

COMUNICAZIONE DI RATING

Cerved Rating Agency S.p.A. assegna il rating pubblico

B1.2

a S.A.L.P. Società Appalto Lavori Pubblici S.p.A.

Bagnaria Arsa (UD) – Via Julia 2/A

Cerved Rating Agency in data 04/10/2025 ha assegnato il rating B1.2 a S.A.L.P. Società Appalto Lavori Pubblici S.p.A.

S.A.L.P. Società Appalto Lavori Pubblici S.p.A. (di seguito S.A.L.P. o la Società) è attiva dagli anni Settanta nel settore Oil & Gas, specializzata nella progettazione, realizzazione e manutenzione di metanodotti, oleodotti, ossigenodotti, acquedotti, relativi impianti ed opere accessorie. Il 19/07/2022 la Società è uscita da una procedura di concordato in continuità, avviata nel 2016, supportata dall'intervento di Invitalia e Friulia, coinvolte nel piano di ricapitalizzazione e investimento promosso dall'azienda friulana, ai cui vertici sono presenti Ugo Frata (Presidente e AD) e Fabrizio D'Alessio (AD). I partner istituzionali, entrati nel Capitale a maggio 2022 sottoscrivendo l'aumento di 8,0 mln con cui è stato portato a 13.330.000 i.v., hanno rilevato il 30,01% ciascuno, mentre il restante 39,98% permane in capo alla holding S.A.L.P. International S.r.l. (con AU Ugo Frata). L'operazione ha previsto anche l'emissione di un prestito obbligazionario convertibile di 5,0 mln, sottoscritto e versato da Invitalia per 3,0 mln e da Friulia per 2,0 mln. Il POC è stato rimborsato volontariamente e anticipatamente nel 2024; a novembre dello stesso anno è stato emesso un nuovo prestito obbligazionario di 5,0 mln, sottoscritto da Veneto Sviluppo, Friulia e BCC Veneta.

FATTORI DI RATING

L'assegnazione del rating B1.2 riflette: (i) il favorevole posizionamento della Società in un comparto caratterizzato da un numero ristretto di operatori (solo 7 in Italia, inclusa S.A.L.P.) e le performance economiche positive evidenziate nel biennio FY23-FY24; (ii) il livello di *leverage* entro soglie di sostenibilità ed in ulteriore miglioramento nel 2024, nonostante l'aumento della Posizione Finanziaria Netta (PFN) a supporto di circolante e Capex; (iii) le previsioni per l'esercizio 2025 del mantenimento di una struttura finanziaria allineata ad una classe di rating di solvibilità pur a fronte dell'atteso calo di marginalità e del contestuale aumento della PFN.

Rafforzamento della posizione della Società nel mercato di riferimento, confermando una positiva evoluzione del Valore della Produzione (VdP) e della marginalità nel FY24 – La presenza di *know how*, dotazioni tecnologiche, certificazioni, un sistema di gestione e analisi che include anche i fattori ESG hanno reso S.A.L.P. in grado di competere in un mercato di nicchia, privilegiando rapporti con interlocutori di primaria rilevanza come Snam. Si tratta di un'attività svolta perlopiù in ambito nazionale (in questa fase trainata dai fondi PNRR) ma orientata a svilupparsi anche sui mercati esteri nell'ottica di una maggiore diversificazione sia in ambito geografico che di business, in aggiunta alle attuali BU Costruzioni e Manutenzioni, anche facendo leva sul difficile quadro geopolitico. Nel FY24 S.A.L.P. ha realizzato un VdP di 62,2 mln, in crescita del 62,8% YoY, trainato dalla realizzazione di nuove condotte, lavori di manutenzione e servizi assunti principalmente nei confronti di Snam, storico committente da cui deriva la maggior parte del fatturato. L'*EBITDA margin adjusted* è aumentato a ca. il 20,0% (17,2% nel FY23) beneficiando di un attento controllo di gestione e del favorevole andamento del mercato di sbocco. Riflessi positivi anche sull'*EBIT margin adj*, pari al 14,5% (+ 3 p.p. YoY) e sul risultato netto, attestato a 5,0 mln (2,3 mln nel FY23), interamente capitalizzato.

Leverage sostenibile ed in miglioramento nonostante l'incremento dei debiti finanziari a supporto di importanti Capex – Nel FY24 la Società ha evidenziato un flusso di cassa operativo pari a 8,1 mln, in crescita rispetto ai 2,8 mln del FY23 beneficiando sia del sensibile aumento dell'EBITDA sia di un minor assorbimento di risorse da parte del circolante (1,3 mln vs 2,9 mln del FY23) grazie soprattutto alla contrazione di una decina di giorni dei DSO correlata all'ottimizzazione nell'utilizzo del factoring (di Sace) per il principale committente Snam. Il Cash Flow Operativo Netto (CFON) ha consentito di coprire ca. il 61,0% delle Capex dell'esercizio (di oltre 13 mln), riguardanti perlopiù asset operativi e strumentali per la realizzazione delle opere aggiudicate nei primi mesi del 2024 sulle tratte Sestino-Minerbio e Genova. S.A.L.P. ha inoltre acceso nuovi leasing per 16,1 mln e un mutuo di 6,0 mln con un pool di banche a sostegno di *working capital* ed investimenti; infine ha chiuso anticipatamente il succitato POC ed ha emesso un nuovo bond di 5 mln meno oneroso (*tenor* 6 anni, 18 mesi di preammortamento e tasso del 3% + Euribor 6 mesi). La PFN a Dic24, pertanto, si è attestata a 16,7 mln di euro rispetto ai ca. 10,0 mln del 31/12/2023 a fronte di un aumento dell'indebitamento finanziario verso terzi a 23,1 mln (11,3 mln a Dic23) e di una liquidità di 6,4 mln (1,4 mln a fine 2023). In miglioramento, tuttavia, il ratio PFN/EBITDA *adj* a 1,34x (1,51x a Dic23); il *net gearing ratio* invece è stato pari a 0,67x (0,50x nel 2023).

