ORBITA

OSSERVATORIO DI INTELLIGENCE ECONOMICA · OPENINDUSTRIA

TELEMETRIA

Quaderno tecnico di stress test e scenario

CODICE	CLASSE	DATI AL	EDIZIONE	DISTRIBUZIONE
TLM-01 / 2026	Stress test · scenario	13.08.2026	Ottobre 2026	Versione pubblica

BIG TECH · INFRASTRUTTURA AI · VALUTAZIONI

AI Capex Stress Test

Gli hyperscaler spenderanno 725-760 miliardi di dollari nel 2026. La domanda non è più se l'AI trasformerà l'economia, ma quanto tempo servirà perché quel capex diventi ricavo, e cosa succede alle valutazioni se il ritorno slitta di 18 mesi.

PARAMETRI DEL TEST	TLM-01 · P
SHOCK	Il pieno ritorno sugli investimenti AI slitta di 18 mesi, dalla finestra 2026-2027 al 2027-2028
VINCOLO	Le Big Tech mantengono i piani di spesa già contrattualizzati
PERIMETRO	Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta, Oracle; abilitatori (Nvidia) e laboratori puri (OpenAI, Anthropic)
MECCANICA	Ammortamenti, multipli, leva, contratti: dinamica in due fasi (earnings trap → bivio)
OUTPUT	Mappa dell'esposizione per player · tre traiettorie post-correzione · innesco energetico
NATURA	Esercizio di logica di scenario, non previsione: a nessuna traiettoria è assegnata una probabilità

R-01 · CAPEX 2026

725–760 mld $

Microsoft, Amazon, Alphabet e Meta, contro circa 410 nel 2025

R-02 · FCF AMAZON TTM

−7,6 mld $

Negli ultimi 12 mesi, contro +18,2 un anno prima

R-03 · RPO ORACLE

~638 mld $

Backlog, di cui circa 300 legati a OpenAI/Stargate

R-04 · CODA RETE USA

2.600 GW

Richieste di interconnessione in coda, con attese di 5-8 anni

PREFAZIONE DI

Dott. Marco Pugliese

Presidente di OpenIndustria · ORCID 0009-0007-7518-4405

A CURA DI

Dott. Giovanni Gambino

Dott. Roberto Macheda

Orbita · Economic Analysis Unit

FONTI

Dati societari e istituzionali

BRI, EIA, NERC, call trimestrali, tracking di mercato · al 13 agosto 2026

Analisi di scenario a fini informativi, non costituisce consulenza finanziaria. · openindustria.com/orbita

P

PREFAZIONE

AUTORE
Marco Pugliese

RUOLO
Presidente di OpenIndustria

ORCID
0009-0007-7518-4405

Prefazione

Orbita nasce per osservare l'economia dove i numeri dei bilanci incontrano i vincoli del mondo fisico. Pochi temi lo mostrano meglio dell'intelligenza artificiale. Negli ultimi due anni il dibattito si è concentrato su cosa i modelli sanno fare; molto meno su quanto costano, su chi paga e su quando quel costo diventerà ricavo. Eppure è proprio lì che si gioca la partita: in una spesa di centinaia di miliardi di dollari l'anno che, per tradursi in utili, ha bisogno di elettricità, acqua, turbine e permessi, cioè di tutto ciò che si muove alla velocità dei cantieri e non a quella delle Borse.

Questo stress test non vuole indovinare il prezzo di un titolo né dire se siamo dentro una bolla. Prende un'ipotesi precisa, un ritardo di diciotto mesi nel ritorno degli investimenti, e ne segue le conseguenze con la meccanica dei bilanci: ammortamenti, multipli, leva, contratti. Ne escono una mappa di chi è più esposto e tre traiettorie possibili, costruite come esercizi di logica e non come previsioni. Il filo che le lega è semplice: a fare la differenza tra una fase di digestione e una crisi non è tanto la gravità dello shock, quanto la leva finanziaria dell'anello che colpisce per primo.

