IL CONFRONTO CON I BIG EUROPEI

Corsa tutta italiana al debito: in tre anni erosi i margini

A penalizzare i gruppi anche l'alta leva e la debole generazione di cassa

Laura Galvagni
Marigia Mangano

«Una leva elevata, una forte dipendenza verso il debito a breve termine e una debole generazione di cassa». Sono questi, secondo un report recente di S&P, i malanni più seri del settore costruzioni in Italia. Che ha peccato anche in un altro senso: «La diversificazione geografica» ha spinto i gruppi ad operare «verso Paesi ad alto rischio» e questo si è rivelato con il passare dei mesi uno dei motivi centrali della recente crisi finanziaria. Una criticità che emerge in maniera ancora più evidente se si confronta il portafoglio dei gruppi italiani con i grandi operatori stranieri.

Insomma sono proprio la struttura finanziaria debole abbinata a scelte industriali spesso azzardate sul fronte delle commesse gli ingredienti di questa parabola discendente con cui si stanno misurando i big italiani delle costruzioni. Spiccano in proposito i casi Astaldi, alle prese con un concordato assai complesso, ancora in fase di definizione, Condotte che recentemente ha chiesto liquidità per complessivi 230 milioni, di cui 190 milioni a carico del Ministero dell'Economia, ma ha incassato il no delle banche sui 40 milioni mancanti. E ancora altri gruppi in difficoltà come Grandi Lavori Fincosit, più recentemente Cmc Ravenna e prima ancora Trevi. Basti pensare, come sottolinea S&P, che i gruppi di costruzioni in difficoltà hanno un giro d'affari prossimo ai 6,5 miliardi, pari allo 0,4% del Pil, contro un'esposizione di 5 miliardi. D'altra parte, in dieci anni il peso delle costruzioni sul Prodotto interno lordo si è quasi dimezzato, passando dal 29% del Pil al 17% attuale. Tradotto significa 104 miliardi di giro d'affari polverizzati che stanno provocando danni a catena e rappresentano una mina vagante anche per il sistema bancario.

Il tema liquidità

Gli analisti della casa americana mettono a confronto la struttura patrimoniale di tre gruppi italiani, Astaldi, Salini Impregilo e Cmc Ravenna con la tedesca Hochtief e l'austriaca Strabag. Complessivamente quello che pare chiaro è che i due colossi esteri possono contare «su una forte liquidità». Per esempio Hochtief ha quasi 5 miliardi di cassa di cui oltre 1 miliardo di cash flow operativo. Questo a fronte di un debito che non raggiunge 1 miliardo. Tant'è che sulla base dei dati di fine 2017 la compagnia tedesca ha un rapporto tra la posizione finanziaria netta e l'Ebitda di 1,1 volte che si confronta con lo 0 di Strabag, il 3,1 di Salini Impregilo e il 7,5 di Astaldi e il 5,3 di Cmc Ravenna. Questi valori sono ancor più significativi se si confronta il debito lordo con la redditività al punto che Hochtief ha multipli pari a 2,7 volte e quello austriaco sotto due. Valori nettamente inferiori ai big italiani dove il rapporto più solido è quello di Salini Impregilo che è pur sempre pari a 4,7 volte, di poco sotto il 5,3 di CmC Ravenna. Si arriva in invece appena sotto 10 nel caso di Astaldi (9,5) e Trevi (9,8). Non solo, se all'estero negli ultimi tre anni il trend è stato quello di ridurre in maniera significativa il rapporto tra debito e redditività in Italia la dinamica è stata opposta. Hochtief per esempio nel 2014 aveva un rapporto tra il debito netto e il margine operativo lordo di 4,3 mentre ora vale tre punti in meno. Nello stesso arco di tempo Astaldi, che nel 2014 aveva un multiplo di 4,6, lo ha aumentato di 3 punti.

Diversificazione geografica

Un altro fattore che ha inciso sulla solidità dei costruttori italiani è stata la scelta dei mercati su cui operare. A fronte di un debito lordo assai rotondo il fatturato realizzato in Italia ha subito una contrazione significativa. Il primo vale oltre 8,5 miliardi di euro mentre il secondo è sceso dai 6,8 miliardi del 2004 ai 5 miliardi del 2016. Una contrazione bilanciata dalla crescita dell'attività all'estero che oggi in media vale il 70% del giro d'affari delle compagnie mentre quattordici anni fa superava appena il 30% (dati Ance). Il punto, però, è che quel 70% è spesso concentrato in paesi ad alto rischio politico ed economico. Non a caso se si guarda la lista dei primi quattro mercati fuori dai confini nazionali le principali commesse sono in Venezuela, Qatar, Turchia e Argentina. In quest'ottica gli analisti di Standard & Poor's mettono a confronto i gruppi italiani con quelli stranieri e in particolare fotografano il portafoglio delle compagnie sulla base di una scala di rischio legata ai paesi in cui operano. Si scopre così che Hochtief ha quasi il 100% delle commesse in zone a basso rischio, Strabag ha poco più del 25% dei lavori in aree problematiche mentre Salini, Astaldi e Cmc operano per più del 60% in paesi ad alto rischio.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Il confronto europeo

Dato dell'Ebitda in milioni di euro

	DEBITO LORDO/ EBITDA 2014	DEBITO LORDO/ EBITDA 2017	DEBITO NETTO ADJUSTED EBITDA 2014	DEBITO NETTO ADJUSTED EBITDA 2017	2017 EBITDA (0 – 300 – 600 – 900 – 1200 – 1500)	
Hochtief	7,6x	2,7x	4,3x	1,1x		1.474 ▲
Strabag	2,5x	1,7x	0,7x	0,0x		946 ▲
Salini Impregilo	3,8x	4,7x	2,4x	3,1x		617 ▼
Astaldi	6,3x	9,5x	4,6x	7,5x		289 ▼
Cmc di Ravenna	4,2x	5,3x	4,2x	5,3x		180 ▼
Trevi	4,9x	9,8x	3,0x	5,8x		76 ▼
Impresa Pizzarotti	3,5x	8,1x	1,9x	2,8x		68 ▼

Fonte: S&P Global Ratings