

## Capitolo 4

### **Analisi dello *standing* creditizio di un campione di imprese operanti nel settore siderurgico italiano**

#### **1. Premessa**

Obiettivo del presente capitolo è svolgere un'indagine sullo *standing* creditizio del campione di aziende siderurgiche in precedenza esaminato, mediante l'applicazione della metodologia di *rating assignment* elaborata da Moody' Investor Service per il settore dell'acciaio.

Le dieci aziende appartenenti al campione sono descritte nella tabella di seguito riportata.

<b>Tabella 1)</b>	<b>Fatturato al 31/12/2006 (€/mln)</b>	<b>Addetti</b>
GRUPPO RIVA	9.460	25.167
GRUPPO MARCEGAGLIA	3.404	6.500
GRUPPO LUCCHINI	2.649	2.001
THYSSENKRUPP ACCIAI SPECIALI TERNI S.p.A.	2.254	2.790
AFV ACCIAIERIE BELTRAME S.p.A.	1.428	2.528
TENARIS DALMINE S.p.A.	1.417	3.007
GRUPPO ALFA ACCIAI	1.221	1.180
FERRIERE NORD S.p.A.	826	871
ABS ACCIAIERIE BERTOLI SAFAU S.p.A.	729	1.013
ACCIAIERIA ARVEDI S.p.A.	645	676

Fonte: Centrale dei Bilanci e siti web aziendali

In merito ai criteri di selezione delle aziende e alle caratteristiche delle stesse, si osserva quanto segue:

- i soggetti oggetto di studio sono stati scelti tra le 140 aziende associate alla Federacciai, in base al volume di fatturato e al numero degli addetti alla data del 31/12/2006;

- le aziende sono state selezionate anche in base alla effettiva disponibilità delle informazioni societarie e delle serie storiche dei dati di bilancio. Pertanto il campione considerato non è strettamente rappresentativo delle prime 10 aziende siderurgiche italiane per volume d'affari e numero di addetti alla data del 31/12/2006;

- l'orizzonte temporale dei dati di bilancio preso a riferimento ai fini della presente analisi si riferisce al triennio 2004-2006;

- tutte le società appartengono al segmento *large-corporate* del settore siderurgico italiano poiché presentano, a livello consolidato o individuale, un fatturato maggiore di 500 mln di euro. La scelta di tale dimensione risiede nella necessità di rendere comparabile il campione di aziende esaminato a quello selezionato da Moody's ai fini della propria *Global Credit Research*, sviluppata sui principali *player* dell'industria siderurgica mondiale;

- nessuna delle aziende considerate dispone di un *rating* ufficiale assegnato dalle tre Agenzie internazionali Standard & Poor's, Moody's Investor Service e Fitch IBCA;

- i dati economico-patrimoniali delle società appartenenti al campione sono stati reperiti presso la Centrale dei Bilanci in quanto non disponibili al pubblico. Nessuna delle aziende considerate, infatti, è quotata sui mercati regolamentati ad eccezione di Acciaierie Bertoli Safau che appartiene a Danieli & C. Officine Meccaniche S.p.A., gruppo quotato presso la Borsa Valori di Milano.

Al campione di aziende in parola è stata applicata la metodologia di *rating assignment* descritta nel primo capitolo del presente lavoro.

Per ciascuna società sono stati calcolati i fattori chiave relativi ai quattro *rating drivers* individuati in precedenza (*Business Diversity and Size*, *Cost Efficiency and Profitability*, *Financial Policies* e *Financial Strength*). Ad ogni fattore è stata poi assegnata una classe di *rating* della scala di Moody's in base all'appartenenza di ciascun fattore a determinati intervalli di valori opportunamente individuati.

Per ciascuna azienda, infine, è stato calcolato un *rating* sintetico finale risultante dall'aggregazione dei diversi *rating* parziali mediante sull'utilizzo di uguali criteri di ponderazione per ciascun elemento considerato.

## 2. Analisi dei quattro “*key factors*”

### 2.1. *Business diversity and size*

- *Business diversity*

Il fattore *business diversity* è un elemento che consente di fornire una misura del rischio operativo di un’azienda operante nel settore dell’acciaio. Il fattore in parola è determinato prendendo in considerazione il numero complessivo di stabilimenti e di siti produttivi appartenenti ad una medesima azienda siderurgica. Nel computo sono altresì ricomprese tutte le unità operative che svolgono un’attività correlata a quella specifica di produzione dell’acciaio.

