

Rapporto 2026 / Executive Summary

Il riassetto dei rifiuti urbani e le opportunità di crescita nelle principali tipologie dei rifiuti speciali

Le performance economiche dell'industria dei rifiuti

L'industria del riciclo e dei rifiuti si trova al termine di un lungo periodo di crescita del giro d'affari, ma negli ultimi 2 anni è all'interno di una fase di compressione delle marginalità, dovute sostanzialmente alla volatilità di fattori come il prezzo dell'energia, il prezzo delle materie prime seconde e il costo degli smaltimenti.

Questo può essere osservato nelle performance di 80 imprese che rappresentano i principali operatori sia per fatturato sia per capacità impiantistica in 8 aree.

Ricavi in crescita ma marginalità in compressione, specialmente per gli operatori del riciclo di rifiuti urbani

L'analisi dei bilanci di questo campione di imprese tra il 2017 e il 2024, mostra una crescita strutturale del valore della produzione che è passato da circa 7,5 a 13,8 miliardi di euro, con un tasso di crescita medio annuo del 9%. La crescita non è stata uniforme tra le diverse filiere.

Tabella 1.

Campione di imprese osservate (in grassetto le imprese che operano su più filiere tra quelle considerate)

Carta	Selezione	A2A ; Calabra Maceri e Servizi; Contarina; Garc ; Hera
	Cartiere	A.Merati e C. Cartiera di Laveno; Cartiere del Polesine; Lucart
	Integrate	DS Smith Recycling Italia; Pro-Gest; Relife ; Smurfit Kappa Cartiera di Verzuolo
Plastica	CC & CSS	A2A ; Acea ; Ecologic; Hera
	Riciclo	Dentis Recycling Italy; Gurit Italy; Sire; Synextra; Tregenplast
	Integrate	Plures ; Ecosistem; Iren ; Montello ; Relife ; Versalis
Vetro	Trattamento	A2A ; Ecolvetro; Eurovetro; Sarco; Tecno Recuperi
	Integrate vetrerie	Julia Vitrum (OI + Zignago); Ecoglass (Verallia); Vetreria Cooperativa Piegarese; Vetreco (Zignago + Verallia)
	Integrate settore minerario	SGS (Sibelco)
Organico	-	A2A ; Acea ; Plures ; Belenergia; Bioman ; CAP; Enomondo; Etra; Hera ; Inalca; Iren ; Montello ; Bioenergy
RAEE e Fotovoltaico	-	Aura; Ecosistem; FG; Garc ; Greenthesis ; Haiki+ ; Iren ; Itelyum ; Magifer; S.E.Val.; Sider Rottami Adriatica; Stena Recycling; Valcart
Costruzione & Demolizioni	-	Cerea; Costruzioni Generali Girardini; De Cristofaro; Ecoeridania ; Ecosystem; Edilquattro; Eni Rewind; F.Ili Santini; Gruppo Seché ; Garc ; Greenthesis ; Hera ; Impresa Milesi Geom. Sergio; Vitali
Co-incenerimento	Preparazione	A2A ; Ecoeridania ; Ecomar Italia; Eco.Ra.V.; Greenthesis ; Gruppo Seché ; Hera ; Iren ; Itelyum ; Marazzato Soluzioni Ambientali; Remondis; Riccoboni Holding; Veolia
	(Co-)incenerimento	A2A ; Colacem; Fassa; Veritas; Hera ; Holcim; Industria Cementi Giovanni Rossi; Iren ; Nuova Solmine
Discarica	-	Plures ; A2A ; Acea ; Bioman ; Econord; Greenenergy Holding; Greenthesis ; Hera ; Haiki+ ; Iren ; RES; Scapigliato; Sogliano Ambiente; Sovreco; Systema Ambiente

La crescita più rilevante si osserva nelle imprese multi-filiera nonché nelle filiere tipicamente integrate con l'industria a valle: co-incenerimento, costruzione & demolizione. Al contrario, le filiere maggiormente specializzate mostrano una crescita più contenuta.

Gli investimenti cumulati sono aumentati tra il 2017 e il 2024, passando da circa 750 milioni a oltre 1,4 miliardi di euro, ma nel triennio 2022-2024 la crescita si è arrestata per effetto della riduzione degli investimenti di alcuni settori come il multi-filiera, la discarica, la plastica e la carta, mentre altri settori come organico e co-incenerimento hanno investito di più contribuendo a mantenere stabile la quantità di investimenti fatti.

Le performance reddituali (esprese in termini di risultati prima delle imposte rispetto al valore della produzione) risultano invece più differenziate. Concentrandoci in particolare sulle filiere del riciclo tradizionale (cioè escludendo i settori del co-incenerimento integrato con l'industria

del cemento e delle costruzioni e demolizioni integrate con l'industria delle costruzioni), si osserva una compressione dei margini per plastica e vetro, nonostante la crescita dei ricavi. Organico e carta risalgono nel 2024 rispetto al 2023 ma risultano ancora in calo rispetto al periodo precedente, mentre i RAEE confermano una crescita rispetto agli anni precedenti. Questi settori, molto legati ai flussi di rifiuti urbani, indicano nel 2024 delle marginalità comprese tra -5% e 4%. Se invece si osservano i settori della preparazione alla termodistruzione dei rifiuti speciali, le discariche e gli operatori multi-filiera, le marginalità sono tendenzialmente più alte e si attestano tra il 5% e il 10%.