Per chi, come OpenIndustria, si occupa di cultura industriale, c'è anche una lezione più ampia. L'AI sta smettendo di essere solo software e sta diventando industria pesante, con i suoi tempi lunghi, le sue filiere e i suoi colli di bottiglia. Capirlo serve agli investitori, ma serve anche ai decisori pubblici e alle imprese europee e italiane, che di quella infrastruttura saranno clienti, fornitori o, se sapranno muoversi, protagonisti.

Marco Pugliese
PRESIDENTE DI OPENINDUSTRIA · ORBITA
ORCID orcid.org/0009-0007-7518-4405

INDICE TECNICO

§01	Il caso Amazon e la scala del fenomeno	3
§02	Chi incassa il capex	3
§03	Il muro fisico: energia e acqua	4
§04	Stress test: l'earnings trap e il bivio	5
§05	Sensibilità per singolo player	6
§06	Dopo la correzione: tre traiettorie	7
§07	Conclusioni	9
—	Note, fonti e glossario	9

REGISTRO FIGURE E TABELLE

F-01	Guidance capex 2026 per società	§01
F-02	Amazon: più capex, meno cassa	§01
F-03	Vincoli fisici: tre misure	§03
F-04	Traiettoria del multiplo P/E	§04
F-05	Rischio sul prezzo nel Bivio A	§05
T-01	Matrice di esposizione per società	§05
T-02	Matrice delle tre traiettorie	§06
T-03	Innesco energetico: variabili decisive	§06

§01

SCALA

A CURA DI
G. Gambino
R. Macheda

INDICATORI
FCF TTM, capex TTM, guidance 2026

FONTI
[1] BRI
[2] Guidance societarie

Il caso Amazon e la scala del fenomeno

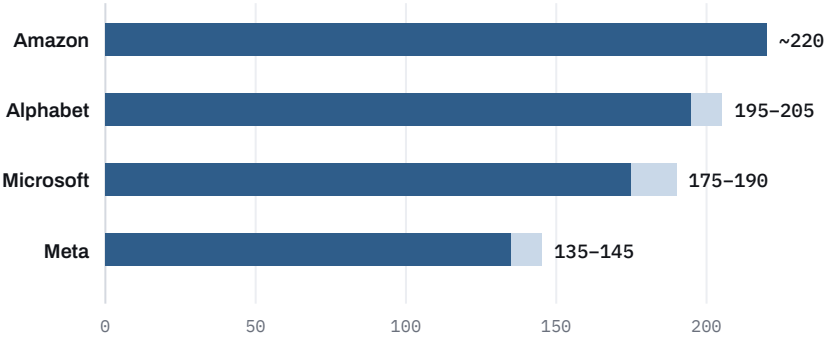
Negli ultimi dodici mesi Amazon ha registrato un free cash flow negativo per 7,6 miliardi di dollari, contro un dato positivo di 18,2 miliardi un anno prima. Il business è in salute: il flusso di cassa operativo cresce del 33% e AWS del 37%. La causa è l'accelerazione della spesa in infrastrutture. Gli investimenti trailing sono saliti da circa 128 a circa 169 miliardi in dodici mesi, con una guidance 2026 di circa 220 miliardi, quasi interamente riconducibile all'intelligenza artificiale.

Preso da solo, il caso Amazon è indicativo; diventa sistemico se si sommano Microsoft, Alphabet e Meta. La Banca dei Regolamenti Internazionali stimava oltre 1.000 miliardi di investimenti AI nel biennio 2025-2026 per Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft e Oracle[1]. I fatti hanno già superato quella soglia: le sole guidance 2026 dei quattro maggiori cloud provider valgono 725-760 miliardi[2], segno che il fenomeno accelera più rapidamente di quanto anticipato dagli osservatori istituzionali. Il capitale però viaggia alla velocità dei mercati finanziari, l'infrastruttura alla velocità con cui si stendono cavi ad alta tensione, si costruiscono reattori e si deviano acquedotti. In questo differenziale temporale si annida il vero rischio di bilancio.