Nella tabella 2) si riporta il criterio di classificazione della variabile *business diversity* rispetto alla scala di *rating* di Moody’s delimitata dalle classi Aa-Caa. Le aziende con fattore *business diversity* uguale o superiore a 20 sono state classificate all’interno della classe più elevata Aa.

Moody’s ritiene che non sussista alcun vantaggio competitivo, per le aziende esaminate ai fini dell’analisi del loro *standing* creditizio, nel detenere un numero di stabilimenti maggiore di 20. Di contro, le imprese che operano con un numero di siti uguale o inferiore a 3 sono state posizionate tra le categorie di *rating* più basse e in particolare tra le classi B e Caa, in ragione della loro maggiore rischiosità operativa.

- *Size*

Il fattore in esame è un indice dimensionale e si riferisce all'entità del volume d'affari generato da un'azienda siderurgica. Esso consente di formulare un giudizio circa il grado di stabilità di un produttore siderurgico rispetto ad un contesto economico complesso, caratterizzato da ricorrenti e sensibili variazioni del prezzo della materia prima e della domanda di mercato di prodotti d'acciaio.

Il volume di fatturato preso a riferimento per la quantificazione di questo fattore è desumibile dall'ultimo bilancio disponibile delle aziende analizzate (esercizio 2006 nel caso della presente analisi).

La tabella 2) indica che le aziende aventi un fatturato maggiore o uguale a \$ 10 mld sono state classificate nella classe di *rating* A, posta come limite massimo tra le possibili classi di *rating* assegnabili. Anche in questo caso, infatti, Moody's ritiene che non sussista alcun vantaggio competitivo per le aziende esaminate, ai fini dell'analisi del loro *standing* creditizio, nel conseguire volumi di fatturato superiori a \$ 10 mld.

Si evidenzia che per ciascuna delle 10 aziende appartenenti al campione è stato calcolato il controvalore in dollari del fatturato realizzato in euro. Tale valore è stato successivamente posizionato all'interno della scala di *rating* di Moody's in base ai criteri di classificazione previsti dalla tabella 2).

**Tabella 2**

<b>Factor Mapping</b>						
	<b>Aa</b>	<b>A</b>	<b>Baa</b>	<b>Ba</b>	<b>B</b>	<b>Caa</b>
<b>l) Business Diversity and Size</b>						
1. Operational Diversity	>20	11-20	6-10	4-5	2-3	1
2. Size (in \$USD billions)		>\$10	\$10-\$3	\$3-\$1.5	\$1.5-\$0.750	<\$0.750

Fonte: Moody's Investor Service

**Tabella 3**

<b>Ratings Mapping</b>					
<b>Business Diversity &amp; Size</b>	<b>Business Diversity</b>	<b>Mapped Rating Category</b>	<b>Fatturato €/mln (31/12/2006)</b>	<b>Fatturato ctv in \$USD/mln</b>	<b>Mapped Rating Category</b>
GRUPPO RIVA	30	<b>Aa</b>	9.460	13.812	<b>A</b>
GRUPPO MARCEGAGLIA	47	<b>Aa</b>	3.404	4.970	<b>Baa</b>
GRUPPO LUCCHINI	13	<b>A</b>	2.649	3.868	<b>Baa</b>
THYSSENKRUPP ASP	1	<b>Caa</b>	2.254	3.291	<b>Baa</b>
AFV ACCIAIERIE BELTRAME	9	<b>Baa</b>	1.428	2.085	<b>Ba</b>
TENARIS DALMINE	6	<b>Baa</b>	1.417	2.067	<b>Ba</b>
GRUPPO ALFA ACCIAI	4	<b>Ba</b>	1.221	1.794	<b>Ba</b>
FERRIERE NORD	2	<b>B</b>	826	1.206	<b>B</b>
ACCIAIERIE BERTOLI SAFAU	3	<b>B</b>	729	1.064	<b>B</b>
ACCIAIERIA ARVEDI	2	<b>B</b>	645	948	<b>B</b>

Osservazioni:

- *Business diversity*

La tabella 3) evidenzia che il campione esaminato copre tutte le classi di *rating* per il fattore *business diversity*.

I Gruppi Riva e Marcegaglia si posizionano sulla classe di *rating* *Aa*, la più elevata tra quelle indicate.