Nel complesso, i dati suggeriscono che la creazione di valore nel settore tende a spostarsi dai modelli fortemente specializzati verso configurazioni maggiormente integrate, in grado di controllare sia i flussi di rifiuti sia le diverse fasi di trattamento e valorizzazione.

Figura 1.

Valore della produzione cumulato per filiera (miliardi di €) 2017-2024

Fonte: Elaborazione AGICI sui dati di bilancio

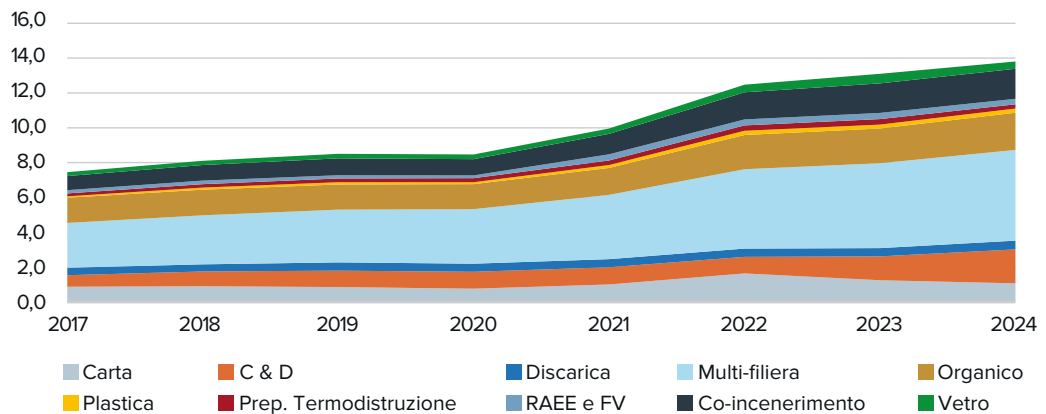


Figura 2.

Investimenti cumulati per filiera (milioni di €) 2017-2024

Fonte: Elaborazione AGICI sui dati di bilancio

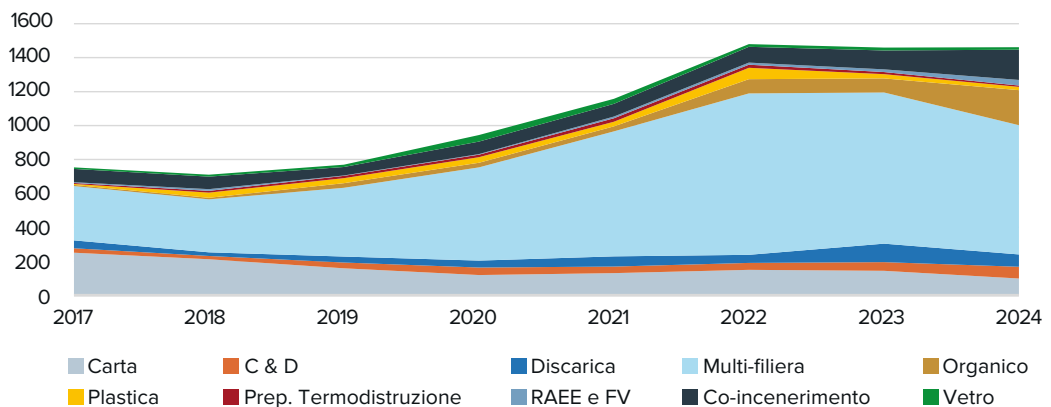
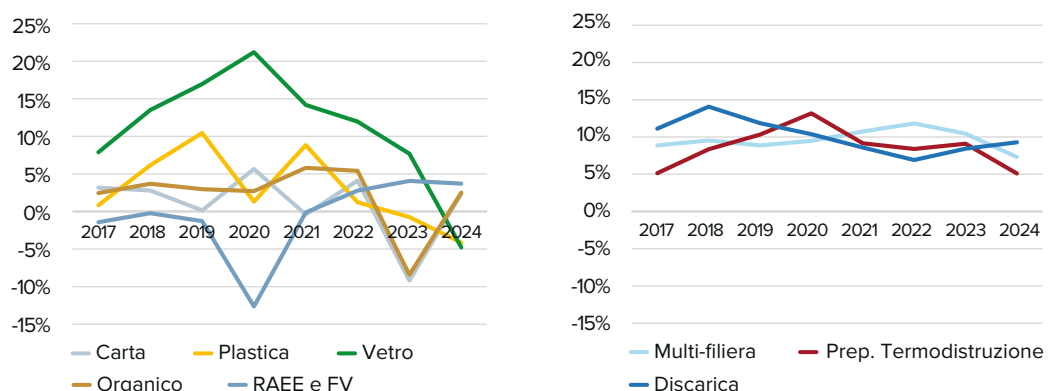


Figura 3.