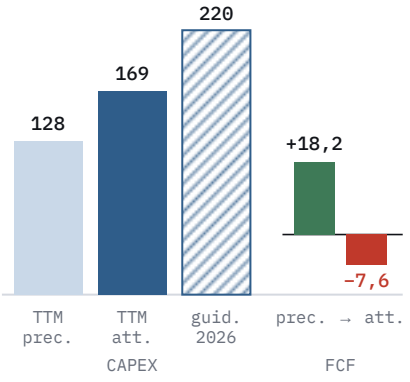
Guidance capex 2026 per società · Amazon: più capex, meno cassa F-01 · F-02

Miliardi di dollari. A sinistra: la parte chiara indica l'estremo alto dell'intervallo dichiarato. A destra: dodici mesi mobili.

F-01



F-02 · AMAZON



Fonte: guidance societarie 2026 (call di luglio 2026), tracking di mercato per il dato 2025 [2]. Aggregato quattro hyperscaler: ~410 mld $ nel 2025 → 725-760 nel 2026.

§02

MONETIZZAZIONE

MODELLI
B2B ricorrente
Indiretto
B2B a leva

FONTI
[2] [3] [4] [5]

Chi incassa il capex

Per valutare la qualità dei ricavi futuri bisogna scomporre i modelli di monetizzazione degli hyperscaler. Ne emergono tre, con profili di rischio strutturalmente diversi.

M-1 · B2B RICORRENTE

Microsoft, Amazon, Alphabet

Convertono capacità di calcolo in contratti B2B: API e servizi software come Copilot e Gemini for Workspace. Alta visibilità sui flussi di cassa: Google Cloud +82% annuo nel Q2 2026, Azure sopra il 40%, AI e chip custom di AWS oltre 50 miliardi di run rate combinato[2].

PROFILO · VISIBILITÀ ALTA

M-2 · MONETIZZAZIONE INDIRETTA

Meta

Nessun servizio cloud AI venduto all'esterno: il capex rafforza i rendimenti pubblicitari. Strumenti come Advantage+ alzano il ROAS degli inserzionisti e allargano i margini senza abbonamenti a carico dell'utente.

PROFILO · INDIRETTO

M-3 · B2B A LEVA FINANZIARIA

Oracle

Stesso schema B2B, rischio diverso. Il backlog RPO è salito a ~638 miliardi, ~300 dei quali concentrati su OpenAI/Stargate. Capex a ~56 miliardi nell'esercizio 2026, guidance 2027 di altri 70, free cash flow già negativo per oltre 23 miliardi[4]. È l'unico dei cinque nomi BRI con una struttura finanziaria tesa già oggi.

PROFILO · LEVA TESA

Tra spesa e ricavo stanno gli abilitatori. Nvidia è l'unico attore che converte oggi il capex altrui in ricavi liquidi certificati: oltre 96 miliardi di fatturato trimestrale, 89 dal segmento Data Center, con un free cash flow superiore alla metà del fatturato[3]. I laboratori puri, OpenAI e Anthropic, crescono a ritmi storici nei ricavi enterprise, con run rate oltre 40 e 65 miliardi rispettivamente, ma bruciano cassa per sostenere i costi di calcolo e registrano perdite operative superiori ai ricavi consuntivati[5].

§03

VINCOLI FISICI

VARIABILI
Interconnessione, turbine, nucleare, acqua

ALLERTA
NERC Livello 3 · 05/2026

FONTI
[6]

