202)</b>	<b>-16,4%</b>
<b>TOTALE COSTI<sup>(1)</sup></b>	<b>64.765</b>	<b>32.049</b>	<b>32.716</b>	<b>-</b>

La variazione più significativa è rappresentata dagli acquisiti per energia elettrica, combustibili e gas in quanto si è passati da un'incidenza sui costi complessivi del 53% nel 2021 ad un'incidenza del 73% nel 2022. Tale incremento è dovuto ai maggiori volumi acquistati a prezzi medi crescenti, soprattutto per quanto riguarda il gas.

Tutte le altre voci hanno subito un leggero mutamento che non è stato particolarmente rilevante a livello economico; tuttavia, si nota una variazione in diminuzione relativa al costo del personale dovuta non ad una riduzione del livello occupazionale, ma alla sottoscrizione del nuovo accordo quadro in applicazione dell'art. 4 l. 92/2012 per il quale sono stati accantonati 503 milioni di euro al fondo per ristrutturazione e digitalizzazione.

L'intero Gruppo Enel non ha in essere contratti di approvvigionamento di gas con la Russia, ma comunque risente delle oscillazioni sul mercato del valore di questa *commodity*.

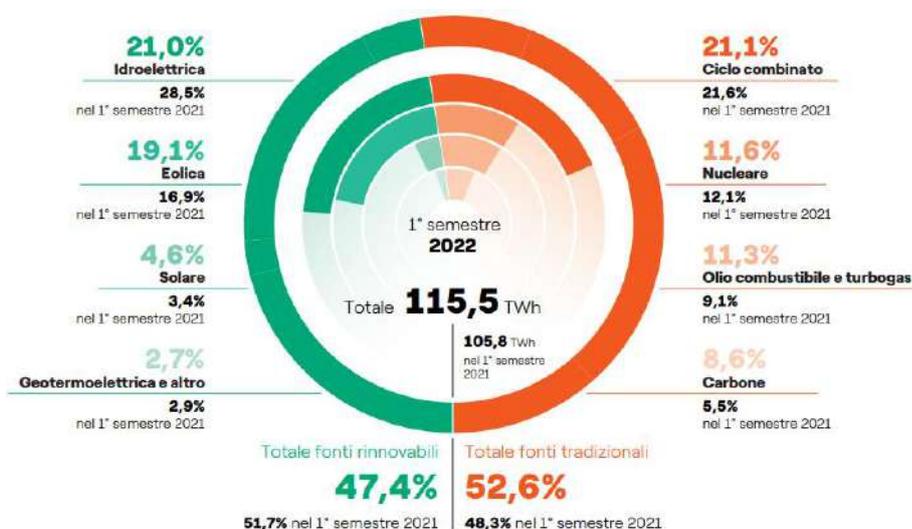
Nel corso del primo semestre del 2022 la domanda di gas naturale è diminuita del -2% rispetto al medesimo semestre del 2021. In termini assoluti, si è passati da 39,4 miliardi di metri cubi a 38,6 miliardi di metri cubi di gas naturale richiesto. Se si confronta

<sup>21</sup> Fonte: [www.enel.com](http://www.enel.com)

lo stesso dato tra il secondo trimestre 2021 e il secondo trimestre 2022, si osserva una contrazione ancora maggiore, circa del – 7%. Infatti, a partire da aprile 2022, Enel S.p.A. ha rinegoziato (in termini quantitativi) alcuni contratti in essere con i suoi principali fornitori, locati soprattutto in Algeria e in Norvegia. Tali richieste sono pervenute sia da Enel S.p.A. con la volontà di ridurre i metri cubi di gas naturale importato sia da parte delle società esportatrici a seguito della riduzione fisica – materiale della *commodity*.

L’evolversi di questa situazione geopolitica ha incrementato ulteriormente le politiche e le azioni già poste in essere da un decennio di anni da parte di Enel S.p.A. con lo scopo di sostituire gradualmente la produzione di energia non rinnovabile con la cd. *green energy*, la quale necessita di materie prime naturali (quali vento, sole e pressione idrica) e non di petrolio o altre sostanze inquinanti. Questa manovra ha un duplice fine: ridurre l’emissione di CO2 (funzione ecologica) e diminuire il livello di approvvigionamenti di petrolio riducendo l’impatto della Guerra in Ucraina in bilancio (funzione economica).

Grafico 3.3.: Energia elettrica prodotta per fonte nel primo semestre 2022<sup>22</sup>



Come si evince dal grafico a torta, nel primo semestre del 2022 Enel S.p.A. ha implementato la produzione di energia prodotta da fonti rinnovabili riducendo così anche le richieste di gas naturale. Nel bilancio 2021, e rispettivamente nel paragrafo sulle previsioni future, la società aveva descritto la propria volontà di aumentare nell’anno successivo, tra tutte, la produzione di energia idroelettrica in quanto la conformazione fisica del territorio italiano garantisce forti pendenze del terreno che sono indispensabili

<sup>22</sup> Fonte: [www.enel.com](http://www.enel.com)

per avere impianti ad alta produttività. Tuttavia, l'emergenza siccità incrementata nell'anno in corso ha inevitabilmente ridotto la capacità produttiva di questa forma di energia lasciando spazio all'energia solare ed eolica. Dai dati raccolti, Enel S.p.A. afferma che in assenza di un'emergenza idrica, la riduzione di energia prodotta da fonti tradizionali sarebbe stata ancora maggiore, così come l'utilizzo di centrali nucleari (non in Italia) e l'approvvigionamento di gas naturale.

Per la costruzione di parchi eolici e impianti fotovoltaici, oltre alle spese materiali per la costruzione fisica, sono necessarie particolari autorizzazioni per vincoli paesaggistici nonché progetti specifici elaborati da ingegneri per attestare l'efficienza energetica nel territorio. Per tali ragioni, i costi relativi ai certificati ambientali sono triplicati dal 2021 al 2022, contribuendo all'incremento delle spese energetiche.

Per la quota di energia prodotta utilizzando fonti di origine nucleare, sussistono delle correlazioni con la Russia sia in termini di attività tecnico – operative, in quanto gli approvvigionamenti di combustibile nucleare e di tecnologia provengono da alcune regioni russe, sia in termini di investimenti, perché nella costruzione dell'impianto MO3/4, in Slovacchia, sono coinvolti fornitori russi, i quali, tuttavia, al momento non sono interessati da sanzioni.

Grafico 3.4.: Ricavi Enel S.p.A. al primo semestre 2021 e 2022<sup>23</sup>

Miliardi di euro	1° semestre			Variazioni	
	2022	2021			
Vendite energia elettrica	32.999	17.956	15.043		83,8%
<b>Totale<sup>(1)</sup></b>	<b>67.258</b>	<b>36.291</b>	<b>30.967</b>		<b>85,3%</b>

Specularmente all'aumento dei costi per l'energia, anche i ricavi di vendita relativi all'erogazione del servizio elettrico hanno subito un incremento nel primo semestre 2022 con lo scopo di coprire i maggiori costi tramite un innalzamento dei prezzi di vendita. In particolare, le vendite sono aumentate dell'83,8%, mentre l'incidenza dei ricavi delle vendite per energia elettrica sui ricavi totali è rimasta pressoché invariata (circa il 49%).

Tuttavia, l'incremento dei ricavi di vendita non è dovuto solo all'aumento dei prezzi bensì anche all'andamento positivo della domanda di energia elettrica da parte dei clienti che ha portato ad un aumento dei volumi di energia prodotta. Infatti, nonostante i prezzi in crescita, la domanda di energia ha subito un incremento medio del + 2% in Italia, del

<sup>23</sup> Fonte: [www.enel.com](http://www.enel.com)

+ 8,3% in Argentina, del + 5,6% in Colombia e del + 4% in altre nazioni dell’America Latina, mentre ha subito un leggero decremento del – 0,6% solamente in Spagna.

L’incremento costante del prezzo del gas naturale e il conseguente aumento dei prezzi dell’energia elettrica hanno contribuito a far sì che le autorità dei vari Paesi (tra cui l’Italia) adottassero delle politiche di contenimento dei prezzi a favore dei consumatori finali, ma a danno delle società produttrici. Nonostante il contesto fortemente avverso, la società ha affermato di essersi dimostrata resiliente grazie alla diversificazione geografica combinata con un modello di business integrato lungo la catena del valore.

Di seguito, si riporta il Conto Economico riclassificato della Relazione finanziaria semestrale 2022, al fine di analizzare l’impatto del conflitto anche sui risultati intermedi e sul reddito netto d’esercizio.

Grafico 3.5.: Conto economico abbreviato Enel S.p.A.<sup>24</sup>

Milioni di euro	Conto economico ordinario <sup>(1)</sup>				Conto economico			
	1° semestre				1° semestre			
	2022	2021	Variazioni		2022	2021	Variazioni	
Ricavi <sup>(2)</sup> / <sup>(3)</sup>	67.258	36.291	30.967	85,3%	67.258	36.291	30.967	85,3%
Costi <sup>(2)</sup>	60.369	28.060	32.309	-	60.462	28.701	31.761	-
Risultati netti da contratti su commodity <sup>(2)</sup>	1.409	205	1.204	-	1.409	205	1.204	-
<b>Margine operativo lordo<sup>(3)</sup></b>	<b>8.298</b>	<b>8.436</b>	<b>(138)</b>	<b>-1,6%</b>	<b>8.205</b>	<b>7.795</b>	<b>410</b>	<b>5,3%</b>
Ammortamenti e impairment	3.671	3.162	509	16,1%	4.303	3.348	955	28,5%
<b>Risultato operativo<sup>(3)</sup></b>	<b>4.627</b>	<b>5.274</b>	<b>(647)</b>	<b>-12,3%</b>	<b>3.902</b>	<b>4.447</b>	<b>(545)</b>	<b>-12,3%</b>
Proventi finanziari <sup>(3)</sup>	6.260	2.556	3.704	-	6.286	2.556	3.730	-
Oneri finanziari	7.282	3.683	3.599	97,7%	7.306	3.693	3.613	97,8%
<b>Totale proventi/(oneri) finanziari netti<sup>(3)</sup></b>	<b>(1.022)</b>	<b>(1.127)</b>	<b>105</b>	<b>9,3%</b>	<b>(1.020)</b>	<b>(1.137)</b>	<b>117</b>	<b>10,3%</b>
Quota dei proventi/(oneri) derivanti da partecipazioni valutate con il metodo del patrimonio netto	62	68	(6)	-8,8%	62	138	(76)	-55,1%
<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>3.667</b>	<b>4.215</b>	<b>(548)</b>	<b>-13,0%</b>	<b>2.944</b>	<b>3.448</b>	<b>(504)</b>	<b>-14,6%</b>
Imposte	1.044	1.376	(332)	-24,1%	991	1.177	(186)	-15,8%
<b>Risultato delle continuing operations</b>	<b>2.623</b>	<b>2.839</b>	<b>(216)</b>	<b>-7,6%</b>	<b>1.953</b>	<b>2.271</b>	<b>(318)</b>	<b>-14,0%</b>
Risultato delle discontinued operations	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Risultato netto del periodo (Gruppo e terzi)</b>	<b>2.623</b>	<b>2.839</b>	<b>(216)</b>	<b>-7,6%</b>	<b>1.953</b>	<b>2.271</b>	<b>(318)</b>	<b>-14,0%</b>

Ai fini delle analisi sono stati utilizzati i dati contenuti nel Conto Economico (a destra) in quanto quelli inseriti nel Conto Economico ordinario non tengono conto delle partite non ricorrenti.

<sup>24</sup> Fonte: [www.enel.com](http://www.enel.com)

Come si può osservare, il margine operativo lordo ha subito una lieve variazione positiva del +5,3%, la quale però non è stata sufficiente a coprire l'incremento della gestione finanziaria e degli ammortamenti.

Il risultato netto d'esercizio al 30 giugno 2022 è inferiore del 14% rispetto a quello al 30 giugno 2021, ma comunque di segno positivo.

Le imposte versate nel 2021 corrispondono al 33,7% del risultato ante imposte, mentre nel 2022 al 34,1%; tale incremento è dovuto ai maggiori costi sostenuti per il contributo straordinario come previsto dal decreto-legge n. 21/2022. Nella Relazione semestrale del 2022 non si specifica la natura degli extra-profitti generati; tuttavia, si evidenzia che l'impresa, al 30 giugno 2022, ha versato 50 milioni di euro per tale contributo. Per avere una visione chiara e certa della situazione si ritiene necessario analizzare anche il bilancio finale d'esercizio, il quale tiene conto di tutte le oscillazioni di valore delle *commodity* avvenute in tutto l'arco temporale e, quindi, la possibilità di esaminare la natura degli extra-profitti, anche solo temporanei.

In merito all'analisi di Enel S.p.A. nell'arco temporale dal 1° gennaio 2022 al 31 dicembre 2022, è stato effettuato uno studio sulle principali voci del Conto Economico, nonché sui risultati intermedi, al fine di avere una visione completa sull'andamento economico annuale e degli effetti prodotti, non solo dalla Guerra in Ucraina, ma anche dalle manovre adottate da Enel S.p.A. a partire dal secondo trimestre. In particolare, nel corso del secondo semestre, i ricavi di vendita e i costi produttivi sono incrementati ma in misura meno che proporzionale rispetto all'incremento registrato durante il primo semestre 2021 per effetto di una riduzione dei volumi di vendita e dell'entrata in vigore di nuove normative emanate dal Governo in tema di approvvigionamenti di gas naturale.

Grafico 3.6.: Conto Economico di Enel S.p.A. risultante dal bilancio d'esercizio<sup>25</sup>

		2022		2021	
			di cui con parti correlate		di cui con parti correlate
<b>Ricavi</b>					
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	4.a	116.051.123	116.143.487	125.426.702	125.382.065
Altri proventi	4.b	16.663.153	14.877.215	1.643.537.558	14.038.934
	[Subtotale]	<b>132.714.276</b>		<b>1.768.964.260</b>	
<b>Costi</b>					
Acquisti di materiali di consumo	5.a	386.707	218.873	523.948	366.196
Servizi e godimento beni di terzi	5.b	206.383.096	132.838.081	196.758.516	129.741.926
Costo del personale	5.c	104.681.593		178.564.663	
Ammortamenti e impairment	5.d	1.329.696.603		734.099.075	
Altri costi operativi	5.e	26.904.912	615.302	13.637.338	680.506
	[Subtotale]	<b>1.668.052.911</b>		<b>1.123.583.540</b>	
<b>Risultato operativo</b>					
		<b>(1.535.338.635)</b>		<b>645.380.720</b>	
Proventi da partecipazioni	6	8.770.435.089	8.770.003.874	4.450.596.876	4.449.822.148
Proventi finanziari da contratti derivati	7	2.131.015.975	627.229.150	1.072.689.763	253.243.181
Altri proventi finanziari	8	431.697.733	379.617.287	239.976.218	237.221.205
Oneri finanziari da contratti derivati	7	1.959.981.967	1.166.367.143	891.233.492	505.710.198
Altri oneri finanziari	8	786.552.405	309.241.496	869.140.792	203.472.671
	[Subtotale]	<b>8.586.614.425</b>		<b>4.002.888.573</b>	
<b>Risultato prima delle imposte</b>					
		<b>7.051.275.790</b>		<b>4.648.269.293</b>	
Imposte	9	(106.090.159)		(114.212.964)	
<b>UTILE DELL'ESERCIZIO</b>					
		<b>7.157.365.949</b>		<b>4.762.482.257</b>	

I dati riportati nel Conto Economico del bilancio 2022 mostrano un andamento completamente diverso rispetto a quello risultante dalla Relazione finanziaria semestrale.

Infatti, nella Relazione semestrale erano stati registrati dei raddoppi negli importi dei ricavi di vendita e dei costi per materie prime rispetto al primo semestre 2021, mentre nel bilancio d'esercizio 2022 si evidenzia un decremento dei ricavi di vendita del -7,47% e un aumento dei costi del +48,46% rispetto al 2021.

In riferimento ai ricavi di vendita, sono state registrate le seguenti variazioni percentuali:

Grafico 3.7.: Variazioni percentuali dei ricavi dal 2021 al 2022<sup>26</sup>

	Primo semestre 2021	Bilancio 2021	Variazione %
Ricavi di vendita	36.291	125.426	<b>245,61%</b>
	Primo semestre 2022	Bilancio 2021	Variazione %
Ricavi di vendita	67.258	116.051	<b>72,55%</b>

<sup>25</sup> Fonte: [www.enel.com](http://www.enel.com)

<sup>26</sup> Fonte: rielaborazione personale dei dati estratti dalla Relazione semestrale 2022 e del bilancio 2022 di Enel S.p.A. reperibili al sito web [www.enel.com](http://www.enel.com)

Come si può osservare nella tabella soprastante, dal 30 giugno 2021 al 31 dicembre 2021, i ricavi di vendita sono incrementati del +245,61%; mentre dal 30 giugno 2022 al 31 dicembre 2022 sono aumentati del +72,55%.

Da quest'analisi si può affermare che i ricavi di vendita nel corso del 2021 hanno subito un forte incremento solo durante il secondo semestre, a seguito dell'incremento della domanda di energia da parte dei consumatori e dell'inasprimento dei costi delle materie prime già durante l'estate, il quale ha comportato un conseguente rincaro dei prezzi di vendita dell'energia elettrica da parte di Enel S.p.A.

Il trend complessivo dei ricavi di vendita nel corso del 2022, invece, è più costante sebbene l'aumento dei prezzi di vendita rispetto al primo semestre del 2021 sia stato evidente. Durante il secondo semestre 2022, i ricavi di vendita sono stati inferiori rispetto al primo semestre; la causa principale deriva dalla riduzione della domanda di energia elettrica da parte dei clienti.

Contrariamente ai ricavi, i costi complessivi hanno registrato un aumento del +48,46% dal 2021 al 2022, il quale, sebbene possa sembrare rilevante, non è elevato come quello registrato tra il primo semestre 2021 e primo semestre 2022 che ammonta a +102,08%. Infatti, nel corso del secondo semestre 2022, sono state emanate nuove normative da parte del Governo Meloni che hanno fissato un tetto massimo (in termini di prezzo) al quale concludere le contrattazioni inerenti all'acquisto di materie prime necessarie per produrre energia elettrica.

Il margine operativo lordo al 31 dicembre 2022 ha segno negativo e ammonta a -1.535 milioni di euro, mentre nel 2021 lo stesso ammontava a +645 milioni di euro. Quest'ampia differenza è da riferirsi alla voce "*altri proventi*" che nel 2021 superava il miliardo e mezzo di euro mentre nel 2022 ammonta "solamente" a 16 milioni di euro.

Tuttavia, la gestione finanziaria del 2022 ha consentito alla società di chiudere l'esercizio in utile in quanto sono stati registrati elevati proventi finanziari e da partecipazioni. Inoltre, i proventi da partecipazioni generati nel 2022 (che ammontano a circa 8.770 milioni di euro) hanno permesso alla società di registrare un utile d'esercizio superiore a quello del 2021 (rispettivamente di 7.157 milioni di euro e 4.762 milioni di euro).

In merito agli extra-profitti, la società non fornisce informazioni a riguardo e non indica neppure la quota del contributo straordinario pagata al 31 dicembre 2022.

### 3.1.2. L'analisi della liquidità

Nonostante l'andamento economico nel corso dei primi sei mesi del 2022 abbia registrato maggiori criticità rispetto a quello del primo semestre 2021, l'andamento della liquidità è stato positivo in quanto la società ha generato circa 6.800 milioni di euro contro i 4.800 milioni di euro prodotti nel corso del semestre in comparazione dell'anno precedente.

Tale condizione è da ricondursi essenzialmente al flusso positivo generato dall'attività di finanziamento in quanto il *cash flow* da attività di investimento è aumentato per effetto dell'acquisizione di una società italiana che si occupa della produzione di energia principalmente idroelettrica, mentre la contrazione dell'utile dell'esercizio e la variazione negativa del capitale circolante netto nel corso del primo semestre 2022 hanno ridotto notevolmente il flusso di cassa da attività operative a confronto di quello evidenziato nel primo semestre 2021.

Grafico 3.8.: Flussi di cassa di Enel S.p.A.<sup>27</sup>

<b>Sintesi dei risultati Rendiconto finanziario</b>			
	<i>Primo semestre 2022</i>	<i>Primo semestre 2021</i>	<i>Variazioni</i>
<i>Flusso di cassa delle attività operative</i>	664	2.676	-2.012
<i>Flusso di cassa delle attività di investimento</i>	-6.835	-5.302	-1.533
<i>Flusso di cassa delle attività di finanziamento</i>	3.741	1.149	2.592
<b><i>Flusso di cassa totale</i></b>	<b>6.802</b>	<b>4.817</b>	<b>1.985</b>

Il *cash flow* da attività operative è positivo al 30 giugno 2022 e ammonta a +664 milioni di euro; la variazione negativa di -2.012 milioni di euro rispetto al periodo precedente è dovuta al maggior fabbisogno connesso alla variazione del capitale circolante netto.

Il *cash flow* da attività di investimento nel primo semestre del 2022 ha assorbito liquidità per 6.835 milioni di euro, in aumento di +1.533 milioni di euro rispetto al primo semestre del 2021. Tra gli investimenti di maggior rilievo intervenuti nel corso di questi ultimi sei mesi, emerge l'acquisizione di Enel Produzione S.p.A. del 100% della società ERG Hydro Srl per un corrispettivo pari a 1.196 milioni di euro. La

<sup>27</sup> Fonte: rielaborazione personale dei dati estratti dalla Relazione semestrale 2022 di Enel S.p.A. reperibile al sito web [www.enel.com](http://www.enel.com)

società acquisita si occupa principalmente della produzione di energia idroelettrica, termoelettrica e geotermoelettrica. Contestualmente, sono stati effettuati anche dei disinvestimenti, in particolare: la partecipazione del 50% detenuta nella società *Enel Green Power Matimba NewCo 1 Srl* per un corrispettivo di 102 milioni di euro e le intere quote detenute in *Cremzow KG* e *Cremzow Verwaltung* in Germania per un corrispettivo pari a 8 milioni di euro.

Il *cash flow* da attività di finanziamento ha generato una liquidità complessiva di +3.741 milioni di euro al 30 giugno 2022, mentre nello stesso periodo dell'anno precedente la liquidità prodotta ammontava a meno di 1/3 rispetto a quella attuale. Tale incremento è dovuto particolarmente all'aumento dell'indebitamento finanziario e dal pagamento dei dividendi per 2.384 milioni di euro.

In riferimento alla Guerra in Ucraina, Enel S.p.A. ha attivato altre procedure di investimento/disinvestimento, alcune delle quali sono ancora in essere, mentre altre risultano concluse in data successiva al 30 giugno 2022. Ad esempio, ad ottobre 2022 si è conclusa la cessione di *PJSC Enel Russia* al corrispettivo di 137 milioni di euro. Enel S.p.A. deteneva una partecipazione del 56,3% nella suddetta società che ha preferito cedere a seguito dell'inasprimento dei rapporti con la Russia; non a caso, anche per concludere l'accordo di cessione sono state imposte delle condizioni sospensive da parte della Russia che hanno ampiamente ritardato la conclusione del contratto e differito le condizioni di vendita a favore della Russia.

Coerentemente con queste operazioni, Enel S.p.A. sta prestando anche particolare attenzione agli impatti della Guerra sulle sue attività in Slovacchia dove è presente con la società a controllo congiunto *Slovenské elektrárne AS* e per la quale si prospettano possibilità di disinvestimento.

### **3.1.3. L'analisi sulla continuità aziendale**

La società di revisione che si è occupata dall'attività di audit è KPMG la quale riporta “[...] *non sono pervenuti alla nostra attenzione elementi che ci facciano ritenere che il bilancio consolidato semestrale abbreviato di Enel al 30 giugno 2022 non sia stato redatto, in tutti gli aspetti significativi, in conformità al principio contabile internazionale applicabile per l'informativa finanziaria infrannuale (IAS 34) adottato dall'Unione*

*Europea*". Pertanto, si afferma che il bilancio è stato redatto in conformità anche del principio di continuità aziendale, il quale non è venuto meno a seguito del conflitto russo.

Nella Relazione sulla gestione, la società riporta l'abilità del CDA nel fronteggiare i rischi derivanti dalla Guerra in Ucraina con celerità ed efficacia. In particolare, si evidenzia che, al momento dello scoppio del conflitto e dei rialzi dei prezzi del gas naturale, la società ha messo in atto delle misure di prevenzione (in particolare un aumento dei prezzi di vendita in accordo con ARERA) in vista di incrementi sempre più alti e costanti. Questo atteggiamento di sfiducia verso il mercato ha permesso alla società di mantenere una differenza complessiva netta positiva tra ricavi e costi che è stata sufficiente a coprire anche tutti gli altri oneri sia della gestione caratteristica sia delle altre gestioni extra-caratteristiche e di generare un risultato netto d'esercizio positivo, seppur in diminuzione rispetto all'anno precedente.

In considerazione dello scenario di riferimento caratterizzato da elementi di forte incertezza regolatoria e da un contesto di prezzo elevati e volatili, Enel S.p.A. ha attivato una *Task Force* con lo scopo di monitorare le variabili macroeconomiche e di business in modo da effettuare una migliore stima dei potenziali impatti e di elaborare celermente le possibili soluzioni. A seguito delle sanzioni e delle restrizioni sugli asset, nella Relazione semestrale del 2022, Enel S.p.A. afferma "[...] *non sono emersi impatti significativi legati al conflitto russo-ucraino al 30 giugno 2022*".

### **3.2. L'analisi di ENI S.p.A.**

L'Ente Nazionale Idrocarburi (Eni S.p.A.) opera nel settore del petrolio, del gas naturale, della chimica, della biochimica, della produzione e commercializzazione di carburanti (benzina e gasolio) e della produzione e commercializzazione di energia elettrica utilizzando combustibili fossili, cogenerazione e fonti rinnovabili.

Essa fu costituita nel 1953 a Roma dallo Stato italiano come società multinazionale sotto la direzione di Enrico Mattei, ma nel 1992, a seguito della liberalizzazione del mercato dell'energia elettrica, fu convertita in società per azioni. Tuttavia, da all'ora preserva una componente azionaria pubblica e attualmente il capitale sociale è così suddiviso:

- 30,62% detenuto dallo Ministero dell'Economia e delle Finanze;
- 47,24% detenuto da investitori istituzionali;

- 14,21% detenuto da investitori retail;
- 6,33% costituito da azioni proprie.

Eni S.p.A. è presente in 62 Paesi al mondo e conta circa 32.000 dipendenti (di cui circa 17.000 in Italia). Nel decennio tra il 2003 e il 2013 si è qualificata come la maggiore società italiana per fatturato, superata successivamente da Enel S.p.A. (tranne che nell'annualità del 2018). Nel 2022, si è posizionata al 111° posto nella classifica mondiale *Forbes Global 2000* delle società ad azionariato diffuso per fatturato, nonché nella *Thomson Reuters Top 25* per il settore *Oil&Gas*.

A partire da maggio 2023, la società è guidata da Giuseppe Zafarana, un generale italiano della Guardia di Finanza, successore del precedente presidente, Lucia Calvosa; mentre l'amministratore delegato dal 2014 è Claudio Descalzi, un noto dirigente d'azienda italiano. Il sig. Descalzi è molto attivo sul tema della transazione energetica al punto che ha elaborato un processo di decarbonizzazione volto a sostituire interamente le fonti non rinnovabili con *green energy* entro il 2050.

Grafico 3.9.: Transazione energetica di Eni S.p.A.<sup>28</sup>

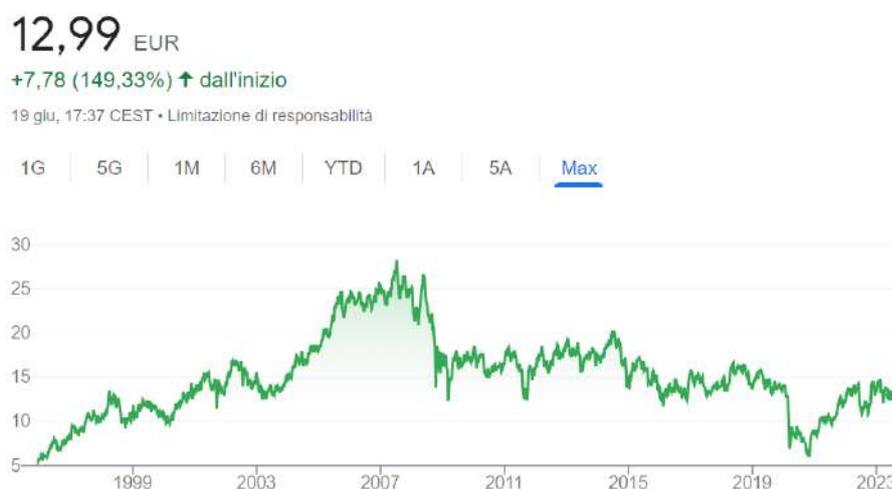


Secondo questo progetto, nel 2050 Eni S.p.A. dovrebbe produrre 60 GW di energia elettrica con fonti rinnovabili; attualmente, tale capacità ammonta a 2,2 GW. Tale processo di decarbonizzazione è iniziato nel 2020, anno in cui la società produceva circa 1,6 GW di energia con fonti *green*.

Eni S.p.A. è quotata sia al New York Stock Exchange (NYSE) sia all'indice FTSE MIB della Borsa di Milano dal 1995.

<sup>28</sup> Fonte: [www.eni.com](http://www.eni.com)

Grafico 3.10.: Andamento azionario di Eni S.p.A. nella Borsa di Milano<sup>29</sup>



Dall'anno di quotazione e fino al 2008, le azioni di Eni S.p.A. hanno registrato un costante incremento, ad eccezione di qualche piccola oscillazione in diminuzione. In questo periodo, infatti, la società aveva avviato dei giacimenti petroliferi in Angola e nel 2005 ha scoperto in Egitto il più grande giacimento di gas del Mediterraneo. Successivamente al 2008, sono stati registrati andamenti un po' altalenanti con un crollo del valore azionario del -62% registrato a marzo 2020 in corrispondenza del lockdown provocato dal COVID-19. Tale decremento è stato persistente e il valore azionario ha raggiunto i livelli pre-pandemia solo ad inizio 2022 durante il quale è stato registrato un ulteriore decremento (seppur meno rilevante), a seguito del conflitto in Ucraina.

### 3.2.1. Gli impatti generali della Guerra in Ucraina e le soluzioni elaborate dalla società

L'aggressione militare russa nei confronti dell'Ucraina ha generato rischi sistemici in tutto il territorio europeo, nonché un rallentamento economico. Nonostante tale situazione sfavorevole, i risultati del primo semestre 2022 di Eni S.p.A. sono stati favoriti da un contesto di rafforzamento delle *commodity* energetiche; infatti, il Brent è incrementato da 65\$ al barile nel primo semestre del 2021 a 108\$ al barile nello stesso periodo del 2022, mentre i prezzi del gas nell'UE sono aumentati di cinque volte. La stessa condizione si è verificata nell'ambito della raffinazione in quanto il valore del benchmark SERM nell'area dell'UE ha raggiunto un livello molto elevato: si è passati da

<sup>29</sup> Fonte: [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

-0,5\$ al barile nel primo semestre 2021 a 8,2\$ al barile nel primo semestre del 2022. Questo contesto rimarca un mercato fisico corto e fondamentali bilanciati.

A fronte degli impatti negativi generati dal conflitto, in particolare sull'approvvigionamento delle fonti energetiche, Eni S.p.A. ha messo in atto una serie di strategie con possibilità di eventuali modifiche e adeguamenti ai contesti futuri incerti, tra le soluzioni più rilevanti si evidenzia:

- l'acquisto di fonti alternative rispetto all'approvvigionamento del gas naturale russo accelerando la crescita del ruolo del *gas equity* (strategia di lungo periodo);
- la stipula di nuovi accordi relativi alla fornitura di gas con l'Algeria, l'Egitto e il Congo;
- le iniziative di decarbonizzazione.

Tali misure preventive messe in atto da Eni S.p.A. hanno lo scopo di sostituire completamente le importazioni russe di gas naturale entro il 2025.

### **3.2.2. L'andamento economico**

L'andamento economico di Eni S.p.A. registrato nel corso del primo semestre 2022 è stato nel complesso positivo e migliore rispetto a quello registrato nel primo semestre 2021. Come avvenuto per Enel S.p.A., anche Eni S.p.A. ha subito fortemente l'impatto della Guerra in Ucraina con particolare riferimento ai costi produttivi, anche se, nella Relazione finanziaria semestrale, la società non distingue i costi connessi alla produzione di energia rispetto a quelli totali. Per fronteggiare il raddoppio dei costi relativi ad acquisti e servizi, Eni S.p.A. ha incrementato i propri prezzi di vendita provocando un aumento dei ricavi di vendita più che proporzionale rispetto all'aumento dei costi. Questo fenomeno è stato uno delle cause principali della generazione di extra-profitti nel corso del primo semestre 2022.