EBT margin per filiera 2017-2024

Fonte: Elaborazione AGICI sui dati di bilancio



Prosegue il consolidamento del settore intorno ad agglomerati ambientali-industriali

L'analisi delle operazioni straordinarie e degli investimenti realizzati tra il 2017 e il primo trimestre del 2026 evidenzia un'intensa fase di trasformazione industriale del settore. Nel periodo considerato sono state censite 541 operazioni tra investimenti diretti, acquisizioni, cessioni e joint venture.

La metà delle operazioni sono investimenti diretti in impianti (costruzione di nuovi impianti, nuove linee produttive, rewamping di impianti esistenti). Le acquisizioni e le cessioni rappresentano invece il 46% del totale, confermando come il consolidamento industriale sia diventato uno dei principali driver di crescita del settore.

Gli investimenti impiantistici si sono concentrati soprattutto nelle filiere dell'organico, della plastica e delle infrastrutture di smaltimento e in particolare nella fase di riciclo e hanno avuto come protagonisti le grandi utility e altre imprese già presenti nella gestione dei rifiuti urbani. Invece gli M&A e le joint venture seguono una logica strategica in parte diversa. Se questi ultimi sono concentrati soprattutto sul riciclo, le operazioni di M&A interessano trasversalmente più fasi della filiera, dal trattamento allo stoccaggio fino alle attività integrate. Tale distribuzione suggerisce che gli operatori stanno perseguendo strategie di controllo della catena del valore piuttosto che semplici aumenti di capacità produttiva.

Un elemento particolarmente rilevante è la forte concentrazione delle operazioni: circa un quinto delle imprese analizzate ha realizzato l'80% delle acquisizioni censite. Il processo di consolidamento appare quindi guidato da un numero

relativamente limitato di soggetti che stanno costruendo piattaforme industriali sempre più ampie e integrate.

Dall'analisi emergono infine alcune direttrici strategiche comuni.

- Le grandi utility quotate stanno estendendo la propria presenza dai rifiuti urbani ai rifiuti speciali;
- Altre utility di media dimensione passano dal controllo dei flussi urbani al controllo degli impianti (o viceversa);
- I fondi infrastrutturali e di private equity stanno creando piattaforme integrate nel riciclo e nel trattamento;
- Gruppi industriali italiani di media dimensione stanno accelerando la propria crescita attraverso acquisizioni mirate, specialmente nel campo dei rifiuti speciali o dei rifiuti di provenienza urbana gestiti a mercato;
- Diversi operatori manifatturieri stanno integrando attività di riciclo per assicurarsi l'approvvigionamento di materie prime seconde;
- Gruppi energetici e alimentari entrano nel campo del riciclo dell'organico per la produzione di biometano;
- Gruppi stranieri stanno entrando in Italia per controllare flussi di rifiuti speciali da spedire agli impianti di smaltimento proprietà all'estero.

Nel complesso, gli investimenti e le operazioni straordinarie confermano una traiettoria di evoluzione del settore verso modelli industriali integrati, caratterizzati da un crescente controllo dei flussi, delle infrastrutture e delle diverse fasi della filiera. Questo processo sta progressivamente ridefinendo la struttura competitiva dell'industria italiana dei rifiuti, favorendo la nascita di piattaforme ambientali-industriali di dimensioni sempre maggiori.

Figura 4.