Previsioni economico-finanziarie per l'esercizio 2025 – Sulla base dell'attuale portafoglio ordini, ripartito tra le BU Costruzioni (ca. 121,0 mln) e Manutenzioni (62,4 mln), il Piano prevede un Valore della Produzione in crescita a ca. 90,0 mln nel FY25 (62,2 mln nel FY24) ed un EBITDA *margin* in contrazione al 14,8% rispetto al ca. 20,0% del FY24 (valore di entità elevata considerando le peculiarità del settore). Le previsioni relative alla produzione, tuttavia, potrebbero essere riviste al ribasso in quanto i principali cantieri di Sestino-Minerbio e Genova sono stati parzialmente rallentati dagli eventi calamitosi che hanno interessato l'Emilia-Romagna e la Liguria. È comunque in corso la negoziazione con Snam per il recupero dei danni da alluvione per entrambi i cantieri, che potrebbe portare ad una marginalità superiore alle attese. Lato finanziario, è prevista una riduzione del CFON su valori allineati al FY23 (inferiore ai 3,0 mln) a causa di un maggior drenaggio di risorse da parte del circolante correlato ad un aumento dei lavori in corso. La PFN, quindi, è stimata in crescita a ca. 25,0 mln per il prosieguo dei cantieri in itinere; a Giu25 è aumentata a 17,0 mln e a fine agosto a 19,7 mln; si segnala che a luglio 2025 la Società ha acquisito nuovo *financing* a MLT per 8,0 mln (garantito SACE), in parte presente in cassa al 31 agosto (liquidità di 9,7 mln vs 4,1 mln del 30 giugno). Nell'attuale Business Plan non sono contemplate 3 nuove commesse pre-aggiudicate del valore ANAC di totali 53,8 mln né l'avvio di una nuova BU dedicata alla ri-compressione del gas naturale durante tutte le attività di manutenzione (da inizio gennaio 2026), che porterà nei prossimi mesi alla revisione del Piano. L'Agenzia ha effettuato un *worst case scenario*, ipotizzando un VdP di 77,6 mln (51,0 mln nei primi 7M25Act) ed una marginalità operativa nell'intorno dell'11%, con un maggior appesantimento dell'assetto finanziario, che rimarrebbe comunque allineato all'attuale profilo di rischio.

SENSIBILITÀ DI RATING

- Nel breve termine si ipotizza il mantenimento dell'attuale classe di rating.
- Il rating di S.A.L.P. S.p.A. potrebbe subire un *downgrade* nel caso di: (i) significativo peggioramento della marginalità (al di sotto del 10%); (ii) riduzione del CFON ed innalzamento della PFN oltre le previsioni, con ratio PFN/EBITDA superiore a 3,5x.

La metodologia utilizzata è consultabile sul sito di Cerved Rating Agency – <https://ratingagency.cerved.com>

Analista Responsabile: Elena Saporiti – elena.saporiti@cerved.com

Vice Presidente del Comitato di Rating: Roberta Donzelli – roberta.donzelli@cerved.com

Il rating di Cerved Rating Agency, emesso ai sensi del Regolamento (EC) 1060/2009 e successive modifiche e integrazioni, è un'opinione sul merito di credito che esprime in sintesi la capacità del soggetto valutato di far fronte puntualmente alle proprie obbligazioni. Il rating di Cerved Rating Agency non costituisce un consiglio d'investimento né una forma di consulenza finanziaria; non equivale a raccomandazioni per la compravendita di titoli o per la detenzione di particolari investimenti, né fornisce indicazioni riguardo all'opportunità per un particolare investitore di effettuare un determinato investimento. Il rating è soggetto a monitoraggio continuo fino al suo ritiro. Il rating è stato emesso su richiesta del soggetto valutato, o di terzi ad esso collegati, il quale ha partecipato al processo fornendo le informazioni necessarie richieste dal team analitico. Inoltre nell'analisi sono state utilizzate informazioni pubbliche disponibili e informazioni proprietarie ottenute da fonti ritenute attendibili da Cerved Rating Agency. Il rating è stato comunicato, nei tempi previsti dal Regolamento vigente, al soggetto valutato per la verifica di eventuali errori materiali. In ottemperanza al Regolamento CE1060/2009, con riferimento alla prevenzione dei potenziali conflitti di interesse, Cerved Rating Agency comunica che il soggetto valutato ha acquistato, negli ultimi 12 mesi, un servizio accessorio o altro servizio dall'agenzia. Cerved Rating Agency implementa tutti i presidi necessari a prevenire qualsiasi conflitto di interesse connesso alla fornitura di servizi accessori o altri servizi in concomitanza con la fornitura di rating di credito. Per maggiori informazioni consultare il documento Politica in materia di conflitti di interesse disponibile sul sito internet dell'agenzia al seguente link <https://ratingagency.cerved.com/regulatory/codice-condotta/>