Grafico 3.11.: Sintesi del Conto Economico di Eni S.p.A.<sup>30</sup>

	<i>Primo semestre 2022</i>	<i>Primo semestre 2021</i>	<i>Variazione %</i>
<i>Ricavi della gestione caratteristica</i>	63.685	30.788	+106,85%
<b><i>Totale ricavi</i></b>	<b>64.303</b>	<b>31.439</b>	<b>+104,53%</b>
<i>Acquisti, prestazioni di servizi e costi diversi</i>	(46.882)	(22.117)	+111,97%
<b><i>Totale costi</i></b>	<b>(52.981)</b>	<b>(27.582)</b>	<b>+92,09%</b>
<b><i>Margine operativo (EBIT)</i></b>	<b>11.322</b>	<b>3.857</b>	<b>+193,54%</b>
<b><i>Risultato ante imposte</i></b>	<b>12.303</b>	<b>2.957</b>	<b>+316,06%</b>
<i>Imposte</i>	(4.895)	(1.845)	+165,31%
<b><i>Utile/perdita</i></b>	<b>9.106</b>	<b>1.971</b>	<b>+362,00%</b>

Nell'ultima colonna sono indicate le variazioni percentuali dei vari risultati tra il primo semestre del 2021 e il primo semestre del 2022: tutte le variazioni hanno segno positivo e valori molto alti.

Nonostante gli aumenti dei prezzi generati dal conflitto russo - ucraino, la Relazione semestrale riporta un elevato incremento del margine operativo rispetto al primo semestre del 2021 (+193,54%). Questa prima osservazione potrebbe far dedurre la generazione di eventuali extra-profitti; infatti, se si osservano le variazioni percentuali dei costi e dei ricavi complessivi, si nota che la variazione percentuale dei costi totali è inferiore rispetto a quella dei ricavi.

L'utile d'esercizio è positivo in entrambe i semestri, ma al 30 giugno 2022 presenta una variazione positiva pari a più del triplo del risultato netto d'esercizio dello stesso periodo nell'anno precedente. Le ragioni alla base di tale incremento risiedono in un aumento dei saldi positivi sia della gestione caratteristica sia della gestione extra-caratteristica, nonché di una riduzione dell'impatto fiscale. Infatti, le imposte versate nel primo semestre del 2022 sono pari a circa il 25% del risultato ante imposte, mentre quelle versate nel primo semestre del 2021 ammontano a circa il 33% del risultato prima delle imposte. Nonostante il contributo straordinario stabilito dal "Decreto Ucraina" sia stato applicato a sfavore delle società energetiche comportando un impatto fiscale maggiore, l'andamento del *tax rate* è diminuito dal 58% nel 2021 al 38% nel 2022 grazie ad una più favorevole fiscalità garantita dal mix geografico in cui la stessa società opera.

<sup>30</sup> Fonte: rielaborazione personale dei dati reperiti al sito web [www.eni.com](http://www.eni.com)

I ricavi di vendita e i costi complessivi hanno subito un raddoppio a seguito degli aumenti degli idrocarburi e degli effetti indotti dal rafforzamento delle *commodity*. A differenza del Conto Economico di Enel S.p.A., Eni S.p.A. non indica la distinzione dei costi inerenti alla produzione di energia rispetto a tutti gli altri costi di approvvigionamento; per tale ragione, non è stato possibile effettuare un'analisi dettagliata come quella eseguita con Enel S.p.A.

I ricavi della gestione caratteristica hanno subito un aumento dovuto, oltre che all'aumento dei prezzi di vendita (causa principale), anche alla ripresa dei volumi commercializzati in *R&M (Refining and Marketing)* e in chimica.

I costi complessivi sono aumentati a seguito sia di un aumento del prezzo delle materie prime causato dalle controsanzioni russe sia di un incremento del costo del lavoro dovuto dal deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro. Tuttavia, Eni S.p.A., come anche Enel S.p.A., ha diminuito i volumi di approvvigionamento di gas naturale provenienti dalla Russia, come si evince dal grafico sottostante.

Grafico 3.12.: Approvvigionamenti di gas naturale di Eni S.p.A.<sup>31</sup>

	Primo Semestre				
	(miliardi di metri cubi)	2022	2021	Var. ass.	Var. %
<b>ITALIA</b>		<b>1,62</b>	<b>1,96</b>	<b>(0,34)</b>	<b>(17,3)</b>
Russia		10,53	13,79	(3,26)	(23,6)
Algeria (incluso il GNL)		5,34	5,35	(0,01)	(0,2)
Libia		1,19	1,60	(0,41)	(25,6)
Paesi Bassi		0,72	0,98	(0,26)	(26,5)
Norvegia		3,35	3,74	(0,39)	(10,4)
Regno Unito		1,12	1,15	(0,03)	(2,6)
Indonesia (GNL)		0,78	0,76	0,02	2,6
Qatar (GNL)		1,14	1,16	(0,02)	(1,7)
Altri acquisti di gas naturale		3,89	0,86	3,03	..
Altri acquisti di GNL		2,12	3,05	(0,93)	(30,5)
<b>ESTERO</b>		<b>30,18</b>	<b>32,44</b>	<b>(2,26)</b>	<b>(7,0)</b>

I volumi di gas approvvigionati all'estero (30,18 miliardi di metri cubi) sono pari a circa il 95% del totale degli approvvigionamenti, i quali sono diminuiti di 2,26 miliardi di metri cubi rispetto al primo semestre 2021 (-7%), principalmente per effetto dei minori volumi provenienti in Russia. L'import di gas naturale derivante da quest'ultima nazione è diminuito di 23,6 punti percentuali e di 3,26 miliardi di metri cubi in termini assoluti. Inoltre, la riduzione di approvvigionamento di questa risorsa è diminuita anche in tutte le altre nazioni, seppur in proporzione minore, al fine di raggiungere l'obiettivo prefissato per il 2050.

<sup>31</sup> Fonte: [www.eni.com](http://www.eni.com)

Infatti, uno degli obiettivi di Eni S.p.A. è quello di sostituire la produzione di energia da fonti non rinnovabili con quella prodotta da fonti *green* (in particolare energia eolica e solare), come mostra il seguente grafico.

Grafico 3.13.: Energia *renewable* prodotta da Eni<sup>32</sup>

		Primo Semestre			
		2022	2021	Var. ass.	var %
<b>Produzione di energia da fonti rinnovabili</b>	(gigawattora)	<b>1.220</b>	<b>264</b>	<b>956</b>	<b>362</b>
di cui: fotovoltaico		505	141	364	259
di cui: eolico		715	123	592	..
di cui: Italia		443	68	375	549
di cui: estero		777	196	581	..

Coerentemente con quanto sopra descritto, la produzione di energia rinnovabile è sestuplicata nel primo semestre del 2022. Tuttavia, nella Relazione sulla gestione si evidenzia il fatto che tale obiettivo potrebbe essere anche molto dispendioso in quanto sia gli impianti sia la manutenzione necessari per produrre *green energy* sono molto più costosi rispetto ai costi sostenuti per produrre energia con fonti tradizionali.

In merito agli extra-profitti, Eni S.p.A. non dichiara in modo esplicito il valore di questi guadagni aggiuntivi nel primo semestre 2022 ma afferma implicitamente che “[...] la legge n. 51 del 20 maggio u.s. di conversione del D.L. 21 del 21 marzo “c.d. Decreto Ucraina”, come integrato dal D.L. 50 del 17 maggio “Aiuti”, ha istituito per il 2022 un contributo solidaristico straordinario pari al 25% dei presunti extraprofitti realizzati dalle imprese del settore energetico nel periodo ottobre 2021-aprile 2022 rispetto allo stesso arco temporale nei dodici mesi antecedenti, il quale ha comportato il versamento di 196 milioni di euro”. Ciò significa che gli extra-profitti prodotti da Eni S.p.A. nel corso del primo semestre 2022 ammontano a 784 milioni di euro.

Nel corso del secondo semestre 2022, gli impatti del conflitto russo – ucraino sono stati inferiori rispetto a quelli registrati nel primo semestre in quanto sia i ricavi sia i costi produttivi sono aumentati in misura meno che proporzionale rispetto agli aumenti dei primi sei mesi del 2022, per effetto degli interventi del Governo.

<sup>32</sup> Fonte: [www.eni.com](http://www.eni.com)

Grafico 3.14.: Conto Economico di Eni S.p.A. risultante dal bilancio 2022<sup>33</sup>

(€ milioni)	Note	2022		2021	
		Totale	di cui verso parti correlate	Totale	di cui verso parti correlate
Ricavi della gestione caratteristica		132.512	10.872	76.575	3.000
Altri ricavi e proventi		1.175	156	1.196	52
<b>TOTALE RICAVI</b>	(29)	<b>133.687</b>		<b>77.771</b>	
Acquisti, prestazioni di servizi e costi diversi	(30)	(102.529)	(15.327)	(55.549)	(8.644)
Riprese di valore (svalutazioni) nette di crediti commerciali e altri crediti	(8)	47	(2)	(279)	(6)
Costo lavoro	(30)	(3.015)	(18)	(2.888)	(21)
Altri proventi (oneri) operativi	(24)	(1.736)	3.306	903	735
Ammortamenti	(12) (13) (14)	(7.205)		(7.063)	
Riprese di valore (svalutazioni) nette di attività materiali, immateriali e diritto di utilizzo beni in leasing	(15)	(1.140)		(167)	
Radiazioni	(12) (14)	(599)		(387)	
<b>UTILE (PERDITA) OPERATIVO</b>		<b>17.510</b>		<b>12.341</b>	
Proventi finanziari	(31)	8.450	160	3.723	79
Oneri finanziari	(31)	(9.333)	(164)	(4.216)	(46)
Proventi (oneri) netti su attività finanziarie valutate al fair value con effetti a conto economico	(31)	(55)		11	
Strumenti finanziari derivati	(24) (31)	13	2	(306)	
<b>PROVENTI (ONERI) FINANZIARI</b>		<b>(925)</b>		<b>(788)</b>	
Effetto valutazione con il metodo del patrimonio netto		1.841		(1.091)	
Altri proventi (oneri) su partecipazioni		3.623	30	223	
<b>PROVENTI (ONERI) SU PARTECIPAZIONI</b>	(16) (32)	<b>5.464</b>		<b>(868)</b>	
<b>UTILE (PERDITA) ANTE IMPOSTE</b>		<b>22.049</b>		<b>10.685</b>	
Imposte sul reddito	(33)	(8.088)		(4.845)	
<b>UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO</b>		<b>13.961</b>		<b>5.840</b>	

In riferimento ai ricavi di vendita e alla voce “*acquisti, prestazioni di servizi e costi diversi*”, l’andamento dei rispettivi importi dal 2021 al 2022 è simile a quello registrato tra il primo semestre 2021 e il primo semestre 2022, ossia un raddoppio dei valori, seppur più pronunciato durante il primo semestre 2022. Infatti, nel corso del secondo semestre 2022, sia i ricavi di vendita sia i costi per materie prime sono leggermente diminuiti rispetto al semestre precedente. Le cause principali alla base di questi decrementi sono le medesime di quelle analizzate per Enel S.p.A., cioè la riduzione della domanda di energia elettrica e la fissazione di un prezzo massimo da parte del Governo al quale poter acquistare petrolio e gas naturale.

Il margine operativo al 31 dicembre 2022 ammonta a 17.510 milioni di euro, in aumento del +41,88% rispetto a quello registrato al 31 dicembre 2021 (12.341 milioni di euro). La stessa voce, nella Relazione finanziaria semestrale, aveva registrato un

<sup>33</sup> Fonte: [www.eni.com](http://www.eni.com)

incremento percentuale del +193,54% tra il primo semestre 2021 e il primo semestre 2022. Quest'ampia differenza percentuale tra i due periodi di comparazione è dovuta all'aumento più che proporzionale dei ricavi di vendita durante il secondo semestre 2021 rispetto al semestre precedente per fronteggiare l'aumento dei costi per l'approvvigionamento delle materie prime. Invece, l'incremento del margine operativo tra il 2021 e il 2022 del +41,88% è da riferirsi all'incremento degli extra-profitti nel corso del 2022.

L'utile d'esercizio nel bilancio d'esercizio 2022 ammonta a 13.961 milioni di euro, in aumento del +139% rispetto all'anno precedente, nonostante il forte incremento delle imposte versate pari a 8.088 milioni di euro, di cui 770 milioni di euro per il contributo straordinario solidaristico ex Legge 197/2022.

### 3.2.3. L'analisi della liquidità

L'attività posta in essere da Eni S.p.A. nel corso del primo semestre 2022 ha generato *cash flow* per un ammontare pari a circa 2.700 milioni di euro contro i 307 milioni di euro generati nel semestre in comparazione precedente. La causa principale alla base di quest'ampia differenza è dovuta dal flusso di cassa positivo delle attività operative per effetto di un utile d'esercizio più alto.

Grafico 3.15.: *Cash Flow* di Eni S.p.A.<sup>34</sup>

	Primo semestre 2022	Primo semestre 2021	Variazione
<i>Flusso di cassa delle attività operative</i>	7.281	4.093	<b>3.188</b>
<i>Flusso di cassa delle attività di investimento</i>	(3.300)	(2.948)	<b>-352</b>
<i>Flusso di cassa delle attività di finanziamento</i>	(1.313)	(838)	<b>-475</b>
<b><i>Flusso di cassa totale</i></b>	<b>2.668</b>	<b>307</b>	<b>2.361</b>

Il flusso di cassa netto derivante dall'attività operativa al 30 giugno 2022 è pari a 7.281 milioni di euro con un incremento di 3,2 miliardi di euro rispetto all'anno precedente (+ 56%). Tale aumento è stato sostenuto, oltre che dall'aumento del risultato netto d'esercizio, anche dai dividendi incassati dalle società partecipate in Nigeria erosi solo in parte dall'assorbimento di cassa del capitale circolante dovuto alla variazione del valore del magazzino del petrolio in uno scenario di prezzi in crescita, alla ricostituzione degli stoccaggi di gas e al pagamento delle forniture di gas.

<sup>34</sup> Fonte: rielaborazione personale dei dati reperiti al sito web [www.eni.com](http://www.eni.com)

In merito ai *cash flow* generati dalle attività di investimento, nel corso dei primi mesi del 2022, sono state registrate numerose acquisizioni in società africane e aumenti di capitale volti allo sviluppo dei giacimenti di idrocarburi (soprattutto in Africa e nel Medio Oriente).

In relazione alle attività di finanziamento, la società non ha rilasciato particolari dichiarazioni in merito, ma da un'analisi più approfondita dello Stato patrimoniale si desume che l'aumento del flusso delle attività di finanziamento sia dovuto all'aumento dell'indebitamento finanziario a seguito delle difficoltà (anche finanziarie) innescate dal conflitto.

#### **3.2.4. I rischi connessi al conflitto**

I due principali rischi a cui la società è andata incontro dopo lo scoppio del conflitto sono: il rischio connesso alla ciclicità del settore *OIL & GAS* e il rischio sistemico.

Per quanto riguarda la prima tipologia di rischio, il prezzo del petrolio è la principale variabile che influenza i risultati e le prospettive industriali di Eni S.p.A. ed ha una volatilità dovuta alla correlazione con il ciclo economico.

L'andamento del prezzo del greggio nel breve periodo è determinato dall'incontro tra la domanda e l'offerta e dal livello di stock globale del petrolio. La domanda petrolifera, in questo senso, è strettamente connessa alla congiuntura economica globale che è determinata da numerose variabili: fiducia dei consumatori, crisi finanziarie, livello di disoccupazione, ... Nel medio-lungo periodo si aggiungono altri fattori che rendono più complicata la stima della domanda petrolifera, tra questi vi è la propensione al consumo, il miglioramento dello standard di vita e l'espansione geografica.

Il primo semestre del 2022 è stato caratterizzato da un aumento dei prezzi del petrolio e delle *commodity* energetiche in un ambito di estrema volatilità. Tuttavia, Eni S.p.A. è riuscita a mantenere una situazione di stabilità ed equilibrio grazie al rafforzamento della domanda globale a seguito della tenuta del ciclo macroeconomico.

Inoltre, nella Relazione sugli eventi avvenuti dopo il 30 giugno 2022, si evidenzia che nel secondo semestre vi è stata una ripresa senza precedenti della domanda di prodotti petroliferi per effetto della mobilità delle persone, del traffico aereo e dell'industria del trasporto, ossia tutte le attività che avevano subito un forte rallentamento con il COVID-

19. Il CDA stima che attualmente la domanda abbia quasi raggiunto i livelli pre-pandemia pari a circa cento milioni di barili al giorno.

In riferimento al rischio sistemico, Eni S.p.A. ha il timore che, se la Guerra si protraesse per un lungo periodo e la Russia interrompesse definitivamente il flusso di energia verso l'Europa, si abbiano ricadute sulla fiducia dei consumatori, i quali potrebbero bloccare o rinviare le decisioni di spesa e di investimento. Questa condizione porterebbe ad un rallentamento della ripresa economica, l'inizio di un periodo di stagnazione e, nel peggiore dei casi, una recessione non solo sulla società, ma in tutto il sistema economico globale.

Eni S.p.A. non ha presenza diretta nel settore *upstream* russo, ma ha in essere una serie di contratti a lungo termine con *Gazprom* per la fornitura di gas naturale con clausola “*take or pay*”. Nel caso in cui le controsanzioni russe aumentassero e si arrivasse ad una situazione in cui le società italiane sono costrette a cessare i propri rapporti contrattuali, Eni S.p.A. potrebbe incorrere in costi ed oneri che al momento la società definisce “*enormi e non quantificabili*”. Per evitare tale problema, a partire da giugno 2022, Eni S.p.A. ha rimpiazzato drasticamente i volumi di approvvigionamento di gas naturale russo, anticipando eventuali controsanzioni, ma tale strategia (seppure potrebbe essere vincente nei casi sopra descritti) ha costi molto elevati, i quali hanno generato delle perdite di margine a causa del sub-ottimizzazioni.

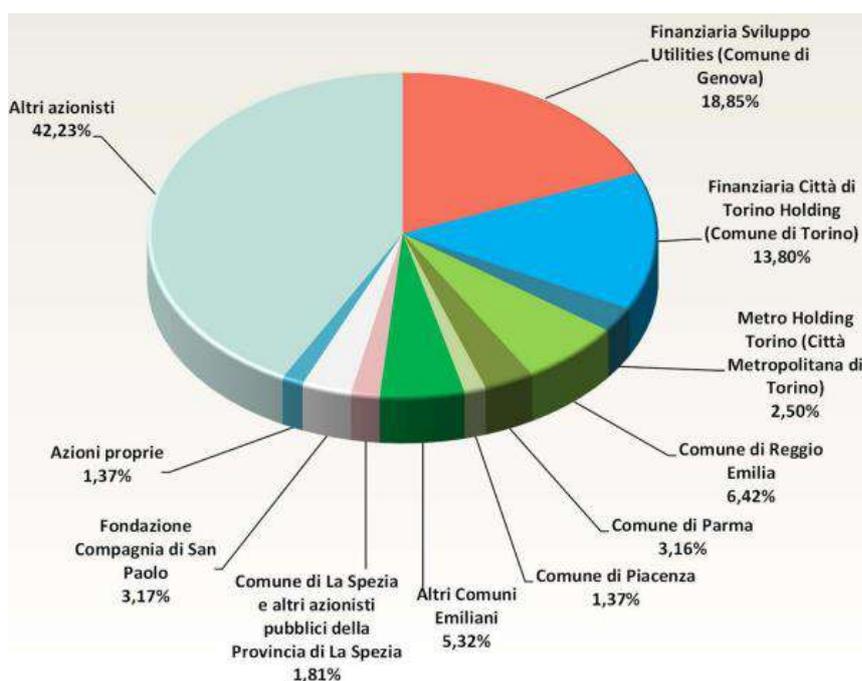
In merito al giudizio della società di revisione (PWC) non si evidenziano elementi che facciano desumere che il bilancio non sia stata redatto secondo i principi contabili internazionali.

### **3.3. L'analisi di Iren S.p.A.**

Iren S.p.A. è una società energetica italiana con sede a Reggio Emilia che figura tra le 25 maggiori aziende italiane per fatturato. Essa opera in tutto il territorio nazionale con un portafoglio di oltre 2 milioni di clienti nel settore energetico, 2,8 milioni di abitanti serviti nel ciclo idrico integrato e circa di 3 milioni di abitanti nei servizi ambientali.

A differenza delle imprese energetiche analizzate finora che hanno un azionariato di controllo ripartito tra due o massimo tre organi (tra cui il MEF nel caso di Enel S.p.A. e Eni S.p.A.), Iren S.p.A. ha un azionariato molto vasto, come riportato nel grafico sottostante.

Grafico 3.16.: Azionariato di Iren S.p.A.<sup>35</sup>



Tra gli azionisti, compaiono molti Comuni del Nord d'Italia; questo aspetto è dettato dal fatto che Iren S.p.A. trae le sue origini nel 1905 con la nascita dell'azienda municipale di Parma per l'illuminazione elettrica alla quale hanno fatto seguito costituzioni di altre aziende della stessa tipologia in altri capoluoghi di provincia. Con il passare del tempo, le varie imprese si sono fuse tra di loro ampliando il loro bacino di produzione e distribuzione fino ad arrivare al 1° luglio 2010 in cui IRIDE ed ENIA hanno costituito Iren S.p.A., a seguito della loro fusione iniziato nel 2008. Enia era un'impresa per i servizi di pubblica utilità nelle province di Parma, Piacenza e Reggio Calabria ed è nata nel 2005 dall'unione tra AGAC Reggio Emilia, AMPS Parma e Tesa Piacenza. IRIDE, invece, era una società di multiservizi operante nell'area geografica piemontese e ligure nata dalla fusione tra AEM Torino e AMGA Genova.

Iren S.p.A. opera come società multiservizi in quanto, oltre alla produzione e commercializzazione di energia elettrica, si occupa anche dei servizi di teleriscaldamento, della gestione dei servizi idrici integrati e dei servizi ambientali e tecnologici.

Al vertice del Gruppo vi sono il presidente Luca Dal Fabbro (che è stato anche presidente di Snam, amministratore delegato di Enel Energia e consigliere di

<sup>35</sup> Fonte : [www.irenluceegas.it](http://www.irenluceegas.it)

amministrazione di Terna) e l'amministratore delegato Gianni Vittorio Armani, il quale è stato recentemente nominato direttore di *Enel Grids*.

La società è quotata nella Borsa valori di Milano all'indice FTSE Italia Mid Cap dal 2001, ossia prima della fusione che ha dato origine a Iren S.p.A., e da all'ora registra oscillazioni del valore azionario molto ampie, come illustra il grafico sottostante.

Grafico 3.17.: Andamento azionario di Iren S.p.A.<sup>36</sup>



La prima osservazione viene effettuata sul valore azionario che è fortemente inferiore rispetto a quello di Enel S.p.A. (circa 7 euro) e Eni S.p.A. (circa 12 euro).

Nel mese della fusione, il valore oscillava all'incirca di 1,3 euro ad azione e si è mantenuto costante per circa due periodi d'esercizio. Successivamente, sono stati registrati notevoli incrementi che hanno raddoppiato il valore della quotazione in Borsa, il quale ha subito (come nel caso delle precedenti società energetiche analizzate) un'improvvisa e forte riduzione all'inizio della pandemia sanitaria da COVID-19 e a febbraio 2022.

### 3.3.1. L'analisi economica e fiscale

L'andamento economico e fiscale di Iren S.p.A. nel corso del primo semestre 2022 è stato fortemente influenzato dalle conseguenze negative scaturite dal conflitto in Ucraina.

<sup>36</sup> Fonte: [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

Per quanto riguarda l'aspetto economico, tale evento ha generato una quadruplicazione dei costi produttivi rispetto al primo semestre 2021. Questo fortissimo incremento è dovuto sia all'aumento del prezzo del gas naturale sia ad una peculiarità che contraddistingue Iren S.p.A. dalle altre società energetiche analizzate in quanto essa, oltre a produrre in autonomia l'energia elettrica, provvede anche all'acquisto di questa materia prima da altri fornitori per poi rivenderla ai *retail* e ai consumatori. Tale attività di commercializzazione ha avuto un impatto sui costi totali d'acquisto nettamente maggiore rispetto all'impatto provocato dall'aumento del prezzo d'acquisto del gas naturale per la produzione autonoma di energia. Per fronteggiare questo rischio economico, la società ha diminuito gli approvvigionamenti di gas provenienti dalla Russia e ha incrementato l'utilizzo di altre fonti, quali GNL, derivante da altri Paesi (come l'Algeria).

Dal punto di vista fiscale, invece, nei primi sei mesi del 2022, la società ha versato imposte d'esercizio per un importo pari a più del triplo di quello versato nel periodo in comparazione precedente, nonostante il risultato ante imposte sia stato pressoché simile. La principale causa di tale fenomeno risiede nel fatto che Iren S.p.A. ha versato 31 milioni di euro per il contributo straordinario sancito dal "Decreto- Ucraina".

Grafico 3.18. *Highlights* di Iren S.p.A. <sup>37</sup>

	Primo semestre 2022	Primo semestre 2021 Rideterminato	Variaz. %
Ricavi	3.711,6	2.003,8	85,2
EBITDA	562,7	516,3	9,0
EBIT	282,9	250,2	13,1
Risultato netto	152,6	208,3	(26,7)
EBITDA Margin (EBITDA/Ricavi)	15,2%	25,8%	

Il margine operativo lordo (EBITDA) ammonta a 562,7 milioni di euro, in aumento del +9% rispetto ai 516,3 milioni di euro del primo semestre 2021. Tale incremento è dovuto all'andamento dello scenario energetico caratterizzato da un prezzo dell'energia elettrica e termica in forte aumento. Infatti, la gestione della filiera energetica ha permesso di compensare gli effetti positivi e negativi in un contesto di forte volatilità.

<sup>37</sup> Fonte: [www.gruppoiren.it](http://www.gruppoiren.it)

I ricavi di vendita hanno subito quasi un raddoppio dal primo semestre del 2021 al primo semestre 2022 con una variazione del +85,2%; contrariamente, l'utile d'esercizio è decrementato di oltre 50 milioni di euro.

I principali fattori di incremento dei ricavi di vendita sono riferibili per oltre 1.400 milioni di euro all'incremento dei prezzi delle *commodity* e per circa 16 milioni di euro all'effetto climatico e ai consumi. Altre due componenti rilevanti che hanno contribuito a tale innalzamento (a partire dal 2021) sono la riqualificazione energetica e la ristrutturazione degli edifici favorite dalle agevolazioni fiscali, cd. “*bonus facciate*” e “*superbonus 110*”, per le quali Iren S.p.A. ha registrato 125 milioni di euro di fatturato.

Inoltre, andando ad analizzare la ripartizione dei ricavi per tipologia di beni e di servizi, si può osservare (come mostra il grafico sottostante) che il valore dei rispettivi fatturati è all'incirca raddoppiato nei segmenti *core* in cui la società opera: energia elettrica, calore e gas.

Grafico 3.19.: Ricavi per beni e servizi di Iren S.p.A. <sup>38</sup>

	I semestre 2022	I semestre 2021
Ricavi energia elettrica	1.858.213	809.263
Ricavi calore	252.487	110.037
Ricavi gas	552.860	292.360
Ricavi servizio idrico integrato	232.009	211.659
Ricavi raccolta e smaltimento rifiuti	363.751	363.144
Ricavi per servizi di costruzione di beni in concessione	92.387	80.172
Altri ricavi	298.768	98.854
<b>Totale</b>	<b>3.650.475</b>	<b>1.965.489</b>

I ricavi di vendita che non sono connessi all'andamento dei prezzi delle *commodity* energetiche sul mercato non hanno subito particolari variazioni, ad eccezione di qualche lieve incremento, come si può osservare nel caso del servizio idrico integrato, della raccolta e smaltimento dei rifiuti e dei servizi di costruzione di beni in concessione.

Tutti gli altri ricavi hanno registrato un forte incremento; in particolare: i ricavi da energia elettrica sono aumentati del +129,87%, quelli inerenti al settore del calore del +129% e i ricavi generati dalla produzione e distribuzione del gas sono incrementati del +89,4%.

<sup>38</sup> Fonte : [www.gruppore.it](http://www.gruppore.it)

Grafico 3.20.: Costi di Iren S.p.A. nel primo semestre 2022<sup>39</sup>

	I semestre 2022	I semestre 2021
Acquisto energia elettrica	573.955	140.557
Acquisto gas	1.449.480	368.744
Acquisto calore	426	121
Acquisto acqua	2.125	1.980
Altre materie prime e materiali magazzino	69.389	44.820
Emission trading	111.252	58.392
Certificati Bianchi	6.117	40
Riduzione obblighi per Certificati Bianchi di esercizi precedenti	-	(35.806)
Variazione delle rimanenze	(77.896)	(16.765)
<b>Totale</b>	<b>2.134.848</b>	<b>562.083</b>

Dall'analisi di questo prospetto dettagliato del Conto Economico della Relazione finanziaria semestrale 2022 emerge una voce che non era presente nei precedenti bilanci delle altre società analizzate, ossia l'“*acquisto energia elettrica*”. Infatti, la società non si occupa solo della produzione di energia elettrica, ma anche della rinegoziazione di essa tramite operazioni di acquisto e rivendita. Quest'ultima tipologia di attività deriva da una domanda di energia elettrica molto consistente da parte della clientela, alla quale la società non è in grado di garantire un'offerta autonoma sufficiente e, quindi, provvede all'acquisto da altri grossisti a prezzi “quasi di costo” per poi rivenderla al prezzo di mercato. Tuttavia, nonostante il prezzo d'acquisto “vantaggioso”, le spese sostenute per l'approvvigionamento di energia elettrica già prodotta ammontano a circa 574 milioni di euro nel primo semestre del 2022 a fronte di circa 140 milioni di euro nel primo semestre del 2021 subendo una variazione del +310,47%.

Tale incremento è dettato dall'aumento di due componenti: in primis, del costo delle materie prime necessarie per la produzione di energia elettrica e in un secondo step dagli extra-profitti delle società energetiche che distribuiscono energia sia all'ingrosso (come nel caso degli acquisti di Iren S.p.A.) sia al dettaglio. Quindi, la voce “*acquisto energia elettrica*” ha risentito di un doppio aumento.

I costi per l'acquisto del gas hanno ampiamente risentito dell'impatto della Guerra in Ucraina e del conseguente incremento del costo del gas naturale. Infatti, tali spese hanno subito quasi una quadruplicazione degli importi rispetto al primo semestre del 2021 fino a raggiungere 1.449 milioni di euro contro i 368 milioni di euro del periodo di comparazione dell'anno precedente.

<sup>39</sup> Fonte : [www.gruppoiren.it](http://www.gruppoiren.it)

Nonostante ciò, le importazioni dall'estero di gas naturale sono diminuite di oltre il -1,6% rispetto allo scorso semestre registrando una forte riduzione dei flussi provenienti dalla Russia (-45%). Tali decrementi hanno generato una perdita di 6 miliardi di metri cubi di gas russo che Iren S.p.A. ha compensato con maggiori importazioni di GNL (+20% rispetto al primo semestre 2021), maggiori flussi provenienti dal Nord d'Europa, flussi dall'Azerbaijan attraverso il TAP e da importazioni più consistenti dall'Algeria (in aumento del +3% rispetto all'anno precedente).

Le imposte sul reddito del periodo ammontano a 104,4 milioni di euro rispetto ai 33,9 milioni di euro del periodo comparativo precedente registrando un aumento del +207,9%. Nella tabella sottostante, si riporta un estratto del Conto economico della Relazione semestrale 2022 inerente alle imposte sul reddito.

Grafico 3.21.: Gestione fiscale di Iren S.p.A.<sup>40</sup>

<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>257.065</b>	<b>242.260</b>	<b>6,1</b>
Imposte sul reddito	(104.424)	(33.987)	(*)
<b>Risultato netto delle attività in continuità</b>	<b>152.641</b>	<b>208.273</b>	<b>(26,7)</b>
Risultato netto da attività operative cessate	-	-	-
<b>Risultato netto del periodo</b>	<b>152.641</b>	<b>208.273</b>	<b>(26,7)</b>

L'impatto delle imposte sul reddito sul risultato netto nel primo semestre 2022 è significativamente maggiore rispetto a quello del primo semestre 2021; infatti, in riferimento ai primi sei mesi del 2022 le imposte sul reddito hanno assorbito il 40% del risultato ante imposte contro il 14% del periodo comparativo precedente. Quest'ampia differenza deriva da: il *tax rate* del primo semestre 2022 che si attesta al 28,8% (rispetto al 13,3% del primo semestre 2021) e il contributo straordinario contro il caro bollette (art. 37 del DL 21/2022) pari al 25% degli extra-profitti che è stato stimato nella misura di 30,5 milioni di euro. Da quest'ultimo dato si può ricavare la stima della somma complessiva degli extra-profitti generati dalla società nel periodo di riferimento che ammonta a 122 milioni di euro<sup>41</sup>

L'incremento del saldo negativo della gestione fiscale dal primo semestre 2021 al primo semestre 2022 ha generato una riduzione del risultato economico d'esercizio (-27%) che si è mantenuta anche nel corso del secondo semestre 2022. Infatti, negli ultimi sei mesi del 2022 si è registrato un andamento economico e fiscale pressoché analogo a

<sup>40</sup> Fonte : [www.gruppoiren.it](http://www.gruppoiren.it)

<sup>41</sup> Ai fini di una dettagliata analisi sulla natura degli extra-profitti, la società non ha fornito informazioni a riguardo.

quello del semestre precedente, sebbene i costi di acquisto siano decrementati per effetto degli interventi del Governo e i ricavi di vendita siano diminuiti a causa di una lieve riduzione della domanda di energia.