Operazioni di investimento 2017-2026 per tipologia

Fonte: dati AGICI

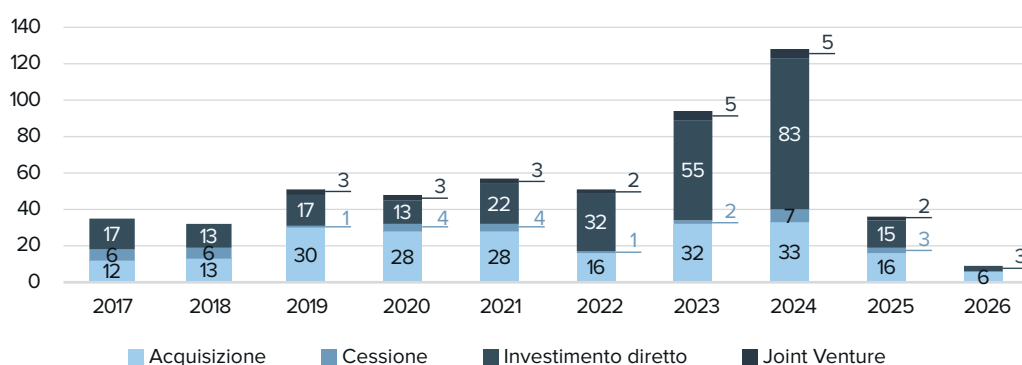
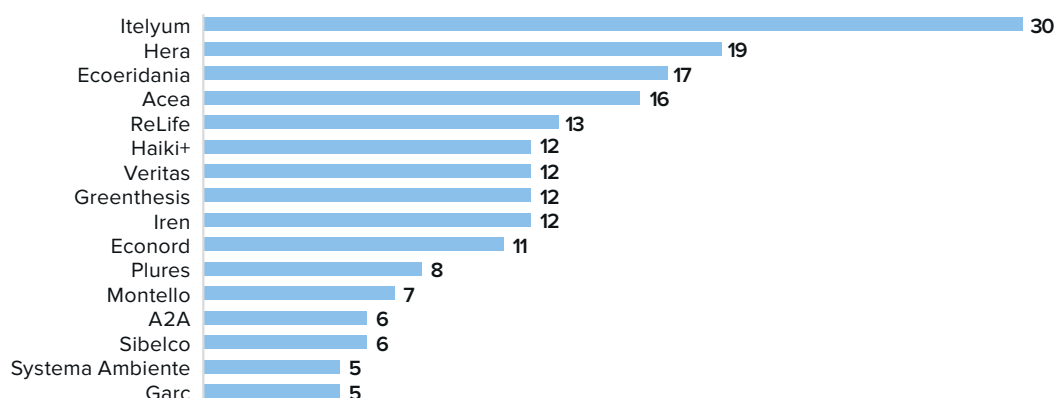


Figura 5.

Operazioni di M&A per azienda 2017-2026

Fonte: dati AGICI



La distribuzione del valore nelle filiere

Un approccio modellistico

L'analisi degli economics e la direzione degli investimenti delle imprese, mostrano che il modello di business che genera più ricavi ed è più redditizio è quello che opera su più filiere e che integra l'intera filiera del trattamento rifiuti. Tuttavia, questa analisi non riesce a discernere all'interno dei modelli di business integrati quali siano i materiali e le fasi di trattamento più redditizie.

Per riuscire a capirlo, è stato adottato un approccio modellistico: sono state simulate le redditività degli impianti che partecipano alle filiere di trattamento in funzione delle quantità di materia trattate. È stata

quindi condotta una *material flow analysis* per studiare la distribuzione dei materiali lungo le filiere e in funzione delle quantità individuate, sono state calcolate le redditività degli impianti⁰¹.

Tale approccio è stato adottato sia per le filiere tipicamente connesse con i rifiuti urbani, sia per alcune selezionate filiere di rifiuti speciali.

Rifiuti urbani: il valore si crea a valle del riciclo

La *material flow analysis* per le filiere considerate nel campo dei rifiuti urbani ha permesso di capire che agli attuali tassi di raccolta differenziata e

01. Le funzioni dei modelli sono state parametrize usando dati e informazioni raccolti da una pluralità di fonti pubbliche (rapporti e bilanci di organizzazioni pubbliche), letteratura tecnico-scientifica, survey e interviste

Tabella 2.

Impianti inclusi all'interno dei modelli

Rifiuti urbani	Rifiuti Speciali
Gestore della raccolta	Cantiere di bonifica
Centro Comprensoriale multimateriale leggero	Impianto di riciclo rifiuti da costruzione e demolizione (C&D)
Centro Selezione e Stoccaggio plastiche	Impianto di riciclo pannelli fotovoltaici
Impianto di selezione della carta	Impianto di trattamento e preparazione all'incenerimento
Cartiera	Termovalorizzatore rifiuti non-pericolosi
Impianto trattamento rottame di vetro	Inceneritore rifiuti pericolosi
Biodigestore FORSU	Discarica
Impianto riciclo RAEE	
Impianto di riciclo degli oli vegetali esausti (OVE)	
Impianto di soil washing di terre da spazzamento stradale	
Impianto di trattamento meccanico biologico (TMB)	
Termovalorizzatore	
Discarica	

di recupero dei materiali, così come riportate dai rispettivi consorzi di filiera, circa un terzo della materia raccolta va al mercato delle materie prime seconde (MPS), mentre un altro terzo finisce nei mercati dell'energia (come termovalorizzazione o come produzione di biometano). Il 22% giunge a smaltimento finale in discarica.

Calcolando le funzioni di profitto di ogni impianto in funzione di queste quantità di materia, sono state simulate la marginalità – in termini di risultato prima delle imposte sui ricavi (EBT margin) – nonché la percentuale di valore intercettato da ogni operatore rispetto al totale del valore prodotto lungo le filiere.

