

## LEVA BOOMERANG PER I SUPER INDEBITATI

**Ecco le aziende che soffrono di più**  
La stagione dei tassi ai massimi e il calo nella propensione ai consumi  
Sara Bennewitz **pag. 8**

PRIMO PIANO  
MERCATI E GEOPOLITICA

L'ANALISI

# La leva è un boomerang per le super-indebitate

## Da Igd a Fincantieri e Tim, ecco le aziende che soffrono di più la stagione dei tassi alti e della diminuita propensione di spesa dei consumatori

Sara Bennewitz

**L**a leva che per vent'anni è stata uno strumento virtuoso per finanziare la crescita approfittando del basso costo del denaro, ora diventa un boomerang e mette in crisi le aziende quotate a Piazza Affari. Con i tassi ufficiali sui massimi da quando è nato l'euro e pari al 4,50%, lo spread sopra 200 punti e i timori di un nuovo taglio da parte delle agenzie di rating, l'inflazione che in Europa a settembre era comunque alta al 4,3%, tutte le società tricolori hanno un doppio problema: devono fare i conti con un costo del debito molto più alto, e quindi maggiori oneri finanziari, e con una clientela che ha diminuito la sua capacità di spesa e pertanto rischia di consumare meno. Uno scenario che è cambiato in maniera repentina dopo lo scoppio della guerra in Ucraina che ha comportato un

balzo del costo dell'energia e quindi della vita, e che non pare destinato a tornare sui livelli di cui l'economia del Vecchio continente ha be-

neficiato fino alla pandemia. Peraltro anche le tante aziende che vivono di consumi, che nel 2021 avevano alzato i prezzi per preservare i margini dall'aumento dei costi, o hanno bloccato il cartellino, o sono addirittura tornate a limarli per cercare di stimolare gli acquisti ed evitare di ingolfare i magazzini.

### STRATEGIE DA RIVEDERE

Chi aveva finanziato a leva, con debiti superiori a tre volte il margine operativo lordo, ora potrebbe trovarsi in difficoltà e deve ripensare la sua strategia. «Nel contesto attuale caratterizzato da politiche monetarie restrittive e crescente costo del debito - spiega Javier Suarez,

co-head di Mediobanca Equity Research - vediamo la flessibilità di bilancio come un fattore chiave e distintivo per cogliere opportunità di crescita, sia organiche che esterne. Questo è ancor più vero nei segmenti più dinamici dell'economia, come l'industria, il lusso e i servizi tecnologici. Detto ciò, per una più completa lettura sul rischio di rifinanziamento e/o di interesse, è sempre importante integrare l'analisi dei livelli di indebitamento con quella sull'evoluzione della struttura e scadenza media del debito».

Non è solo una questione di quanto debito una società ha accumulato, ma anche della composizione del debito stesso (a tasso fisso o variabile) della sua scadenza o maturi-

① Tim ha da tempo varato un piano di rientro (di cui la cessione della rete è parte) da un pesante indebitamento



tà (a medio o breve termine) e della sua sostenibilità. Le aziende che operano in un segmento regolato, come le reti di Inwit (che ha un rap-

porto debito-mol di 4,8 volte), Terna (5,1 volte) e Snam (6,6), piuttosto che le utility tra cui A2a (2,8), Acea (3,9), Enel (3,3), Erg (3,1), Hera (3), Iren (3) nonostante l'altra leva sono infatti più protette da un business resiliente, capace di sopportare l'eventuale aumento degli interessi. Viceversa società come Igd (9,3 volte), Fincantieri (7,6) e Telecom Italia, potrebbero avere un serio problema. Tim (che secondo la media degli analisti a fine anno dovrebbe avere un rapporto tra debiti e mol superiore a 5 volte), oltre ad avere portato avanti la vendita della sua rete a Kkr, quest'anno ha rifinanziato caro prezzo 4 miliardi di debito (di cui 3,7 sul mercato) coprendo le scadenze fino al 2015.

**IL CALO DEI CONSUMI**

Ma per le società più direttamente legate ai consumi, tipo Fila (che grazie alla quotazione della controllata indiana dovrebbe scendere a fine anno a 2,5 volte) o Geox (3 volte), piuttosto che per alcuni segmenti di industria come Gws (3,5 volte), la leva potrebbe essere pesante da sostenere. Il leader dei pagamenti elettronici Nexi (2,9 volte) ha 5,4 miliardi di debito, ma con un costo relativamente basso e ha una forte capacità di generazione di cassa. Tuttavia ora che si torna a parlare di un avvicendamento nell'azionariato, con un interesse da parte di Cvc, la leva potrebbe essere un deterrente sia per attirare nuovi investitori, sia per fare nuove acquisizioni.

«Solo poche aziende finora si sono affacciate sul mercato con nuove emissioni - ricorda Carlo Gentili, fondatore e ceo di Nextam Partners - la maggior parte di quelle che aveva debito in scadenza nel breve termine sta aspettando, nella speranza di tempi migliori. Ma il quadro macro economico non va migliorando, e nel 2024 sarà difficile rinviare nuovamente. Quelle industrie più cicliche rischiano quindi di dover affrontare il bisogno di nuovo credito insieme a un peggioramento dei risultati di bilancio, che invece finora hanno mostrato una buona tenuta nonostante il rallentamento».