Grafico 3.22.: Conto Economico del bilancio d'esercizio 2022 di Iren S.p.A.<sup>42</sup>

	Esercizio 2022	Esercizio 2021 Rideterminato	Var. %
<b>Ricavi</b>			
Ricavi per beni e servizi	7.627.961	4.826.741	58,0
Altri proventi	235.082	129.130	82,1
<b>Totale ricavi</b>	<b>7.863.043</b>	<b>4.955.871</b>	<b>58,7</b>
<b>Costi operativi</b>			
Costi materie prime sussidiarie di consumo e merci	(4.582.060)	(1.990.495)	(*)
Prestazioni di servizi e godimento beni di terzi	(1.669.325)	(1.421.590)	17,4
Oneri diversi di gestione	(81.582)	(87.832)	(7,1)
Costi per lavori interni capitalizzati	55.655	43.382	28,3
Costo del personale	(531.060)	(483.498)	9,8
<b>Totale costi operativi</b>	<b>(6.808.372)</b>	<b>(3.940.033)</b>	<b>72,8</b>
<b>MARGINE OPERATIVO LORDO</b>	<b>1.054.671</b>	<b>1.015.838</b>	<b>3,8</b>
<b>Ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni</b>			
Ammortamenti	(522.591)	(478.320)	9,3
Accantonamenti a fondo svalutazione crediti	(63.465)	(53.521)	18,6
Altri accantonamenti e svalutazioni	(4.880)	(30.321)	(83,9)
<b>Totale ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni</b>	<b>(590.936)</b>	<b>(562.162)</b>	<b>5,1</b>
<b>RISULTATO OPERATIVO</b>	<b>463.735</b>	<b>453.676</b>	<b>2,2</b>
<b>Gestione finanziaria</b>			
Proventi finanziari	23.201	28.173	(17,6)
Oneri finanziari	(105.108)	(74.553)	41,0
<b>Totale gestione finanziaria</b>	<b>(81.907)</b>	<b>(46.380)</b>	<b>76,6</b>
Rettifica di valore di partecipazioni	5.211	6.019	(13,4)
Risultato di partecipazioni contabilizzate con il metodo del patrimonio netto al netto degli effetti fiscali	11.758	10.294	14,2
<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>398.797</b>	<b>423.609</b>	<b>(5,9)</b>
Imposte sul reddito	(128.851)	(90.208)	42,8
<b>Risultato netto delle attività in continuità</b>	<b>269.946</b>	<b>333.401</b>	<b>(19,0)</b>
Risultato netto da attività operative cessate	-	-	-
<b>RISULTATO NETTO DEL PERIODO</b>	<b>269.946</b>	<b>333.401</b>	<b>(19,0)</b>

In riferimento ai ricavi di vendita e ai costi per materie prime, la società ha rilevato rispettivamente un aumento del +58% e del +130% rispetto al 2021. Nonostante l'incremento dei costi sia stato nettamente superiore rispetto l'aumento dei ricavi di vendita, Iren S.p.A. ha generato un margine operativo lordo di importo simile a quello dell'anno precedente (1.054 milioni di euro nel 2022 e 1.015 milioni di euro nel 2021), registrando una variazione percentuale del +3,8%.

Inoltre, se si considerano le variazioni registrate dai ricavi di vendita e dei costi d'acquisto tra il primo semestre 2021 e il primo semestre 2022, queste ammontano rispettivamente a +85% e a +297% e se queste si confrontano con quelle registrate nei bilanci d'esercizio, si nota che nel corso del secondo semestre 2022, Iren S.p.A. ha ridotto

<sup>42</sup> Fonte : [www.gruppoiren.it](http://www.gruppoiren.it)

l'impatto della Guerra in Ucraina sui costi d'acquisto stipulando nuovi accordi con fornitori di altri Paesi europei.

In merito al risultato netto d'esercizio, si evidenzia una contrazione del -19%; mentre nelle analisi precedenti tale diminuzione era pari al -27%. Quindi, si può affermare che, nel corso del secondo semestre 2022, la società è stata in grado di fronteggiare la situazione economica sfavorevole creata dal conflitto migliorando il suo utile d'esercizio dal 30 giugno 2022 al 31 dicembre 2022.

### 3.3.2. I flussi di cassa

Nel corso del primo semestre del 2022, Iren S.p.A. ha subito un aumento dell'indebitamento netto finanziario di 492,4 milioni di euro passando da 2.958 milioni di euro nel primo semestre 2021 a 3.398 milioni di euro nel periodo di comparazione successivo principalmente per effetto di un'attività di investimento più intensa e di un'utile d'esercizio inferiore.

Grafico 3.23.: Flussi di cassa di Iren S.p.A.<sup>43</sup>

<b>Flussi di cassa</b>			
	<i>Primo semestre 2022</i>	<i>Primo semestre 2021</i>	<i>Variazioni</i>
<i>Flusso di cassa delle attività operative</i>	294	407	<b>(113)</b>
<i>Flusso di cassa delle attività di investimento</i>	(614)	(301)	<b>(313)</b>
<i>Flusso di cassa delle attività di finanziamento</i>	(172)	(116)	<b>(56)</b>
<b><i>Flusso di cassa totale</i></b>	<b>(492)</b>	<b>(10)</b>	<b>(482)</b>

Il *cash flow* operativo è pari a 294 milioni di euro, in diminuzione del -27,7% rispetto all'anno precedente che ammontava a 407 milioni di euro a causa del risultato economico netto d'esercizio minore.

Le attività di investimento hanno subito un raddoppio rispetto al primo semestre del 2021; questo aumento rilevante comprende particolari investimenti tecnici del periodo e acquisizioni di partecipazioni di minoranza in Puglia e Valle d'Aosta.

Il lieve incremento del flusso delle attività di finanziamento deriva per la maggior parte dall'erogazione di dividendi del periodo pari a 164,7 milioni di euro e dall'acquisizione di azioni proprie per 4,1, milioni euro.

<sup>43</sup> Fonte: rielaborazione personale dei dati reperibili al sito web [www.gruppoiren.it](http://www.gruppoiren.it)

### **3.3.3. I rischi inerenti al conflitto in Ucraina**

Dallo scoppio della Guerra in Ucraina iniziato a febbraio 2022, Iren S.p.A. monitora quotidianamente l'evolversi del conflitto anche se il CDA afferma che è difficile valutarne gli effetti e le ripercussioni future. In tale contesto, la società ha analizzato tre principali rischi da tenere attenzionati: la possibile interruzione delle forniture di gas naturale russo, la volatilità del prezzo delle *commodity* e l'effetto dell'inflazione. Per ognuno di essi, gli amministratori hanno elaborato delle stime dei possibili scenari a cui la società potrebbe andare incontro e le eventuali soluzioni da mettere in atto in caso di ulteriori minacce.

Tra i settori in cui Iren S.p.A. opera, quelli inerenti all'energia e al mercato sono stati i più colpiti dalle tensioni russo-ucraine. Per questi, Iren S.p.A. ha elaborato una serie di azioni volte a mitigare l'impatto della volatilità dei prezzi dell'energia elettrica e del gas attraverso una politica di *hedging* orientata alla sensibilizzazione dei margini della filiera della produzione di energia. Tra le operazioni attuate, si evidenzia l'entrata in funzione di una nuova linea di produzione dell'impianto termoelettrico di Turbigo, lo sviluppo degli impianti fotovoltaici e il consolidamento organico di nuova capacità rinnovabile, la quale andrà a sostituire l'energia prodotta da fonti tradizionali.

Uno degli obiettivi che si è posto Iren S.p.A., con scadenza la chiusura dell'esercizio 2022, è quello di mantenere una sufficiente stabilità dei margini attraverso politiche volte alla produzione autonoma di energia. Tuttavia, tra i fatti di rilievo avvenuti dopo il 30 giugno 2022, non emergono informazioni inerenti tale aumento; anzi, sono state riportate stipule di nuovi contratti relativi all'approvvigionamento di energia elettrica.

Nella Relazione della società di revisione (KPMG) non emerge alcun dato che possa far desumere un rischio di continuità aziendale in quanto la società, seppur abbia subito una contrazione del risultato netto d'esercizio, ha comunque riversato in una situazione di utile.

### 3.4. ERG S.p.A.

ERG S.p.A. opera in nove Paesi a livello europeo e si contraddistingue per essere uno dei primari nel settore delle energie rinnovabili. Infatti, è il primo operatore eolico in Italia (tra i primi dieci in Europa) e tra i primi cinque nella produzione di energia da fonte solare a livello nazionale. Rispetto alle società analizzate finora, ERG S.p.A. ha dimensioni notevolmente inferiori, ma in proporzione è la società che produce più *green energy* nella penisola.

Le sue origini risalgono al 1938, anno in cui Edoardo Garrone costituì la società Edoardo Raffinerie Garrone (in seguito abbreviata con l'acronimo E.R.G.) a Genova dove tutt'ora risiede sia la sede legale sia la principale sede operativa. L'attuale presidente della società porta lo stesso nome e cognome del fondatore in quanto la composizione azionaria di ERG S.p.A. si è mantenuta per più di 80 nelle mani della famiglia Garrone – Mondini e colui che governa oggi il Gruppo è il nipote del fondatore. Egli è un noto imprenditore e dirigente sportivo italiano; infatti, oltre ad essere presidente di ERG S.p.A., lo è anche del Sole 24 ore ed è vicepresidente di Confindustria e della Sampdoria.

ERG S.p.A. si occupa della produzione di energia elettrica e carburanti utilizzando principalmente fonti rinnovabili. Infatti, lo slogan della società (come riportato nel logo soprastante) è “*evolving energies*” e una delle ultime campagne pubblicitarie lanciate dall'attività di *marketing* riporta la seguente frase con un gioco di lettere “*We are green EnERGY Makers*” alludendo all'ampia produzione di energia rinnovabile. In un'intervista intercorsa ad agosto 2021, l'amministratore delegato (Paolo Luigi Merli) ha affermato che la società ha elaborato un *business plan* da attuarsi dal 2022 al 2026 con lo scopo di produrre, al termine del periodo prestabilito, unicamente *green energy*, eliminando totalmente l'acquisto di gas naturale. Lo stesso obiettivo è stato apposto anche da Eni S.p.A., il quale però ha stimato tempistiche più lunghe; infatti, il suo piano di decarbonizzazione prevede una durata minima di 28 anni a confronto dei quattro stimati da ERG S.p.A. Queste ampie differenze di durate sono essenzialmente da ricondursi alla quantità di energia rinnovabile prodotta all'inizio del progetto in proporzione al totale; siccome ERG S.p.A. attualmente produce circa 78% dell'energia con fonti rinnovabili, i tempi del progetto sono più ridotti.

Dal 1998, ERG S.p.A. è quotata nella Borsa di Milano all'indice FTSE Italia Mid Cap e da all'ora ha registrato il seguente andamento azionario.

Grafico 3.24.: Andamento del valore azionario di ERG S.p.A.<sup>44</sup>



All'inizio del periodo di quotazione e fino al 2005, il valore azionario è rimasto costante. Nel corso del 2006, la società è entrata nel mondo delle fonti rinnovabili e da quel momento ha incrementato notevolmente, non solo la sua produzione di energia elettrica tramite i numerosi parchi eolici costruiti ed acquisiti, ma anche il suo indice ESG e il suo valore in Borsa, il quale ha registrato un incremento di circa il +286% nel corso di un anno. Successivamente sono stati registrati andamenti altalenanti che nel complesso hanno generato una diminuzione del valore fino al 2013 ed una successiva ripresa fino alla fine del 2022 con due crolli rilevanti: l'annuncio del lockdown per il COVID-19 a marzo 2020 e lo scoppio della Guerra in Ucraina a fine febbraio 2022.

### 3.4.1. L'analisi economico – fiscale

L'ampia produzione di *green energy* da parte di ERG S.p.A. le ha permesso di risentire in misura inferiore, dal punto di vista economico, delle conseguenze negative generate dallo scoppio del conflitto in Ucraina. Infatti, a differenza dei raddoppi dei costi produttivi subiti dalle precedenti società energetiche, ERG S.p.A. ha registrato un incremento "solo" del + 23% tra il primo semestre 2021 e il primo semestre 2022.

L'obiettivo di decarbonizzazione da attuare entro il 2026 aveva già previsto nel corso del 2021 l'acquisizione di parchi eolici all'estero e la costruzione di impianti fotovoltaici da inaugurare ad inizio 2022, i quali hanno consentito alla società di

<sup>44</sup> Fonte: [www.erg.eu](http://www.erg.eu)

incrementare l'utilizzo di fonti rinnovabili e ridurre l'acquisto di gas naturale, sebbene quest'ultimo attualmente ricopra solamente una piccola percentuale dei costi totali.

Tuttavia, ERG S.p.A., come tutte le altre società energetiche analizzate, a seguito del conflitto ha incrementato i prezzi di vendita dell'energia elettrica generando ampi extra-profitti che hanno impattato negativamente sulla gestione fiscale tramite il contributo straordinario sancito dal DL 21/2022, il quale ammonta a circa 36 milioni di euro al 30 giugno 2022.

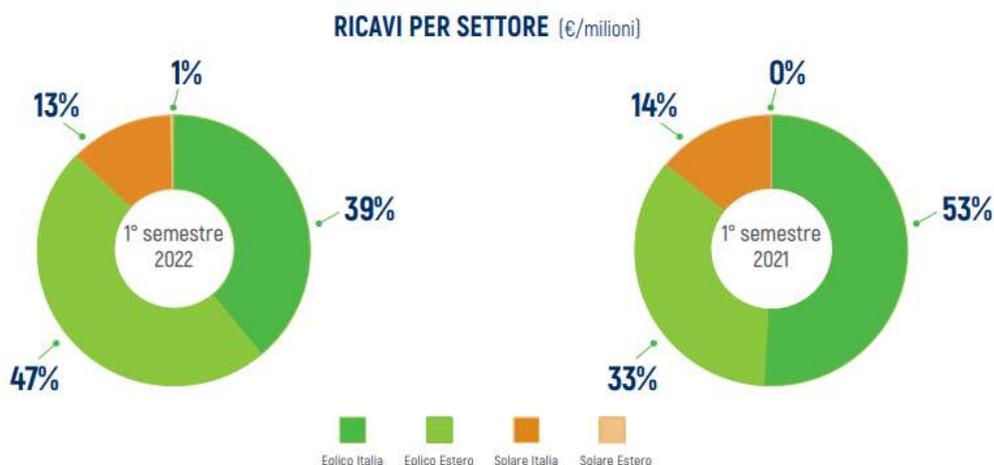
Grafico 3.25.: Conto Economico ERG S.p.A.<sup>45</sup>

		2022	2021 Proforma	Δ
Ricavi	1	374	259	115
Altri proventi	2	6	2	4
<b>Ricavi Totali</b>		<b>380</b>	<b>261</b>	<b>119</b>
Costi per acquisti e variazioni delle rimanenze	3	(5)	(2)	(3)
Costi per servizi e altri costi operativi	4	(76)	(61)	(16)
Costi del lavoro		(24)	(22)	3
<b>Margine Operativo Lordo</b>		<b>275</b>	<b>177</b>	<b>98</b>
Ammortamenti e svalutazioni immobilizzazioni	5	(117)	(100)	(17)
<b>Risultato operativo netto</b>		<b>158</b>	<b>77</b>	<b>81</b>
Proventi (oneri) finanziari netti	6	(19)	(21)	1
Proventi (oneri) da partecipazioni netti		(0)	0	(0)
<b>Risultato prima delle imposte</b>		<b>138</b>	<b>56</b>	<b>82</b>
Imposte sul reddito	7	(66)	(11)	(55)
<b>Risultato netto attività continue</b>		<b>72</b>	<b>46</b>	<b>27</b>
Risultato netto attività cedute	8	334	47	287
<b>Risultato netto di periodo</b>		<b>407</b>	<b>93</b>	<b>314</b>

I ricavi della gestione caratteristica sono costituiti principalmente dalle vendite di energia elettrica prodotta da impianti eolici e solari e l'aumento nel primo semestre del 2022 da 259 milioni di euro a 374 milioni di euro è dovuto dal contributo dei parchi eolici acquisiti in Francia, Germania e da impianti fotovoltaici installati in Spagna, come mostra in grafico sottostante.

<sup>45</sup> Fonte: [www.erg.eu](http://www.erg.eu)

Grafico 3.26.: Ricavi per settore ERG S.p.A.<sup>46</sup>



Per quanto riguarda i costi, la società non fornisce informazioni a riguardo particolarmente dettagliate e non distingue i costi per l’approvvigionamento delle materie prime energetiche rispetto ai restanti, ma nella Relazione sulla gestione dichiara che il 43% del gas naturale acquistato all’estero proviene dalla Russia. Inoltre, se si osserva la voce “*costi per acquisti e variazioni delle rimanenze*” si nota che il valore è passato da 2 milioni di euro nel primo semestre del 2021 a 5 milioni di euro nel primo semestre del 2022; quindi, si può ampiamente affermare che anche ERG S.p.A. ha subito l’impatto del rincaro delle materie prime provenienti dalla Russia. Tuttavia, questa tipologia di costi rappresenta solamente lo 0,05% dei costi totale e, quindi, anche se è più che raddoppiata, il suo impatto è minimo, anzi quasi del tutto irrilevante.

Il margine operativo lordo è aumentato anch’esso in ossequio all’aumento dei ricavi e dei costi e, per definizione dello stesso (ricavi – costi), ha subito inevitabilmente un incremento dal primo semestre 2021 al primo semestre 2022.

Il risultato netto d’esercizio al 30 giugno 2022 ammonta a 407 milioni di euro contro i 93 milioni di euro al 30 giugno 2021. Sebbene l’esercizio del primo semestre del 2022 abbia evidenziato una performance migliore e risultati intermedi maggiori, quest’ampia differenza tra i due valori è dettata dal risultato netto delle attività cedute, tra cui vi è anche *ERG Hydro S.r.l.* ceduta ad Enel S.p.A.

Nel corso dei primi sei mesi del 2022, sono state molteplici le cessioni d’azienda o di ramo d’azienda operate da ERG S.p.A. che non sono state compensate da altrettante

<sup>46</sup> Fonte: [www.erg.eu](http://www.erg.eu)

nuove acquisizioni. Tra queste, si rileva l'acquisto e la messa in esercizio del parco eolico di *Piotrów* (Polonia) il 7 luglio 2022.

Per quanto concerne la gestione extra-caratteristica, non sono state registrate notevoli variazioni, se non per la componente fiscale. Infatti, le imposte sul reddito sono sestuplicate per effetto in primis di un imponibile maggiore per i risultati di periodo, ma anche per effetto dell'art. 37 del D.L. 21 marzo 2022, come si nota nel seguente grafico.

Grafico 3.27.: Imposte ed extra-profitti<sup>47</sup>

Anno	(milioni di Euro)	Note	1° Semestre	
			2022	2021
2021				
86	<b>Risultato netto attività continue di Gruppo</b>		72	46
	<b>Esclusione Special Items:</b>			
6	Esclusione Oneri accessori operazioni straordinarie	2	3	3
2	Esclusione indennità di cessazione carica CEO	3	-	2
1	Esclusione oneri correlati a Business dismissi	4	0	-
-	Esclusione impatto WindFall Tax Romania e contributo 25% Extraprofitti	5-7	40	-
16	Esclusione svalutazione Repowering Wind Italia	6	5	-
14	Esclusione oneri accessori prepayment finanziamenti	8	2	1
	Esclusione imposta sostitutiva Solar Italy	9	(1)	-
2	Esclusione impatto gains/losses on IFRS 9	10	1	1
127	<b>Risultato netto attività continue di Gruppo adjusted</b>		122	53

Nella voce “*esclusione impatto WindFall Tax Romania e contributo 25% Extraprofitti*” si mostra un importo pari 40 milioni di euro di cui 36 milioni di euro sono relativi al contributo del 25% pagato da ERG S.p.A. per gli extra-profitti generati nel periodo. Nella Relazione semestrale, non vi è alcuna spiegazione delle attività che hanno generato questi guadagni aggiuntivi, ma se si calcola l'ammontare degli extra-profitti su cui è stata applicata l'aliquota, si ottiene che la società ha originato 144 milioni di euro di extra-profitti nel primo semestre del 2022.

Considerati i valori appena analizzati nel Conto Economico, si può affermare che questi ultimi rappresentano una quota consistente del risultato netto d'esercizio. Nel primo semestre del 2021, il contributo del 25% degli extra-profitti è pari a zero in quanto la normativa è entrata in vigore in un momento successivo, ma non si può escludere che anche in quel periodo la società abbia generato guadagni extra che però non sono emersi nel bilancio del 2021. Pertanto, non è possibile effettuare un confronto nello spazio di questo valore, il quale sarebbe stato interessante anche per capire se la quota molto elevata del 2022 fosse stata solo un'eccezione.

<sup>47</sup> Fonte: [www.erg.eu](http://www.erg.eu)

Contrariamente a quanto appena analizzato per il primo semestre del 2022, il secondo semestre ha registrato un andamento economico completamente differente che ha condotto alla chiusura dell'esercizio in perdita. La causa principale di questa inversione dell'andamento economico è da ricondursi, in primo luogo, alla commercializzazione di carburante e, in secondo luogo, alla produzione di energia elettrica tradizionale. Infatti, per la produzione di carburante non è possibile utilizzare fonti rinnovabili, bensì petrolio, il quale viene per la maggior parte acquisito dalla Russia. Quindi, se per i primi sei mesi del 2022, l'impatto della Guerra è stato pressoché irrilevante, nel corso del successivo semestre è stato molto forte e ha provocato ampi danni alla società. Inoltre, sebbene ERG S.p.A. abbia continuato ad incrementare i prezzi di vendita per fronteggiare il caro energia, questo non è stato sufficiente.

Grafico 3.28.: *Highlights* del Conto Economico di ERG S.p.A. nel bilancio 2022<sup>48</sup>

	<u>Conto Economico</u> <u>2022</u>	<u>Conto Economico</u> <u>2021</u>	<u>Variazione</u> <u>percentuale</u>
<b><i>Ricavi della gestione caratteristica</i></b>	736.124.781	99.893.082	<b>637%</b>
<b><i>Costi connessi all'energia</i></b>	(581.636.919)	(4.410.984)	<b>13.086%</b>
<b><i>Costi totali</i></b>	(763.321.515)	(74.087.258)	<b>930%</b>
<b><i>Margine operativo lordo (EBITDA)</i></b>	(27.196.734)	25.805.824	<b>-205%</b>
<b><i>Risultato ante imposte</i></b>	(27.441.473)	25.824.930	<b>-206%</b>
<b><i>Imposte d'esercizio</i></b>	4.628.736	(6.872.123)	<b>-167%</b>
<b><i>Contributo straordinario "Extra-profitti"</i></b>	3.916.000	-	
<b><i>Risultato netto d'esercizio</i></b>	(22.812.735)	18.952.807	<b>-220%</b>

I costi di approvvigionamento delle materie prime connesse alla produzione di energia hanno subito un incremento senza precedenti passando da circa 4,4 milioni di euro a 581 milioni di euro, a seguito dell'inasprimento del prezzo del petrolio e del gas naturale. Tale voce comprende gli acquisti dal GME e i costi di acquisto del gas che sono aumentati durante il secondo semestre 2022 per fronteggiare l'aumento della domanda di energia elettrica e di carburante che la società ha compensato tramite utilizzo di fonti tradizionali. I costi di acquisto del gas sono stati addebitati alla società da Eni S.p.A. e Edison S.p.A. durante il periodo aprile – settembre, mentre da ottobre 2022 l'attività di acquisto del gas è stata presa in carico da ERG S.p.A.

Nonostante il forte incremento di questa tipologia di spese, i costi totali non sono aumentati con la stessa proporzione in quanto vi sono altre tipologie di costi (ad esempio,

<sup>48</sup> Fonte: [www.erg.eu](http://www.erg.eu)

costi per servizi, costi per godimento beni di terzi) che hanno compensato tale aumento con incrementi meno consistenti.

I ricavi di vendita sono aumentati vertiginosamente rispetto al 2021, anche se in proporzione inferiore rispetto ai costi totali; infatti, tale incremento non è stato sufficiente a coprire l'aumento delle spese per l'energia e per il gas e il margine operativo lordo ha segno negativo.

Successivamente, il saldo della gestione extra-caratteristica non ha dato evidenza di particolari variazioni né in aumento né in diminuzione e il risultato ante imposte presenta anch'esso segno negativo ammontando a circa -27,4 milioni di euro.

Le imposte d'esercizio hanno segno positivo in quanto le imposte anticipate pagate dalla società pari a 14 milioni di euro hanno ampiamente compensato le imposte correnti sul reddito IRES e IRAP e il contributo straordinario solidaristico contro il "caro bollette" pari a 3.916 migliaia di euro.

Coerentemente con quanto sopra descritto, ERG S.p.A. al 31 dicembre 2022 versa in una condizione di perdita, la quale ammonta a quasi 23 milioni di euro. Questa condizione è da riferirsi all'impatto negativo fortemente subito dalla società a causa della Guerra in Ucraina e dal caro energia che ha colpito tutte le società energetiche italiane. Tuttavia, bisogna sottolineare che questa situazione è emersa solo durante il secondo semestre in quanto al 30 giugno 2022 la società versava in una condizione di utile (seppur di valore inferiore rispetto a quello registrato al 30 giugno 2021).

### 3.4.2. L'analisi finanziaria

L'andamento della liquidità registrato da ERG S.p.A. nel primo semestre 2022 mostra una situazione coerente con l'andamento economico in quanto le disponibilità liquide sono incrementate di circa 1.350 milioni di euro per effetto della forte attività di disinvestimento attuata dalla società a partire da gennaio 2022.

Grafico 3.29.: Rendiconto finanziario ERG S.p.A.<sup>49</sup>

	Primo semestre 2022	Primo semestre 2021	Variazione
<i>Flusso di cassa delle attività operative</i>	322	275	<b>47</b>
<i>Flusso di cassa delle attività di investimento</i>	1.041	(304)	<b>1.345</b>
<i>Flusso di cassa delle attività di finanziamento</i>	(15)	(17)	<b>2</b>
<b><i>Flusso di cassa totale</i></b>	<b>1.348</b>	<b>(46)</b>	<b>1.394</b>

<sup>49</sup> Fonte: rielaborazione personale dei dati reperibili all'indirizzo web [www.erg.eu](http://www.erg.eu)

Il *cash flow* operativo del primo semestre del 2022 è positivo per 322 milioni, in aumento di 47 milioni di euro rispetto al periodo dell'anno precedente, per effetto dei risultati operativi dell'esercizio e per le dinamiche del circolante che hanno registrato un incremento dei crediti commerciali e un decremento dei debiti commerciali.

Il *cash flow* delle attività di investimento ha segno positivo ed ammonta a 1.041 milioni di euro, mentre nel primo semestre del 2021 aveva segno negativo (sintomo di maggiori investimenti rispetto che disinvestimenti). Infatti, il risultato del primo semestre del 2022 include la cessione di *ERG Hydro S.r.l.* per un corrispettivo pari a 1.265 milioni di euro, il quale ha incrementato notevolmente tale flusso di cassa.

Il *cash flow* della gestione finanziaria non ha evidenziato particolari variazioni tra il primo semestre del 2021 e il primo semestre del 2022; esso si riferisce agli interessi maturati nel periodo e agli oneri nell'ambito delle attività di *Liability Management*. A differenza delle altre società, non è stato registrato un aumento dell'indebitamento finanziario.

### **3.4.3. I rischi derivanti dal conflitto russo – ucraino**

In relazione al conflitto tra Russia e Ucraina, il management di ERG S.p.A. ha messo in atto una serie di attività di monitoraggio volte all'individuazione di possibili criticità nell'ambito del credito, della sicurezza e del *business continuity*.

In considerazione alla prima tipologia di rischio, la società non ha posizioni aperte direttamente con controparti russe o ucraine, ma vi è un cliente dello stabilimento sito in Priolo Gargallo che è una società italiana controllata indirettamente da un gruppo russo.

Relativamente alla sicurezza, ERG S.p.A. possiede parchi eolici nell'Europa dell'Est, in particolare in Romania e Polonia (quest'ultimo acquisito successivamente allo scoppio della Guerra). Il pericolo di questi parchi è la vicinanza al confine ucraino, ma trattandosi di Paesi della NATO, la società non ritiene necessario evidenziare possibili rischi.

In merito al rischio di continuità, il management ha dichiarato che in caso di ulteriori sanzioni, blocchi o limitazioni all'*export* del gas russo non si possono escludere impatti negativi in bilancio che possono avere conseguenze più rilevanti rispetto a quelle registrate al 30 giugno 2022. La principale causa di timore sulla *business continuity* risiede nel fatto che le banche centrali hanno aumentato fortemente i tassi di interesse e

questo potrebbe comportare conseguenze negative sugli investimenti dei progetti in costruzione nel breve/medio termine, nonché nel bilancio d'esercizio e, nel peggiore dei casi, nel requisito di continuità aziendale. Nonostante le difficoltà riscontrate per fare fronte al caro energia, ERG S.p.A. è l'unica società (tra quelle analizzate) ad aver destinato 1 milione di euro a supporto della crisi umanitaria in Ucraina.

Inoltre, nella Relazione sulla gestione, ci si sofferma sugli impatti negativi provocati dal conflitto, ma si afferma che non è stato riscontrato momentaneamente alcun rischio di continuità imminente. Tale ipotesi è stata confermata anche dalla Relazione della società di revisione (KPMG).

### **3.5. L'analisi di Edison S.p.A.**

Edison è una società per azioni italiana che svolge la sua attività nei settori dell'approvvigionamento, della produzione e della vendita di energia, gas e olio grezzo. Essa opera principalmente in Europa, ma ha infrastrutture di gas anche in Africa e nel Medio Oriente.

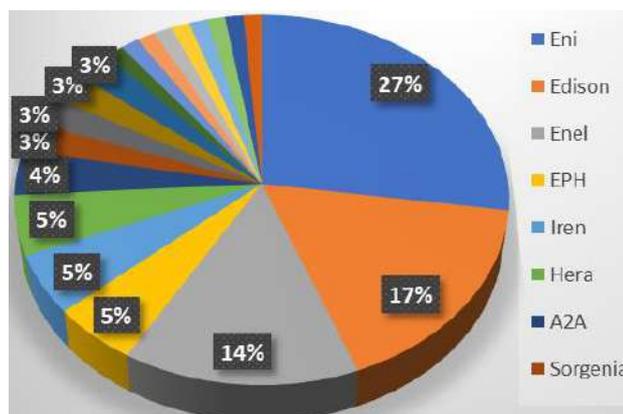
La società fu fondata nel 1884 a Milano da Giuseppe Colombo, il quale ricoprì la carica da presidente per circa 50 anni; mentre, oggi, Edison S.p.A. è interamente controllata dal Gruppo francese Électricité de France (a partire dal 2007).

Uno dei nodi principali che contraddistingue la società (anche rispetto ai suoi competitors) è la forte attenzione alla sostenibilità ambientale; negli ultimi anni, infatti, sono stati attivati numerosi progetti ecosostenibili, tra cui il progetto *Biovega* e il progetto *Green movie* che hanno dato origine alla costruzione di cinque parchi eolici nel territorio italiano. Non a caso, lo slogan di Edison è "*Costruiamo insieme un futuro di energia sostenibile*".

La società svolge la maggior parte della sua attività in molti Paesi dell'Europa continentale operando principalmente in Italia dove, attualmente, copre il fabbisogno nazionale di *gas* del 21%, posizionandosi come secondo operatore (il primo è Eni S.p.A.), e il fabbisogno nazionale di *energia elettrica* del 6,7%.

La tabella sottostante riporta le quote di mercato ricoperte dalle principali società produttrici di energia elettrica e gas operanti nel medesimo settore.

Grafico 3.30.: Quote di mercato ricoperte delle società energetiche<sup>50</sup>

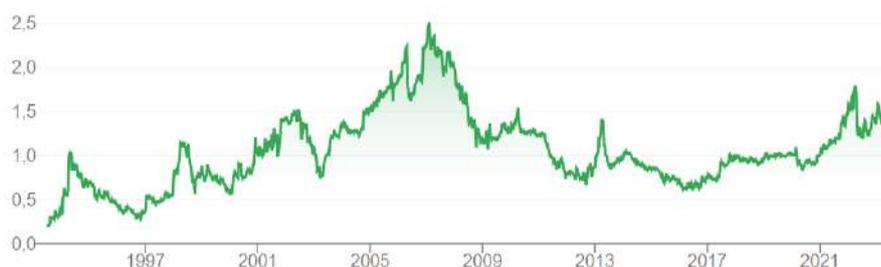


Coerentemente a quanto analizzato nei precedenti paragrafi, Eni S.p.A. ed Enel S.p.A. insieme a Edison S.p.A. ricoprono la maggior parte delle quote di mercato in Italia nell'ambito dell'energia elettrica qualificandosi come le società *top three* in Italia per la produzione di energia.