Le imprese che intercettano maggior valore e al contempo hanno redditività alte sono la discarica, il termovalorizzatore e la cartiera. Viceversa, gli impianti di riciclo in senso proprio (impianto di riciclo delle plastiche, trattamento del rottame di vetro, riciclo dei RAEE e biodigestore) rappresentano poco valore nella filiera e hanno marginalità inferiori al 10%, erose, secondo la *sensitivity analysis* condotta, da tre fattori: prezzi delle MPS, costo dell'energia, costo degli smaltimenti. Questo implica che il valore della filiera si genera so-

prattutto negli impianti di chiusura del ciclo (o, nel caso della cartiera, nell'industria a valle del rifiuto) a discapito degli impianti di recupero di materia.

Discorso diverso per il gestore della raccolta, che consegue margini estremamente bassi, ma intercetta una discreta quantità del valore generato. Questo risultato è in parte imputabile alla regolazione, che di fatto definisce le aspettative di redditività degli operatori.

Infine, gli impianti che lavorano al servizio dei gestori della raccolta (CC, impianto di selezione della carta, TMB, impianto di soil washing) o dei consorzi di filiera inclusi nell'accordo ANCI-CO-NAI (CSS plastiche) conseguono marginalità superiori al 10% ma rappresentano una frazione ridotta del valore generato. Unica eccezione in questo gruppo è l'impianto di riciclo degli OVE che genera margini interessanti anche operando interamente a mercato e senza funzioni di servizio al gestore o ai consorzi in virtù dell'alto valore dell'MPS. Anche in questo caso, questo impianto rappresenta una porzione limitata rispetto al valore totale generato a causa delle quantità di oli vegetali disponibili con la raccolta urbana.

Figura 6.
Material flow analysis
– flussi di rifiuti
urbani
Fonte: AGICI

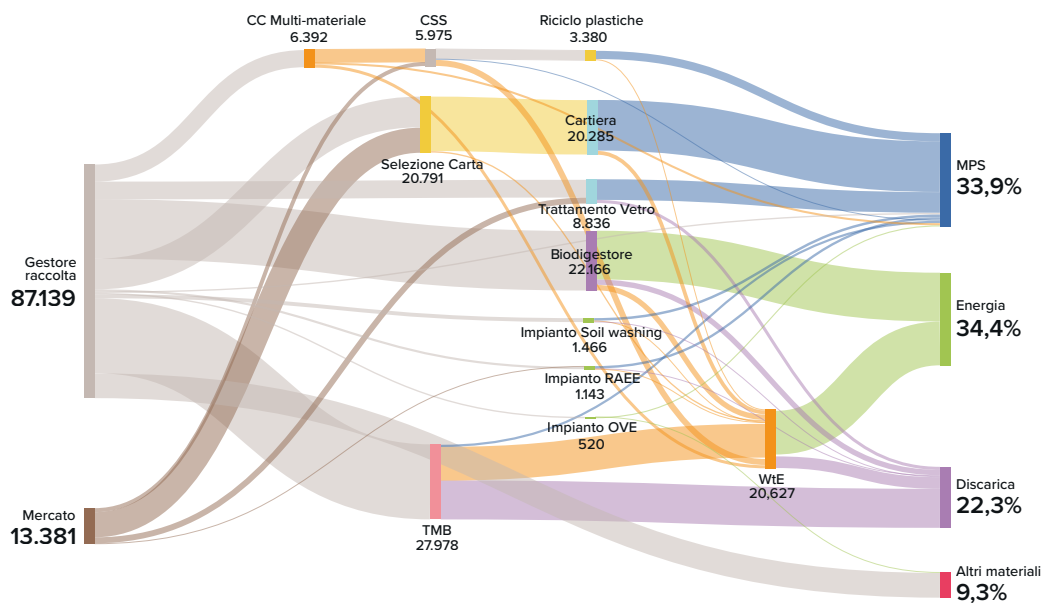
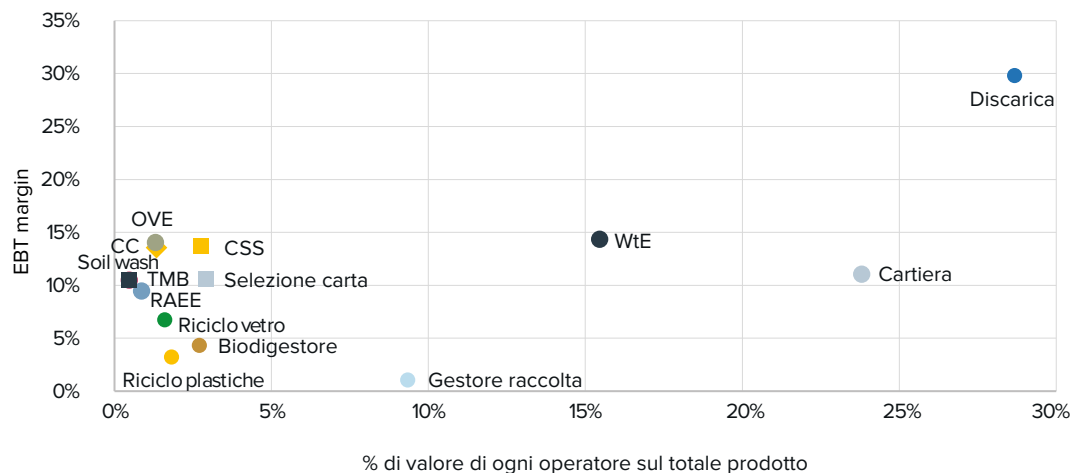


