

COMUNICAZIONE DI RATING

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

B1.1

di **ICM S.p.A.**

Vicenza (VI) – Viale dell'Industria, n°42 - Italia

Cerved Rating Agency in data 19/04/2025 ha confermato il rating B1.1 di ICM S.p.A.

Prima emissione del rating: 02/03/2017

ICM S.p.A. (di seguito "ICM" o "Gruppo") è la holding operativa del Gruppo MALTAURO, fondato nel 1921 dall'omonima famiglia, attivo quale general contractor nella realizzazione di grandi opere infrastrutturali e edili a livello nazionale e internazionale, a committenza prevalentemente pubblica (ca. 92% del backlog in essere a fine 2024). MALTAURO PARTECIPAZIONI (MP) FINANZIARIA S.p.A., holding finanziaria della famiglia fondatrice, controlla il 74% delle azioni, mentre KEYSTONE ENTERPRISES (socio subentrato a dicembre 2022 apportando liquidità per 30,8 mln) detiene il rimanente 26%. ICM adotta dal 2003 un "Modello di Organizzazione, Gestione e Controllo" ai sensi del D.lgs. 231/2001, evidenziando una struttura di governance adeguata a supportare l'attuale significativa espansione del business.

FATTORI DI RATING

La conferma del rating riflette: (i) il conseguimento di *performance* economiche positive nel FY24PC, pur a fronte di un livello produttivo inferiore alle attese in relazione a ritardi nella partenza dei cantieri PNRR; (ii) il mantenimento di un consono livello di *leverage* finanziario, grazie alla capacità di generare flussi di cassa operativi positivi; (iii) l'ampio sostegno garantito al Gruppo dal sistema creditizio, anche sotto forma di capienti linee fidejussorie. Per l'Agenzia permangono favorevoli le prospettive di breve-medio termine, in ragione: (i) dell'apprezzabile posizionamento competitivo consolidato su scala internazionale; (ii) di un consistente *backlog* in grado di garantire ampia visibilità sui risultati economici conseguibili; (iii) dell'efficace gestione finanziaria del ciclo delle commesse.

Solido posizionamento competitivo – ICM rappresenta uno dei primari player nazionali nell'ambito delle "costruzioni", in grado di operare nelle vesti di *general contractor* nella realizzazione di grandi opere infrastrutturali e edili (rispettivamente 86% e 14% del *backlog* attuale), occupandosi anche di manutenzioni, opere di logistica, attività di prefabbricazione e di servizi di ecologia. Il Gruppo è presente con stabili e radicate diramazioni a livello internazionale (il 18% del *backlog* è rappresentato da commesse estere, percentuale destinata a crescere nel medio termine una volta ultimati i lavori nazionali in ambito PNRR). Marcata l'attenzione alla sostenibilità del business sia in ambito sociale che ambientale.

Marginalità in lieve flessione nel FY24PC a fronte di un VdP inferiore alle attese – Negli ultimi esercizi il Gruppo ICM ha consolidato *performance* affaristiche positive (CAGR del 25% circa nel periodo 2020/2024PC) beneficiando della crescente domanda settoriale e di un contesto competitivo meno aggressivo. Nel FY24PC, tuttavia, i ritardi nell'avvio dei cantieri PNRR (a fronte soprattutto di carenze progettuali) hanno portato all'emergere di un Valore della Produzione (VdP) nell'intorno dei 700 mln, ampiamente inferiore alle attese di budget. Nonostante ciò, Il Gruppo ha saputo comunque contenere la flessione della marginalità operativa, la quale è stata impattata da: (i) maggiori costi sostenuti dalla commessa di Konza in Kenya, riconducibili al prolungamento dell'ultimazione dei lavori della "fase 1" e al contestuale avvio della relativa estensione contrattuale; (ii) apprezzabili contribuzioni derivanti da commesse italiane, prudenzialmente inserite nel precedente Piano con margini inferiori a quelli effettivamente espressi nell'anno. Al netto di accantonamenti per rischi contrattuali (280 mila euro) e di oneri fidejussori e spese bancarie (8,3 mln), emerge a livello preconsuntivo un EBITDA margin *adjusted* pari a ca. il 5,5% (-1,3 p.p. YoY). Appare meno penalizzante la gestione finanziaria, con un saldo negativo

per 9,4 mln (-21,5 mln nel FY23), in relazione a oneri stabili sui valori del FY23 e di utili su cambi per 4,7 mln (scaturenti da una rivalutazione della moneta kenyota). Al netto di un carico fiscale abitualmente non trascurabile (conseguenza del maggiore contributo delle commesse italiane rispetto a quelle estere e in virtù del regime di *branch exemption* adottato dal Gruppo), l'esercizio chiude con utile di ca. 2,5 mln.