Le azioni (sia ordinarie sia di risparmio) sono detenute per la quasi totalità da Transalpina di Energia S.p.A., la quale possiede una percentuale di voto pari al 99,47% e una percentuale di possesso del capitale pari al 97,17%. L'acquisizione da parte di Transalpina di Energia S.p.A. è avvenuta nel 2005 attraverso un'OPA. Tuttavia, Edison S.p.A. è controllata indirettamente da EDF Électricité de France Sa la quale controlla direttamente al 100% Transalpina di Energia S.p.A.

Le sole azioni di risparmio della società sono quotate alla Borsa di Milano nell'indice FTSE Italia Small Cap, mentre le azioni ordinarie non sono quotate a seguito del delisting avvenuto nel 2012.

Grafico 3.31.: Andamento azionario di Edison S.p.A.<sup>51</sup>



Il trend azionario di Edison S.p.A. dal 1993 ad oggi ha registrato numerose oscillazioni in aumento e in diminuzione. In particolare, l'acquisto della società da parte

<sup>50</sup> Fonte: [www.arera.it](http://www.arera.it)

<sup>51</sup> Fonte: [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

di Transalpina Energia S.p.A. nel 2005 e il conseguente consolidamento al Gruppo Électricité de France nel 2007 ha incrementato notevolmente il valore raggiungendo importi senza precedenti e, attualmente, futuri. Contrariamente alle altre società energetiche precedentemente analizzate che hanno evidenziato una forte riduzione del valore azionario con lo scoppio del COVID-19 e della Guerra in Ucraina, Edison S.p.A. ha registrato un decremento seppur non così rimarcato.

### **3.5.1. L'analisi economica e fiscale**

Come analizzato nelle altre società *competitor* nei precedenti paragrafi, anche Edison S.p.A. ha risentito fortemente dell'impatto economico e fiscale derivante dalla situazione esistente nell'Europa dell'Est.

Per quanto concerne la componente economica, la Guerra in Ucraina ha generato notevoli incrementi nei prezzi d'acquisto del gas naturale e del petrolio che hanno provocato nei confronti di Edison S.p.A. una quadruplicazione dei costi per *commodity* e per logistica nel corso del primo semestre 2022. Anche in questo caso, la strategia di breve termine adottata dalla società è stata quella di aumentare i prezzi di vendita, soprattutto nella filiera dell'energia elettrica e del gas. Questo intervento è stato reso necessario e si è rivelato anche sufficiente nel corso dei primi sei mesi del 2022 per fronteggiare il caro energia provocato dall'invasione russa. Infatti, anche il risultato netto d'esercizio e i risultati intermedi hanno segno positivo.

Per quanto riguarda la gestione fiscale, questa ha subito fortemente l'impatto del contributo straordinario previsto dal DL 21/2022 per un ammontare pari a 74 milioni di euro; mentre nel corso del primo semestre 2021 sono stati registrati proventi fiscale positivi.

Grafico 3.32.: Conto Economico di Edison S.p.A.<sup>52</sup>

(in milioni di euro)	Capitolo	1° semestre 2022		1° semestre 2021	
			di cui con parti correlate		di cui con parti correlate
Ricavi di vendita		13.222	2.579	4.120	637
Altri ricavi e proventi		46	8	101	9
<b>Totale ricavi</b>		<b>13.268</b>	<b>2.587</b>	<b>4.221</b>	<b>646</b>
Costi per <i>commodity</i> e logistica (-)		(12.097)	(1.337)	(3.251)	(343)
Altri costi e prestazioni esterne (-)		(345)	(8)	(283)	(16)
Costi del personale (-)		(174)		(168)	
(Svalutazioni) ripristini di valore su crediti	3	(9)		(6)	
Altri oneri (-)		(21)		(41)	
<b>Margine operativo lordo</b>	<b>2</b>	<b>622</b>		<b>472</b>	
Variazione netta di <i>fair value</i> su derivati ( <i>commodity</i> e cambi)	4	(7)	(955)	(14)	94
Ammortamenti (-)	5	(191)		(177)	
(Svalutazioni) ripristini di valore su immobilizzazioni	5	(5)		-	
Altri proventi (oneri) Attività non <i>Energy</i>	8	(12)		(125)	
<b>Risultato operativo</b>		<b>407</b>		<b>156</b>	
Proventi (oneri) finanziari netti sul debito	6	(3)	(1)	(5)	(1)
Altri proventi (oneri) finanziari netti	2	17	55	(6)	(1)
Proventi (oneri) su cessione crediti pro-soluto	3	(9)		(7)	
Proventi (oneri) da partecipazioni	5	14	14	12	10
<b>Risultato prima delle imposte</b>		<b>426</b>		<b>150</b>	
Imposte sul reddito	7	(198)		172	
<b>Risultato netto da <i>Continuing Operations</i></b>		<b>228</b>		<b>322</b>	
Risultato netto da <i>Discontinued Operations</i>	2,9	4		(3)	
<b>Risultato netto</b>		<b>232</b>		<b>319</b>	

I ricavi di vendita e i costi per *commodity* e logistica sono le due voci del Conto Economico che hanno subito l'incremento più elevato nel primo semestre 2022; in particolare, i ricavi di vendita sono triplicati passando da 4.120 milioni di euro nel primo semestre 2021 a 13.222 milioni di euro nel primo semestre 2022, mentre i costi per *commodity* e logistica sono quadruplicati da 3.251 milioni di euro a 12.097 milioni di euro.

Il margine operativo lordo ha registrato un lieve incremento, mentre il risultato netto d'esercizio ha subito una leggera contrazione. Andando ad osservare il risultato ante imposte, però, si nota che quest'ultimo nel primo semestre 2022 aveva un importo maggiore rispetto al primo semestre 2021; infatti, le imposte sul reddito hanno segno negativo nel 2022 e segno positivo nel 2021.

Edison S.p.A., come molte altre società energetiche, ha aumentato i prezzi di vendita per fronteggiare l'aumento dei costi per l'energia e tale incremento è stato sufficiente a coprire i costi d'esercizio e a registrare un margine operativo lordo con segno positivo. Tuttavia, la composizione percentuale dell'EBITDA sui ricavi di vendita e sui

<sup>52</sup> Fonte: [www.edison.it](http://www.edison.it)

costi per *commodity* e logistica è differente tra il primo semestre del 2022 e quello del 2021. Infatti, nel primo semestre 2022, la percentuale dell'EBITDA sui ricavi di vendita è del 4,7% e sui costi per *commodity* e logistica del 5,14%; contrariamente nel primo semestre 2021 le percentuali del margine operativo lordo sui ricavi e i costi per *commodity* e logistica erano rispettivamente dell'11,5% e del 14,5%. Quindi, nonostante, il margine operativo lordo sia aumentato, questo non è aumentato proporzionalmente all'aumento dei ricavi e dei costi.

Grafico 3.33.: Ricavi e margine operativo lordo per filiera di Edison S.p.A.<sup>53</sup>

(in milioni di euro)	Capitolo (*)	1° Semestre 2022	1° Semestre 2021	Variazione	Variazione %
<b>Filiera Energia Elettrica</b>					
Ricavi di vendita	2	4.485	2.006	2.479	123,6%
Margine operativo lordo	2	368	337	31	9,2%
<b>Filiera Attività Gas</b>					
Ricavi di vendita	2	10.331	2.388	7.943	332,6%
Margine operativo lordo	2	295	174	121	69,5%
<b>Filiera Corporate <sup>(1)</sup></b>					
Ricavi di vendita	2	38	38	-	0,0%
Margine operativo lordo	2	(41)	(39)	(2)	(5,1%)
<b>Elisioni</b>					
Ricavi di vendita	2	(1.632)	(312)	(1.320)	(423,1%)
<b>Gruppo Edison</b>					
Ricavi di vendita		13.222	4.120	9.102	220,9%
Margine operativo lordo		622	472	150	31,8%
% sui ricavi di vendita		4,7%	11,5%	-	-

Le filiere dell'energia elettrica e del gas hanno fortemente risentito del rincaro delle materie prime, mentre quella *corporate* non ha registrato alcuna variazione.

I ricavi di vendita della filiera dell'energia elettrica sono incrementati del +123,6%, mentre il margine operativo lordo solo del +9,2%. La percentuale dell'EBITDA sui ricavi di vendita era del 16,8% nel primo semestre 2021, ora la stessa percentuale è scesa all'8,2%; quindi, gran parte dell'aumento dei ricavi è stato necessario per coprire i costi e non per aumentare l'EBITDA.

La filiera del gas ha subito forti variazioni tra i due periodi in comparazione registrando ricavi di vendita nel primo semestre 2022 per 10.331 milioni di euro contro i 2.388 milioni di euro nel primo semestre 2021 (+332,6%). Anche in questo caso, il margine operativo lordo è incrementato, ma non in proporzione all'aumento dei ricavi. La percentuale dell'EBITDA sui ricavi nel primo semestre 2022 e 2021 è stata rispettivamente del 2,8% e del 7,2%.

<sup>53</sup> Fonte: [www.edison.it](http://www.edison.it)

Mettendo a confronto le due filiere, si può affermare che quella dell'energia elettrica è più redditizia rispetto a quella del gas, nonostante i ricavi di vendita siano stati nettamente inferiori.

Per quanto riguarda l'utilizzo di materie prime nella produzione di energia elettrica, Edison S.p.A., a seguito dello scoppio della Guerra in Ucraina e della forte sensibilizzazione ai valori ESG, ha diminuito gli approvvigionamenti di gas naturale del -15,1% tra il primo semestre 2021 e il primo semestre 2022 andando a compensare tale riduzione con la produzione di energia da fonti rinnovabili. Tra queste ultime, è stato registrato un forte decremento della produzione di energia idroelettrica a causa dell'emergenza siccità che continua a permanere e, anzi, ad aumentare in tutto il territorio nazionale; mentre l'energia fotovoltaica ed eolica è aumentata rispettivamente del +4,8% e del +8,9%.

Il risultato netto del primo semestre 2022 è positivo e ammonta a 232 milioni di euro, in diminuzione del -27,27% rispetto al periodo di comparazione precedente in cui si era registrato un utile pari a 319 milioni di euro. Contrariamente, il risultato ante imposte è maggiore nel primo semestre del 2022 (426 milioni di euro) rispetto al primo semestre del 2021 (150 milioni di euro). Infatti, l'ammontare delle imposte sul reddito è significativamente diverso da un periodo all'altro per effetto delle seguenti normative:

- Al 30 giugno 2022, la società ha pagato 74 milioni di euro per il contributo straordinario extra-profitti (in assenza di questa posta, il *tax rate* sarebbe stato pari al 29%);
- Al 30 giugno 2021, la società ha applicato il riallineamento fiscale che aveva determinato un effetto economico netto positivo pari a 230 milioni di euro.

Questi due eventi hanno fatto sì che le imposte sul reddito pagate nel primo semestre 2022 ammontassero a 198 milioni di euro, mentre nel primo semestre 2021 l'effetto positivo del riallineamento fiscale ha superato l'importo netto delle imposte da pagare e ha generato un provento fiscale di 172 milioni di euro.

In riferimento a quanto sopra citato, Edison S.p.A. ha generato 99 milioni di euro di extra-profitti tra il 1° gennaio 2022 e il 30 giugno 2022.

Nel corso del secondo semestre 2022, gli interventi del Governo sono stati più visibili nel bilancio d'esercizio in quanto si è potuto osservare l'effetto generato nel tempo dagli stessi. In particolare, si è assistito ad un aumento dei costi d'acquisto meno che

proporzionale rispetto all'aumento registrato nel primo semestre, mentre i ricavi di vendita hanno registrato un forte incremento generando notevoli extra-profitti, i quali, a loro volta, hanno comportato un aumento del contributo straordinario previsto dal DL 21/2022.

Grafico 3.34.: Conto Economico di Edison S.p.A. – esercizio 2022<sup>54</sup>

(in milioni di euro)	Capitolo	Esercizio 2022		Esercizio 2021	
			di cui con parti correlate		di cui con parti correlate
Ricavi di vendita		30.380	6.333	11.739	1.703
Altri ricavi e proventi		156	21	200	15
<b>Totale ricavi</b>		<b>30.536</b>	<b>6.354</b>	<b>11.939</b>	<b>1.718</b>
Costi per <i>commodity</i> e logistica (-)		(28.100)	(2.978)	(9.835)	(981)
Altri costi e prestazioni esterne (-)		(819)	(40)	(611)	(36)
Costi del personale (-)		(368)		(335)	
(Svalutazioni) ripristini di valore su crediti	3	(32)		(42)	
Altri oneri (-)		(105)		(127)	
<b>Margine operativo lordo</b>	<b>2</b>	<b>1.112</b>		<b>989</b>	
Variazione netta di <i>fair value</i> su derivati ( <i>commodity</i> e cambi)	4	7	(132)	(10)	(275)
Ammortamenti (-)	5	(400)		(356)	
(Svalutazioni) ripristini di valore su immobilizzazioni	5	(56)		(2)	
Altri proventi (oneri) Attività non Energy	8	(68)		(155)	
<b>Risultato operativo</b>		<b>595</b>		<b>466</b>	
Proventi (oneri) finanziari netti sul debito	6	(9)	(3)	(8)	(1)
Altri proventi (oneri) finanziari netti	2	26	72	14	25
Proventi (oneri) su cessione crediti pro-soluto	3	(28)		(10)	
Proventi (oneri) da partecipazioni	5	44	44	26	26
<b>Risultato prima delle imposte</b>		<b>628</b>		<b>488</b>	
Imposte sul reddito	7	(452)		(57)	
<b>Risultato netto da Continuing Operations</b>		<b>176</b>		<b>431</b>	
Risultato netto da Discontinued Operations	2,9	6		(1)	
<b>Risultato netto</b>		<b>182</b>		<b>430</b>	

Nel bilancio annuale del 2022 si registrano ricavi di vendita pari ad un ammontare di 30.380 milioni di euro, mentre nell'anno precedente i ricavi erano pari a 11.739 milioni di euro. Nell'arco temporale di un anno, tale voce del Conto Economico ha subito quasi una triplicazione. Considerando che nel primo semestre del 2022, i ricavi ammontavano a 13.222 milioni di euro, si può affermare che nel secondo semestre si è registrato un aumento maggiore di tale importo (+ 17.158 milioni di euro) rispetto ai sei mesi precedenti.

I costi per *commodity* e logistica nel bilancio d'esercizio del 2022 e 2021 sono pari rispettivamente a 28.100 milioni di euro e 9.835 milioni di euro; da tali importi si evince una triplicazione dei costi connessi all'energia nell'arco di un anno. Se si osserva l'incremento dei medesimi costi dal primo semestre 2021 (pari a 3.251 milioni di euro) al 31 dicembre 2021 si nota che tale voce ha subito una variazione del +202,52%, mentre

<sup>54</sup> Fonte: [www.edison.it](http://www.edison.it)

se si osserva la stessa variazione considerando l'esercizio 2022, questa è pari a +132,29%. Quindi, i costi per *commodity* e logistica sono aumentati maggiormente tra il primo e secondo semestre del 2021 rispetto che tra il primo e secondo semestre del 2022. Questa osservazione è da riferirsi all'aumento dei costi delle materie prime che iniziava già a registrarsi nell'estate del 2021 e che è successivamente esploso a febbraio 2022 con lo scoppio della Guerra in Ucraina.

Se, invece, si considera la variazione percentuale dei ricavi e dei costi per *commodity* e logistica dal 2021 al 2022 si osserva che i ricavi sono incrementati del +158,80% mentre i costi sono aumentati del +185,71%. Il maggiore incremento dei costi rispetto ai ricavi ha fatto sì che il margine operativo lordo aumentasse in maniera meno che proporzionale dal 2021 al 2022.

Il risultato netto d'esercizio del 2022 ammonta a 182 milioni di euro, in diminuzione del -57,67% rispetto all'anno precedente (430 milioni di euro). La causa principale di tale contrazione è dovuta all'ammontare delle imposte d'esercizio pari a 452 milioni di euro, di cui 294 milioni di euro per il contributo solidaristico "Extra-profitto".

### **3.5.2. L'analisi della liquidità**

La situazione della società connessa all'andamento della liquidità si presenta negativa in quanto Edison S.p.A. inizia l'esercizio 2022 in una condizione di indebitamento finanziario per -104 milioni di euro e termina il primo semestre con un indebitamento di -150 milioni di euro. La negatività delle disponibilità liquide era già presente all'inizio del 2021 per un importo maggiore (520 milioni di euro). Tuttavia, nel corso dell'esercizio, la società ha ridotto il suo indebitamento finanziario di 416 milioni di euro, mentre nel 2022 quest'ultimo è aumentato di 46 milioni di euro, come mostra il grafico sottostante.

Grafico 3.35.: Flussi di cassa di Edison S.p.A.<sup>55</sup>

(in milioni di euro)	1° Semestre 2022	1° Semestre 2021
<b>A. TOTALE (INDEBITAMENTO) FINANZIARIO INIZIALE (*)</b>	<b>(104)</b>	<b>(520)</b>
Margine operativo lordo	622	472
Eliminazione poste non monetarie incluse nel margine operativo lordo	172	21
Proventi (Oneri) finanziari netti pagati	13	(11)
Imposte sul reddito nette pagate (-)	(182)	(61)
Dividendi incassati	7	6
Altre poste di attività operative	(20)	(29)
<b>B. CASH FLOW OPERATIVO</b>	<b>612</b>	<b>398</b>
Variazione del capitale circolante operativo	134	(51)
Variazione del capitale circolante non operativo	(165)	(157)
Operazioni di rilievo nel settore rinnovabili e cessioni di attività <i>non-core</i>	-	135
Altri investimenti netti (-)	(340)	(213)
<b>C. CASH FLOW DOPO INVESTIMENTI NETTI E VARIAZIONE DEL CAPITALE CIRCOLANTE</b>	<b>241</b>	<b>112</b>
Dividendi pagati (-)	(286)	-
Altro	(1)	(15)
<b>D. CASH FLOW NETTO DI PERIODO</b>	<b>(46)</b>	<b>97</b>
<b>E. TOTALE (INDEBITAMENTO) FINANZIARIO FINALE (*)</b>	<b>(150)</b>	<b>(423)</b>

L'indebitamento finanziario di Edison S.p.A. è significativamente differente tra il primo semestre 2021 e il primo semestre 2022 in quanto nel primo periodo citato ammonta a 520 milioni di euro quello iniziale e a 423 milioni di euro quello finale, mentre al 30 giugno 2022 gli stessi importi ammontano rispettivamente a 104 milioni di euro e a 150 milioni di euro. In tale situazione, il mutamento significativo dell'indebitamento è stato registrato nel secondo semestre 2021, il quale ha comportato una riduzione del 75%.

Inoltre, nel primo semestre 2021 sono state poste in essere delle operazioni che hanno portato ad una riduzione dell'indebitamento iniziale, mentre nel primo semestre 2022 l'indebitamento finanziario finale è maggiore rispetto a quello iniziale. Tale condizione è da riferirsi principalmente al flusso delle attività operative, in particolare al margine operativo lordo.

Il *cash flow* da attività di investimento ha segno negativo in quanto gli investimenti sono stati maggiori dei disinvestimenti. Nel corso dei primi sei mesi del 2022, Edison S.p.A. ha acquisito immobilizzazioni relative alla generazione di energia termoelettrica, quattro società operanti nel settore dell'energia e servizi energetici ed ambientali legati alla Pubblica Amministrazione.

<sup>55</sup> Fonte: [www.edison.it](http://www.edison.it)

I flussi di cassa inerenti all'attività di finanziamento sono riferiti unicamente al pagamento dei dividendi per un ammontare pari a 286 milioni di euro.

### **3.5.3. I rischi connessi al conflitto in Ucraina**

Il principale rischio connesso alla continuità aziendale è il rischio del prezzo sulle *commodity*. Come tutte le altre società finora analizzate, Edison S.p.A. ha fortemente risentito della volatilità dei prezzi delle materie prime. Infatti, coerentemente con quanto analizzato nei paragrafi soprastanti, l'impresa ha subito una triplicazione dei costi per *commodity* e logistica, soprattutto per quanto concerne gli approvvigionamenti provenienti dall'Europa dell'Est. Una delle strategie adottate per limitare il danno del "caro energia" è stata quella di aumentare i prezzi di vendita.

Durante le prime tensioni tra Russia e Ucraina e, anche durante l'estate 2021, il prezzo del petrolio e del gas naturale aveva iniziato a subire incrementi piccoli, ma costanti. In questo periodo, l'unica soluzione adottabile dalle società era quella di intervenire su altre voci positive del bilancio, al fine di coprire adeguatamente l'aumento dei costi. Infatti, all'inizio di questo contesto, lo Stato non aveva ancora emanato normative ad hoc per fronteggiare il "caro energia" e le società sono state costrette a "difendersi" in maniera autonoma.

Successivamente, il Governo è intervenuto nei confronti sia dei cittadini sia delle imprese (prime tra tutte quelle energetiche) introducendo nuovi decreti; tra i più rilevanti si ricorda: l'annullamento degli oneri generali di sistema in bolletta da parte dell'ARERA e l'introduzione della possibilità di richiedere la rateizzazione fino a 24 mesi delle fatture relative ai mesi di maggio e giugno.

Essendo Edison S.p.A. esposto al rischio di oscillazione dei prezzi di tutte le *commodity* energetiche, il CDA ha incrementato le attività di monitoraggio e di controllo sulle attività di approvvigionamento.

Un'altra strategia adottata dalla società per limitare i danni causati dal caro energia è stata quella di ricorrere ad investimenti, acquisizioni e disinvestimenti al fine di razionalizzare il portafoglio complessivo e adeguare costantemente l'ambiente competitivo. Tra le operazioni di investimento, ad aprile 2022, Edison S.p.A. ha acquisito la società spagnola *Sistrol SA* con lo scopo di diversificare il rischio Paese in quanto, fino a quel momento, operava unicamente nel territorio nazionale.

Per quanto concerne il rischio di continuità aziendale, nella Relazione semestrale e nel bilancio non si fa riferimento ad una possibile e imminente chiusura della società, ma si afferma che se la situazione continuasse a peggiorare e se non venissero adottate misure idonee a contenere i costi dell'energia, i risultati netti d'esercizio potrebbero subire costantemente dei decrementi fino a registrare delle perdite talmente consistenti da non essere coperte. Quest'ultimo rischio non si riferisce solo alla singola società, in quanto potrebbe espandersi in tutto il sistema economico fino a creare un danneggiamento irreparabile al PIL.

La società di revisione KPMG che ha revisionato il bilancio di Edison S.p.A. non ha evidenziato elementi che possano fare presumere una non conformità con i principi contabili internazionali.

### **3.6. Il confronto tra le società energetiche**

Ai fini del confronto nello spazio e nel tempo dell'andamento economico – fiscale delle società energetiche finora analizzate (Enel S.p.A., Eni S.p.A., Iren S.p.A., ERG S.p.A., Edison S.p.A.) si sono costruite due tabelle riportanti alcune voci del Conto Economico e del Rendiconto finanziario risultante dalla Relazione semestrale 2022.

In particolare, sono state analizzate le seguenti voci: ricavi della gestione caratteristica, costi connessi all'energia, costi totali, margine operativo lordo, imposte sul reddito, risultato netto d'esercizio, contributo straordinario solidaristico ex art. 37 del DL 21/2022, flusso di cassa delle attività operative, flusso di cassa delle attività di investimento, flusso di cassa delle attività di finanziamento e flusso di cassa totale.

Grafico 3.36.: Principali voci del Conto Economico delle società energetiche a confronto<sup>56</sup>

	ENI S.P.A.			ENEL S.P.A.			IREN S.P.A.		
	Primo semestre 2022	Primo semestre 2021	Variazione percentuale	Primo semestre 2022	Primo semestre 2021	Variazione percentuale	Primo semestre 2022	Primo semestre 2021	Variazione percentuale
<b>Ricavi della gestione caratteristica</b>	63.685	30.788	106,85%	67.258	36.291	85,33%	3.711	2.003	85,27%
<b>Costi connessi all'energia</b>	46.882	22.117	111,97%	47.209	17.127	175,64%	2.023	509	297,45%
<b>Costi totali</b>	52.981	27.582	92,09%	60.462	28.701	110,66%	2.135	562	279,89%
<b>Margine operativo lordo (EBITDA)</b>	11.322	3.857	193,54%	8.205	7.795	5,26%	562	516	8,91%
<b>Imposte d'esercizio</b>	4.895	1.845	165,31%	991	1.177	-15,80%	104	34	205,88%
<b>Contributo straordinario "Extra-profitti"</b>	196	-		50	-		31	-	
<b>Risultato netto d'esercizio</b>	9.106	1.971	362,00%	1.693	1.778	-4,78%	152	208	-26,92%

	ERG S.P.A.			EDISON S.P.A.		
	Primo semestre 2022	Primo semestre 2021	Variazione percentuale	Primo semestre 2022	Primo semestre 2021	Variazione percentuale
<b>Ricavi della gestione caratteristica</b>	374	259	44,40%	13.222	4.120	220,92%
<b>Costi connessi all'energia</b>	5	2	150,00%	12.097	3.251	272,10%
<b>Costi totali</b>	105	85	23,53%	12.600	3.648	245,39%
<b>Margine operativo lordo (EBITDA)</b>	275	177	55,37%	622	472	31,78%
<b>Imposte d'esercizio</b>	66	11	500,00%	198	-172	215,12%
<b>Contributo straordinario "Extra-profitti"</b>	36	-		74	-	
<b>Risultato netto d'esercizio</b>	497	93	434,41%	201	319	-36,99%

<sup>56</sup> Fonte: rielaborazione personale dei dati reperibili ai siti web: [www.enel.com](http://www.enel.com), [www.eni.com](http://www.eni.com), [www.gruppoiren.it](http://www.gruppoiren.it), [www.erg.eu](http://www.erg.eu), [www.edison.it](http://www.edison.it)

In riferimento ai ricavi di vendita, tutte le società energetiche analizzate hanno registrato un incremento tra il primo semestre 2021 e il primo semestre 2022.

In particolare, la società che ha registrato l'incremento inferiore è ERG S.p.A. con una variazione percentuale del +44%, mentre l'impresa che ha registrato l'incremento maggiore è Edison S.p.A. con una variazione percentuale del +220%. Tuttavia, questa condizione non è stata verificata anche nel confronto dei dati risultanti dal bilancio d'esercizio 2022 in quanto ERG S.p.A. ha innalzato vertiginosamente i suoi ricavi di vendita registrando una variazione del +637% dal 2021 al 2022, la quale non è comparabile con quella registrata nel primo semestre 2022 o con quella evidenziata dalle altre società che è nettamente inferiore.

La causa principale dell'incremento dei ricavi di vendita risiede nel fatto che tutte le società energetiche hanno aumentato i prezzi di vendita dell'energia elettrica e del gas per fronteggiare l'inasprimento dei prezzi del gas naturale e del petrolio a seguito del conflitto russo – ucraino. Inoltre, per Enel S.p.A., Eni S.p.A. ed ERG S.p.A. l'incremento dei ricavi è da ricondursi anche, seppur in proporzione inferiore, all'aumento della domanda di energia elettrica da parte della clientela.

Per quanto concerne i costi, si è ritenuto opportuno distinguere i costi connessi all'energia rispetto ai costi totali. Infatti, tramite questa suddivisione è possibile osservare nella tabella soprastante che la variazione percentuale dei costi connessi all'energia tra il primo semestre 2021 e il primo semestre 2022 è superiore rispetto a quella dei costi totali in quanto tutte le altre voci di costo hanno registrato solo un lieve incremento che ha compensato la forte crescita dei costi relativi agli approvvigionamenti di materie prime.

Nel caso di Eni S.p.A. i costi energetici hanno subito più che un raddoppio, in Enel S.p.A. sono aumentati del +175%, mentre nei casi di Iren S.p.A. e Edison S.p.A. hanno registrato una quadruplicazione degli importi.

ERG S.p.A. mostra una variazione più “anomala” rispetto a quella delle società comparate in quanto i costi connessi all'approvvigionamento delle materie prime (quali gas naturale e petrolio) rappresentano solamente una piccola parte dei costi totali, mentre per le altre società costituiscono la maggior parte dei costi. Tale situazione è dovuta al fatto che ERG S.p.A. è la società che produce più *green energy*, in proporzione alle dimensioni d'azienda, rispetto a tutti i suoi *competitor* e questo gli permette di avere una bassa incidenza di tali costi sul totale, sebbene i dati del bilancio d'esercizio 2022 abbiano

completamente stravolto la situazione economica presentata nella Relazione finanziaria semestrale. Infatti, nel secondo semestre 2022, i costi per l'approvvigionamento delle materie prime provenienti dalla Russia hanno registrato un aumento senza precedenti, il quale ha condotto la società in una condizione di perdita d'esercizio in quanto l'incremento dei costi non è stato coperto da un analogo incremento dei ricavi e dei proventi positivi.

La composizione dei costi energetici è differente a seconda della società analizzata. Ad esempio, Iren S.p.A. commercializza energia elettrica prodotta sia dalla stessa società in maniera autonoma sia da altri grossisti acquisendola al prezzo di mercato. Queste due attività hanno un impatto diverso nel Conto Economico in quanto l'energia elettrica acquisita da altri riporta un prezzo d'acquisto maggiore incrementato dagli extra-profitti generati dalle altre società energetiche; mentre l'energia prodotta autonomamente ricopre dei costi inferiori riferiti all'approvvigionamento delle materie prime, quali gas naturale e petrolio, i quali risentono solamente dell'impatto della Guerra in Ucraina e non anche dei guadagni extra delle altre società. Per tale ragione, il forte incremento dei costi connessi all'energia tra il primo semestre 2021 e il primo semestre 2022 di quasi il 300% è da ricondursi a questa situazione.

Contrariamente, ERG S.p.A. produce la maggior parte della sua energia elettrica utilizzando fonti rinnovabili, le quali richiedono ampi costi di costruzione degli impianti e di manutenzione, ma bassi costi operativi in quanto l'energia viene prodotta da elementi presenti in natura e non da materie prime, quali gas naturale, come avviene nel caso dell'energia tradizionale. Questa condizione ha permesso alla società di risentire in misura inferiore dell'impatto della guerra durante il primo semestre 2022 registrando ampie variazioni positive del risultato economico d'esercizio tra i due periodi a confronto.

A seguito dello scoppio del conflitto in Ucraina, il management di ERG S.p.A., e anche quello di Eni S.p.A., ha espanso ulteriormente la visione della produzione di energia futura fissando nel medio – lungo termine degli obiettivi in merito all'utilizzo delle fonti. In particolare, ERG S.p.A. prevede di sostituire completamente gli approvvigionamenti di fonti non rinnovabili con l'utilizzo di fonti *green* entro il 2025. Questo obiettivo consente sia di migliorare le politiche ESG e diminuire l'emissione di CO2 sia di ridurre il rischio di oscillazione dei prezzi di mercato dell'energia a fronte del proseguimento del conflitto migliorando l'impatto della Guerra in bilancio. Lo stesso

obiettivo è stato apposto anche da Eni S.p.A. con una durata superiore, infatti il CDA presumere di raggiungere tale scopo entro il 2050.

Tutte le altre società, ossia Enel S.p.A., Edison S.p.A. e, attualmente anche Eni S.p.A., producono la maggior parte dell'energia elettrica utilizzando gas naturale che acquisiscono direttamente o indirettamente dalla Russia. Per queste società, infatti, la variazione dei costi energetici registrata tra il primo semestre 2021 e il primo semestre 2022 è maggiore rispetto a quella di ERG S.p.A. che produce per lo più *green energy*.

Inoltre, se si osserva la variazione dei costi connessi all'energia registrata dalle società a partecipazione statale, ossia Eni S.p.A. ed Enel S.p.A., e non si considera ERG S.p.A. (la quale produce per la maggior parte *green energy*), si può notare che tale variazione è inferiore rispetto a quella registrata dalle altre due società analizzate. Questa condizione potrebbe derivare dal fatto che la partecipazione statale, nonché le ampie dimensioni delle società, abbiano consentito a Eni S.p.A. ed Enel S.p.A. di concludere trattative più vantaggiose con i fornitori<sup>57</sup>.

Nonostante il contesto economico di difficoltà durante il quale sono state svolte le analisi, tutte le società mostrano un margine operativo lordo positivo in quanto l'innalzamento dei prezzi di vendita è stato sufficiente a coprire l'aumento dei costi derivante dal "caro energia". In particolare, Eni S.p.A. ha registrato una variazione in aumento del +193% tra il primo semestre 2021 e il primo semestre 2022. Le variazioni percentuali dello stesso risultato intermedio registrate dalle altre società sono nettamente inferiori e nel caso di Enel S.p.A. ed Iren S.p.A. non superano neanche il 10%.

Tale incremento del margine operativo lordo è proporzionale al contributo straordinario solidaristico ex art. 37 DL 21/2022 versato dalle rispettive società. Non a caso, Eni S.p.A. che ha registrato una variazione dell'EBITDA del +193% ha versato 196 milioni di euro per tale contributo, mentre Iren S.p.A. che ha incrementato il suo margine operativo lordo del +9% ha versato 31 milioni di euro per il medesimo contributo.

