

## COMUNICAZIONE DI RATING

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

**B1.1**

di **Systema Ambiente S.p.A.**

Brescia (BS) – Via Dei Santi, n° 58

Cerved Rating Agency in data 01/12/2025 ha confermato il rating B1.1 di Systema Ambiente S.p.A.

Prima emissione del rating: 15/01/2016

*Systema Ambiente S.p.A. (di seguito Systema Ambiente, la Società) opera dagli anni '80 nel settore ambientale dove si occupa della costruzione e gestione di impianti di stoccaggio, trattamento e smaltimento di rifiuti solidi o liquidi perlopiù industriali, pericolosi e non. L'attività viene svolta nelle Unità Operative (U.O.): (i) piattaforma polifunzionale e integrata Ecoservizi di Brescia dedicata al trattamento di rifiuti industriali speciali; (ii) impianti di smaltimento Valseco di Montichiari (BS) ed Inzago (MI); (iii) impianto di compostaggio Ecopol di Bagnolo Mella (BS) per il trattamento della FORSU e la produzione di fertilizzante biologico. La Società detiene partecipazioni in aziende con business affini; nel 2024 ha effettuato investimenti rilevanti acquisendo quote in: (i) Nike\* Srl (100%) attiva nel recupero di RAEE; (ii) Ambiente Guidonia S.r.l. (29,8%) operante nel trattamento di rifiuti urbani; (iii) Ecologia 2000 S.r.l. (in modalità indiretta) arrivando a detenere il controllo di Ecologia Viterbo S.r.l., attive nel settore rifiuti. La proprietà è riferita alle famiglie Cerroni e Giovi, con presenza consolidata nel settore della gestione dei rifiuti. Dal 2020 Systema Ambiente redige il Bilancio di Sostenibilità, vista l'attenzione a tematiche ESG, integrate in strategie e processi operativi per promuovere l'economia circolare.*

### **FATTORI DI RATING**

La conferma del rating B1.1 riflette: (i) la contrazione dei margini nel FY24-25, accompagnata tuttavia dal mantenimento di un assetto finanziario equilibrato; (ii) il grado di *leverage* atteso inferiore a 1,0x a Dic25, sebbene prosegua la realizzazione di ingenti investimenti a supporto dello sviluppo del business. In base alle analisi di sensitività effettuate, l'Agenzia ritiene che Systema Ambiente dovrebbe confermare un profilo di rischio allineato alla classe di rating assegnata.

**Ricavi in consolidamento a fronte di marginalità in flessione nel FY24 e nei 9M25** - Systema Ambiente ha conseguito nel FY24 ricavi pari a 30,6 mln di euro in lieve incremento (+2,0% YoY) per l'effetto mix di: (i) maggiori quantitativi trattati presso le U.O. Ecoservizi (+8,4% YoY) ed Ecopol (+49,4% YoY), a fronte di prezzi medi di conferimento in calo; (ii) minori volumi del sito Valseco (-8,0% YoY), al fine preservarne la vita utile; (iii) aumento dei prezzi medi per l'unità di Inzago, con quantità stabili. L'EBITDA *adjusted* (EBITDA *adj*) è stato pari a 4,6 mln evidenziando una riduzione rispetto ai 5,6 mln nel FY23, con calo dell'EBITDA *margin adj* al 14,4% (-4 p.p. YoY), da ricondurre alla maggiore incidenza dei costi per servizi (+3,1 p.p. YoY), riferiti a raccolta e smaltimento rifiuti, bonifiche post-chiusura e trasporto, e alla minore capacità di assorbimento dei costi fissi. L'esercizio si è chiuso con un utile di 1,2 mln (3,0 mln nel FY23) a fronte di: (i) D&A più consistenti (+0,4 mln YoY) a seguito degli investimenti effettuati; (ii) maggiori svalutazioni di partecipazioni (1,2 mln vs 0,5 mln nel FY23); (iii) saldo della gestione finanziaria che si mantiene positivo (0,6 mln), beneficiando dei proventi derivanti dagli investimenti in titoli. Nei 9M25 la Società ha evidenziato ricavi pari a 24 mln (+3% vs 9M24) per l'incremento dei prezzi unitari che ha più che compensato la riduzione dei volumi nelle due principali U.O. Valseco (-26,1% YoY) ed Ecoservizi (-6,1% YoY). L'EBITDA *adj* ha invece registrato una flessione in ragione di: (i) costi di bonifica per ca. 1 mln sostenuti su un nuovo sito impiantistico a Nova Milanese (MI), propedeutici all'avvio del sito; (ii) attività impiantistica del sito Ecopol non totalmente a regime per il completamento di interventi di ristrutturazione e adeguamento antisismico.