Un rischio che pesa di più sulle società legate ai consumi, soprattutto su quelli discrezionali, come abbigliamento, viaggi, auto e tutti quegli acquisti che possono essere rinviati. Anche perché in Europa a differenza che negli Usa, la cavalca-

ta dell'inflazione non è stata accompagnata da un congruo adeguamento dei salari, riducendo il potere di acquisto delle famiglie.

Un paradigma che non vale invece per i servizi indispensabili (come le utility o il comparto farmaceutico) e per i beni di alta gamma. Le aziende del lusso, oltre a rivolgersi a un segmento di consumatori benestanti meno intaccati dall'andamento macroeconomico, sono tipicamente poco indebitate e generano ingenti flussi di cassa. Moncler e Ferrari hanno addirittura cassa da investire o da restituire agli azionisti, mentre Cucinelli (1,9 volte), Tod's (1,2 volte), e Ferragamo (1 volta) hanno invece una leva ampiamente sostenibile.

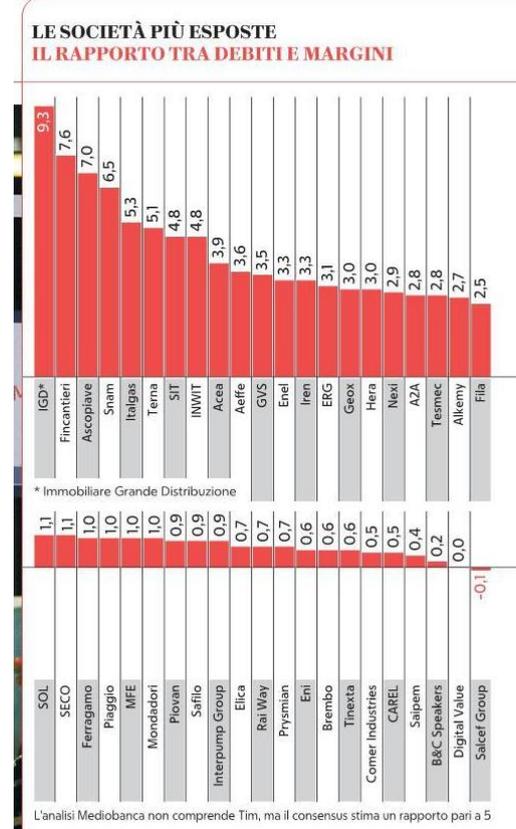
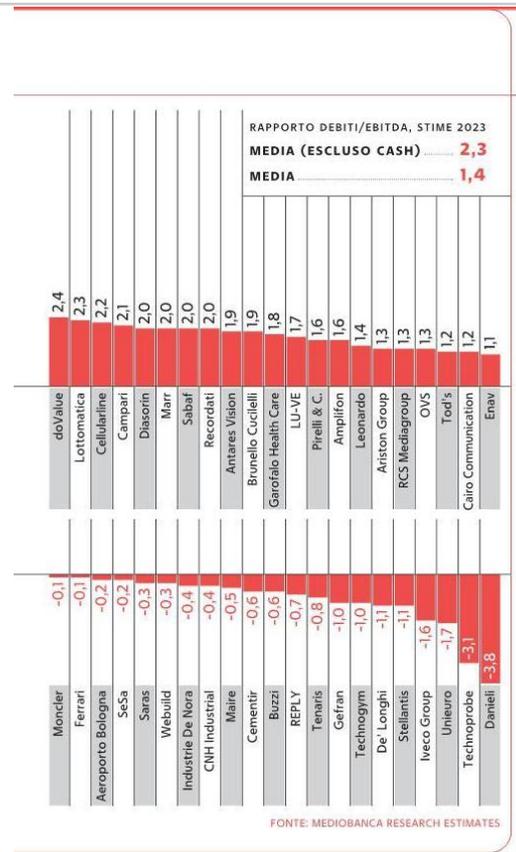
«Se per le aziende grandi e quotate l'accesso al credito sarà più costoso ma comunque possibile - ricorda Francesco Moro, responsabile del team che si occupa di ristruttura-

zioni di **New Deal Advisors** - per le Pmi che costituiscono gran parte del tessuto economico nazionale, trovare nuove fonti di finanziamento potrebbe essere un'impresa molto più difficile, salvo pagare oneri a doppia cifra, che poi rischiano di pregiudicare la sostenibilità della crescita futura». Una grande azienda non quotata come Engineering, ad esempio, a maggio ha emesso un bond quinquennale (scadenza 2028) con un tasso annuo dell'11,125%. «Ci sono poi alcune filiere italiane, penso a quella dell'automotive o dell'alimentare - conclude Moro - fatte di tante piccole eccellenze che rischiano di essere penalizzate non solo dai maggiori oneri finanziari per la produzione, ma anche da un calo generalizzato dei consumi, fattori che potrebbero mettere a dura prova la solidità delle aziende stesse».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

**L'OPINIONE**

I gruppi del lusso, oltre a rivolgersi a consumatori benestanti meno intaccati dall'andamento macro, sono poco esposti e generano ingenti flussi di cassa



La proprietà intellettuale è riconducibile alla fonte specificata in testa alla pagina. Il ritaglio stampa è da intendersi per uso privato



La proprietà intellettuale è riconducibile alla fonte specificata in testa alla pagina. Il ritaglio stampa è da intendersi per uso privato