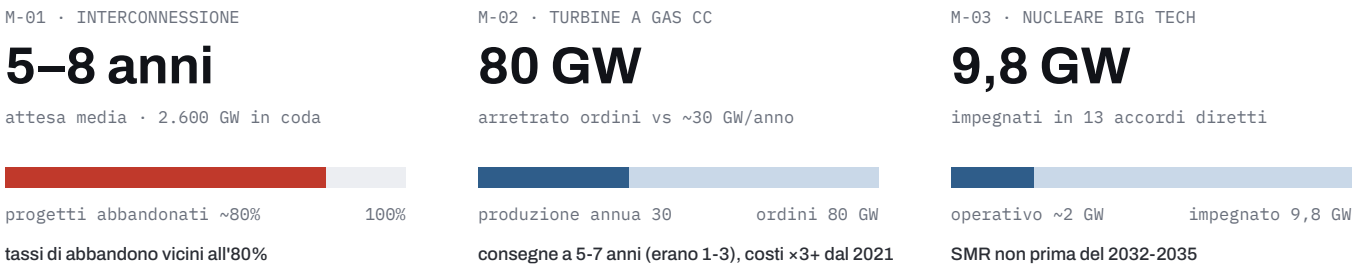
Il muro fisico: energia e acqua

Il rischio di ritardo non nasce da carenza di domanda, che resta elevata, ma da barriere fisiche. Un data center cloud standard assorbe 30-50 MW; i nuovi poli per i modelli di frontiera sfiorano il gigawatt, il fabbisogno di una città media. La EIA ha portato la domanda elettrica USA a livelli record nel 2025 e nel 2026, dopo vent'anni di consumi piatti; le stime sul peso dei data center al 2030 vanno dall'8-12% al 9-17% del consumo nazionale. Sul lato dell'offerta, i due canali più rapidi si sono allungati oltre l'orizzonte del ciclo AI. Nel maggio 2026 la NERC ha emesso un allarme di Livello 3, il massimo previsto, dopo episodi in cui oltre 1.000 MW di carico computazionale si sono staccati dalla rete in pochi secondi[6].

Vincoli fisici: tre misure

F-03

Rete, generazione a gas, nucleare dedicato. Barre a scala propria per ciascuna misura.



M-03: accordi Three Mile Island, Susquehanna, Kairos, Vistra; a metà 2026 ne è operativo circa un quinto. Fonte: EIA, NERC, Utility Dive, EPRI, OilPrice.com, Axis Intelligence, comunicati societari [6].

Nel frattempo l'hardware già acquistato rischia di diventare uno *stranded asset* in attesa di allacciamento. A questo si somma lo stress idrico: le GPU di nuova generazione, come Blackwell, richiedono raffreddamento a liquido e torri evaporative che consumano milioni di litri d'acqua, e negli hub in aree siccitose (Texas, Arizona) le comunità locali bloccano i

permessi, facendo dell'acqua la principale barriera ESG. Infine la BRI segnala il rischio di circolarità (*round-tripping*): le Big Tech finanziano i laboratori AI, che affittano cloud dagli hyperscaler e comprano chip Nvidia, in un circolo che può mascherare la reale entità della domanda finale.

§04

STRESS TEST

IPOTESI
ROI +18 mesi

FASE 1
Earnings trap

FASE 2
Bivio A / B

METRICA
P/E trailing

Stress test: l'earnings trap e il bivio

Ipotesi: il pieno ritorno sugli investimenti slitta di 18 mesi, dalla finestra 2026-2027 al 2027-2028, mentre le Big Tech mantengono i piani di spesa già contrattualizzati. L'effetto non sarebbe una svalutazione lineare ma una dinamica in due fasi guidata dalla meccanica dei bilanci.

Fase 1, earnings trap. Ammortamenti su GPU e data center, energia e raffreddamento comprimono gli utili senza nuovi ricavi AI a compensarli. Il prezzo tiene, sostenuto dai flussi passivi e dalla percezione di solidità. Risultato paradossale: il P/E sale da 28-35x a 40-50x. **Fase 2, il bivio.** Il mercato può capitolare sul prezzo (Bivio A), riportando il P/E verso 20-22x con correzioni del 20-35%; oppure pagare un premio di oligopolio (Bivio B), riconoscendo che il capex ha eliminato la concorrenza delle startup, spinte in un *cash crunch*, e tollerando multipli elevati sul dominio futuro dei sopravvissuti.

Traiettoria del multiplo P/E nello scenario di ritardo F-04

Intervalli di P/E trailing per fase; valori stilizzati a fini illustrativi



Il meccanismo riguarda soprattutto il P/E trailing: un P/E forward incorpora in anticipo parte della revisione degli utili, attenuando ma non eliminando l'espansione. La soglia 20-22x è una media stilizzata; per titoli ad alta crescita la media di lungo periodo è spesso superiore.