Mantenimento di un *leverage* finanziario sostenibile a fine 2024 – Nell'ultimo biennio ICM ha beneficiato di una gestione dei flussi favorevole in relazione ad un minore peso assunto dal circolante (determinante in tal senso l'incasso di rilevanti *advance* sulle commesse PNRR). Anche il FY24PC evidenzia un Cash Flow Operativo Netto capiente, tale da garantire un parziale autofinanziamento delle *capex* (ca. 33,4 mln, finalizzate essenzialmente all'acquisizione dei mezzi strumentali necessari per supportare i progetti acquisiti sul territorio nazionale). Al 31/12/2024 si rileva comunque una Posizione Finanziaria Netta (PFN) in crescita a 102 mln ca. (82,2 mln a fine 2023), valore che non tiene conto dei "debiti per diritti di utilizzo" (IAS 16) e dei crediti finanziari correnti, superiore alle attese per effetto del contingente slittamento di alcuni significativi incassi nei primi mesi del FY25. A fronte di disponibilità liquide (prive di vincoli) pari a 101,1 mln (126,5 mln a fine 2023, di cui 13,4 mln vincolati), si segnala che nell'esercizio il Gruppo ha raccolto nuova finanza a MLT per complessivi 40,1 mln. Gli indici PFN/EBITDA $adj \approx 2,5x$ (1,8x a fine 2023) e PFN/PN $\approx 0,8x$ (0,7x a fine 2023) confermano il persistere di un livello di *leverage* sostenibile, garantendo il rispetto dei covenant in essere.

Strategie e risultati attesi – Il Business Plan 2025-2027 prevede una crescita dei volumi affaristici (VdP superiore ad un *billion* nel FY26), con un CAGR di periodo del 18%. Nel breve termine la produzione beneficerà dello sviluppo delle commesse PNRR, mentre in prospettiva ICM perseguirà un riequilibrio del portafoglio al fine di: (i) un'equa distribuzione tra attività estere e domestiche; (ii) un maggiore peso assunto da attività di manutenzione su infrastrutture stradali e ferroviarie. Possibili, altresì, operazioni di M&A (ad oggi non a Piano) per accelerare il percorso di crescita in alcuni ambiti (i.e. manutenzioni). Per il FY25 si ipotizza un VdP prossimo a 930 mln (+33% ca. YoY), obiettivo supportato dalla capienza del *backlog* in essere (3,5 mld) con un *roll-out* sull'esercizio in corso tale da coprire il 97% del VdP previsto (88% in ordine al FY26). Per il FY25 non sono attesi significativi scostamenti nell'EBITDA margin *adj* mentre, in prospettiva, la marginalità potrebbe beneficiare di un diverso mix commesse e di una gestione più diretta delle stesse. Il fabbisogno finanziario dettato dalle *capex* (si stimano nel triennio investimenti per 21 mln finalizzati ad un potenziamento delle attrezzature) e da una contingente crescita del *working capital* sarà supportato tramite: (i) un incrementale ricorso a *factoring pro-soluto* e *reverse factoring* nella gestione di ciclo attivo e passivo; (ii) un costante utilizzo del leasing; (iii) la predisposizione di operazioni di *financing* volte a mantenere un consono equilibrio tra fonti di breve e di MLT. Già nel corso dei primi mesi 2025 si segnala l'accensione di finanziamenti per totali 15 mln e l'emissione di due nuovi bond per un controvalore complessivo di 25 mln. Nelle ipotesi di Piano, la conferma di flussi di cassa operativi positivi dovrebbe comunque garantire il mantenimento di un *leverage* allineato all'attuale profilo di rischio, obiettivo ritenuto conseguibile dall'Agenzia anche nell'ipotesi di un *effort* finanziario potenzialmente superiore a quanto preventivato dal management.

SENSIBILITÀ DI RATING

- Nel breve termine è attesa la conferma dell'attuale classe di rating.
- Il rating potrebbe subire un *downgrade* a fronte di: (i) un significativo deterioramento delle marginalità e della capacità di generare flussi di cassa; (ii) un appesantimento dell'assetto finanziario (PFN/EBITDA $adj > 3,0x$).

La metodologia utilizzata è consultabile sul sito di Cerved Rating Agency – www.ratingagency.cerved.com

Analista Responsabile: Tiziano Caimi – tiziano.caimi@cerved.com

Vice Presidente del Comitato di Rating: Flavio Cusimano – flavio.cusimano@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.