Il Gruppo Riva possiede 38 siti produttivi di cui 20 in Italia (che realizzano il 63% dei volumi di produzione complessivi nonché il 70% del fatturato di Gruppo) e i restanti 18 in Germania, Francia, Belgio,

Spagna, Grecia, Tunisia e Canada. Il Gruppo realizza un elevato grado di diversificazione operativa anche integrando le attività di produzione e lavorazione dell'acciaio con altre attività sinergiche alle siderurgia, quali l'attività armatoriale, l'attività di recupero rottame, (svolta presso uno stabilimento in Canada ed un impianto di frantumazione in Francia), la produzione di materiale refrattario (mediante l'attività di sei stabilimenti in Italia) e la produzione di cilindri di laminazione (che si svolge all'interno di uno stabilimento sito in Italia).

Il Gruppo Marcegaglia consegue un elevato punteggio in relazione ai suoi 47 stabilimenti dislocati in Italia e all'estero (Regno Unito, Germania, Polonia, Stati Uniti e Brasile) le cui attività coprono tutta la filiera produttiva a valle della produzione di acciaio grezzo. I punteggi conseguiti dal Gruppo Riva e Marcegaglia risultano in linea con quelli dei principali *competitors* internazionali (Nucor, POSCO, Nippon Steel, JFE Holdings, Arcelor Mittal, Thyssenkrupp AG e US Steel).

Anche il Gruppo Lucchini si posiziona sulla fascia alta della scala di *rating* di Moody's, attestandosi sulla classe A grazie ai suoi 13 stabilimenti situati sul territorio nazionale e internazionale.

Il punteggio più basso è conseguito da Thyssenkrupp Acciai Speciali Terni cui viene assegnato un rating pari a Caa per la presenza, ormai, di un solo stabilimento produttivo. Fino a dicembre 2007, infatti, l'attività produttiva di Thyssenkrupp AST è stata svolta presso due

stabilimenti principali, aventi sede a Terni e a Torino. In seguito all'incendio divampato in data 6 dicembre 2007, che ha comportato il decesso di sette operai, Thyssenkrupp AG ha stabilito di non riaprire lo stabilimento di Torino. Al momento dell'incendio la fabbrica era già in fase di smantellamento, tuttavia quanto accaduto ha comportato la sua immediata chiusura con conseguente trasferimento di tutte le attività allo stabilimento di Terni.

Thyssenkrupp AST controlla 17 sussidiarie, di cui 10 estere, ma si tratta essenzialmente di società commerciali e centri servizio, non considerati ai fini della determinazione del parametro *Business Diversity*. Le società industriali ad essa collegate quali Tubificio di Terni, Thyssenkrupp Titanium e Società delle Fucine realizzano la loro produzione presso lo stabilimento di Terni.

- *Size*

Dall'esame della tabella 3) emerge che il campione tende a posizionarsi sulla parte centrale della scala di *rating* di Moody's, concentrandosi sulle tre classi Baa, Ba e B. L'unica eccezione è rappresentata dal Gruppo Riva, primo produttore siderurgico italiano, terzo a livello europeo e decimo al mondo che, con un fatturato consolidato pari a 9.460 mln di euro, consegue, per il sub-fattore in parola, un *rating* parziale pari ad A.



Tra le imprese appartenenti al campione esaminato, il Gruppo Riva è l'unica azienda siderurgica italiana presente nella classifica dei primi 50 produttori mondiali d'acciaio, pubblicata dall'Iron and Steel Institute a settembre 2007. Questo fattore giustifica ulteriormente il posizionamento competitivo del Gruppo Riva per il fattore *size* rispetto ai suoi principali *competitors* italiani.

Si osserva che nessuna delle aziende analizzate consegue un *rating* parziale inferiore a B. Ciò è imputabile alla composizione del campione scelto ai fini della presente indagine. Si ricorda, infatti, che il campione è stato selezionato all'interno delle prime 15 aziende siderurgiche italiane per volume d'affari e numero di addetti alla data del 31/12/2006. Se si procedesse alla mappatura della dimensione del fatturato delle rimanenti 125 aziende associate alla Federacciai, infatti, si riscontrerebbe un addensamento di tutti i soggetti intorno alla classe Caa. Ne deriva che il fattore *size* consente di effettuare un'analisi discriminante soltanto sui primi 15 produttori italiani di acciaio in quanto la quasi totalità delle aziende appartenenti al settore siderurgico italiano tende a concentrarsi sulla parte più bassa della scala di *rating* di Moody's in relazione alla loro modesta capacità produttiva rispetto ai più elevati *standard* riscontrabili a livello globale.