Figura 7.
Marginalità dei
singoli impianti (EBT
margin) e valore
intercettato sul totale
prodotto dalla filiera
dei rifiuti urbani
Fonte: AGICI



Rifiuti speciali: marginalità elevate nelle attività terminali della filiera

Lo studio delle filiere di rifiuti speciali è stato circoscritto a tre ampie famiglie di materiali:

- i rifiuti da costruzione e demolizione,
- i rifiuti da pannelli fotovoltaici,
- i rifiuti solidi che devono essere avviati a distruzione in impianti di termovalorizzazione (per la componente non-pericolosa che può essere lavorata per arrivare ad uno specifico potere calorifico) oppure in impianti di incenerimento senza recupero energetico (per la componente di rifiuti pericolosi).

La *material flow analysis* è stata quindi circoscritta a questi tre macro-flussi, la cui destinazione finale è per il 47% al mercato delle materie prime seconde, per il 21% ai mercati dell'energia e per il 24% alla discarica.

Con questi flussi gli impianti che hanno marginalità superiori al 10% e generano più del 20% del valore complessivo della filiera sono il termovalorizzatore e soprattutto la discarica. Il cantiere di bonifica e l'impianto di preparazione alla termodistruzione si collocano nel quadrante in cui le marginalità sono basse ma, in virtù degli ampi

volumi trattati, il valore intercettato resta alto. L'inceneritore senza recupero energetico genera alte marginalità ma rappresenta una piccola porzione di valore. Infine, l'impianto di riciclo dei pannelli fotovoltaici e l'impianto di riciclo dei rifiuti da costruzione e demolizione si collocano nel quadrante con basse marginalità e basso valore, ma per motivi diversi. L'impianto di riciclo di pannelli fotovoltaici ha il limite della scala: il valore delle MPS è alto, ma la taglia dell'impianto è piccola (proporzionale ai flussi oggi disponibili sul mercato). Questo posizionamento potrebbe cambiare in futuro con l'aumento esponenziale dei rifiuti da pannelli fotovoltaici, destinati a crescere progressivamente intorno al 2030 con la scadenza dei contratti dei primi meccanismi di incentivo delle rinnovabili e il necessario re-vamping degli impianti fotovoltaici. Viceversa, l'impianto di riciclo di rifiuti da C&D tratta grandi volumi, ma il valore delle MPS è basso e quindi il valore generato resta una porzione piccola rispetto al totale delle filiere. I materiali da costruzione come gli aggregati per riempimenti, aggregati grossi o fini etc. sono infatti necessariamente delle commodity e in questo scenario è probabile che il settore delle costruzioni possa trovare conveniente acquisire e integrare verticalmente gli impianti di riciclo.

Figura 8.

Material flow analysis – flussi di rifiuti speciali

Fonte: AGICI

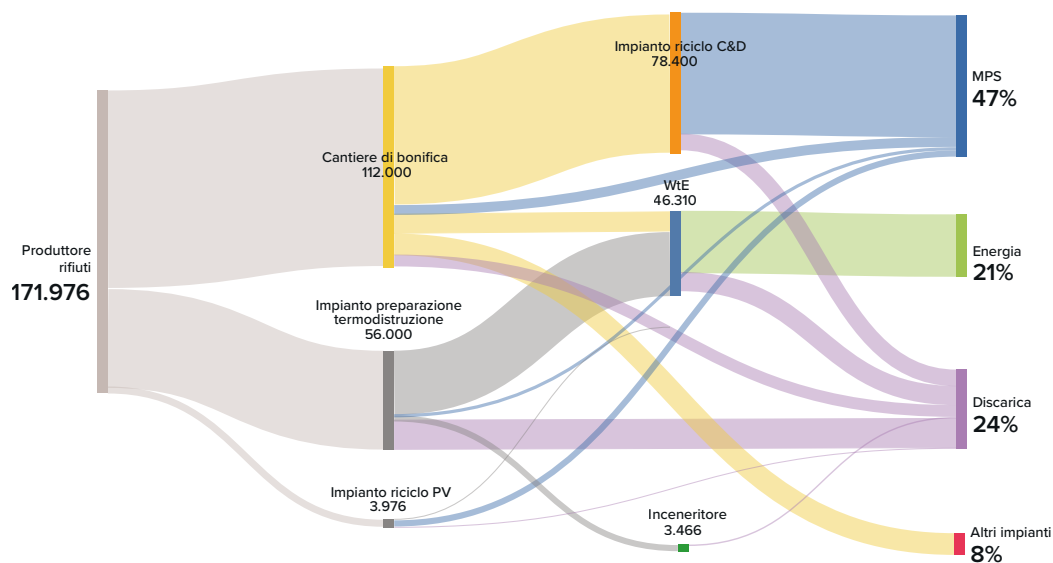
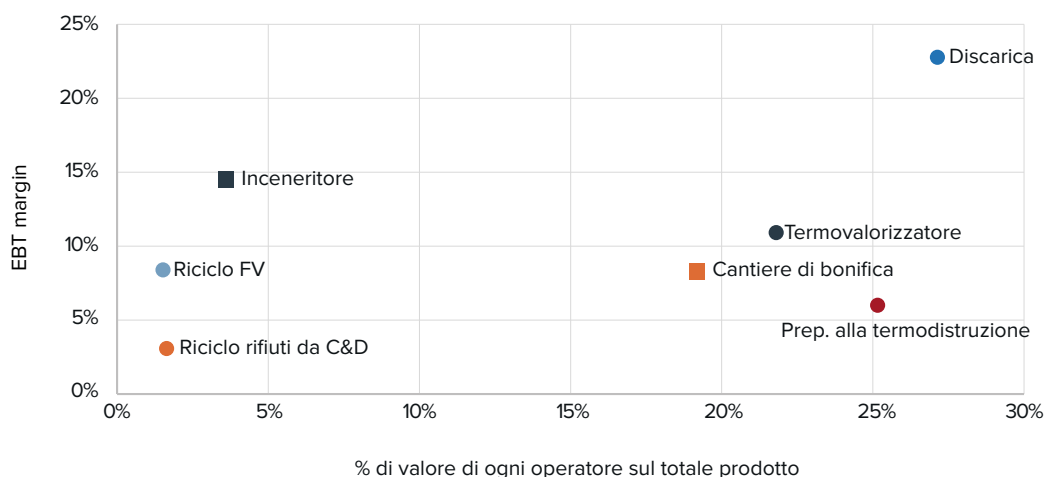