**Struttura finanziaria mantenutasi equilibrata a Dic24 e Set25** - La Società nel FY24 ha confermato un Cash Flow Operativo Netto (CFON) positivo (8,1 mln vs 7,0 nel FY23), beneficiando delle dinamiche favorevoli del capitale circolante netto (CCN), determinate in particolare dall'aumento di: (i) debiti commerciali (apice di fatture da ricevere e di esposizioni vs talune controparti); (ii) "altri debiti" legati a premi assicurativi per garanzie fidejussorie funzionali alla U.O. Valseco. Le risorse derivanti dalla gestione caratteristica, sostenute dal parziale smobilizzo del portafoglio titoli, hanno coperto: (i) Capex per ca. 4 mln, destinate soprattutto ad interventi ristrutturativi di fabbricati ed antisismici delle U.O. Ecoservizi/Ecopol; (ii) acquisizioni partecipative pari a 14,1 mln; (iii) acquisto di azioni proprie per 2,6 mln; (iv) servizio del debito per 1,0 mln. La Posizione Finanziaria Netta *adjusted* (PFN *adj*), inclusiva di debito vs la controllata C.R.C. per 1,0 mln, si è confermata *Cash positive* a Dic24 per 0,5 mln. Il fabbisogno nei 9M25 riferito al proseguo degli investimenti di 5,4 mln ed alla distribuzione di dividendi (1,0 mln) è stato supportato da ulteriori disinvestimenti di titoli per 7 mln e nuovi MLT per 4,4 mln. A Set25 la PFN *adj* (incluso debito IC per 0,5 mln) è pari a 2,0 mln, mantenendo sia un equilibrio del *leverage* (PFN *adj*/EBITDA LTM *adj* a Set25 pari a 0,8x) che un elevato livello di patrimonializzazione (PFN *adj*/PN pari a 0,1x).

**Prospettive di chiusura FY25 e Piano Industriale** - Le assunzioni di consolidamento con un VdP pari a ca. 33 mln nel FY25 (+2,9% YoY) riflettono l'effetto congiunto di: (i) maggiori performance di Ecoservizi derivanti dall'incremento dei prezzi medi di conferimento; (ii) ricavi in calo nella discarica di Valseco per volumi inferiori al fine preservarne la vita utile; (iii) lieve flessione del fatturato di Ecopol a causa dell'operatività limitata per il piano di *revamping* di natura antisismica; (iv) trend stabile su Inzago. L'EBITDA *margin adj* è indicato in diminuzione al 7,5% soprattutto per il calo di Valseco e i rendimenti negativi di Ecopol, parzialmente compensati dai crescenti profitti di Ecoservizi. I flussi di cassa dovrebbero essere penalizzati dalla minore marginalità e dal fabbisogno di CCN, determinato principalmente da una normalizzazione dei DPO. Il disinvestimento di un'ulteriore quota del consistente portafoglio titoli e gli MLT già accesi dovrebbero coprire Capex per 6,6 mln, le esigenze finanziarie di società IC e l'estinzione dell'ultima rata del debito vs C.R.C. A Dic25 la PFN *adj* è attesa a 1,3 mln (0,6 mln a Nov25), con *leverage*  $\approx$  0,5x. Le previsioni di fatturati e rendimenti più rilevanti sono riferibili al FY29, in cui si dovrebbe concretizzare l'avvio delle nuove configurazioni impiantistiche di Inzago/Ecopol, tali da compensare l'esaurimento della discarica di Valseco. Il piano Capex 2026-28 ammonta a 37 mln, con apice di 35 mln nel biennio 2027-28, ripartito in: (i) 21,3 mln per Inzago per la costruzione di impianto di trattamento e recupero rifiuti speciali pericolosi; (ii) 13,7 mln per Ecopol destinati alla realizzazione di un impianto di produzione di biogas; (iii) 2,5 mln su Ecoservizi dedicati a interventi di *revamping* e impianto FTV. Nel picco del fabbisogno d'investimento la Società ha previsto nuova provvista per 25 mln (15 mln nel 2027 e 10 mln nel 2028). Il Piano Industriale non include *upside* quali il progetto di sviluppo della nuova unità impiantistica di Nova Milanese e la realizzazione di un impianto di smaltimento in Lombardia.

## **SENSIBILITÀ DI RATING**

- Nel breve termine si ipotizza il mantenimento dell'attuale classe di rating.
- Il rating di Systema Ambiente S.p.A. potrebbe subire un *downgrade* in caso di: (i) risultati economici significativamente inferiori al BP tali da compromettere l'assetto finanziario; (ii) rallentamento del processo di diversificazione dell'attività impiantistica a fronte dell'esaurimento delle discariche e dell'esito sfavorevole dei procedimenti autorizzativi in corso.

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

Analista Responsabile: Stefania Merlo – [stefania.merlo@cerved.com](mailto:stefania.merlo@cerved.com)

Vice Presidente del Comitato di Rating: Roberta Donzelli – [roberta.donzelli@cerved.com](mailto: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/>.