C'è poi il rischio di obsolescenza contabile. GPU installate ma inattive per mancanza di energia o autorizzazioni possono arrivare a fine vita utile (tipicamente 4-5 anni) prima di aver generato la cassa prevista, costringendo i board a pesanti *impairment* a conto economico.

§05 Sensibilità per singolo player

SENSIBILITÀ

SCENARIO
Bivio A

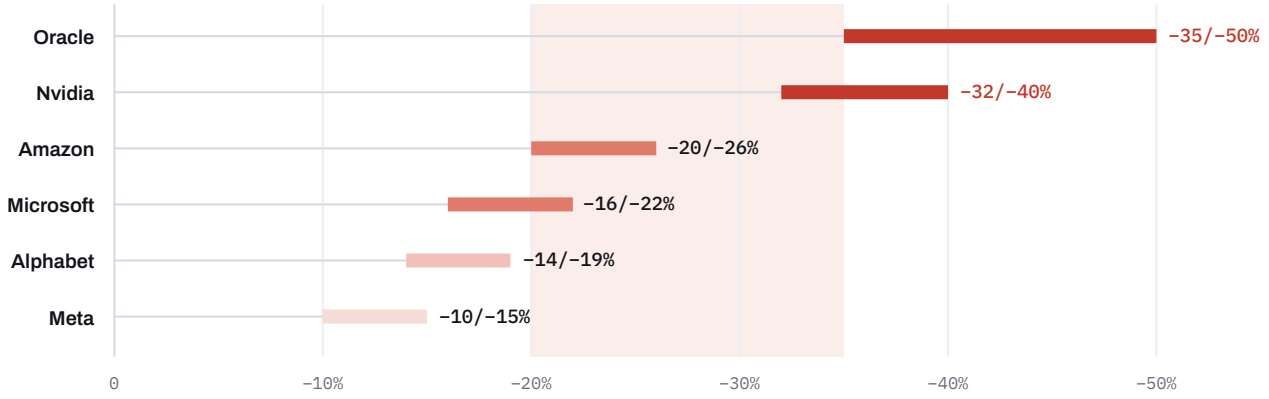
BANDA
correzione media
−20/−35%

NATURA
stime ipotetiche, non consenso

Rischio sul prezzo nel Bivio A

F-05

Calo stimato del titolo, intervallo di scenario; la fascia indica la correzione media di mercato (−20/−35%)



Stime di scenario ipotetiche elaborate ai fini dell'analisi, non proiezioni di consenso.

Matrice di esposizione per società

T-01

SOCIETÀ	ESPOSIZIONE	MECCANISMO DI STRESS PRIMARIO	PREZZO (2A)	UTILI E MULTIPLI (FASE 1)
Oracle	Estrema, a leva	Rallenta la conversione del backlog RPO (~638 mld, ~300 OpenAI/Stargate) con FCF già negativo e debito in rapida crescita	−35/−50%	Utili già compressi da oneri finanziari; minima protezione da *flight to quality*
Nvidia	Estrema	Pausa negli ordini degli hyperscaler per smaltire capacità	−32/−40%	Forte contrazione degli utili; P/E su livelli speculativi
Amazon	Alta	Peso degli ammortamenti server sul margine AWS	−20/−26%	Compressione del FCF; prezzo sostenuto dall'e-commerce
Microsoft	Alta	Tempi più lunghi di conversione delle licenze Copilot	−16/−22%	Utili zavorrati dal capex; alta tenuta per *flight to quality*
Alphabet	Media-alta	Costi d'inferenza non coperti da ricavi pubblicitari aggiuntivi	−14/−19%	Pressione sui margini; multipli protetti dal core Search
Meta	Media	Sovrallocazione di data center rispetto al rendimento pubblicitario	−10/−15%	Impatto minore: l'AI potenzia un'infrastruttura pubblicitaria esistente

§06

TRAIETTORIE

S1
Crisi grave

S2
Correzione contenuta

S3
Gli utili raggiungono il capex

PROBABILITÀ
non assegnate

Dopo la correzione: tre traiettorie

Il meccanismo di stress si estende in tre scenari su cosa potrebbe seguire a una correzione importante delle Big Tech che investono in AI. È un esercizio di logica di scenario, non una previsione: a nessuna traiettoria viene assegnata una probabilità.