## 2.2. *Cost Efficiency and Profitability*

Il fattore *Cost Efficiency and Profitability* consente di formulare un giudizio circa: a) le politiche di efficientamento dei costi operativi attuate da un'azienda siderurgica; b) il livello di redditività e di efficienza degli *asset* produttivi impiegati. Il fattore in parola, pertanto, consente di valutare la sostenibilità delle *performance* di un produttore siderurgico all'interno di un settore caratterizzato da un'elevata volatilità dei prezzi, da una discreta sensibilità alle condizioni economiche di mercato sottostanti, da una limitata capacità delle aziende siderurgiche di proporsi come *price-maker* e da una consistente incidenza dei costi fissi di struttura, dovuta alla natura tipicamente *capital intensive* dei processi produttivi impiegati.

Nell'ambito del presente studio, la variabile *Cost Efficiency and Profitability* è stata analizzata mediante la quantificazione di due principali sub-fattori per ciascuna azienda appartenente al campione esaminato:

- *Ebit Margin*: è un indice di redditività operativa ed è calcolato come media dei rapporti *Ebit*/fatturato annuo calcolati per gli esercizi 2004-2006;
- *Return on Tangible Assets*: considerata la natura *capital intensive* del settore dell'acciaio che rende necessario un consistente sfruttamento della capacità produttiva degli impianti, il fattore in parola è un indicatore di redditività e di efficienza degli *asset* produttivi di un'azienda siderurgica

ed è pari al valor medio dei rapporti *Ebit/Total Assets* (tangibili) calcolati per gli esercizi 2004-2006.

Si evidenzia che nell'ambito della metodologia di *rating assignment* riportata nella *Global Credit Research* elaborata da Moody's, il fattore *Cost Efficiency and Profitability* è qualificato da due ulteriori fattori:

- *Percentage of "Other Liabilities" to Book Equity*: è un indice che esprime l'incidenza delle "other liabilities" rispetto al valore di libro del patrimonio netto. Le "other liabilities" riguardano sia le *Other Postretirement Employee Benefit* (potenziali passività connesse con i benefici addizionali legati ai pensionamenti), sia le *Environmental Liabilities* (potenziali costi futuri legati a eventuali variazioni della legislazione ambientale ovvero a multe o a penali da corrispondere sempre per questioni legate all'ambiente). Poiché le "other liabilities" assumono rilievo prevalentemente nei bilanci delle aziende siderurgiche statunitensi, il fattore in esame non è stato preso in considerazione ai fini dell'analisi del merito di credito del campione esaminato.

- *Raw Material Costs*: è un fattore che ha la finalità di indicare il grado di autosufficienza di un'azienda siderurgica rispetto al suo fabbisogno di materia prima. In generale, il criterio di determinazione di questo parametro si basa sulla possibilità che un produttore siderurgico disponga o meno di contratti di fornitura a lungo termine volti a

garantire la costante copertura del fabbisogno di materia prima nonché a far fronte al rischio di eventuali oscillazioni di prezzo della stessa<sup>1</sup>. Nell'ambito della presente analisi il fattore *Raw Material Costs* non è stato quantificato in quanto non è stato possibile accedere all'informazione circa la disponibilità o meno dei suddetti contratti di fornitura per le aziende appartenenti al campione esaminato.

**Tabella 4**

<b>Factor Mapping</b>						
	<b>Aa</b>	<b>A</b>	<b>Baa</b>	<b>Ba</b>	<b>B</b>	<b>Caa</b>
<b>2) Cost Position</b>						
1. EBIT Margin	>20%	20-15%	15-7%	7-2.5%	2.5-1%	<1%
2. Return on Assets	>15%	15-10%	10-5%	5-2.5%	2.5-1%	<1%

Fonte: Moody's Investor Service

**Tabella 5**

<b>Ratings Mapping</b>				
<b>Cost Efficiency and Profitability</b>	<b>Ebit Margin (Average)</b>	<b>Mapped Rating Category</b>	<b>ROA (Average)</b>	<b>Mapped Rating Category</b>
GRUPPO RIVA	11,3%	<b>Baa</b>	11,7%	<b>A</b>
GRUPPO MARCEGAGLIA	4,7%	<b>Ba</b>	6,5%	<b>Baa</b>
GRUPPO LUCCHINI	7,3%	<b>Baa</b>	8,1%	<b>Baa</b>
THYSSENKRUPP ASP	-0,02%	<b>Caa</b>	-0,4%	<b>Caa</b>
AFV ACCIAIERIE BELTRAME	9,0%	<b>Baa</b>	12,5%	<b>A</b>
TENARIS DALMINE	13,2%	<b>Baa</b>	13,9%	<b>A</b>
GRUPPO ALFA ACCIAI	6,8%	<b>Ba</b>	12,6%	<b>A</b>
FERRIERE NORD	3,8%	<b>Ba</b>	6,4%	<b>Baa</b>
ACCIAIERIE BERTOLI SAFAU	7,2%	<b>Baa</b>	7,5%	<b>Baa</b>
ACCIAIERIA ARVEDI	7,7%	<b>Baa</b>	9,6%	<b>Baa</b>