Contrariamente a quanto osservato nelle variazioni dei costi connessi all'energia, per il contributo straordinario solidaristico non vi è alcuna correlazione con le società a partecipazione statale in quanto Eni S.p.A. è stata la società a generare maggiori extra-profitti (circa 784 milioni di euro), mentre Enel S.p.A. ha generato "solamente" 50 milioni

---

<sup>57</sup> Tuttavia, all'interno delle Relazioni sulla gestione non avviene affermata esplicitamente tale condizione, la quale comunque costituisce un elemento di analisi che viene spesso accennato anche nelle pubblicazioni scientifiche delle associazioni di categoria.

di euro di extra-profitti, nonostante l'andamento dei ricavi di vendita e dei costi produttivi sia pressoché simile anche negli importi. Invece, Edison S.p.A. che ha dimensioni societarie nettamente inferiori rispetto alle due multinazionali precedentemente nominate e importi economici (relativi ai ricavi di vendita e ai costi di produzione) cinque volte inferiori rispetto ad Eni S.p.A. ed Enel S.p.A., ha generato extra-profitti per 296 milioni di euro. Quindi, nonostante la correlazione con l'EBITDA, non vi sono altre connessioni con gli altri dati di bilancio o con la partecipazione societaria in merito al contributo solidaristico e, inoltre, nessuna società fornisce informazioni dettagliate in merito per eseguire un confronto più chiaro.

Le imposte sul reddito versate al 30 giugno 2022 da parte di tutte le società, ad eccezione di Enel S.p.A., sono state superiori rispetto a quelle versate nel periodo in comparazione precedente in quanto:

- il risultato ante imposte sul quale viene calcolata l'aliquota è maggiore nel primo semestre 2022 rispetto al primo semestre 2021 e, quindi, per definizione, le imposte sul reddito sono maggiori per il 2022;
- nel corso del primo semestre 2022, le società hanno dovuto versare il contributo straordinario solidaristico contro il "caro bollette" pari al 25% degli extra-profitti e, siccome tutte le società analizzate hanno generato extra-profitti, tale contributo è stato più o meno elevato a seconda dei guadagni aggiuntivi prodotti;
- nel primo semestre 2021 sono stati evidenziati dei riallineamenti fiscali che hanno determinato un effetto fiscale positivo che ha parzialmente compensato le imposte sul reddito a debito;
- il *tax rate* applicato nel primo semestre 2022 è stato maggiore rispetto a quello applicato nel primo semestre 2021.

I risultati netti d'esercizio delle società hanno tutti segno positivo e, per tale ragione, sono sintomo di una buona azione da parte dei CDA nel fronteggiare la situazione di instabilità dei prezzi delle *commodity* a partire da febbraio 2022. Tuttavia, se si confronta l'utile d'esercizio generato nel primo semestre 2022 con quello prodotto nel primo semestre 2021 si notano situazioni contrastanti:

- Eni S.p.A. ha generato un utile d'esercizio maggiore rispetto a quello prodotto nel periodo di comparazione precedente grazie soprattutto

all'aumento dei ricavi di vendita in misura più che proporzionale rispetto all'aumento dei costi;

- Enel S.p.A., Iren S.p.A. e Edison S.p.A. mostrano una variazione in diminuzione del risultato netto d'esercizio tra i due periodi di comparazione. La principale causa deriva dalla situazione opposta di Eni S.p.A., ossia un incremento dei ricavi di vendita in misura meno che proporzionale rispetto ai costi;
- ERG S.p.A. registra un forte incremento di tale valore tra il primo semestre 2021 e il primo semestre 2022 il quale non è stato verificato anche nel bilancio d'esercizio 2022 in quanto la società è stata l'unica ad aver registrato una perdita d'esercizio al 31 dicembre 2022.

Dall'analisi complessiva dei dati economici si può affermare che i ricavi di vendita e i costi produttivi hanno registrato forti incrementi nel corso del periodo di analisi, mentre i risultati intermedi e il risultato d'esercizio mostrano valori differenti tra le varie società. In particolare, Eni S.p.A. ed ERG S.p.A. hanno evidenziato un andamento economico in crescita e profittevole nonostante la gestione fiscale avversa, contrariamente Iren S.p.A., Enel S.p.A. e Edison S.p.A. hanno chiuso l'esercizio in utile, ma evidenziando un andamento economico in leggero declino rispetto a quello precedentemente analizzato.

Grafico 3.37.: Confronto dei risultati intermedi del Rendiconto finanziario delle società energetiche<sup>58</sup>

	ENI S.P.A.			ENEL S.P.A.			IREN S.P.A.		
	<u>Primo semestre 2022</u>	<u>Primo semestre 2021</u>	<u>Variazione percentuale</u>	<u>Primo semestre 2022</u>	<u>Primo semestre 2021</u>	<u>Variazione percentuale</u>	<u>Primo semestre 2022</u>	<u>Primo semestre 2021</u>	<u>Variazione percentuale</u>
<i>Flusso di cassa delle attività operative</i>	7.281	4.093	3.188	664	2.676	-2.012	294	407	<b>-113</b>
<i>Flusso di cassa delle attività di investimento</i>	-3.300	-2.948	-352	-6.835	-5.302	-1.533	-614	-301	<b>-313</b>
<i>Flusso di cassa delle attività di finanziamento</i>	-1.313	-838	-475	3.741	1.149	2.592	-172	-116	<b>-56</b>
<b><i>Flusso di cassa totale</i></b>	<b>2.668</b>	<b>307</b>	<b>2.361</b>	<b>6.802</b>	<b>4.817</b>	<b>1.985</b>	<b>-492</b>	<b>-10</b>	<b>-482</b>

	ERG S.P.A.			EDISON S.P.A.		
	<u>Primo semestre 2022</u>	<u>Primo semestre 2021</u>	<u>Variazione percentuale</u>	<u>Primo semestre 2022</u>	<u>Primo semestre 2021</u>	<u>Variazione percentuale</u>
<i>Flusso di cassa delle attività operative</i>	294	407	-113	612	398	214
<i>Flusso di cassa delle attività di investimento</i>	-614	-301	-313	-371	-286	-85
<i>Flusso di cassa delle attività di finanziamento</i>	-172	-116	-56	-287	-15	-272
<b><i>Flusso di cassa totale</i></b>	<b>-492</b>	<b>-10</b>	<b>-482</b>	<b>-46</b>	<b>97</b>	<b>-143</b>

<sup>58</sup> Fonte: rielaborazione personale dei dati reperibili ai siti web: [www.enel.com](http://www.enel.com), [www.eni.com](http://www.eni.com), [www.gruppoiren.it](http://www.gruppoiren.it), [www.erg.eu](http://www.erg.eu), [www.edison.it](http://www.edison.it)

Nel corso del primo semestre 2022, Eni S.p.A., ed Enel S.p.A. hanno generato liquidità, mentre ERG S.p.A., Edison S.p.A. e Iren S.p.A. hanno distrutto parte delle disponibilità liquide esistenti. Inoltre, se si osserva la variazione in termini assoluti dei flussi di cassa totali tra il primo semestre 2021 e il primo semestre 2022, si può notare che le prime due società hanno registrato una variazione in aumento, mentre le ultime tre una variazione in diminuzione.

Il flusso di cassa da attività operative è quello che ha subito maggiori variazioni tra i due periodi in comparazione differendo notevolmente anche in base alla società analizzata; infatti, le variazioni registrate da questo genere di attività sono da riferirsi al mutamento del risultato economico d'esercizio, nonché a piccole variazioni nel capitale circolante netto. Infatti, Eni S.p.A. che ha incrementato l'utile d'esercizio del +362% tra il primo semestre 2021 e il primo semestre 2022, ha anche registrato una forte variazione positiva del *cash flow* da attività operative per oltre 3.000 milioni di euro. Contrariamente, il risultato d'esercizio di Enel S.p.A. è diminuito di circa il -5% e il flusso di cassa delle attività operative ha evidenziato una variazione negativa di circa 2.000 milioni di euro. Quindi, la correlazione tra l'andamento economico e il flusso di cassa delle attività operative nel primo semestre 2021 è stata molto forte in tutte le società energetiche analizzate.

Per quanto concerne l'attività di investimento, Eni S.p.A. e Edison S.p.A. non hanno variato particolarmente il loro flusso di cassa in quanto non sono state messe in atto attività di acquisizione o disinvestimento diverse rispetto a quelle ipotizzate l'anno precedente. Enel S.p.A. ha incrementato notevolmente l'attività di investimento acquisendo la società *ERG Hydro Srl* per un corrispettivo pari 1.196 milioni di euro, il quale ha aumentato notevolmente l'attività di investimento con effetti negativi sulla liquidità. Iren S.p.A. ed ERG S.p.A., coerentemente all'incremento delle politiche ESG attuate nel corso del primo semestre 2022, hanno acquisito parchi eolici nelle aree del sud d'Italia e in Valle d'Aosta e impianti fotovoltaici nel centro d'Italia e nelle isole incrementando la loro attività di investimento.

Il flusso di cassa da attività di finanziamento è negativo e registra una variazione in diminuzione rispetto all'anno precedente in tutte le società energetiche, ad eccezione di Enel S.p.A. Questa condizione è da riferirsi all'impatto della Guerra in Ucraina che ha avuto conseguenze non solo a livello economico, ma anche a livello finanziario. Infatti,

l'incremento negativo del *cash flow* è dovuto principalmente all'aumento dell'indebitamento finanziario nel corso del primo semestre 2022 per effetto di finanziamenti a breve e a medio – lungo termine richiesti soprattutto alle banche. I finanziamenti di breve durata sono stati richiesti soprattutto da Iren S.p.A. e Edison S.p.A. per fronteggiare la situazione di instabilità attuale, mentre quelli di medio – lungo periodo sono stati richiesti da Eni S.p.A. ed ERG S.p.A. per finanziare i progetti di decarbonizzazione.

## CAPITOLO IV – Le società energivore

### 4.1.L'analisi di Ferrari S.p.A.

Ferrari S.p.A. è una società automobilistica italiana operante nel settore della meccanica e, in particolare, nella produzione di auto da corsa e di lusso. Fu fondata nel 1947 da Enzo Ferrari a Maranello, dove oggi mantiene la sua sede operativa principale, mentre la sede legale fu spostata a Modena nel 1982.

Il suo marchio è il più conosciuto al mondo e ha un valore commerciale di quasi cinque miliardi di euro. Nel 2013 e nel 2014, il cavallino nero con lo sfondo giallo (colore della città Modena) è stato riconosciuto come il più influente al mondo e nel 2015 è stato posizionato al 295° posto nella classifica “*The most valuable brands of 2015*”.

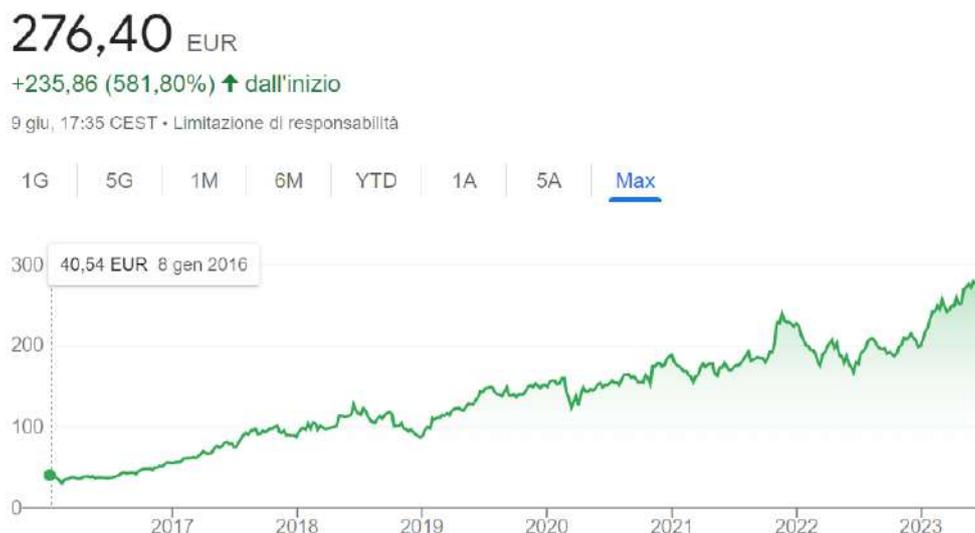
Dall'anno di fondazione ad oggi, la holding è sempre rimasta sotto il controllo della famiglia Ferrari. Dal 1° settembre 2021, la società è guidata da Benedetto Vigna, in qualità di amministratore delegato come successore di Louis Camilleri, da John Elkann, in qualità di presidente, e da Pietro Ferrari (figlio del fondatore Enzo), in qualità di vicepresidente. In precedenza, i ruoli di presidente e amministratore delegato erano coperti da Sergio Marchionne (scomparso nel 2018), un noto dirigente d'azienda italiano naturalizzato canadese che ha gestito l'amministrazione anche di Fiat Chrysler Automobiles.

Le automobili prodotte da Ferrari S.p.A. hanno un prezzo di mercato molto ampio che oscilla tra i 200.000 euro e gli oltre due milioni di euro, a seconda del modello. L'ultimo modello messo in commercio prende il nome di *Ferrari Purosangue* e ha un valore medio di mercato di 390.000 euro. Tra i molteplici colori offerti dalla casa produttrice, il rosso è il suo colore distintivo (e anche il più richiesto e costoso), al punto che è stato brevettato con il nome di “*Rosso Ferrari*”.

La società è attivamente presente anche nelle competizioni automobilistiche di velocità più famose al mondo, quali Formula 1 in cui è presente con due noti piloti: Charles Leclerc e Carlos Sainz.

Le azioni di Ferrari S.p.A. sono quotate nella Borsa di Milano all'indice FTSE MIB dall'8 gennaio 2016, anno in cui il prezzo di ogni azione era pari a circa 40 euro. Attualmente, le azioni vengono scambiate ad un valore medio di 270 euro. Nel grafico sottostante, si mostra l'andamento delle azioni nel tempo.

Grafico 4.1.: Andamento azionario di Ferrari S.p.A.<sup>59</sup>



Il grafico mostra un andamento in costante crescita, ad eccezione di alcuni periodi dove è stato registrato un piccolo decremento del valore, il quale è quasi subito salito raggiungendo e superando i livelli precedenti. Questi andamenti altalenanti sono dovuti all’impatto delle competizioni automobilistiche sul valore in Borsa. Non a caso, a inizio 2022, il pilota Charles Leclerc aveva raggiunto un’ottima posizione nella Formula 1 e il valore azionario era notevolmente aumentato. Successivamente alla sconfitta e alla vittoria del mondiale di Max Verstappen (pilota di un’altra casa automobilistica), il valore azionario è diminuito.

Inoltre, la società svolge la maggior parte della sua attività produttiva in Italia garantendo la qualità del “*Made in Italy*” dei suoi prodotti e ricoprendo un livello occupazionale molto elevato nel suo settore.

Grafico 4.2.: Livello occupazione di Ferrari S.p.A.<sup>60</sup>

	For the three months ended June 30,		For the six months ended June 30,	
	2022	2021	2022	2021
Average number of employees for the period	4,618	4,562	4,625	4,560

Al 30 giugno 2021, Ferrari S.p.A. contava 4.560 dipendenti e nel corso della prima metà del 2022 ha incrementato il suo livello occupazionale fino ad arrivare a 4.625 addetti.

<sup>59</sup> Fonte: [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

<sup>60</sup> Fonte: [www.ferrari.com](http://www.ferrari.com)

Lo scoppio della Guerra in Ucraina a fine febbraio 2022 e la “*crisi economico – finanziaria – sanitaria*” rafforzata da un livello di inflazione sempre più crescente, ha allarmato il management di Ferrari S.p.A. fino a prospettare cali nei volumi di vendita e aumenti nei costi per l’energia. Per tale ragione, nel corso dei primi sei mesi del 2022, la società ha incrementato le sue campagne di *marketing* in tutto il mondo, le quali hanno avuto successo e hanno portato all’incremento della domanda della clientela, la quale, a sua volta, ha generato un aumento della produzione e dei ricavi di vendita necessari a coprire l’incremento delle spese per l’energia. Per quest’ultima problematica, la società ha voluto trovare una soluzione all’interno del Gruppo, ossia costruire un nuovo impianto fotovoltaico per la produzione autonoma di energia che le consente di abbattere maggiormente l’aumento costi produttivi.

Per un’analisi più dettagliata, si riporta un estratto del Conto Economico risultante dalla Relazione semestrale 2022.

Grafico 4.3.: Conto Economico di Ferrari S.p.A.<sup>61</sup>

	Note	For the three months ended June 30,		For the six months ended June 30,	
		2022	2021	2022	2021
(€ thousand)					
Net revenues	6	1,291,491	1,034,388	2,477,473	2,045,668
Cost of sales	7	678,894	498,091	1,267,096	981,555
Selling, general and administrative costs	8	103,483	80,984	193,447	152,594
Research and development costs	9	183,675	179,753	381,140	368,623
Other expenses/(income), net	10	4,576	3,491	9,560	5,953
Result from investments		1,779	1,745	3,659	3,181
<b>EBIT</b>		<b>322,642</b>	<b>273,814</b>	<b>629,889</b>	<b>540,124</b>
Net financial expenses	11	9,427	9,715	17,432	18,942
<b>Profit before taxes</b>		<b>313,215</b>	<b>264,099</b>	<b>612,457</b>	<b>521,182</b>
Income tax expense	12	62,643	58,032	122,492	109,448
<b>Net profit</b>		<b>250,572</b>	<b>206,067</b>	<b>489,965</b>	<b>411,734</b>

Nella tabella vengono riportati i dati sia del primo semestre 2021/2022 sia del secondo trimestre 2021/2022. Ai fini di un’analisi omogenea, anche con le altre società energetiche, si andranno ad esaminare i valori complessivi del primo semestre in entrambe i periodi d’esercizio.

Sulla base dell’aumento della domanda dei clienti e delle campagne di *marketing* rafforzate a partire da marzo 2022, i ricavi netti di vendita nel primo semestre 2022 ammontano a 2.477 milioni di euro, in aumento del +21% rispetto al primo semestre 2021.

<sup>61</sup> Fonte: [www.ferrari.com](http://www.ferrari.com)

In ossequio ai ricavi, anche il costo del venduto ha subito un incremento passando da 981 milioni di euro nel primo semestre 2021 a 1.267 milioni di euro nel periodo di comparazione successivo, registrando una variazione percentuale positiva del +16,67%.

Tale incremento è inferiore rispetto all'aumento dei ricavi di vendita ed è un sintomo positivo del buon andamento economico, nonché di crescita, realizzato grazie alle strategie messe in atto per fronteggiare l'aumento dei costi produttivi.

Tuttavia, la composizione percentuale del costo del venduto sui ricavi di vendita è rispettivamente del 51% nel primo semestre 2022 e del 48% nel primo semestre 2021. Quindi, nonostante l'incremento del costo del venduto nei primi sei mesi del 2022 sia stato meno che proporzionale rispetto a quello registrato dai ricavi, la composizione del costo del venduto sui ricavi è aumentata.

L'aumento dei costi è principalmente attribuibile ai maggiori volumi di autovetture richieste dalla clientela, nonché ai maggiori costi industriali inclusa l'inflazione dei costi delle *commodity* (tra cui l'energia) e l'incremento del prezzo dei *chip* elettronici.

L'incremento dei costi di vendita, generali e amministrativi (+26,8%) è imputabile alle attività di comunicazione, *marketing* e *lifestyle* degli eventi aziendali del periodo (tra cui la Formula 1) e delle strategie finalizzate all'incremento della domanda di automobili.

Coerentemente all'aumento dei ricavi più che proporzionale rispetto all'aumento dei costi, anche i risultati intermedi e il risultato economico netto d'esercizio hanno registrato un incremento.

In particolare:

- l'EBIT per il semestre chiuso al 30 giugno 2022 è stato di 630 milioni di euro, in aumento di +90 milioni di euro o del +16,6% rispetto ai 540 milioni di euro del primo semestre 2021;
- il risultato netto d'esercizio ha registrato un incremento del +19% passando da 412 milioni di euro a 490 milioni di euro;
- l'EBITDA al 30 giugno 2022 è pari a 869 milioni di euro, in aumento del +14% rispetto ai 762 milioni di euro del primo semestre 2021. Rispetto all'EBIT, l'incremento di questo risultato intermedio è inferiore di 2,6 punti percentuali a causa degli ammortamenti che, in proporzione, sono stati maggiori nel primo semestre 2021 rispetto che al primo semestre 2022.

A seguito dell'incremento delle spese per l'energia, a luglio 2022 Ferrari ha annunciato la costruzione di un nuovo sistema fotovoltaico nella sede operativa di Maranello, ai fini di espandere la produzione autonoma di *green energy* e ridurre le emissioni di CO2. Questa politica è stata perseguita, oltre che per un fine ambientale, anche e soprattutto per ridurre gli approvvigionamenti di energia elettrica prodotta utilizzando materie prime acquistate dalla Russia e ridurre l'impatto negativo della Guerra sulle *commodity*.

Sebbene il primo semestre 2022 sia stato un periodo di forti tensioni geopolitiche alle quali le società energivore (e non solo) hanno dovuto ricorrere a rapide soluzioni da attuare nel breve periodo, nel secondo semestre 2022 Ferrari S.p.A. ha avuto più tempo per elaborare soluzioni di medio – lungo periodo come quella sopradescritta. Inoltre, a metà 2022, il Governo è intervenuto maggiormente tramite sovvenzioni e aiuti alle società energetiche ed energivore, tra cui la fissazione di un tetto massimo a cui acquistare il petrolio dalla Russia, il quale ha consentito di ridurre il prezzo di mercato dell'energia elettrica a partire da luglio/agosto 2022. Questi eventi hanno avuto ripercussioni anche sull'andamento economico di Ferrari S.p.A., come si riporta nel grafico sottostante, il quale espone il Conto Economico risultante dal bilancio d'esercizio 2022 (pubblicato il 24 aprile).

Grafico 4.4.: Conto Economico di Ferrari S.p.A. risultante dal bilancio 2022.<sup>62</sup>

(€ thousand)	Note	For the years ended December 31,		
		2022	2021	2020
Net revenues	4	5,095,254	4,270,894	3,459,790
Cost of sales	5	2,648,953	2,080,613	1,686,324
Selling, general and administrative costs	6	427,974	348,024	336,126
Research and development costs	7	775,572	768,104	707,385
Other expenses/(income), net	8	21,548	5,561	18,475
Result from investments		6,175	6,896	4,647
<b>EBIT</b>		<b>1,227,382</b>	<b>1,075,488</b>	<b>716,127</b>
Net financial expenses	9	49,616	33,257	49,092
<b>Profit before taxes</b>		<b>1,177,766</b>	<b>1,042,231</b>	<b>667,035</b>
Income tax expense	10	238,472	209,095	58,155
<b>Net profit</b>		<b>939,294</b>	<b>833,136</b>	<b>608,880</b>

L'andamento economico risultante dal bilancio d'esercizio è coerente con quello della Relazione finanziaria semestrale in quanto le voci analizzate hanno mantenuto lo stesso trend per tutto l'esercizio 2022.

<sup>62</sup> Fonte: [www.ferrari.com](http://www.ferrari.com)

In particolare, i ricavi di vendita e il costo del venduto hanno subito una variazione percentuale positiva dal 2021 al 2022 rispettivamente del +19% e del +27%, mentre le variazioni delle stesse voci nelle Relazioni finanziarie semestrali erano rispettivamente del +21% e del +29%. La riduzione di due punti percentuali del costo del venduto è dovuta alla riduzione dei prezzi dell'energia elettrica nel corso del secondo semestre 2022, mentre il decremento di tre punti percentuali dei ricavi di vendita si riconduce a volumi di vendita inferiori a seguito di una riduzione delle politiche di *marketing*.

Coerentemente con quanto sopra descritto, anche il risultato netto d'esercizio è positivo e registra una variazione positiva del +12% rispetto al 2021 e del +38% rispetto al 2020. Sebbene il valore dell'utile d'esercizio sia maggiore rispetto agli anni precedenti, la variazione percentuale registrata tra il primo semestre 2021 e il primo semestre 2022 è stata superiore (+19%).

Nel complesso, il conflitto russo – ucraino ha avuto delle conseguenze anche sull'andamento economico di Ferrari S.p.A., il quale ha saputo gestire in modo efficiente la situazione e trarne dei vantaggi economici. A differenza delle società energetiche analizzate del capitolo precedente, l'incremento dei ricavi di vendita è dovuto unicamente ad un aumento del volume delle vendite e non ad un innalzamento del prezzo di vendita. Inoltre, le variazioni percentuali dal 2021 al 2022 delle voci del Conto Economico sono state più contenute rispetto alle variazioni registrate dalle società energetiche.

L'incremento del risultato economico d'esercizio registrato tra il 2021 e il 2022 ha avuto effetti positivi anche sull'andamento della liquidità in quanto si è assistito ad una contrazione minore delle disponibilità liquide rispetto a quella registrata nel 2021, come mostra il grafico sottostante riportante il Rendiconto finanziario della Relazione finanziaria semestrale 2022.

Grafico 4.5.: Rendiconto finanziario di Ferrari S.p.A. al 30 giugno 2022<sup>63</sup>

	For the six months ended June 30,	
	2022	2021
	(€ million)	
<b>Cash and cash equivalents at beginning of the period</b>	<b>1,344</b>	<b>1,362</b>
Cash flows from operating activities	568	523
Cash flows used in investing activities	(298)	(316)
Cash flows used in financing activities	(416)	(651)
Translation exchange differences	8	4
<b>Total change in cash and cash equivalents</b>	<b>(138)</b>	<b>(440)</b>
<b>Cash and cash equivalents at end of the period</b>	<b>1,206</b>	<b>922</b>

Per il semestre chiuso al 30 giugno 2022, le disponibilità liquide sono diminuite di 138 milioni di euro, rispetto ad un decremento di 440 milioni di euro per il semestre chiuso al 30 giugno 2021.

I flussi di cassa derivanti da attività operative hanno segno positivo ed ammontano a 568 milioni di euro, i quali sono principalmente il risultato di 489 milioni di euro di utile e 240 milioni di euro di cassa generata dalla variazione positive di altre attività operative erosi solo in parte da una variazione negativa del Capitale Circolante Netto (attribuibile soprattutto alle rimanenze). Rispetto al semestre in comparazione del periodo precedente, il CCN è incrementato (in negativo) di 86 milioni di euro comportando una contrazione maggiore del *cash flow* da attività operative, il quale è stato compensato dall'aumento dell'utile d'esercizio. Senza quest'ultimo incremento, il flusso di cassa avrebbe registrato una notevole riduzione rispetto al primo semestre 2021.

Il *cash flow* generato dalle attività di investimento e disinvestimento ha generato una riduzione del flusso di cassa per -298 milioni di euro, a seguito di incrementi in immobilizzazioni materiali e immateriali, con particolare riguardo ai costi di sviluppo acquisiti esternamente e generati internamente. Se si osserva lo stesso valore nel Rendiconto finanziario del bilancio d'esercizio 2022, si notano investimenti superiori, non solo perché si fa riferimento ad un arco temporale più lungo, ma perché all'interno di questo valore rientra anche la costruzione dell'impianto fotovoltaico a partire da luglio 2022.

L'attività di finanziamento ha ridotto la liquidità netta a disposizione della società per un importo pari a -416 milioni di euro. Tale decremento è dovuto particolarmente al pagamento di dividendi e al riacquisto di azioni proprie.

<sup>63</sup> Fonte: [www.ferrari.com](http://www.ferrari.com)

Quindi, sia nel primo semestre 2021 sia nel primo semestre 2022 è stata distrutta liquidità, a seguito di una forte attività di finanziamento (soprattutto pagamento di dividendi) e investimento.

In riferimento ai rischi connessi alla Guerra Ucraina, Ferrari S.p.A. riporta le difficoltà di approvvigionamento delle materie prime e l'innalzamento dei prezzi dell'energia tra i fattori di rischio rilevanti per la società. Infatti, nella Relazione sulla gestione, il CDA afferma che, in caso di ulteriori tensioni e/o di inasprimento maggiore dei prezzi delle *commodity*, la società si troverebbe in una situazione di problematicità, soprattutto a riguardo della catena di approvvigionamento con i suoi fornitori. Inoltre, si potrebbe trovare nella stessa situazione delle società energetiche analizzate nel precedente capitolo, ossia di dover aumentare i prezzi di vendita per non incorrere in situazioni in cui i proventi positivi del Conto Economico del quadro A non riescono a coprire i costi d'acquisto. Tuttavia, gli effetti delle controsazioni russe e altre misure sul business di Ferrari S.p.A. sono state limitate nella prima metà del 2022.

Ad inizio marzo 2022, la società ha deciso di sospendere qualsiasi spedizione o consegna veicoli al mercato russo. Attualmente, il management sta monitorando attentamente l'ambiente geopolitico e le sue potenziali implicazioni a livello globale per affrontare adeguatamente gli impatti sulla nuova linea di acquisizione di ordini, sui costi operativi e sulle spese finanziarie.

#### **4.2.L'analisi di Stellantis S.p.A.**

Stallantis S.p.A. è una holding olandese, con sede ad Amsterdam, al vertice del Gruppo automobilistico Stellantis nato dalla fusione tra Fiat Chrysler Automobiles e Peugeot SA il 16 gennaio 2021.

FCA era un Gruppo italo – americano, con sede nei Paesi Bassi, nato dalla fusione tra Fiat S.p.A. (italiana) e Chrysler Corporation (americana) nel 2014.

Fiat S.p.A. era una società italiana fondata nel 2011 a Torino da Giovanni Agnelli che si occupava della produzione di automobili, veicoli commerciali leggeri, editoria e comunicazione. L'anno prima della fusione aveva registrato un fatturato di 87 miliardi di euro, un numero di dipendenti oltre 220.000 e si era qualificata come la più nota e importante società di automobili utilitarie in Italia.

Chrysler Corporation era un gruppo americano fondato nel 1925 da Walter Chrysler ad Auburn Hills, in Michigan. La società si occupava della produzione di automobili e di autocarri e della manutenzione delle reti ferroviarie; tra i suoi marchi più noti, si evidenzia Jeep. Nel 1968 fu acquisita da Daimler-Benz e nel 2014 entrò a far parte del Gruppo FCA, a seguito dell'acquisizione delle quote di maggioranza da parte di Fiat S.p.A.

PSA (Peugeot SA) era un Gruppo industriale francese nato nel 1976 a Parigi, a seguito della costituzione societaria tra Peugeot e Citroën. Esso si occupava della produzione di autoveicoli e motoveicoli a cui appartenevano i marchi Peugeot, Citroën, DS Automobiles, Opel e Vauxhall ed era membro dell'Istituto europeo per le norme di telecomunicazione.

Nel complesso, successivamente alle numerose fusioni e, di conseguenza, alle molteplici società automobilistiche confluite all'interno del Gruppo Stellantis, vengono prodotte varie tipologie di vetture: dai modelli più utilitari, quali Fiat Panda, ai modelli più sportivi e di lusso, come ad esempio la maggior parte delle auto idealizzate da Maserati.

Stellantis ha siti produttivi, di proprietà e joint venture in ventinove Paesi situati tra Europa, Asia, America e Asia. Inoltre, nel 2022, è risultato il 29° Gruppo al mondo per fatturato nella Fortune Global 500 e il 6° nel settore automobilistico.

Il valore in Borsa delle azioni di Stellantis è notevolmente inferiore rispetto a quello di Ferrari S.p.A. registrando oscillazioni di valore tra cinque euro e venti euro dal 2014 ad oggi, come mostra il grafico sottostante.

Grafico 4.6.: Andamento azionario di Stellantis S.p.A.<sup>64</sup>



Il trend azionario mostra varie oscillazioni e andamenti altalenanti soprattutto nel periodo tra il 2020 e il 2021. Come evidenzia il grafico, ad inizio 2020, le azioni hanno subito un forte decremento in ossequio allo scoppio della pandemia da COVID-19; successivamente, a seguito della fusione con FCA, il valore azionario è notevolmente incrementato raggiungendo i livelli pre – pandemia.

La fusione tra PSA e FCA ha suscitato molto interesse e curiosità in Nord America al punto che, senza un particolare incremento delle politiche di *marketing* già in essere, la domanda da parte della clientela è cresciuta in maniera esponenziale raddoppiando i volumi di vendita in quel settore geografico. Tuttavia, tali aumenti hanno comportato inevitabilmente un incremento anche dei costi produttivi, con particolare riguardo alle spese energetiche e ai costi di logistica necessari per il trasporto delle autovetture.

Nel grafico sottostante, si riporta il Conto Economico risultante dalla Relazione finanziaria semestrale 2022 per un’analisi più approfondita delle singole voci di bilancio.