Matrice delle tre traiettorie

T-02

FASE	S1 · CRISI GRAVE	S2 · CORREZIONE CONTENUTA	S3 · GLI UTILI RAGGIUNGONO IL CAPEX
0 Innesco	EVENTO SINGOLO **Shock su Oracle** Rallenta la conversione del backlog OpenAI/Stargate, magari dopo un taglio dei piani di capacità di OpenAI. Con FCF negativo e leva tesa, Oracle è il primo a reagire: profit warning o downgrade del debito. Lo schema ricalca Enron, Lehman, WorldCom.	SETTIMANA 1 **Un segnale, non uno shock** Una trimestrale mostra crescita cloud sotto le attese e un management più cauto sulla conversione dei contratti enterprise. Nessun downgrade, nessun default.	TRIMESTRE 1 **Segnali di conferma** Nello stesso trimestre: accelerazione cloud oltre le attese, run rate AI e chip custom oltre una soglia significativa, un laboratorio puro con il secondo trimestre di margine operativo positivo.
1	SETTIMANE 1-4 **Contagio creditizio** Il capex AI è finanziato anche con debito corporate e private credit. Salgono gli spread sul data center financing; i prestatori riesaminano il collaterale (GPU, contratti energetici) e i fondi più esposti vengono scrutinati uno per uno, come i mutui subprime nel 2008.	SETTIMANE 2-6 **Disciplina di capitale** Gli hyperscaler tagliano preventivamente il capex dell'anno successivo, senza ammettere errori. Anticipare il mercato riduce la severità della reazione. Nvidia rivede la guidance e resta ampiamente profittevole.	MESI 1-6 **Sblocco fisico** Le code di interconnessione si comprimono grazie a riforme dei permessi; almeno due PPA nucleari raggiungono piena capacità in anticipo. La NERC declassa l'allarme di Livello 3 perché l'offerta rincorre la domanda.
2	SETTIMANE 2-8 **Re-pricing disordinato** Scatta il Bivio A: vendite prima sui nomi a leva alta e liquidità bassa (Oracle, laboratori), poi sugli indici, perché la concentrazione costringe gli ETF passivi a vendere anche i titoli sani.	SETTIMANE 4-10 **De-rating selettivo** Il mercato applica la logica della tabella di sensibilità: Oracle e i laboratori più deboli pagano di più, gli hyperscaler subiscono una compressione moderata perché il taglio protegge il FCF futuro. I titoli non-AI restano indifferenti.	MESI 6-12 **Il backlog si converte** L'RPO di Oracle si fattura secondo programma e il FCF torna positivo in anticipo: il nome più fragile dello Scenario 1 diventa il re-rating più marcato. Nvidia diversifica i clienti oltre i quattro hyperscaler.
3	SETTIMANE 4-12 **Cash crunch dei laboratori** Se il capitale growth si chiude, OpenAI e Anthropic tagliano la spesa in calcolo, disdicendo i contratti su cui poggiano i backlog di Oracle e degli hyperscaler. La circolarità smette di essere teorica: se si inceppa un anello, si inceppa la catena.	MESI 2-8 **Consolidamento ordinato** I laboratori con meno autonomia vengono assorbiti da hyperscaler a sconto, fusi tra loro o escono in silenzio. Uno shakeout da eccesso di venture, non un evento sistemico.	MESI 9-18 **Re-rating diseguale** Due o tre nomi catturano una quota sproporzionata del rialzo; comparabili con fondamentali simili restano compressi perché arrivati secondi, come Amazon e Google dopo le dot-com.