Figura 9.

Marginalità dei singoli impianti (EBT margin) e valore intercettato sul totale prodotto dalla filiera dei rifiuti speciali

Fonte: AGICI



Elementi per una politica industriale

Il quadro delineato dall'analisi mostra che il settore del riciclo puro e in particolare quello connesso con i flussi urbani (imballaggi di plastica, vetro e carta, RAEE e FORSU) è in una fase di contrazione delle marginalità che ha carattere strutturale. Questo è confermato anche dall'analisi modellistica, che ha evidenziato che alle attuali condizioni di mercato (prezzi delle MPS, costo dell'energia e costo degli smaltimenti) chi ricicla intercetta poco valore.

Gli operatori che lavorano sui rifiuti speciali (preparazione alla termodistruzione) e le discariche invece tra il 2017 e il 2024 hanno mostrato margini ben più alti rispetto ai riciclatori puri. Anche la modellazione, sia dei rifiuti urbani sia degli speciali, conferma che alle attuali condizioni, lo smaltimento (sia termovalorizzazione sia discarica) è il settore a maggior valore del comparto. Questa è una forte indicazione del fatto che il sistema dei rifiuti in Italia funziona ancora con una logica di "copertura di costo" (da economia lineare) piuttosto che di "valorizzazione degli output" (da economia circolare).

Rispetto ai due gruppi precedenti, gli operatori che operano su più filiere presentano margini tendenzialmente più alti e stabili nel periodo 2017-2024. Questa performance è data dal modello integrato adottato da queste imprese, capaci di trattare numerosi flussi e materiali (spesso sia urbani sia speciali), ma anche di occupare tutte le fasi delle filiere: raccolta, trattamenti, riciclo e smaltimenti. Il modello di business vincente sembra quindi essere quello dell'operatore integrato.

Non a caso, l'analisi degli investimenti e degli M&A indica che negli ultimi anni si sono creati dei conglomerati ambientali-industriali capaci di occupare tutte le porzioni della filiera dei rifiuti (dalla raccolta al riciclo, dalla termovalorizzazione alla discarica) e molti dei materiali a più alto valore.

Questi gruppi non solo sono una porzione importante dell'industria nazionale, ma rappresentano anche un'infrastruttura strategica che abilita l'industria stessa, dato che ne gestisce i rifiuti (impattando sui costi) e produce energia (tendenzialmente low carbon e contribuendo alla sicurezza energetica nazionale). L'industria del riciclo e dei rifiuti meriterebbe l'attenzione dello Stato che dovrebbe costruire le condizioni per assicurarne la crescita attraverso una politica industriale.

L'analisi suggerisce alcuni elementi su cui imperniare un'ipotetica politica industriale sui rifiuti:

Ridurre la scarsità di impianti di smaltimento attraverso nuove autorizzazioni

Il valore nella filiera è intercettato principalmente dalla termovalorizzazione e dalla discarica.