<sup>64</sup> Fonte: [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

Grafico 4.7.: Conto Economico di Stellantis S.p.A. nella Relazione finanziaria semestrale 2022<sup>65</sup>

	Note	Six months ended June 30,	
		2022	2021
Net revenues	3	€ 87,999	€ 72,610
Cost of revenues		69,865	58,301
Selling, general and other costs		4,460	4,550
Research and development costs		2,547	2,046
Gains/(losses) on disposal of investments		31	2
Restructuring costs	13	838	371
<b>Operating income</b>		<b>10,320</b>	<b>7,344</b>
Net financial expenses	4	431	217
<b>Profit before taxes</b>		<b>9,889</b>	<b>7,127</b>
Tax expense	5	1,985	1,729
Share of the profit of equity method investees		56	402
<b>Net profit from continuing operations</b>		<b>7,960</b>	<b>5,800</b>
Profit from discontinued operations, net of tax	2	—	990
<b>Net profit</b>		<b>€ 7,960</b>	<b>€ 6,790</b>

I ricavi netti di vendita nel primo semestre 2021 erano pari a 72.610 milioni di euro, mentre nel primo semestre 2022 ammontano a 87.999 milioni di euro, in aumento del +21,19%.

La principale componente dei ricavi netti di vendita è “*shipments of vehicules and sales of other goods*” che ricopre circa il 96% dei ricavi totali. Infatti, la causa dell’aumento di “*net revenues*” è riconducibile all’incremento di questa voce, la quale è passata da 69.818 milioni di euro nel primo semestre 2021 a 85.223 milioni di euro nel primo semestre 2022.

Nel dettaglio, nella Relazione finanziaria semestrale sono stati suddivisi i ricavi di vendita per continente in base alle spedizioni effettuate. Dalle analisi svolte su tali dati, si è osservato che la maggior parte delle spedizioni sono realizzate in America e in Europa. In particolare, al 30 giugno 2021, Stellantis aveva generato ricavi per 30.516 milioni di euro per le spedizioni in Europa e 29.405 milioni di euro per quelle in America. Ciò significa che il 41% del fatturato proveniva dall’Europa e il 40% dall’America.

Al 30 giugno 2022, i fatturati generati in America sono notevolmente incrementati arrivando a raggiungere i 41.854 milioni di euro; mentre in Europa sono rimasti congruenti con quelli registrati nel semestre a confronto dell’anno precedente (30.073 milioni di euro). Tale incremento ha registrato una variazione positiva del fatturato in America del +37,15% alla quale si riconduce l’incremento dei ricavi netti di vendita in

<sup>65</sup> Fonte: [www.stellantis.com](http://www.stellantis.com)

quanto, oltre che in Europa, anche negli altri continenti, le spedizioni non hanno generato un aumento dei ricavi.

Il costo del venduto nel primo semestre 2022 ammonta a 69.865 milioni di euro, in aumento del +19,83% rispetto all'importo del primo semestre 2021 che era pari a 58.301 milioni di euro. Le sinergie per le attività d'acquisto, produzione e *supply chain* sono le cause alla base di tale incremento in quanto sono correlate ai maggiori costi delle materie prime, ai maggiori volumi in Nord America, ai maggiori costi energetici e logistici e alle differenze di conversione delle valute estere dovute alla rivalutazione del dollaro.

Tra tutte queste voci, i costi per l'energia elettrica e la logistica sono quelle che hanno subito l'incremento maggiore. Infatti, ogni lavorazione (non manuale/artigianale) effettuata sulle autovetture necessita di un impulso energetico che Stellantis S.p.A., a differenza di Ferrari S.p.A. che produce autonomamente una parte di energia elettrica tramite fonti rinnovabili, acquista interamente da fornitori esterni al Gruppo al prezzo di mercato.

Inoltre, la maggior parte della distribuzione delle automobili avviene su terra e, solitamente, il bisarca percorre migliaia di chilometri per arrivare dalla sede operativa al concessionario consumando ingenti quantità di carburante che, con l'aumento del gasolio e della benzina, sono divenute sempre più costose. L'innalzamento del prezzo del carburante di +0,627/0,813 euro a litro durante il primo semestre 2022 ha generato un aumento dei costi di approvvigionamento di +1.567 milioni di euro.

Il margine operativo (riportato nel Conto Economico con la voce "*operating income*") nel primo semestre 2022 ha segno positivo ed ammonta a 10.320 milioni di euro contro i 7.344 milioni di euro generati nel primo semestre 2021. La variazione percentuale di tale incremento nei due periodi a confronto è pari a circa il +40%.

Il risultato netto d'esercizio al 30 giugno 2022 è positivo e ammonta a 7.960 milioni di euro, mentre al 30 giugno 2021 era pari a 6.790 milioni di euro. Tale incremento nel primo semestre 2022 è dovuto soprattutto ad un risultato ante imposte maggiore, nonché ad un *tax rate* inferiore; infatti, nel 2021 il *tax rate* era pari al 24% mentre nel 2022 al 20%.

Nel corso del secondo semestre 2022, due noti marchi appartenenti al Gruppo Stellantis, Jeep e Maserati, hanno innalzato i prezzi di vendita delle proprie autovetture del + 2-3% provocando un effetto opposto a quello desiderato, ossia, invece di generare

un aumento dei ricavi, si è assistiti ad un riduzione dei volumi di vendita. La ragione alla base di questo aumento di listino è stata provocata dall'aumento del prezzo di acquisto dell'acciaio, a seguito dell'incremento del prezzo dell'energia registrato in particolare nel corso del primo semestre 2022. Per l'analisi di questo aspetto, è necessario osservare i dati del Conto Economico del bilancio d'esercizio 2022 (pubblicato il 3 maggio 2022) riportato sottostante.

Grafico 4.8.: Conto economico di Stellantis S.p.A.<sup>66</sup>

	Note	Years ended December 31,		
		2022	2021	2020 <sup>(1)</sup>
Net revenues	4	€ 179,592	€ 149,419	€ 47,656
Cost of revenues		144,327	119,943	38,250
Selling, general and other costs		8,981	9,130	3,923
Research and development costs	5	5,200	4,487	2,231
Gains/(Losses) on disposal of investments		72	(35)	174
Restructuring costs		1,144	698	416
<b>Operating income/(loss)</b>		<b>20,012</b>	<b>15,126</b>	<b>3,010</b>
Net financial expenses/(income)	6	768	734	94
<b>Profit/(loss) before taxes</b>		<b>19,244</b>	<b>14,392</b>	<b>2,916</b>
Tax expense/(benefit)	7	2,729	1,911	504
Share of the profit/(loss) of equity method investees	12	264	737	(74)
<b>Net profit/(loss) from continuing operations</b>		<b>16,779</b>	<b>13,218</b>	<b>2,338</b>
Profit/(loss) from discontinued operations, net of tax	3	—	990	(315)
<b>Net profit/(loss)</b>		<b>€ 16,779</b>	<b>€ 14,208</b>	<b>€ 2,023</b>

Nel 2022, i ricavi netti di vendita ammontano a 179.592 milioni di euro, in aumento del +20,19% rispetto all'anno precedente; invece, il costo del venduto registra un valore pari 144.327 milioni di euro, in incremento del +20,33%. Le stesse variazioni percentuali registrate confrontando il primo semestre 2021 e il primo semestre 2022, sono pari al +21,19% per i ricavi di vendita e al +19,83% per il costo del venduto.

Quindi, per i ricavi di vendita la variazione percentuale tra il 2021 e il 2022 è diminuita di un punto percentuale rispetto alle variazioni registrate confrontando i dati delle Relazioni finanziarie semestrali, mentre il costo del venduto è aumentato di mezzo punto percentuale.

L'aumento del costo del venduto nel secondo semestre 2022 è dovuto ad un innalzamento del prezzo dell'acciaio fino a 681,28 euro a tonnellata; lo stesso era già precedentemente aumentato nel corso del primo semestre 2022 passando da 594,98 euro a tonnellata ad 647,12 euro a tonnellata. Tale incremento è da ricondursi all'aumento del prezzo dell'energia elettrica che ha causato un aumento del costo di produzione di molte

<sup>66</sup> Fonte: [www.stallantis.com](http://www.stallantis.com)

materie prime, quali ad esempio l'acciaio (componente essenziale per la produzione di automobili).

Contrariamente, in riferimento ai ricavi di vendita, questi sono cresciuti in misura meno che proporzionale rispetto all'aumento registrato nel corso del primo semestre, a causa di una riduzione della domanda da parte della clientela che i manager riconducono all'aumento dei prezzi di vendita delle autovetture che è stato apposto a partire da giugno 2022 solo su alcuni modelli relativi alla fascia "sport/lusso". Per queste tipologie di auto è stato registrato un effetto sostituzione in quanto alcuni clienti hanno preferito acquistare automobili di altri marchi che rispecchiano lo stesso livello di qualità delle auto prodotte dal Gruppo Stellantis.

Coerentemente con quanto sopra descritto, anche i risultati intermedi e l'utile d'esercizio hanno subito un incremento dal 2021 al 2022; in particolare, il margine operativo lordo è incrementato del +33,71% e il risultato netto d'esercizio del +37,33%.<sup>67</sup>

Nel complesso, quindi, si può affermare che l'andamento economico di Stellantis S.p.A. nel corso del 2022 è stato positivo e in crescita, nonostante le avversità geopolitiche. Tuttavia, la stessa affermazione non si può effettuare per l'andamento della liquidità in quanto si è assistiti ad una riduzione della stessa rispetto all'anno precedente per effetto principalmente di un finanziamento molto elevato richiesto nel corso del primo semestre 2022. Nella tabella sottostante, si riporta il Rendiconto finanziario risultante dalla Relazione finanziaria semestrale 2022.

---

<sup>67</sup> L'andamento economico di Stellantis nell'arco temporale dal 2021 al 2022 rispecchia lo stesso trend analizzato per il primo semestre 2021 e il primo semestre 2022. Contrariamente, se si osservano gli importi delle voci del Conto economico al 2020, si nota che i valori sono nettamente inferiori rispetto al biennio successivo. La causa principale alla base di questa forte variazione risiede nel fatto che nel 2020 Fiat Chrysler Automobiles non era ancora confluita all'interno del Gruppo; inoltre, a seguito della pandemia da COVID-19 si era anche registrato un decremento della produzione e delle vendite, infatti, nel 2019 e nel 2018 erano stati registrati margini e fatturati maggiori rispetto all'anno della crisi sanitaria.

Grafico 4.9.: Rendiconto finanziario di Stellantis S.p.A.<sup>68</sup>

(€ million)	Six months ended June 30,	
	2022	2021
Net cash from (used in) operating activities of continuing operations	€ 9,843	€ 5,615
Net cash from (used in) operating activities of discontinued operations	—	—
Net cash from (used in) investing activities of continuing operations	(4,666)	16,924
Net cash from (used in) investing activities of discontinued operations	—	(3,117)
Net cash from (used in) financing activities of continuing operations	(10,088)	(1,801)
Net cash from (used in) financing activities of discontinued operations	—	—
Effects of changes in exchange rates	1,637	298
Increase (decrease) in cash	(3,274)	17,919
Net cash and cash equivalents at beginning of period	49,629	22,893
<b>NET CASH AND CASH EQUIVALENTS AT END OF PERIOD</b>	<b>€ 46,355</b>	<b>€ 40,812</b>

La prima grande differenza che si nota dall'osservazione della tabella soprastante è la distruzione di liquidità per circa 3.300 milioni di euro durante il primo semestre 2022 a fronte della creazione di liquidità nel primo semestre 2021 di circa 18.000 milioni di euro.

I *cash flow* da attività operative sono positivi per entrambe i semestri e derivano nel caso del primo semestre 2022 (9.843 milioni di euro) essenzialmente da un utile d'esercizio superiore rispetto al semestre in comparazione e dalla presenza di imposte differite; mentre nel caso del primo semestre 2021 è stato generato un *cash flow* di 5.615 milioni di euro.

I *cash flow* da attività di investimento/disinvestimento sono negativi per -4.666 milioni di euro nel primo semestre 2022 e positivi per +16.924 milioni di euro nel primo semestre 2021. Per il semestre chiuso al 30 giugno 2022, la liquidità utilizzata nelle attività di investimento è stata principalmente il risultato di circa 4.000 milioni di euro di investimenti in immobilizzazioni materiali e immateriali, di cui 1.500 milioni di euro capitalizzati in spese di sviluppo. Per il semestre chiuso al 30 giugno 2021, la liquidità generata nelle attività di investimento è dettata dal riporto delle disponibilità liquide e dei mezzi equivalenti di FCA alla data di fusione per oltre 20.000 milioni di euro che sono stati solo in parte erosi dalle disponibilità liquide detenute da Faurencia alla perdita del controllo e da investimenti in immobilizzazioni materiali e immateriali.

I *cash flow* da attività di finanziamento sono entrambe negativi per i due semestri a confronto ma per importi differenti: -10.088 milioni di euro nel primo semestre 2022 e -1.801 milioni di euro nel primo semestre 2021. La forte variazione negativa registrata nel

<sup>68</sup> Fonte: [www.stellantis.com](http://www.stellantis.com)

primo semestre 2022 è dovuta ad un rimborso di una linea di credito richiesta ad Intesa San Paolo per 6.300 milioni di euro nonché alla distribuzione di dividendi. Contrariamente, l'impatto negativo registrato nel primo semestre 2021 è riconducibile alla sola distribuzione dei dividendi.

In riferimento ai rischi derivanti dal conflitto in Ucraina, Stellantis S.p.A. annuncia quanto segue *“For example, although we have not experienced a direct material impact on our business, financial condition or results of operations from the ongoing Russia-Ukraine military conflict, we have been significantly impacted by the global economic conditions that have followed, including substantially increased energy and commodity prices and other costs. The long-term impacts of the conflict remain uncertain”* (Stellantis, 2022).

Quindi, si afferma che l'impatto della Guerra tra Russia e Ucraina è stato accusato in termini di variabilità nei prezzi delle *commodity* e dell'energia, ma questo non ha avuto conseguenze fortemente negative dal punto di vista economico, sebbene non si escludano scenari peggiori al sussistere di tale situazione.

In risposta al conflitto in corso, nel marzo 2022, la società ha sospeso l'importazione e l'esportazione di veicoli da e verso la Russia. Nell'aprile 2022, ha sospeso anche le operazioni presso lo stabilimento di assemblaggio della joint venture in Russia e tutte le attività presso la società di vendita nazionale in Ucraina.

Tuttavia, il CDA di Stellantis S.p.A. afferma che la sospensione di tali attività non ha comportato danneggiamenti nel patrimonio netto, nella posizione finanziaria e nei risultati delle operazioni in quanto vengono ritenute irrilevanti se considerate nel complesso di tutte le attività svolte nel mondo.

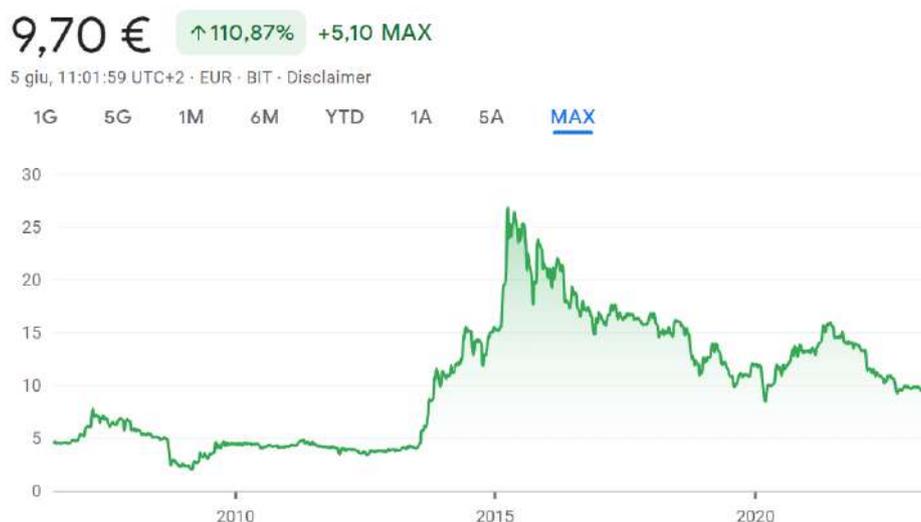
Dal punto di vista occupazionale, queste ultime manovre di Stellantis non hanno comportato una riduzione del personale (che in Russia contava circa 2.000 addetti) in quanto ai dipendenti sono state offerte nuove proposte di lavoro in altri stabilimenti del Gruppo situati nelle località limitrofe oppure la possibilità di sospendere temporaneamente l'attività lavorativa (in aspettativa) fino ad un miglioramento della situazione geopolitica e comunque per un periodo non superiore a due anni.

### 4.3.L'analisi di Valsoia S.p.A.

Valsoia S.p.A. è una società italiana con sede a Bologna specializzata nella produzione di alimenti a base di soia e derivati, riso e prodotti biologici. Fu fondata nel 1990 da Lorenzo Sassoli de Bianchi e dal 2006 è quotata nella Borsa di Milano all'indice FTSE MIB.

Le oscillazioni in Borsa della società hanno in parte seguito le tendenze alimentari della popolazione; infatti, il valore azionario iniziale oscillava tra cinque e otto euro ad azione, mentre nel 2015, a seguito della forte sensibilizzazione all'alimentazione biologica e all'abbassamento del livello adeguato del colesterolo, le azioni hanno subito un'impennata fino a raggiungere quasi i 26 euro ad azione. Nel grafico sottostante, si mostra il trend delle azioni dall'anno di quotazione ad oggi.

Grafico 4.10.: Andamento azionario delle azioni di Valsoia S.p.A.<sup>69</sup>



Successivamente al forte innalzamento del valore azionario durante l'esercizio 2015, le quotazioni hanno subito un costante decremento fino a raggiungere quasi i valori del 2006. Ad oggi (5 giugno 2023), ogni azione ha un prezzo di 9,70 euro, in leggero aumento rispetto ai giorni precedenti.

I prodotti alimentari di Valsoia S.p.A. sono alternative vegetali a latte, bevande, gelati, yogurt, dessert, biscotti e formaggi in linea con l'alimentazione mediterranea e adeguati a tutta la famiglia.

<sup>69</sup> Fonte: [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

Essi si contraddistinguono per la scelta “NO OGM”.<sup>70</sup> Infatti, fin dalle sue origini, la società ha perseguito la volontà di utilizzare solo soia proveniente da piante non geneticamente modificate dichiarandolo sulle confezioni di ogni prodotto. Le procedure necessarie per garantire interamente il NON utilizzo di prodotti OGM sono molto rigide in quanto non dipendono solamente dalla fase di acquisto delle materie prime (ossia in base al Paese di provenienza: Italia, Europa e Nord America), ma anche lungo tutta la filiera produttiva fino alla consegna al consumatore. Attualmente, la maggior parte dei prodotti sono certificati dall’ente *CSQA Certificazioni S.r.l.*<sup>71</sup> per quanto concerne la scelta non OGM.

Inoltre, Valsoia S.p.A. distribuisce i suoi prodotti in tutta la nazione e in alcune nazioni europee, quali Francia, Svizzera, Austria e Spagna.

Rispetto alle società meccaniche analizzate nei precedenti paragrafi, Valsoia S.p.A. rientra nel settore degli alimentari e, pertanto, gli impatti in bilancio del conflitto russo-ucraino sono stati differenti e, per certe misure, anche più rilevanti. Infatti, a parità di condizioni, l’utilizzo dell’energia elettrica è in media maggiore nel settore alimentare (soprattutto nella produzione di prodotti da forno) rispetto che nel settore della meccanica e, inoltre, in riferimento anche al caro carburante, l’attività di distribuzione e logistica è in proporzione più elevata e frequente in quanto i consumi alimentari sono maggiori rispetto agli acquisiti di autovetture.

Queste condizioni hanno avuto effetti negativi sull’andamento economico di Valsoia S.p.A., la quale ha dovuto mettere in atto soluzioni strategiche nel breve termine per non ritrovarsi in una situazione di perdita d’esercizio. Una delle manovre adottate è stata quella di incrementare i prezzi unitari di vendita, i quali hanno comportato un incremento dei ricavi necessario a coprire i costi di produzioni in costante aumento.

Al fine di comprendere al meglio tale situazione, si riporta un estratto del Conto Economico risultante dalla Relazione finanziaria semestrale 2022.

---

<sup>70</sup> Tutti i prodotti di Valsoia S.p.A. sono conformi alle normative vigenti in materia di OGM: Regolamenti CE 1829/2003 e 1830/2003 che prevedono l’obbligo per il produttore di indicare sull’etichetta l’utilizzo di prodotti OGM.

<sup>71</sup> Il CSQA è un ente accreditato da Accredia per il DTP 030 (certificazione di prodotti con caratteristica / requisito non ogm soia mais e derivati).

Grafico 4.11.: Conto Economico di Valsoia S.p.A.<sup>72</sup>

Indicatori Economici (migliaia di Euro)	30.06.2022		30.06.2021		Variazione	
	Euro	%	Euro	%	Euro	%
Ricavi - (totali)	49.544	100,0	46.390	100,0	+ 3.154	+ 6,8
Valore della produzione	50.908	102,8	48.339	104,2	+ 2.569	+ 5,3
Risultato operativo lordo (Ebitda) (*)	6.571	13,3	7.895	17,0	(1.324)	(16,8)
Risultato operativo netto (Ebit)	5.253	10,6	6.635	14,3	(1.382)	(20,8)
Utile netto del periodo	3.756	7,6	4.722	10,2	(966)	(20,5)

I ricavi registrati nel primo semestre 2022 ammontano a 49,54 milioni di euro rispetto ai 46,39 milioni di euro del primo semestre 2021. L'incremento di 3,15 milioni di euro (+6,8%) è dovuto principalmente ad un aumento del volume delle vendite sia in Italia (+5,6%) sia all'estero (+19,4%), nonché ad un aumento dei prezzi di listino a partire però solamente da marzo 2022.

Il margine operativo lordo (EBITDA) risulta pari a 6,6 milioni di euro, in calo del -16,8% rispetto al semestre in comparazione del 2021 in cui ammontava a 7,9 milioni di euro. Inoltre, l'indice percentuale della marginalità operativa è pari al 13,3% nel 2022 rispetto al 17% del corrispondente periodo dell'anno precedente. Tale decremento è da ricondursi alla crescita dei costi anticipata durante i primi sei mesi del 2022 rispetto a quella dei nuovi listini e dei conseguenti ricavi. Nonostante ciò, l'EBITDA registrato al 30 giugno 2022 è al di sopra della marginalità del primo semestre 2019 (periodo pre-covid) del +22%.

Il risultato netto di periodo ammonta a 3,8 milioni di euro, in decremento del -20,5% rispetto al pari periodo 2021 registrando, di conseguenza, una diminuzione anche della percentuale rispetto ai ricavi di vendita che nel primo semestre 2021 era pari al 10,2%, mentre al 30 giugno 2022 è pari al 7,6%.

<sup>72</sup> Fonte: [www.valsoia.it](http://www.valsoia.it)

Grafico 4.12.: Costi operativi di Valsoia S.p.A.<sup>73</sup>

COSTI OPERATIVI	(25)	
Acquisti	(29.020.175)	(25.736.802)
Servizi	(10.186.426)	(8.827.323)
Godimento di beni di terzi	(80.524)	(84.091)
Costi per il Personale	(5.820.886)	(5.534.814)
Variazione delle rimanenze di materie prime	1.224.974	323.732
Oneri diversi di gestione	(453.078)	(584.709)
<b>Totale costi operativi</b>	<b>(44.336.114)</b>	<b>(40.444.007)</b>

Nel primo semestre 2022, la società ha registrato un incremento dei costi operativi del +9,62% passando da 40,44 milioni di euro nel primo semestre 2021 a 44,34 milioni di euro. L'incremento del totale dei costi operativi è attribuibile ai maggiori costi per acquisti per 3,28 milioni di euro in tutte le categorie merceologiche conseguentemente all'aumento del volume d'affari.

Nel periodo di analisi del 2022, Valsoia S.p.A. ha affrontato due importanti incrementi di costi: il primo a partire da gennaio e il secondo a partire dai mesi di marzo/aprile, a seguito del conflitto russo-ucraino. L'ondata rilevante di extra-costi ha coinvolto materie prime, imballi, costi della logistica e, soprattutto, costi dell'energia rendendo necessari due aumenti di listino (a marzo e a luglio) in accordo con i *retailer*.

Nonostante le condizioni avverse e la complessità della situazione geopolitica, il CDA della società ha supportato i propri marchi tramite attività di *marketing* in conformità con il programma dei Piani annuali implementando l'aumento delle spese nel primo semestre 2022; infatti, si è passati da 5 milioni di euro nel primo semestre 2021 a 5,9 milioni di euro al 30 giugno 2022.

Siccome l'aumento dei prezzi di listino è stato apposto a partire da marzo 2022, gli effetti di questa manovra sono stati più evidenti nel bilancio d'esercizio 2022 (riportato nel grafico sottostante) dove si può osservare una variazione positiva in proporzione maggiore rispetto a quella registrata nella Relazione finanziaria semestrale. Nonostante l'incremento rilevante dei ricavi di vendita, i costi di produzione sono aumentati in misura superiore rispetto all'aumento dei ricavi.

<sup>73</sup> Fonte: [www.valsoia.it](http://www.valsoia.it)

Grafico 4.13.: Conto Economico al 31 dicembre 2022 di Valsoia S.p.A.<sup>74</sup>

Indicatori Economici (migliaia di Euro)	2022		2021		Variazione	
	Euro	%	Euro	%	Euro	%
Ricavi di vendita totali	101.320	100,0	90.953	100,0	10.367	+11,4%
Totale Ricavi e Proventi	103.662	102,3	92.810	102,0	10.852	+11,7%
Risultato operativo lordo (EBITDA) (*)	12.448	12,3	13.214	14,5	(766)	-5,8
Risultato operativo netto (EBIT)	9.755	9,6	10.737	11,8	(982)	-9,1
Risultato ante imposte	11.058	10,9	10.668	11,7	390	+3,7
Imposte (totali): correnti, ant/diff, ed effetti fiscali non ricorrenti	(3.082)	3,0	(3.303)	(3,6)	(221)	-6,7
Utile netto del periodo	7.976	7,9	7.365	8,1	611	+8,3

Nell'esercizio 2022, Valsoia S.p.A. ha registrato ricavi per 101,32 milioni di euro con un incremento del +11,4% rispetto all'anno precedente (90,95 milioni di euro), il quale aveva già chiuso in crescita del +9% rispetto all'esercizio 2020. Come per i primi sei mesi del 2022, tale incremento è attribuibile ai maggiori volumi di vendita che nel secondo semestre hanno subito un'ulteriore e importante accelerazione fino a registrare un incremento dei ricavi del +16,2% contro il +6,8% registrato nel primo semestre per effetto dei nuovi prezzi di listino. Infatti, anche il costante aumento dell'inflazione durante tutto l'anno del 2022 ha contribuito ad un innalzamento dei ricavi di vendita in quanto i prezzi al pubblico hanno seguito il trend dell'inflazione che è passata da un aumento del +2,3% a gennaio fino ad un +15,3% a dicembre. Tuttavia, come avvenuto nel primo semestre, anche nel corso del secondo, gli aumenti di listino sono stati accordati con i consumatori, i fornitori e i *retailer*.

Il risultato operativo lordo (EBITDA) ha registrato una variazione percentuale negativa del -5,8% passando da 13,21 milioni di euro a 12,45 milioni di euro, la quale comunque è inferiore rispetto alla variazione negativa calcolata per i primi due semestri a confronto (-16,77%).

A differenza dei dati analizzati nella Relazione finanziaria semestrale in cui il risultato ante imposte e l'utile d'esercizio avevano registrato una contrazione rispetto al periodo in comparazione precedente, nel bilancio d'esercizio 2022 il risultato ante imposte mostra un incremento del +3,7% e il risultato netto d'esercizio del +8,3%. Tali aumenti, tuttavia, sono riconducibili a proventi finanziari derivanti da investimenti in

<sup>74</sup> Fonte: [www.valsoia.it](http://www.valsoia.it)

titoli di debito dello Stato italiano (BTP) a difesa del potere di acquisto considerata la forte crescita inflazionistica registrata nel 2022.

Nonostante, il risultato ante imposte del 2022 sia maggiore rispetto a quello dell'anno precedente, le imposte sul reddito sono inferiori comportando anche un aumento dell'utile d'esercizio<sup>75</sup>.

Grafico 4.14.: Costi operativi di Valsoia S.p.A. al 31 dicembre 2022<sup>76</sup>

COSTI OPERATIVI	(25)	
Acquisti	(60.350.434)	(49.392.954)
Costi per Servizi	(21.422.215)	(18.637.688)
Costi per il Personale	(11.978.987)	(10.853.751)
Variazione delle rimanenze	3.096.103	551.000
Oneri diversi di gestione	(1.157.886)	(1.262.655)
<b>Totale costi operativi</b>	<b>(91.213.419)</b>	<b>(79.596.048)</b>

Al 31 dicembre 2022, la società rileva 91,21 milioni di euro per costi operativi di cui 60,35 milioni di euro per acquisti. Al 31 dicembre 2021, il totale era pari a 79,6 milioni di euro, di cui 49,39 milioni di euro per acquisti. Ciò significa che nel 2022, i costi operativi hanno registrato un aumento del +14,59% e i costi per acquisti una variazione del + 22,19%. Tali incrementi sono dovuti all'innalzamento dei medesimi costi citati nell'analisi della Relazione finanziaria semestrale (primo tra tutti, il costo per l'energia elettrica), seppur per importi più consistenti registrati tra luglio e agosto 2022.

L'aumento di questi extra-costi del +14,59% è superiore rispetto all'incremento registrato dai ricavi di vendita del +11,4% e questo giustifica il calo registrato dal margine operativo lordo.

Coerentemente con quanto sopra descritto, anche l'andamento della liquidità della società nel corso del primo semestre 2022 non è stato positivo, così come anche registrato nel corso dell'anno precedente. A differenza del 2021, tuttavia, la distruzione di liquidità proviene in gran parte delle attività di finanziamento a seguito dell'acquisto dei titoli di Stato, come mostra la tabella sottostante riportante una rielaborazione personale dei dati reperiti dal Rendiconto finanziario risultante dalla Relazione finanziaria semestrale 2022.

<sup>75</sup> Tale situazione è attribuibile a effetti fiscali non ricorrenti per 670 migliaia di euro a seguito della Legge di bilancio 2022.

<sup>76</sup> Fonte: [www.valsoia.it](http://www.valsoia.it)

Grafico 4.15.: Rendiconto finanziario di Valsoia S.p.A.<sup>77</sup>

	<u>Primo semestre</u> <u>2022</u>	<u>Primo semestre</u> <u>2021</u>	<u>Variazione</u>
<b>Disponibilità finanziaria netta iniziale</b>	<b>36.773.427</b>	<b>26.400.146</b>	<b>10.373.281</b>
<i>Flusso di cassa delle attività operative</i>	2.542.620	3.066.150	(523.530)
<i>Flusso di cassa delle attività di investimento</i>	(860.129)	(1.045.420)	185.291
<i>Flusso di cassa delle attività di finanziamento</i>	(15.844.365)	(5.608.143)	(10.236.222)
<i>Flusso di cassa totale</i>	(14.774.301)	(4.072.855)	(10.701.446)
<b>Disponibilità finanziaria netta finale</b>	<b>21.999.126</b>	<b>22.327.292</b>	<b>(328.166)</b>

Il prospetto riporta una situazione di distruzione della liquidità per entrambe i semestri, seppur più rilevante per il primo semestre 2022, dove è stato registrato un decremento delle disponibilità finanziarie di circa 15 milioni di euro, mentre per il primo semestre 2021 era stato registrato un calo circa 4 milioni di euro.

Il flusso di cassa delle attività operative mostra una variazione negativa di -524 migliaia di euro che è riconducibile al maggior utile d'esercizio registrato nel primo semestre 2021 in quanto tutte le altre attività operative hanno registrato un trend simile per i due semestri a confronto.

L'incremento del *cash flow* da attività di investimento è dovuto ad un aumento degli investimenti netti in immobilizzazioni materiali, mentre gli investimenti in immobilizzazioni immateriali sono rimasti invariati.

Il flusso di cassa da attività di finanziamento è quello che ha subito la variazione maggiore e che ha causato la forte diminuzione delle disponibilità finanziarie. Infatti, ad aprile 2022, la società ha acquistato titoli di Stato italiano per un ammontare pari a 10 milioni di euro, il quale ha causato un forte indebitamento della società seppur necessario per far fronte all'aumento dell'inflazione e del conseguente potere d'acquisto.

In riferimento ai rischi connessi alla Guerra in Ucraina, nella Relazione sulla gestione la società riporta il rischio relativo alla volatilità dei prezzi di mercato delle materie prime impiegate nelle attività di produzione: imballaggi, *packaging*, energia elettrica; ma anche altri costi di produzione come le spese di trasporto e di distribuzione dei prodotti che risultano essere direttamente influenzati dall'andamento del prezzo del petrolio e dell'energia in generale. L'aumento dei costi di acquisto del +22,19% registrato nel 2022 rispetto all'anno precedente è da imputarsi per la maggior parte al caro energia

<sup>77</sup> Fonte: rielaborazione personale dei dati reperiti al sito web [www.valsoia.it](http://www.valsoia.it)

subito dalla società e, in generale, da tutte le società energivore. Invece, l'incremento dei costi dei servizi da 18,63 milioni di euro nel 2021 a 21,42 milioni di euro nel 2022 (+14,98%) è attribuibile alle forti oscillazioni e costanti aumenti del carburante che hanno negativamente impattato l'attività di logistica effettuata dal Valsoia S.p.A. per la distribuzione dei suoi prodotti in tutta la nazione, soprattutto via terra.