FASE	S1 · CRISI GRAVE	S2 · CORREZIONE CONTENUTA	S3 · GLI UTILI RAGGIUNGONO IL CAPEX
4	MESI 3-6 **Spillover sull'economia reale** Gli effetti passano a PIL, occupazione e investimenti non-tech. Le Fortune 500 rinviano i contratti AI per prudenza, in un "AI winter" innescato dal mercato. Data center e turbine restano: il problema diventa chi li possiede e a che valore di libro.	MESI 3-12 **L'economia nota appena** L'adozione enterprise rallenta ma non si ferma; i cicli di conformità proseguono con tempi un po' più lunghi. La stampa parla di fase di digestione, non di fine ciclo.	MESI 12-24 **Oligopolio come fatto** La barriera di capex si dimostra reale e i sopravvissuti hanno margini non replicabili. La circolarità si dissolve: era finanziamento-ponte verso una domanda poi materializzata.
5 Equilibrio	MESI 6-18 **Intervento di policy** Se l'effetto ricchezza negativo pesa sui consumi arrivano allentamento monetario o interventi sul credito alle infrastrutture. Esito più simile al post dot-com che al 2008: sopravvive chi ha un core redditizio, l'infrastruttura viene completata al ritmo della domanda reale.	MESI 9-18 **Capex allineato ai ricavi** Gli hyperscaler, premiati per la disciplina, recuperano parte del multiplo. Oracle e i laboratori restano fragili ma operativi. L'infrastruttura prosegue secondo i piani: i suoi tempi non erano mai stati legati al sentiment trimestrale.	OLTRE 24 MESI **Settore maturo** L'AI diventa un comparto capital-intensive con cicli da utility, telecom o semiconduttori. I margini si comprimono per concorrenza, non per collasso della domanda; i fornitori di infrastruttura fisica restano vincitori strutturali.

INNESCO ENERGETICO · LO STESSO EVENTO, DUE ESITI T-03

Gli Scenari 1 e 2 possono partire dallo stesso episodio, se è di natura energetica. Durante un'ondata di caldo, il gestore di rete in un'area ad alta densità di data center (Texas o Virginia) stacca temporaneamente uno o più campus AI per proteggere la stabilità, il tipo di evento già segnalato dall'allarme NERC. Un servizio cloud va in disservizio, i media collegano la causa energetica e il vincolo fisico diventa cronaca. Tre variabili decidono la direzione.

VARIABILE	VERSO LO SCENARIO 2	VERSO LO SCENARIO 1
Leva dell'asset colpito	Il campus è di un hyperscaler finanziato con cassa propria, che assorbe l'interruzione come costo operativo isolato.	Il campus è finanziato a debito nel modello B2B a leva (legato al backlog Oracle/OpenAI) e il covenant fissava una disponibilità energetica minima: la riduzione diventa violazione contrattuale e si riflette sul debito.
Isolato o replicato	Nessun altro gestore segnala episodi simili; il mercato lo legge come errore di pianificazione locale.	Entro un mese altri gestori emettono avvisi o tagli precauzionali: è la prima conferma empirica che i colli di bottiglia colpiscono prima della finestra di 18 mesi.
Reazione delle aziende	L'hyperscaler comunica subito una revisione realistica e conferma la guidance complessiva; la trasparenza preserva la fiducia.	Le aziende minimizzano e poi tagliano la guidance un trimestre dopo: un problema fisico gestibile diventa un problema di fiducia nel management, che accelera la capitolazione.

Il vincolo energetico non è quindi un quarto scenario, ma il meccanismo più plausibile per spostare l'esito dallo Scenario 2 allo Scenario 1. Nella sequenza della crisi grave il credito innescava il fisico; qui il fisico innesca il credito. Lo spartiacque tra una fase di digestione e una crisi sistemica dipende meno dalla gravità del vincolo e più dalla leva dell'asset che colpisce per primo: la stessa variabile che rende Oracle il nome più fragile del paniere in ogni scenario.