Questi impianti hanno un forte potere economico il cui impatto si riverbera sulle altre fasi della filiera fino al produttore di rifiuti (cittadini e industrie). Tale potere economico è dato dal fatto che inceneritori (con o senza recupero energetico) e discariche sono oggi infrastrutture "scarse" e ciò ne aumenta il pricing power. Una politica industriale per il settore passa quindi necessariamente dal riconoscere la strategicità di questi asset e dal dotare il paese di una capacità di trattamento congrua alla quantità di rifiuti da smaltire attraverso il controllo delle autorizzazioni e uscendo da una logica di pianificazione locale. Occorre inoltre evitare ulteriori aumenti dei costi di trattamento che possano spingere a rincari delle tariffe al cancello con effetto a valanga su cittadini e imprese. Ad esempio, la proposta della Commissione Europea di includere i termovalorizzatori nell'Emission Trading System (ETS) rischia di aumentare tutte le tariffe al cancello dell'industria del riciclo senza conseguire alcun beneficio ambientale dato che, ad oggi, non esistono mature tecnologie alternative di smaltimento a minor impatto emissivo su cui convogliare investimenti.

Supportare il riciclo: leva autorizzativa e meccanismi market-based di valorizzazione del contributo agli obiettivi ambientali

Il riciclo rappresenta oggi una fase a basso valore. Occorre creare le condizioni per aumentare il valore dell'attività di riciclo e far sì che gli operatori possano operare stabilmente, senza il rischio di bloccare intere filiere durante particolari congiunture sfavorevoli (come successo con la plastica) o di dover preferire lo smaltimento al recupero di materia. Anche in questo caso, una leva di controllo è quella delle autorizzazioni impiantistiche: la capacità di trattamento nazionale non deve superare l'effettiva disponibilità di rifiuti e materia, poiché l'overcapacity spinge ad inefficienze nell'allocazione dei flussi e a fallimenti di mercato. Una seconda leva di sostegno al riciclo è quella di disporre meccanismi market-based di valorizzazione del contributo ambientale di questa industria: Si potrebbe, a titolo esemplificativo, includere il riciclo nei meccanismi di riconoscimento dei crediti di CO₂ evitata o dell'energia risparmiata dal riciclo. Questo tipo di supporto non si configura come un sussidio, che crea dipendenza strutturale, distorce il mercato e ha un costo per le casse pubbliche, ma come un sistema di mercato capace di dare segnali di prezzo ai partecipanti.

Integrazione con i settori strategici della manifattura italiana

Le MPS tendono ad essere commodity, specialmente nel caso lo siano anche le materie prime vergini con cui competono. Ciò significa che le aziende produttrici di MPS più che competere sulla qualità e su premialità “green” rispetto alla materia vergine devono votare le proprie strategie all’efficienza, a trovare la giusta scala dimensionale e a controllare i costi. In questo scenario, l’integrazione verticale con la manifattura può rappresentare una possibile strategia che, come visto, è stata adottata da aziende in molti settori. Per citarne solo alcuni: produttori di imballaggi, cementifici, industria delle costruzioni. Perciò un terzo elemento per una politica industriale è quello di favorire le sinergie industriali e l’in-

tegrazione tra il trattamento dei rifiuti e alcuni comparti strategici dell’industria nazionale per i quali sarebbe vitale disporre di materia prima seconda a basso costo. In particolare, questo può essere conseguito per le nuove industrie, come quelle connesse con le rinnovabili, gli accumuli e i data center. La leva autorizzativa può essere usata dallo Stato per facilitare l’insediamento di impianti di riciclo in prossimità di distretti ritenuti strategici per la competitività della manifattura nazionale e dell’economia. Ad esempio, per quanto concerne il riciclo dei pannelli fotovoltaici si può indirizzare le autorizzazioni verso aree in prossimità delle regioni con maggiori installazioni di impianti fotovoltaici e con dimensioni congrue alla disponibilità attesa di rifiuti. Discorso analogo può essere fatto per il riciclo della black mass dalle batterie, nonché per i rifiuti tessili o per il riciclo chimico delle plastiche.



PARTNER STRATEGICI



PARTNER



AUTORI

RESPONSABILI DI PROGETTO

TEAM DI RICERCA

Marco Carta / marco.carta@agici.it
Eugenio Sini / eugenio.sini@agici.it

Francesca Moscardello
Simone Ferri
Mauro Bariselli
Fabio Grazia

CONTATTI

Tel. 02/5455801
agici@agici.it
www.agici.it

AGICI è una società di ricerca e consulenza specializzata nel settore dell'energia, dell'ambiente e delle infrastrutture. Collabora con imprese, associazioni, amministrazioni pubbliche e istituzioni per realizzare politiche di sviluppo capaci di creare valore. L'approccio operativo e il rigore metodologico, supportati da un solido back-

ground teorico, assicurano un'elevata flessibilità che garantisce la personalizzazione delle soluzioni. La conoscenza della realtà imprenditoriale, la pluriennale esperienza nei settori di riferimento e una vasta rete di relazioni nazionali e internazionali completano il profilo distintivo di AGICI.

Copyright 2026
Agici Finanza d'Impresa
All rights reserved