Per fronteggiare tali aumenti di spese, la società ha messo in atto un'attività di controllo della crescita dei costi che monitora costantemente l'andamento di mercato al fine di elaborare in modo efficiente e celere possibili soluzioni; tra queste, Valsoia S.p.A. ha incrementato i prezzi di listino nei primi 7 mesi del 2022, a tutela dei risultati economici della società. Tali azioni gli hanno consentito di chiudere l'esercizio in utile, seppur con un lieve calo del risultato netto d'esercizio rispetto all'anno precedente in quanto l'aumento dei costi operativi è stato superiore rispetto all'aumento dei ricavi di vendita.

#### **4.4.L'analisi di Orsero S.p.A.**

Orsero S.p.A. fu fondata nel 1940 a Magliolo, un piccolo borgo nella provincia di Savona, da Antonio Orsero, il quale si occupava della vendita all'ingrosso di prodotti ortofrutticoli locali. Negli anni '60, la società passa ai figli (Raffaello, Luciano e Gianni) che stipulano degli accordi con il colosso agroalimentare Del Monte per la commercializzazione esclusiva di banane e ananas sul bacino del Mediterraneo. Successivamente, ampliano notevolmente la loro distribuzione introducendo molti prodotti importati da tutto il mondo, quali pere dall'Argentina, uva dal Sudafrica, kiwi dalla Nuova Zelanda e pompelmi da Israele.

Nel 1981 costituiscono la Reefer Terminal S.p.A., ossia una società che si è occupata della costruzione nel porto di Vado Ligure, in provincia di Savona, di un terminal apposito per la commercializzazione di prodotti ortofrutticoli freschi nelle navi frigo.

Tra la fine del '900 e l'inizio degli anni 2000, Orsero S.p.A. acquisisce numerose società ortofrutticole in Francia e Spagna e nel 2015 si quota nella Borsa di Milano all'indice FTSE MIB. Di seguito, si riporta il trend del valore azionario negli anni.

Grafico 4.16.: Andamento azionario di Orsero S.p.A.<sup>78</sup>



All'inizio della quotazione in Borsa, il valore si è mantenuto costante per circa due anni registrando poi un incremento a metà 2017 e successivamente un costante decremento fino allo scoppio della pandemia da COVID-19 dove si è assistiti ad una forte diminuzione del valore azionario. A partire dall'inizio del 2021, la quotazione in Borsa delle azioni è fortemente aumentata fino a raggiungere i livelli iniziali del 2015. Nel corso dell'ultimo biennio, sono stati registrati andamenti un po' altalenanti, ma in costante crescita, nonostante l'impatto negativo della Guerra in Ucraina.

Attualmente, il Gruppo impiega 1.800 dipendenti e distribuisce oltre 800.000 tonnellate di prodotti ortofrutticoli in tutto il mondo.

All'interno della società, le attività vengono suddivise in tre settori:

- *shipping*: si occupa delle importazioni dei prodotti, soprattutto esotici, contando 1.500 fornitori;
- *distribuzione*: è l'attività *core* dell'impresa che inizia dal controllo qualità dei prodotti, prosegue con i processi di maturazione/essiccazione e termina con la commercializzazione dei prodotti;
- *holding e servizi*: riguarda tutta la parte di post-vendita relativa ai servizi offerti alla clientela.

In riferimento all'andamento economico, nella Relazione sulla gestione si riporta la seguente affermazione: “*La performance del primo semestre 2022 si è attestata nel*

<sup>78</sup> Fonte : [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

complesso su un livello nettamente migliore rispetto a quella del precedente esercizio, in virtù dell'ottimo risultato conseguito dal settore *Shipping*" (Orsero, 2022).

Come dichiara l'amministratrice delegata della holding nella citazione soprastante, la performance della società è migliorata durante il primo semestre 2022, nonostante alcune situazioni sfavorevoli dovute al clima geopolitico presente. Tuttavia, occorre distinguere i risultati raggiunti nei vari settori in quanto, sebbene per la sezione di *Shipping* i risultati siano notevolmente migliorati, per quella della Distribuzione si è subito un peggioramento causato dall'aumento dei costi produttivi.

Per quest'ultimo segmento produttivo, infatti, l'impatto dei costi energetici nel primo semestre 2022 è stato di 6,17 milioni di euro, mentre nel primo semestre 2021 erano state registrate spese per l'energia pari a 3,17 milioni di euro (+94%). Inoltre, il settore della Distribuzione rappresenta la principale attività della società e, in termini di fatturato, circa il 91% del totale dei ricavi del primo semestre 2022 è costituito da proventi generati da quest'ultimo settore. Se si prende in considerazione anche il primo semestre 2021, tale percentuale aumenta al 94%.

Per un'analisi più dettagliata, si riporta il prospetto del Conto Economico risultante dalla Relazione finanziaria semestrale 2022.

Grafico 4.17.: Conto Economico di Orsero S.p.A.<sup>79</sup>

Valori in migliaia €	NOTE	1° Semestre 2022	1° Semestre 2021
Ricavi	23	576.196	513.110
Costo del venduto	24	( 515.253)	( 465.384)
<b>Risultato operativo lordo</b>		<b>60.942</b>	<b>47.726</b>
Spese generali ed amministrative	25	( 36.905)	( 35.507)
Altri ricavi/costi operativi	26	( 51)	( 165)
<b>Risultato operativo</b>		<b>23.986</b>	<b>12.054</b>
Proventi finanziari	27	114	169
Oneri finanziari e differenze cambio	27	( 3.212)	( 1.882)
Altri proventi/oneri da partecipazioni	28	5	4
Quota dell'utile/perdita di partecipazioni contabilizzate con il metodo del patrimonio netto	28	1.292	317
<b>Risultato ante imposte</b>		<b>22.185</b>	<b>10.664</b>
Imposte sul reddito	29	( 2.391)	( 2.454)
<b>Utile/perdita da attività operative in esercizio</b>		<b>19.794</b>	<b>8.209</b>

Nel complesso della sezione A del Conto Economico, al 30 giugno 2022 i ricavi di vendita ammontano a 576,19 milioni di euro, in aumento del +12,3% rispetto al semestre

<sup>79</sup> Fonte: [www.orserogroup.it](http://www.orserogroup.it)

in comparazione. Sebbene la composizione dei ricavi derivanti della Distribuzione sia diminuita nel corso del primo semestre 2022, l'incremento del totale del fatturato è attribuibile alla crescita dei prezzi unitari di vendita di quest'ultimo settore, a seguito dell'inflazione e dei maggiori costi sostenuti sulla filiera di approvvigionamento e logistica. Infatti, come anche nel caso di Valsoia S.p.A., il CDA di Orsero S.p.A. ha concordato un nuovo listino prezzi con i fornitori e i *retailer* prevedendo in Italia un aumento medio del + 18% sui prodotti esotici e del +11/+12% sui prodotti locali<sup>80</sup>.

L'incremento dei prezzi di vendita ha generato un aumento del totale del fatturato (+12,3%) più che proporzionale rispetto all'incremento del costo del venduto (+10,7%), il quale è stato registrato solo per il settore della Distribuzione. Contrariamente, per la filiale di *Shipping* è stato rilevato un decremento dei costi conseguente alla crescita dei noli marittimi e al cambio favorevole dollaro/euro che ha in parte compensato l'incremento dei costi per l'energia.

Tale andamento economico favorevole della gestione caratteristica ha consentito di mantenere un margine operativo lordo positivo pari a 23,99 milioni di euro, in crescita del +99% rispetto a quello registrato al primo semestre 2021 che ammontava a 12,05 milioni di euro.

Per quanto concerne la gestione extra-caratteristica non si registrano particolari mutamenti, ad eccezione della gestione fiscale che mostra un decremento delle imposte sul reddito sebbene il risultato ante imposte sia maggiore nel primo semestre 2022 rispetto al semestre in comparazione dell'anno precedente. Tale vantaggio fiscale deriva dalla Legge di bilancio 2022 che ha permesso alla società di chiudere l'esercizio con un utile di 19,79 milioni di euro al 30 giugno 2022 contro i 8,21 milioni di euro registrati al 30 giugno 2021 (+141%).

Al 31 dicembre 2022, invece, la situazione economica appare leggermente cambiata in quanto si è assistito ad una riduzione dei volumi di vendita provocata dall'innalzamento dei nuovi prezzi di listino, soprattutto per i frutti esotici. Inoltre, a seguito del rafforzamento dell'intervento del Governo sui prezzi dell'energia elettrica, è stato registrato anche un decremento dei costi produttivi nel corso del secondo semestre 2022, il quale ha aggravato in misura inferiore la riduzione dei volumi di vendita.

---

<sup>80</sup> La differenza di incremento è dovuta all'aumento dei costi della logistica che sono maggiori per le importazioni internazionali rispetto che per le commercializzazioni locali o nazionali.

Nel grafico sottostante, si riporta il Conto Economico risultante dal bilancio d'esercizio 2022 (pubblicato il 27 aprile 2023).

Grafico 4.18.: Conto Economico esercizio 2022 – Orsero S.p.A.<sup>81</sup>

Valori in migliaia €	NOTE	Esercizio 2022	Esercizio 2021
Ricavi	22-23	1.196.284	1.069.776
Costo del venduto	24	(1.077.434)	(975.562)
<b>Risultato operativo lordo</b>		<b>118.850</b>	<b>94.214</b>
Spese generali ed amministrative	25	(75.831)	(71.071)
Altri ricavi/costi operativi	26	(3.077)	(19)
<b>Risultato operativo</b>		<b>39.942</b>	<b>23.125</b>
Proventi finanziari	27	321	352
Oneri finanziari e differenze cambio	27	(5.690)	(3.665)
Altri proventi/oneri da partecipazioni	28	(483)	4
Quota dell'utile/perdita di partecipazioni contabilizzate con il metodo del patrimonio netto	28	2.041	1.019
<b>Risultato ante imposte</b>		<b>36.131</b>	<b>20.835</b>
Imposte sul reddito	29	(3.671)	(2.327)
<b>Utile/perdita da attività operative in esercizio</b>		<b>32.460</b>	<b>18.508</b>

Nel complesso, l'esercizio 2022 ha registrato delle performance migliori rispetto all'anno 2021. Tuttavia, gli incrementi relativi al fatturato, ai risultati intermedi e all'utile d'esercizio registrati tra il primo semestre 2021 e il primo semestre 2022 sono stati maggiori rispetto a quelli registrati tra l'esercizio 2021 e 2022. Infatti, nel corso del secondo semestre 2022, la domanda di prodotti ortofrutticoli ha subito un decremento rispetto alla quantità richiesta dalla clientela nel primo semestre. Per la società alimentare, questa situazione rappresenta un'eccezione in quanto durante i mesi di luglio, agosto e settembre si registra sempre un incremento notevole dei volumi di vendita dei prodotti esotici che nel corso dell'estate 2022, invece, è calato, a seguito dell'innalzamento dei prezzi di vendita.

Anche per i costi operativi, si è registrato un decremento nel corso del secondo semestre 2022 grazie agli interventi del Governo sul caro carburante (riduzione temporanea di 0,25 euro al litro su gasolio e benzina) e sulle bollette di luce e gas (possibilità di rateazione con incentivi e sovvenzioni alle imprese energetiche ed energivore).

<sup>81</sup> Fonte: [www.orserogroup.it](http://www.orserogroup.it)

La gestione extra-caratteristica, come anche per l'analisi del primo semestre 2022, non ha evidenziato rilevanti variazioni meritevoli di studio e, di conseguenza, i risultati intermedi e l'utile d'esercizio hanno registrato un significativo incremento. Tuttavia, il risultato netto d'esercizio tra il primo semestre 2021 e il primo semestre 2022 aveva registrato una variazione percentuale positiva del +141%, mentre la stessa variazione calcolata tra l'intero esercizio 2021 e 2022 è pari al +75%. Tale riduzione è riconducibile anche alla gestione fiscale del secondo semestre 2022, la quale non ha rilevato effetti fiscali positivi non correnti come per il primo semestre.

L'analisi della liquidità della società Orsero S.p.A. riporta una situazione simile a quella studiata per Valsoia S.p.A. in quanto nel corso del primo semestre 2021 la società ha generato liquidità (per circa 5 milioni di euro), mentre nel primo semestre 2022 è stata distrutta liquidità (per circa 1 milione di euro), come mostra il Rendiconto finanziario della Relazione finanziaria semestrale 2022.

Grafico 4.19.: Rendiconto finanziario di Orsero S.p.A.<sup>82</sup>

Valori in migliaia €	1° Semestre 2022	1° Semestre 2021
<b>Utile/perdita di periodo</b>	<b>19.794</b>	<b>8.209</b>
Flussi finanziari derivanti da attività operative	25.053	21.765
Flussi finanziari derivanti da attività di investimento	( 20.084)	( 7.869)
Flussi finanziari derivanti da attività di finanziamento	( 5.835)	( 8.900)
Flusso monetario del periodo	( 866)	4.996
<b>Disponibilità liquide all'inizio del periodo</b>	<b>55.043</b>	<b>40.489</b>
<b>Disponibilità liquide alla fine del periodo</b>	<b>54.178</b>	<b>45.485</b>

L'incremento delle disponibilità liquide generato nei primi sei mesi del 2021 deriva in larga misura da una variazione positiva delle rettifiche per svalutazioni e ammortamenti che ha contribuito positivamente alla formazione del flusso di cassa da attività operative, il quale ha ampiamente compensato la negatività dei flussi di cassa da attività di investimento e di finanziamento.

Il *cash flow* da attività operative registrato nel corso del primo semestre 2022 è positivo grazie all'incremento del risultato netto d'esercizio in quanto si è assistito ad una forte riduzione dei crediti commerciali che ha comportato una variazione negativa del capitale circolante netto la quale, a parità di condizioni del primo semestre 2021 e in assenza di un aumento dell'utile d'esercizio, avrebbe generato un flusso negativo.

<sup>82</sup> Fonte: [www.orserogroup.it](http://www.orserogroup.it)

Tuttavia, gli incrementi per acquisto di immobili, impianti e macchinari hanno generato un flusso di cassa da attività di investimento fortemente negativo che, insieme al *cash flow* negativo derivante da attività di finanziamento per l'accensione di finanziamenti non correnti, ha superato il *cash flow* positivo da attività operative generando una contrazione delle disponibilità liquide nel periodo.

In riferimento ai costi operativi energetici, Orsero S.p.A. si definisce “*una società fortemente energivora*”. Fino a dicembre 2021, la società non aveva mai riscontrato problematiche relative all'approvvigionamento di energia elettrica, ma, a partire da marzo 2022, sono subentrate le prime difficoltà in merito alla copertura del rincaro di questa materia prima. Rispetto all'anno precedente, Orsero S.p.A. ha registrato un raddoppio dei costi energetici (necessari soprattutto per mantenere attiva la filiale Distribuzione inerente ai processi di essiccazione) che ha affrontato con un incremento dei prezzi di vendita. Inoltre, nel corso degli ultimi mesi, il CDA sta valutando l'opportunità di costruire nuovi impianti fotovoltaici nella sede di Albenga, i quali potrebbe essere favoriti dal clima della zona.

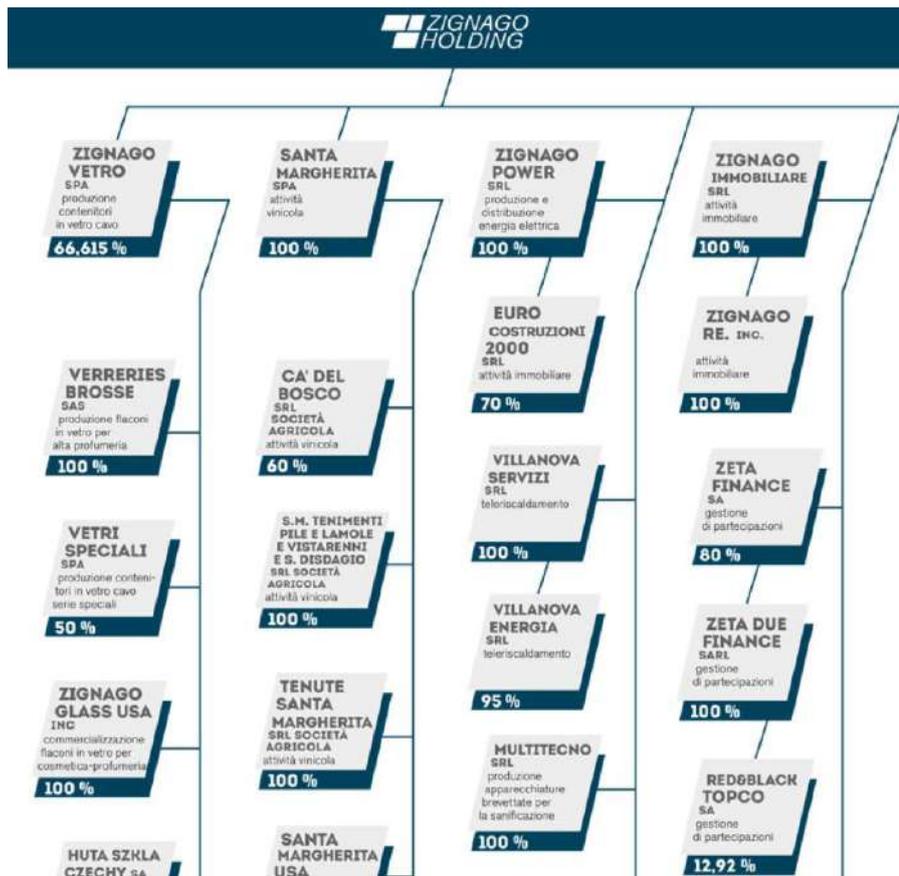
L'aumento dei prezzi di listino ai clienti è stata una manovra necessaria e adeguata a combattere l'incremento dei costi energetici, ma, nel secondo semestre 2022, non si è rivelata una strategia così vincente in quanto, anche se nel complesso i ricavi sono aumentati rispetto al 2021, negli ultimi sei mesi del 2022 si è assistito ad una riduzione dei volumi di vendita. Per questa ragione, Raffaella Orsero (vicepresidente e amministratrice delegata della società) ha valutato maggiormente l'opzione di trovare ulteriori soluzioni per ridurre i costi energetici rispetto alle azioni già messe in atto nel corso del 2022 relative ad un aumento dei prezzi di listino. Non a caso, nei primi mesi del 2023, i prodotti ortofrutticoli commercializzati da Orsero S.p.A. hanno subito una riduzione del prezzo dal 1,5% al 1,8%, ma per verificare se questa manovra è stata efficiente bisognerà attendere i risultati della Relazione finanziaria semestrale 2023.

In merito al rischio di continuità aziendale, nella Relazione sulla gestione si riporta che “*Non si rilevano problematiche riguardanti la continuità aziendale poiché il Gruppo è dotato di adeguati mezzi propri e non presenta situazioni di incertezza tali da compromettere la capacità di svolgimento dell'attività operativa*” (Orsero, 2022).

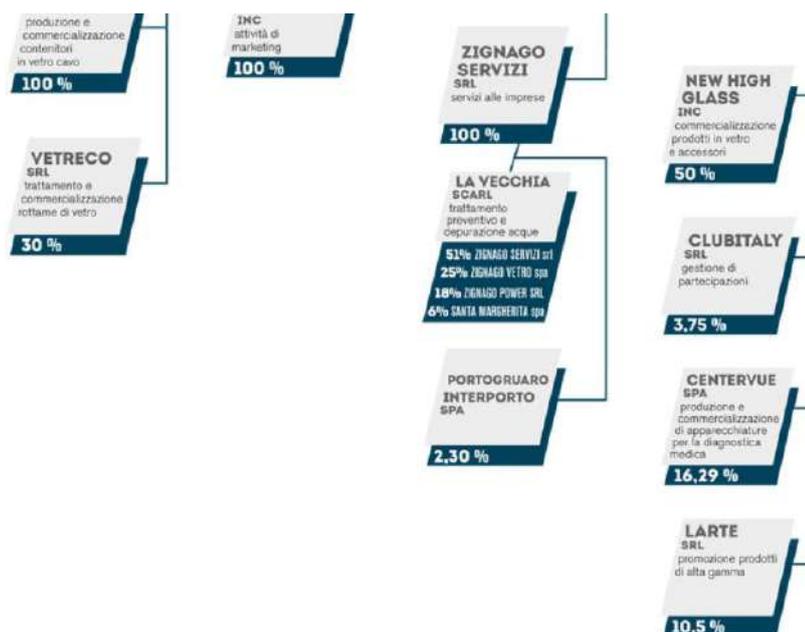
#### 4.5.L'analisi di Zignago S.p.A.

Zignago S.p.A. è una società per azioni italiana costituita nel 1950 a Fabriano, nella provincia di Ancona, da Gaetano Marzotto che si occupa della produzione di contenitori in vetro. Negli anni '80 inizia a perseguire un'attività di acquisizione di altre aziende e di fondazione di nuove società che le hanno consentito di espandere la propria produzione e diversificare il proprio portafoglio.

Grafico 4.20.: Struttura della Holding di Zignago S.p.A.<sup>83</sup>



<sup>83</sup> Fonte: [www.zignago.com](http://www.zignago.com)



Attualmente, Zignago S.p.A. è una holding a capo di un Gruppo molto vasto di imprese che si occupano principalmente della produzione di contenitori in vetro, attività vinicole, attività immobiliari e produzione e distribuzione di energia elettrica. Tutte le società sono profondamente radicate nel territorio veneto e sono controllate direttamente della holding, la quale è interamente di proprietà della famiglia Marzotto.

Ad oggi, collaborano con il Gruppo oltre 2.000 aziende italiane che sono totalmente situate nelle province di Venezia, Pordenone, Udine e Treviso. Infatti, la stessa holding, nel 1969 ha spostato la sua sede legale e operativa da Fabriano (AN) a Fossalta di Portogruaro, un piccolo paese di 5.000 abitanti nella provincia di Venezia.

L'attività *core* del Gruppo è la lavorazione del vetro, la quale viene accompagnata da altre tipologie di attività che sono pienamente integrate con il business della holding. A partire dal 2009, infatti, Zignago S.p.A. ha iniziato una produzione propria di bevande producendo internamente al Gruppo tutte le lavorazioni intermedie: imballaggi, packaging, contenitori in vetro, fermentazione del vino, parziale produzione di energia elettrica, distribuzione e commercializzazione del prodotto.

Oltre ai propri prodotti di marca, persegue costantemente le collaborazioni con altre società per la parte di attività inerente alla fornitura di contenitori in vetro. Tra le maggiori contrattazioni con importanti e noti marchi, si cita: Campari, Plasmon, Bulgari e L'Oreal.

Grafico 4.21.: Prodotti di Zignago S.p.A. in collaborazione con altri marchi<sup>84</sup>



La società è quotata dal 2007 nelle Borsa di Milano all'indice FTSE Italia Mid Cap, FTSE Italia STAR e all'indice di sostenibilità SE Mid Italian Index.

Grafico 4.22.: Andamento azionario di Zignago S.p.A.<sup>85</sup>



L'8 giugno 2007 il valore di apertura delle azioni era di 4,33 euro, mentre ad oggi (7 giugno 2023) ammonta a 15,90 euro. L'incremento del valore azionario è stato registrato soprattutto nel corso del 2019 successivamente al quale sono stati registrati due forti decrementi: uno in ossequio allo scoppio della pandemia da COVID-19 a marzo 2020 e l'altro in relazione al conflitto instauratosi con la Guerra in Ucraina a febbraio 2022.

L'andamento economico generale del Gruppo registrato nel corso del primo semestre 2022 ha evidenziato nel complesso un miglioramento delle performance, le quali hanno generato un aumento dei risultati intermedi e del risultato netto d'esercizio. Tuttavia, l'impatto della Guerra in Ucraina è stato molto forte per quanto riguarda i costi

<sup>84</sup> Fonte: [www.zignago.com](http://www.zignago.com)

<sup>85</sup> Fonte: [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

produttivi, e, conseguentemente, anche i ricavi di vendita. Infatti, tra i settori finora analizzati, quello delle vetrerie è stato quello più colpito.

Il costante e vertiginoso aumento del prezzo dell'energia elettrica ha condotto l'impresa a sospendere temporaneamente la produzione di un forno comportando inevitabilmente una riduzione dei volumi di vendita a fronte, contrariamente, di una domanda della clientela sempre maggiore incentivata dalla sensibilizzazione all'uso della plastica e al favoreggiamento per i contenitori in vetro. Inoltre, per contrastare l'incremento dei costi produttivi registrato nel primo semestre 2022 (+256% rispetto al primo semestre 2021), la società (come anche nel caso di Valsoia S.p.A. e Orsero S.p.A.) ha incrementato notevolmente i prezzi di vendita, seppur non ai livelli dell'aumento del costo per l'energia.

Grafico 4.23.: Conto Economico di Zignago S.p.A.<sup>86</sup>

	1° semestre 2022		1° semestre 2021		Variazioni
	euro migliaia	%	euro migliaia	%	%
<b>Ricavi</b>	299.629	100,0%	233.010	100,0%	28,6%
Variazione rimanenze prodotti finiti, semilavorati e prodotti in corso	(1.652)	(0,5%)	(2.785)	(1,2%)	(40,7%)
Produzione interna di immobilizzazioni e contributi su investimenti	1.833	0,6%	506	0,2%	n.s.
<b>Valore della produzione</b>	299.810	100,1%	230.731	99,0%	29,9%
Consumi di materie e servizi esterni	(185.080)	(61,8%)	(121.200)	(52,0%)	52,7%
<b>Valore aggiunto</b>	114.730	38,3%	109.531	47,0%	4,7%
Costo del personale	(50.629)	(16,9%)	(47.587)	(20,4%)	6,4%
<b>Margine operativo lordo (Ebitda)</b>	64.101	21,4%	61.944	26,6%	3,5%
Ammortamenti	(29.624)	(9,9%)	(26.522)	(11,4%)	11,7%
Stanzamenti ai fondi rettificativi	(433)	(0,1%)	(488)	(0,2%)	(11,3%)
<b>Margine operativo (Ebit)</b>	34.044	11,4%	34.934	15,0%	(2,5%)
Proventi non operativi ricorrenti, al netto	2.029	0,6%	468	0,2%	n.s.
<b>Risultato operativo</b>	36.073	12,0%	35.402	15,2%	1,9%
Proventi (Oneri) finanziari, al netto	5.627	1,9%	(658)	(0,3%)	n.s.
Differenze di cambio, al netto	(278)	(0,1%)	762	0,3%	n.s.
<b>Risultato economico prima delle imposte</b>	41.422	13,8%	35.506	15,2%	16,7%
Imposte sul reddito e IRAP (tax-rate al 30 giugno 2022: 24,6%) (tax-rate al 30 giugno 2021: 19%)	(10.180)	(3,3%)	(6.753)	(2,9%)	50,7%
<b>(Utile) Perdita attribuita a terzi</b>	(154)	(0,1%)	(12)	---	n.s.
<b>Risultato economico netto del periodo</b>	31.088	10,4%	28.741	12,3%	8,2%

I ricavi di vendita sono incrementati del +28,6% per effetto di una forte tendenza in crescita della domanda di contenitori per bevande e alimenti, ma soprattutto per quelli

<sup>86</sup> Fonte: [www.zignago.it](http://www.zignago.it)

inerenti *skincare* e *color cosmetic*. Tuttavia, la società non è riuscita a coprire il fabbisogno richiesto dalla clientela con la sua offerta di prodotti, a seguito del fermo produttivo di alcuni impianti. Di conseguenza, se l'impatto del caro energia non fosse stato così forte, l'aumento dei proventi economici derivanti dalle vendite sarebbe stato ancora maggiore.

Una delle strategie adottate da Zignago S.p.A. per fronteggiare l'innalzamento dei prezzi dell'energia è stato quello di aumentare i prezzi di vendita fino a raggiungere un incremento del +34% in Italia e del +47% all'estero<sup>87</sup>. Tale manovra è stata resa necessaria per fronteggiare le spese energetiche in quanto l'altra opzione sarebbe stata quella aumentare i volumi di vendita, ma nel caso di Zignago S.p.A. non è stato possibile.

I consumi di materie prime e servizi esterni sono aumentati del +52,7%, ma se si considerano solo i costi energetici questi ammontavano a 24,5 milioni di euro nel primo semestre 2021, mentre nel semestre a confronto del 2022 sono pari a 87,21 milioni di euro. L'incidenza di tali costi rispetto al totale è passata dal 20% al 47,12%. Infatti, nonostante tra le controllate del Gruppo sia presente una società che si occupa della produzione e distribuzione di energia (con un incremento negli ultimi anni dell'utilizzo di fonti rinnovabili), questa non è sufficiente a coprire il fabbisogno di energia dell'intero Gruppo, il quale provvede ad integrare gli approvvigionamenti di energia elettrica tramite acquisti da fornitori esterni al prezzo di mercato. Sebbene anche Zignago Power S.r.l. (fondata nel 2008) abbia fortemente subito l'impatto della Guerra in Ucraina, il costo dell'energia elettrica prodotta da questa società non ha subito lo stesso rincaro dei prezzi di vendita al quale il Gruppo ha acquistato energia da fornitori esterni.

Nonostante, l'andamento del secondo trimestre sia stato compromesso dal conflitto russo-ucraino, l'EBITDA ha registrato un incremento del +3,5% e il risultato economico d'esercizio è passato da 28,74 milioni di euro a 31,1 milioni di euro, seppur l'incidenza rispetto ai ricavi sia diminuita del 2%.

Nel corso del secondo semestre 2022, ma in particolare nel quarto trimestre, l'andamento economico del Gruppo è migliorato rispetto al semestre precedente soprattutto grazie alla ripartita degli impianti che erano stati sospesi ad aprile 2022, a seguito dei forti incrementi del caro energia. Tali stabilimenti, locati nella provincia di

---

<sup>87</sup> L'incremento dei prezzi registrato all'estero è stato superiore a causa delle difficoltà economiche logistiche nella filiera in quanto le tratte del processo di distribuzione sono molto lunghe e arrivano fino in Cina e in America.

Venezia, hanno ripreso l'attività da settembre 2022, successivamente alle sovvenzioni concesse dal Governo come forma di aiuto alle società energivore.

Per merito della ripresa di questi macchinari, la società è riuscita ad incrementare i volumi di vendita coprendo in parte anche il fabbisogno della clientela rimasto insoddisfatto durante il primo semestre. Per quanto concerne i prezzi di vendita, invece, questi sono rimasti invariati e non hanno più registrato variazioni né in aumento in diminuzione. Infatti, sebbene il caro energia nel secondo semestre 2022 sia stato più contenuto, una manovra di riduzione dei listini o di un ritorno ai prezzi di vendita di febbraio 2022 è molto rischiosa e potrebbe danneggiare le performance raggiunte dalla società.

Grafico 4.24.: Conto Economico di Zignago S.p.A. al 31 dicembre 2022<sup>88</sup>

(euro migliaia)	Di cui verso parti correlate		Di cui verso parti correlate	
	2022	2021	2022	2021
<b>Ricavi</b>	<b>468.851</b>	<b>8.333</b>	<b>362.437</b>	<b>5.504</b>
Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	(100.262)	(318)	(79.196)	(326)
Costi per servizi	(192.164)	(37.930)	(117.343)	(13.277)
Costo del personale	(76.150)		(71.089)	
Ammortamenti	(48.836)		(43.212)	
Svalutazione Immobilizzazioni	(5.757)		0	
Altri costi operativi	(3.583)		(3.458)	
Altri proventi operativi	5.545		2.264	
Valutazione delle Partecipazioni in joint venture con il metodo del Patrimonio Netto	35.069		20.761	
<b>Risultato operativo</b>	<b>82.713</b>		<b>71.164</b>	
Proventi finanziari	11.893		1.245	
Oneri finanziari	(2.599)		(1.844)	
Utili (perdite) nette su cambi	(380)		312	
<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>91.627</b>		<b>70.877</b>	
Imposte sul reddito del periodo	(4.736)		(10.674)	
<b>Risultato netto del periodo</b>	<b>86.891</b>		<b>60.203</b>	
Perdita (Utile) di pertinenza delle	(295)		(184)	
<b>Risultato netto del Gruppo del periodo</b>	<b>86.596</b>		<b>60.019</b>	

I costi energetici hanno impattato in misura inferiore l'andamento economico della società nel corso del secondo semestre andando a compensare il forte incremento registrato tra marzo e giugno. Infatti, in quest'ultimo periodo si era registrata un'incidenza delle spese energetiche sul totale dei costi pari al 47% che negli ultimi sei mesi del 2022 è diminuita al 35%.

Tale mix di aumento dei volumi di vendita e riduzione dei costi energetici ha consentito alla società di incrementare maggiormente i risultati intermedi, nonché l'utile

<sup>88</sup> Fonte: [www.zignago.it](http://www.zignago.it)

d'esercizio, il quale ha registrato un incremento del +44% rispetto al 2021 (nel confronto tra le due Relazioni finanziarie semestrali l'aumento registrato era pari all'8%).