§07

CONCLUSIONI

DESTINATARI
Investitori istituzionali, policy maker

Conclusioni: dal software all'industria pesante

La transizione dell'AI verso un'economia matura sta scivolando dalla sfera dell'innovazione software a quella della capacità industriale pesante. Per investitori istituzionali e policy maker emergono tre direttrici.

D-1

Monitorare le metriche fisiche

Le analisi di bilancio devono integrare metriche da ingegneria civile: avanzamento dei PPA, contratti nucleari e SMR, concessioni idriche, tempi di interconnessione alla rete.

D-2

Rotazione settoriale difensiva

Un ritardo del ROI favorirebbe il passaggio dai titoli software ad alto multiplo ai fornitori dell'infrastruttura fisica: apparati elettrici, reti di trasmissione, utilities, energia pulita, i veri "casellanti" del ciclo AI.

D-3

Gestire la concentrazione

Con S&P 500 e Nasdaq concentrati come mai sulle Big Tech, l'earnings trap è un rischio sistemico che richiede coperture adeguate. Il caso Oracle mostra che la concentrazione pesa anche sui singoli bilanci, non solo sugli indici.

NOTE E FONTI

[1] Bank for International Settlements, *Annual Economic Report 2026* (29 giugno 2026); dichiarazioni del Direttore Generale Pablo Hernández de Cos, settembre 2026.

[2] Guidance 2026: Microsoft ~175-190 mld (call 29 luglio 2026); Amazon ~220 mld; Meta 135-145 mld, rialzata due volte (call Q2, 29 luglio); Alphabet 195-205 mld, rialzata due volte (call Q2, 22 luglio). Dato 2025 (~410 mld) da tracking di mercato. Crescita cloud: Google Cloud +82% Q2 2026; Azure oltre 40%; AWS AI e chip custom oltre 50 mld di run rate combinato.

[3] Nvidia, risultati del secondo trimestre dell'esercizio 2027 (chiuso il 26 luglio 2026).

[4] Oracle, risultati del quarto trimestre dell'esercizio 2026 (call dell'11 giugno 2026); concentrazione del backlog su OpenAI/Stargate da analisi di mercato.

[5] OpenAI: run rate riportato da Bloomberg (13 agosto 2026). Anthropic: run rate riportato da Bloomberg/TechCrunch (fine luglio 2026). Sono proiezioni annualizzate sul periodo più recente, non ricavi GAAP consuntivati: il dato effettivo è tipicamente inferiore.

[6] U.S. EIA, *Short-Term Energy Outlook* (2026); NERC, *Level 3 Essential Actions Alert* (4 maggio 2026) e *Long Term Reliability Assessment* (gennaio 2026); code di interconnessione e turbine da Utility Dive, EPRI, OilPrice.com (luglio-agosto 2026); accordi nucleari e SMR da Axis Intelligence (luglio 2026) e comunicati societari.

GLOSSARIO

Capex	Spese in conto capitale per infrastrutture e data center
FCF	Free cash flow: liquidità residua dopo costi operativi e investimenti
Trailing	Calcolato sui dodici mesi precedenti, aggiornato ogni trimestre
Run rate	Ricavo del periodo più recente proiettato su un anno
RPO	Ordini firmati non ancora fatturati (backlog contrattuale)
P/E	Prezzo diviso utili; trailing su utili contabilizzati, forward su stime
Cash burn	Ritmo di consumo della liquidità
Stranded asset	Capitale installato che non produce reddito
Impairment	Rettifica di valore di un attivo a conto economico
PPA	Contratto pluriennale di acquisto di energia a prezzo fisso
SMR	Small Modular Reactor, mini-reattore nucleare modulare
NERC L3	Massimo livello di allerta sull'affidabilità della rete nordamericana

ORBITA · TELEMETRIA · TLM-01 / 2026 · OPENINDUSTRIA
Osservatorio di intelligence economica · openindustria.com/orbita
Prefazione: Marco Pugliese, Presidente di OpenIndustria · ORCID 0009-0007-7518-4405
A cura di: Giovanni Gambino, Roberto Macheda
Analisi di scenario a fini informativi, non costituisce consulenza finanziaria.