Coerentemente con quanto sopra descritto, anche l'andamento della liquidità registrato nel corso del primo semestre 2021 e primo semestre 2022 è significativamente differente in quanto nel primo caso è stata generata cassa per 4,5 milioni di euro, mentre nei primi sei mesi del 2022 è stata distrutta liquidità per 37,2 milioni di euro.

Grafico 4.25.: Dati del Rendiconto finanziario di Zignago S.p.A.<sup>89</sup>

	Primo semestre 2022	Primo semestre 2021	Variazione
<b><i>Disponibilità liquide nette iniziali</i></b>	<b>117.536</b>	<b>50.154</b>	<b>67.382</b>
<i>Flusso di cassa delle attività operative</i>	45.552	47.201	-1.649
<i>Flusso di cassa delle attività di investimento</i>	-49.202	-23.250	-25.952
<i>Flusso di cassa delle attività di finanziamento</i>	-27.757	-19.392	-8.365
<i>Flusso di cassa totale</i>	-31.170	4.776	-35.946
<b><i>Disponibilità liquide nette finali</i></b>	<b>80.366</b>	<b>54.930</b>	<b>25.436</b>

L'andamento negativo registrato nel primo semestre 2022 è riconducibile a due voci che sono notevolmente incrementate in questo periodo: gli investimenti in immobili, impianti e macchinari e l'accensione di prestiti a lungo termine verso le banche. Tali aumenti hanno peggiorato i flussi di cassa da investimento e da finanziamento, i quali hanno superato i *cash flow* positivi generati dalle attività operative.

Le azioni messe in atto dalla società risultanti dall'andamento delle disponibilità liquide evidenziano la volontà della società di incrementare la propria produzione tramite nuovi impianti e macchinari finanziando tali investimenti con capitale da terzi. Alla base di questa crescita produttiva, oltre al desiderio del CDA di espandere ed ampliare la produzione (come si riporta nella Relazione sulla gestione), vi è la "necessità" di coprire interamente il fabbisogno di contenitori in vetro richiesto dalla clientela che, nel corso del 2022, non è stato possibile, a causa di un'offerta limitata da parte della società.

Se la società riuscisse a coprire la domanda proveniente dai *retailer* e dai clienti, i volumi di vendita aumenterebbero notevolmente, così come i ricavi, e i prezzi di vendita potrebbero successivamente diminuire o tornare ai livelli pre Guerra in quanto non vi sarebbe più l'esigenza dell'impresa di innalzare i prezzi per coprire l'incremento dei costi energetici. Tuttavia, tali manovre relative alla riduzione di prezzi di listino sono assai rare

<sup>89</sup> Fonte: rielaborazione personale dei dati reperiti al sito web [www.zignago.it](http://www.zignago.it)

e sempre meno convenienti per le società, a causa dell'inflazione costantemente in crescita che rende "pericolosa" una manovra simile.

Il principale rischio a cui la società è stata esposta durante l'intero esercizio 2022 è il rischio di oscillazione del prezzo di mercato dell'energia elettrica, il quale è stato valutato dal Gruppo come "*significativo*", soprattutto nel corso del primo semestre. Infatti, nella Relazione finanziaria semestrale, i manager hanno affermato che, in caso di una persistenza o peggioramento della situazione geopolitica esistente, si sarebbero trovati fortemente in difficoltà su come elaborare possibili soluzioni a riguardo, anche perché un ulteriore aumento dei prezzi di listino sarebbe stato controproducente in quanto la domanda sarebbe potuto calata e si sarebbe potuti arrivare ad una crisi aziendale.

A differenza di altre vetrerie che hanno dovuto spegnere definitivamente alcuni forni o sospendere alcune attività perché divenute troppo costose, a partire dal 2012, la fornitura di energia nello stabilimento di Zignago Vetro S.p.A. sito a Portogruaro (VE) è interamente garantita dalla controllante Zignago Power S.r.l., la quale ha avviato un impianto per la produzione di energia elettrica da biomasse naturali. Per tale ragione, il rischio di fluttuazione dei costi di approvvigionamento di energia risulta attenuato. Inoltre, a novembre 2022, la holding ha concluso contratti di fornitura a prezzi definiti con i propri fornitori che garantiscono la riduzione del rischio di oscillazione dei prezzi di mercato dell'energia.

#### **4.6.Confronto tra le società energivore**

A completamento dell'analisi delle società energivore studiate nei settori della meccanica, degli alimentari e del vetro, si procede ad un confronto dei principali dati e risultati economici e dei flussi di liquidità risultanti dalla Relazione finanziaria semestrale 2022.

Grafico 4.26.: Confronto tra le società energivore<sup>90</sup>

<b>SETTORE DELLA MECCANICA</b>						
	<b>FERRARI S.P.A.</b>			<b>STELLANTIS S.P.A.</b>		
	<u>Primo semestre 2022</u>	<u>Primo semestre 2021</u>	<u>Variazione</u>	<u>Primo semestre 2022</u>	<u>Primo semestre 2021</u>	<u>Variazione</u>
<i><b>Net revenues</b></i>	<b>2.477</b>	<b>2.046</b>	<b>21,07%</b>	<b>87.999</b>	<b>72.610</b>	<b>21,19%</b>
<i><b>Cost of sales</b></i>	<b>1.267</b>	<b>981</b>	<b>29,15%</b>	<b>69.865</b>	<b>58.301</b>	<b>19,83%</b>
<i><b>EBITDA</b></i>	<b>869</b>	<b>762</b>	<b>14,04%</b>	-	-	-
<i><b>EBIT</b></i>	<b>630</b>	<b>540</b>	<b>16,67%</b>	<b>10.320</b>	<b>7.344</b>	<b>40,52%</b>
<i><b>Income tax expense</b></i>	<b>122</b>	<b>109</b>	<b>11,93%</b>	<b>1.985</b>	<b>1.729</b>	<b>14,81%</b>
<i><b>Net profit</b></i>	<b>490</b>	<b>412</b>	<b>18,93%</b>	<b>7.960</b>	<b>6.790</b>	<b>17,23%</b>
<i>Net cash from operating activities</i>	568	523	45	9.843	5.615	4.228
<i>Net cash from investing activities</i>	-298	-316	18	-4.666	16.924	-21.590
<i>Net cash from financing activities</i>	-416	-651	235	-10.088	-1.801	-8.287
<i><b>Net cash and cash equivalent</b></i>	<b>146</b>	<b>444</b>	<b>298</b>	<b>-4.911</b>	<b>20.783</b>	<b>-25.649</b>

<sup>90</sup> Fonte: rielaborazione personale dei dati reperiti ai siti web [www.ferrari.com](http://www.ferrari.com), [www.stellantis.com](http://www.stellantis.com), [www.valsoia.it](http://www.valsoia.it), [www.orserogroup.it](http://www.orserogroup.it), [www.zignago.it](http://www.zignago.it)

<b>SETTORE DEGLI ALIMENTARI</b>						
	<b>ORSERO S.P.A.</b>			<b>VALSOIA S.P.A.</b>		
	<u>Primo semestre 2022</u>	<u>Primo semestre 2021</u>	<u>Variazione</u>	<u>Primo semestre 2022</u>	<u>Primo semestre 2021</u>	<u>Variazione</u>
<b><i>Ricavi di vendita</i></b>	<b>576.196</b>	<b>513.110</b>	<b>12,29%</b>	<b>49.544</b>	<b>46.390</b>	<b>6,80%</b>
<b><i>Costi operativi</i></b>	<b>515.253</b>	<b>465.284</b>	<b>10,74%</b>	<b>44.336</b>	<b>40.444</b>	<b>9,62%</b>
<b><i>Margine operativo lordo (EBITDA)</i></b>	<b>23.986</b>	<b>12.054</b>	<b>98,99%</b>	<b>6.571</b>	<b>7.895</b>	<b>-16,77%</b>
<b><i>Margine operativo (EBIT)</i></b>	<b>23.986</b>	<b>12.054</b>	<b>98,99%</b>	<b>5.253</b>	<b>6.635</b>	<b>-20,83%</b>
<b><i>Imposte sul reddito</i></b>	<b>2.391</b>	<b>2.454</b>	<b>-2,57%</b>	<b>1.418</b>	<b>1.884</b>	<b>-24,73%</b>
<b><i>Utile/perdita d'esercizio</i></b>	<b>19.794</b>	<b>8.209</b>	<b>141,13%</b>	<b>3.756</b>	<b>4.722</b>	<b>-20,46%</b>
<i>Flusso di cassa delle attività operative</i>	25.053	21.765	3.288	2.543	3.066	-523
<i>Flusso di cassa delle attività di investimento</i>	-20.084	-7.869	-12.215	-860	-1.045	185
<i>Flusso di cassa delle attività di finanziamento</i>	-5.835	-8.900	3.065	-15.844	-5.608	-10.236
<b><i>Flusso di cassa totale</i></b>	<b>-866</b>	<b>4.996</b>	<b>-5.862</b>	<b>-14.161</b>	<b>-3.587</b>	<b>-10.574</b>

<b>SETTORE DEL VETRO</b>			
	<b>ZIGNAGO S.P.A.</b>		
	<u>Primo semestre 2022</u>	<u>Primo semestre 2021</u>	<u>Variazione percentuale</u>
<b><i>Ricavi di vendita</i></b>	<b>299.629</b>	<b>233.010</b>	<b>28,59%</b>
<b><i>Costi operativi</i></b>	<b>185.080</b>	<b>121.200</b>	<b>52,71%</b>
<b><i>Margine operativo lordo (EBITDA)</i></b>	<b>64.101</b>	<b>61.944</b>	<b>3,48%</b>
<b><i>Margine operativo (EBIT)</i></b>	<b>34.044</b>	<b>34.934</b>	<b>-2,55%</b>
<b><i>Imposte sul reddito</i></b>	<b>10.180</b>	<b>6.753</b>	<b>50,75%</b>
<b><i>Utile/perdita d'esercizio</i></b>	<b>31.088</b>	<b>28.741</b>	<b>8,17%</b>
<i>Flusso di cassa delle attività operative</i>	45.552	47.201	-1.649
<i>Flusso di cassa delle attività di investimento</i>	-49.202	-23.250	-25.952
<i>Flusso di cassa delle attività di finanziamento</i>	-27.757	-19.392	-8.365
<b><i>Flusso di cassa totale</i></b>	<b>-31.170</b>	<b>4.776</b>	<b>-35,946</b>

Nelle ultime colonne delle tabelle, per ogni società, sono state calcolate le variazioni percentuali (per i valori del Conto Economico) e in termini assoluti (per le voci del Rendiconto finanziario) derivanti dalle differenze degli importi tra il primo semestre 2021 e il primo semestre 2022, evidenziando in verde le variazioni positive e in rosso quelle negative.

Da una prima osservazione delle sole variazioni, si nota che le società meccaniche analizzate sono state le uniche ad aver registrato solo variazioni positive. Ciò significa che, nel complesso, le performance del primo semestre 2022 sono state migliori rispetto a quelle del periodo in comparazione dell'anno precedente. Viceversa, le altre società (sia degli alimentari sia del vetro) hanno registrato anche variazioni negative; in particolare, il risultato economico netto di Valsoia S.p.A. è diminuito del -20,46%, così come anche i suoi risultati intermedi (EBITDA, EBIT e risultato ante imposte).

In tutte le società analizzate, i ricavi di vendita e il costo del venduto hanno subito una variazione in aumento nell'arco temporale oggetto di studio.

Per quanto riguarda i ricavi di vendita, questi hanno avuto variazioni più o meno significative a seconda del settore e natura diversa. Infatti, per il settore della vetreria è stato registrato un incremento del +28%, per il settore della meccanica del +21% e per quello degli alimentari in media del +9%. Tali differenze sono proporzionali all'incremento dei costi operativi registrato per le società di ogni settore. In riferimento alla natura dell'innalzamento dei ricavi, sono state riscontrate due principali casistiche:

- aumento dei prezzi di vendita: adottato principalmente da Orsero S.p.A., Valsoia S.p.A. e Zignago S.p.A. per far fronte agli incrementi dei costi per l'energia<sup>91</sup>;
- aumento dei volumi di vendita: avvenuto in particolare nel settore della meccanica.

Queste due situazioni sopradescritte hanno anch'esse a loro volta natura differente in quanto la casistica esposta al primo punto deriva da una volontà proveniente unicamente da parte della società, mentre la seconda deriva da un incremento della domanda da parte della clientela che è corrisposto da un altrettante aumento dell'offerta da parte delle imprese fino ad eguagliare il livello domandato. Nel caso di Zignago S.p.A. le due casistiche sarebbero potute coesistere (in quanto una non esclude l'altra), ma la società, nel primo semestre 2022, non aveva le risorse materiali necessarie per coprire l'incremento del fabbisogno di prodotti in vetro richiesto dai clienti.

Le variazioni in aumento del costo del venduto sono state molto rilevanti nel caso di Zignago S.p.A. raggiungendo valori superiori al 50%, mentre sono state più contenute negli altri settori, seppur comunque considerevoli; infatti, nel settore meccanico sono state registrate variazioni in media del +25%, mentre nel caso di Orsero S.p.A. e Valsoia S.p.A. l'incremento è stato circa del +10%. Tali aumenti sono riconducibili per la maggior parte all'innalzamento del prezzo dell'energia elettrica, a seguito della situazione geopolitica instauratasi con lo scoppio della Guerra in Ucraina.

Il settore della meccanica è stato il meno colpito dal caro energia in quanto l'impatto è stato più attenuato rispetto alle altre società che, a confronto di Ferrari S.p.A. e Stellantis S.p.A., hanno consumi di energia in proporzione maggiori. Tuttavia, Ferrari S.p.A. ha registrato un incremento delle spese energetiche, in proporzione alle dimensioni, maggiore rispetto a Stellantis S.p.A. e, per tale ragione, il manager ha deciso di costruire un impianto fotovoltaico nella sede operative limitrofa a quella legale per provvedere autonomamente a soddisfare una parte del fabbisogno di energia.

L'aumento dei costi dell'energia registrato da Orsero S.p.A. e Valsoia S.p.A. ha natura differente rispetto agli altri settori analizzati perché tale incremento non è riferibile alle sole oscillazioni di mercato del prezzo dell'energia, ma anche al caro carburante. Infatti, tali società svolgono sia un'attività di produzione sia una di distribuzione e, per

---

<sup>91</sup> L'aumento dei listini è stato concordato con i clienti e con i *retailer*.

quest'ultima, consumano ingenti quantità di benzina per percorrere le tratte via terra; di conseguenza, l'innalzamento del prezzo del carburante di 0,6/0,8 euro al litro ha avuto un forte impatto negativo sulle spese delle società.

Nel caso della vetreria, l'impatto del conflitto russo-ucraino in tema di energia è stato fortemente accusato sia in termini economici sia in termini di produzione. Non a caso, nel corso del 2022, la società (come molte altre vetrerie italiane) si è trovata nella posizione di dover spegnere uno dei forni di produzione diminuendo i volumi di vendita.

In generale, il settore del vetro è stato il più colpito tra i settori energivori in quanto l'intera produzione di questa materia avviene per mezzo dell'utilizzo dell'energia elettrica che è necessaria per mantenere in funzione i forni h24. L'accensione senza interruzione è uno dei requisiti fondamentali per la manutenzione ordinaria dei macchinari in quanto anche solo uno spegnimento temporaneo potrebbe provocare il crollo del forno o, nella migliore delle ipotesi, un raffreddamento talmente veloce che per riportare il livello della temperatura a cui il vetro fonde, sono necessari consumi di energia superiori rispetto a quelli utili per mantenerli sempre in funzione.

Tuttavia, a differenza di molte altre vetrerie, Zignago S.p.A. ha fondato una società (attualmente consolidata al Gruppo) che si occupa di produrre e distribuire energia per la sede operativa principale. Tale costituzione ha permesso al Gruppo di ridurre l'impatto del caro energia e dell'innalzamento del prezzo del petrolio proveniente dalla Russia; infatti, senza questa produzione, la variazione dei costi energetici sarebbe stata ancora maggiore provocando grosse difficoltà, quali una crisi sulla continuità aziendale.

Da un confronto tra le variazioni percentuali dei ricavi e dei costi operativi, si evidenzia che i ricavi sono aumentati in maniera più che proporzionale rispetto ai costi operativi nei casi di Stellantis S.p.A. e Orsero S.p.A., mentre nel caso di Ferrari S.p.A., Valsoia S.p.A. e Zignago S.p.A. si è registrato un maggiore incremento dei costi operativi rispetto che al fatturato. Nonostante ciò, il margine operativo lordo (EBITDA) al 30 giugno 2022 ha un valore positivo in tutte le società; questo significa che il caro energia è stato coperto dall'aumento dei ricavi di vendita in quanto dall'analisi del Conto Economico si è osservato che le uniche due voci ad aver subito forti mutamenti sono state proprio i ricavi e i costi energetici, mentre tutte le altre voci non hanno subito variazioni o comunque leggeri incrementi connessi alle variazioni delle due principali voci (ad esempio, i costi per *marketing*). Inoltre, lo stesso risultato intermedio registra degli

incrementi rispetto al primo semestre 2021 (tranne che per Valsoia S.p.A.). Quest'ultimo elemento potrebbe far dedurre che le società abbiano conseguito degli extra-profitti, ma nella Relazione sulla gestione non vi sono affermazioni a riguardo. Viceversa, per le società energetiche è stato possibile effettuare tale ulteriore confronto per mezzo dell'entrata in vigore del versamento del contributo straordinario contro il caro bollette, il quale non è stato applicato anche per le società energivore.

In riferimento al risultato netto d'esercizio, sono stati registrati utili d'esercizio in crescita rispetto al primo semestre 2021, ad eccezione di Valsoia S.p.A.

Le società meccaniche mostrano un trend complessivamente coerente ed equivalente tra di loro in relazione alle variazioni registrate dai risultati tra il primo semestre 2021 e il primo semestre 2022. Infatti, entrambe hanno chiuso al 30 giugno 2022 con una variazione dell'utile d'esercizio di circa il +18%.

Le società degli alimentari, sebbene abbiano avuto aumenti simili dei ricavi di vendita e dei costi operativi, mostrano una differenza notevole per le variazioni subite dai risultati intermedi e dal risultato netto d'esercizio. In linea generale, Orsero S.p.A. ha incrementato i propri risultati riuscendo a chiudere il primo semestre 2022 con una variazione positiva del +141% dell'utile d'esercizio. Viceversa, Valsoia S.p.A. ha terminato l'esercizio dei primi sei mesi del 2022 in utile, ma registrando variazioni negative dei risultati rispetto al periodo in comparazione del semestre precedente. Tale situazione è riconducibile ad un incremento dell'indebitamento finanziario che ha generato ampi oneri finanziari, i quali hanno peggiorato la gestione finanziaria.

In merito alle imposte sul reddito, nel primo semestre 2022 il *tax rate* è stato inferiore rispetto al semestre in comparazione del 2021 in tutte le società energivore analizzate per effetto della Legge di bilancio 2022.

L'andamento della liquidità nel primo semestre 2022 presenta un aspetto comune per tutte le società energivore (tranne che per Ferrari S.p.A.), ossia una forte riduzione del flusso di cassa totale con una conseguente distruzione di liquidità. Contrariamente, nel primo semestre 2021, la maggior parte delle imprese analizzate avevano registrato un incremento del *cash flow* totale. Quest'ampia contrazione delle disponibilità liquide è stata causata dagli investimenti in immobilizzazioni materiali e immateriali, nonché nell'accessione di nuovi prestiti a lungo termine nel caso di Valsoia S.p.A. e Zignago S.p.A. necessari per fronteggiare tali acquisti.

## Conclusioni

L'elaborato di tesi si proponeva di analizzare l'impatto della guerra in Ucraina sui bilanci delle società energetiche ed energivore con particolare riferimento alla gestione economica, fiscale e della liquidità e in merito al rischio di continuità aziendale.

La curiosità nell'analizzare un evento di attualità mondiale che ha colpito fortemente le società italiane e per il quale non esistono ancora studi di ricerca in merito è stato il principale motivo di interesse che ha condotto alla scelta del medesimo argomento per la stesura della tesi. Infatti, attualmente, non vi sono studi pregressi che espongono risultati su questa tipologia di analisi in quanto, per effettuare uno studio di questa portata, è necessario avere a disposizione i dati di bilancio, i quali vengono pubblicati nella primavera dell'anno successivo. Nonostante questa carenza di studi, vi sono molteplici associazioni di categoria che raccolgono quotidianamente dati pubblici di mercato ed elaborano previsioni sull'andamento economico futuro dei settori. Questi dati sono stati utilizzati per la rassegna della letteratura che trae origine da fonti attuali e in costante mutamento.

L'obiettivo dell'elaborato è quello di estrapolare dei dati dalle Relazioni finanziarie semestrali in merito alla gestione economico – fiscale e della liquidità ed analizzare le variazioni registrate dalle società tra il primo semestre 2021 e il primo semestre 2022, nonché esporre un confronto dei dati tra i settori analizzati.

Al fine di raggiungere tale obiettivo, sono state selezionate dieci società italiane e quotate nella Borsa di Milano operanti nel settore energetico e/o energivoro. Per il settore energetico sono state selezionate: Eni S.p.A., Enel S.p.A., Iren S.p.A., ERG S.p.A. e Edison S.p.A., mentre per il settore energivoro sono state individuate alcune società tra quelle operanti nel settore della meccanica, degli alimentari e del vetro. Queste ultime sono: Ferrari S.p.A., Stellantis S.p.A., Orsero S.p.A., Valsoia S.p.A. e Zignago S.p.A.

Per ognuna di queste società sono state analizzate le variazioni subite dalle seguenti voci di bilancio: ricavi di vendita, costi energetici, risultati intermedi del Conto Economico, risultato netto d'esercizio, flussi di cassa derivanti dal Rendiconto finanziario. A completamento dell'analisi, è stato eseguito anche un breve raffronto tra i dati risultanti dalle Relazioni finanziarie semestrali rispetto a quelli del Bilancio d'esercizio e un confronto tra le società energetiche e tra quelle energivore.

In riferimento alle società energetiche si è osservato che nel corso del primo semestre 2022, i costi per l'approvvigionamento delle materie prime sono aumentati in maniera più che proporzionale rispetto all'aumento dei ricavi di vendita generando margini operativi lordi positivi. Tuttavia, il rapporto dell'EBITDA sui ricavi di vendita registrato nel primo semestre 2021 è superiore rispetto a quello registrato nel periodo in comparazione successivo. Ciò significa che tutte le società energetiche analizzate sono riuscite a mantenere una gestione caratteristica positiva, seppur senza evidenziare un andamento in crescita come, invece, era stato registrato nel corso degli anni precedenti.

L'andamento della gestione fiscale è stato differente a seconda della società analizzata; in particolare, si è osservato che il valore dell'EBITDA è correlato all'importo del contributo straordinario sugli extra – profitti sancito dal D.L. 21/2022 in quanto l'incremento del margine operativo lordo ha generato un altrettanto aumento del contributo versato. Infatti, Eni S.p.A. è stata la società a versare il maggior importo del contributo ed è stata anche la stessa ad aver registrato l'aumento del margine operativo lordo maggiore tra il primo semestre 2021 e il primo semestre 2022.

I risultati netti d'esercizio sono in utile per tutte le società, con variazioni in aumento e in diminuzione rispetto al periodo in comparazione precedente. In particolare, Enel S.p.A., Iren S.p.A. e Edison S.p.A. hanno subito una variazione negativa dell'utile d'esercizio rispetto al primo semestre 2021 e dalle analisi svolte si è osservato che questa situazione è connessa all'andamento della gestione caratteristica, la quale, pur essendo positiva per tutte le società, è stata più profittevole per Eni S.p.A. ed ERG S.p.A.

In riferimento alle società energivore, l'impatto del conflitto è stato più evidente e forte nel settore del vetro e quasi del tutto irrilevante nel settore della meccanica.

L'incremento dei ricavi di vendita e dei costi energetici è stato evidenziato anche per questi settori, seppur in maniera più contenuta. Tuttavia, anche in questi casi, l'incremento dei costi è stato superiore rispetto all'aumento dei ricavi di vendita generato per effetto dell'innalzamento dei prezzi di listino.

Il settore della meccanica non ha registrato particolari variazioni dovute al conflitto, se non un lieve aumento dei costi a causa dell'incremento del prezzo dell'energia elettrica e dei *chip*. Il settore degli alimentari ha accusato l'impatto del conflitto sia in termini di aumento dei prezzi dell'energia elettrica sia in termini di aumento dei prezzi del carburante in quanto le società analizzate svolgono un'ampia attività di distribuzione via

terra. Il settore del vetro è sicuramente il settore energivoro che ha subito maggiormente gli effetti della guerra con conseguenze anche sulla continuità aziendale in quanto Zignago S.p.A. è stata l'unica società, tra quelle analizzate, ad aver dovuto sospendere temporaneamente l'attività di un impianto produttivo a causa del caro energia.

Nonostante queste situazioni avverse, anche le società energivore hanno chiuso il primo semestre 2021 in utile.

Contrariamente a quanto osservato per l'andamento economico, in quello della liquidità, l'impatto del conflitto non è stato pressoché così rilevante. Tuttavia, è stato osservato un elemento comune a tutte le società in merito al flusso di cassa di attività di investimento che è aumentato nel corso del primo semestre 2022.

La stesura dell'elaborato di tesi è stata in parte limitata dalla mancanza di studi di ricerca pregressi e dalla pubblicazione dei Bilanci d'esercizio durante il termine della stesura della tesi.

Infatti, l'analisi di questa tesi è stata svolta per lo più sull'arco temporale di sei mesi e, pertanto, sono state osservate delle variazioni economico – fiscali che possono essere anche solo temporanee e molto altalenanti all'inizio del conflitto in quanto le società non hanno ancora posto in essere soluzioni di medio – lungo termine per affrontare tale evento e gli effetti di queste manovre saranno visibili solo nel prossimo biennio. Per tale ragione, si ritengono interessanti studi di ricerca futuri in merito alle analisi svolte nella tesi.

## Bibliografia e sitografia

- Assovetro (2022). *Caro energia, Assovetro: settore colpito dagli effetti della guerra e dalla carenza materie prime*. Risorsa web reperibile all'indirizzo: [www.assovetro.it](http://www.assovetro.it)
- Borsa Italiana (2022). *Azioni*. Risorsa web reperibile all'indirizzo: [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)
- Confindustria (2022). *L'economia italiana alla prova del conflitto in ucraina*. Risorsa web reperibile all'indirizzo: [www.confindustria.it](http://www.confindustria.it)
- Edison (2022). *Relazione finanziaria semestrale 2022*. Risorsa web reperibile all'indirizzo: [www.edison.it](http://www.edison.it)
- Enel (2022). *Relazione finanziaria semestrale 2022*. Risorsa web reperibile all'indirizzo: [www.enel.com](http://www.enel.com)
- Eni (2022). *Relazione finanziaria semestrale 2022*. Risorsa web reperibile all'indirizzo: [www.eni.com](http://www.eni.com)
- ERG (2022). *Relazione finanziaria semestrale 2022*. Risorsa web reperibile all'indirizzo: [www.erg.eu](http://www.erg.eu)
- Il Sole 24 Ore (2022). *Manovra, sugli extraprofiti dell'energia l'imposta sale al 50%*. Risorsa web reperibile all'indirizzo: [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)
- Il Sole 24 Ore (2022). *Un anno di guerra e sanzioni. Italia economia tra le più colpite*. Risorsa web reperibile all'indirizzo: [www.econopoly.ilsole24ore.com](http://www.econopoly.ilsole24ore.com)
- Iren (2022). *Relazione finanziaria semestrale 2022*. Risorsa web reperibile all'indirizzo: [www.gruppoiren.it](http://www.gruppoiren.it)
- Ferrari (2022). *Semi – Annual Financial Report 2022*. Risorsa web reperibile all'indirizzo: [www.ferrari.com](http://www.ferrari.com)
- La Repubblica (2022). *Gas, la Russia azzera le forniture all'Italia. Tutti i rischi per il prossimo inverno*. Risorsa web reperibile all'indirizzo: [www.repubblica.it](http://www.repubblica.it)
- Orsero (2022). *Relazione finanziaria semestrale 2022*. Risorsa web reperibile all'indirizzo: [www.orserogroup.it](http://www.orserogroup.it)
- Ramassa P., 2022, “L'impatto di tensioni geopolitiche e sanzioni internazionali sull'economia delle imprese italiane: il conflitto russo-ucraino”, Quagli A. (a cura di), libro in corso di pubblicazione.
- Stellantis (2022). *Semi – Annual Financial Report 2022*. Risorsa web reperibile all'indirizzo: [www.stellantis.com](http://www.stellantis.com)
- Valsoia (2022). *Relazione finanziaria semestrale 2022*. Risorsa web reperibile all'indirizzo: [www.valsoia.it](http://www.valsoia.it)
- Zignago (2022). *Relazione finanziaria semestrale 2022*. Risorsa web reperibile all'indirizzo: [www.zignago.it](http://www.zignago.it)

## **Ringraziamenti**

A conclusione di questo elaborato, vorrei porgere qualche parola di ringraziamento a tutte le persone che mi hanno sostenuto in questo percorso.

In primis, vorrei ringraziare la mia relatrice, Paola Ramassa, per i suoi preziosi consigli, per le sue ampie conoscenze in materia che mi ha trasmesso durante i colloqui e per la sua disponibilità a chiarire ogni mio minimo dubbio durante la stesura della tesi. Con i suoi insegnamenti mi sono appassionata ancora di più alla materia e all'argomento scelto per la redazione dell'elaborato.

Ringrazio immensamente i miei genitori, Fabrizio e Cettina, che mi hanno sempre sostenuto in questo percorso e, soprattutto, hanno creduto in me fin dal primo giorno. Con la vostra infinta pazienza e la vostra forza mi avete sempre accompagnata in questi cinque anni e mi avete supportata per ogni decisione. Siete stati sicuramente la colonna portante della mia carriera universitaria e non vi sarò mai abbastanza grata per avermi concesso di intraprendere questa bellissima esperienza informativa che mi accompagnerà per tutta a vita.

Un grazie speciale alle mie compagne di corso, Susanna e Genesis, con le quali ho trascorso momenti di difficoltà e di gioia. Siete state indispensabili durante questo percorso universitario e sono contenta di aver condiviso con voi ogni traguardo raggiunto. Sono molto felice di avervi avuto al mio fianco perché per ogni obiettivo che raggiungevo mi mostravate una contentezza e una soddisfazione tale come se lo aveste raggiunto voi; per questo non potevo desiderare compagne di studio migliori.

Un grazie di cuore lo porgo a Sara, la mia "madrina" in questo percorso universitario che mi è stata accanto come una sorella, mi ha sostenuto come un genitore e mi ha incoraggiato come un'amica. Ti ringrazio per aver saputo ascoltare ogni mia insicurezza e per avermi fornito sempre i consigli giusti. Hai capito fin da subito le mie ambizioni e il mio forte interesse verso l'università (forse perché in questo ci assomigliamo molto) e ti sono grata per aver sempre creduto in me, non solo nel percorso universitario ma anche in quello lavorativo, la tua presenza è stata senza dubbio fondamentale.

Ringrazio tutte le mie zie e tutti i miei zii per avermi appoggiato e sostenuto nella mia carriera universitaria. Vorrei porgere un grazie speciale alle mie zie Franca, Rosanna

e Ina e ai miei zii Marco e Lollo per essere stati presenti ad ogni mio esame con un messaggio prima e dopo l'uscita dall'aula e per avermi sostenuta nel mio percorso.

Porgo un saluto anche a tutti i miei nonni che si sono ricongiunti in cielo e ai miei nonni acquisiti, Albertina e Bruno; sono sicura che siete molto orgogliosi di me.

Grazie a Giovanni che ha affrontato con me tutto il mio percorso universitario sopportando e supportando ogni mio giorno all'interno dell'Università. Ti sono grata per aver creduto in me, alcune volte ancora di più di quanto credessi io in me stessa. La tua costanza ambizione mi ha risollevata da momenti di difficoltà e mi ha permesso di raggiungere ampiamente tutti i miei obiettivi.

Ringrazio Katia, Marco e Angelica per essermi sempre stati a fianco nella mia vita e nel mio percorso universitario. Grazie a mio cugino Marco per avermi donato quei momenti di spensieratezza di cui avevo bisogno dopo le giornate passate sui libri.

Un grazie di cuore ad Elisa, la mia migliore amica di sempre, che con la sua positività e la sua tenacia mi ha sempre trasmesso una grande forza di volontà e un'instancabile costanza. Ti ammiro per tutta la forza che hai e che ogni giorno che ti vedo mi trasmetti, sei speciale.

Grazie alla mia amica Graziella con cui ho condiviso una parte di questo percorso tra giornate di studio e serate spensierate e felici come solo noi sappiamo passare. Ti ringrazio infinitamente per il supporto che mi hai sempre donato.

Infine, ma non per importanza, ringrazio tutte le mie amiche e i miei parenti che mi sono stati vicini in questo percorso.