<sup>1</sup> Per un maggior approfondimento circa la misurazione del fattore *Raw Material Costs* si veda il Capitolo 1.

Osservazioni:

- *Ebit Margin*

Dall'esame della tabella 5) emerge che il 60% delle aziende siderurgiche esaminate consegue, per il sub-fattore *Ebit Margin*, un *rating* pari a Baa. In generale il fenomeno sarebbe principalmente riconducibile alle soddisfacenti *performance* registrate dal settore italiano dell'acciaio, che nel 2006 ha conseguito una crescita del 7,7% nella produzione di acciaio grezzo (raggiungendo un volume di produzione complessivo pari a 31,6 Mt) e un aumento nel consumo apparente dei prodotti siderurgici del 14,9% (determinando una domanda di mercato totale pari a 39,4 Mt).

A livello complessivo si osserva, altresì che il 50% dei soggetti esaminati registra, nel 2005, una flessione del fatturato e dei principali margini economici. Ciò sarebbe imputabile alla generalizzata diminuzione dei prezzi unitari di vendita (non adeguatamente compensati da una riduzione dei costi delle materie prime) e alla riduzione delle quantità vendute (a causa della contrazione generale del mercato verificatasi soprattutto nel corso del primo semestre 2005).

Il miglior posizionamento è ottenuto da Tenaris Dalmine e dal Gruppo Riva per le quali si registra un *Ebit Margin* rispettivamente del 13,2% e dell'11%.

Il *rating* parziale di Tenaris Dalmine riflette gli eccezionali risultati reddituali conseguiti dalla società negli esercizi 2005-2006 dovuti ad una

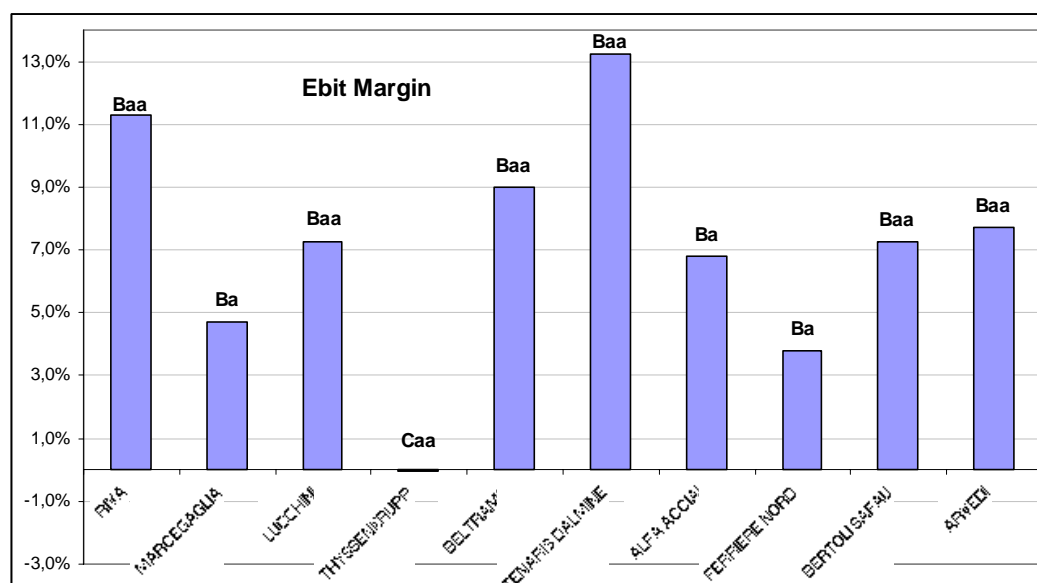
significativa ripresa del volume d'affari rispetto ai precedenti esercizi: il dinamico andamento del mercato dei tubi senza saldatura per il settore petrolifero e del gas, infatti, ha consentito un aumento dei ricavi di vendita che si sono attestati su livelli superiori al miliardo di euro. Nel 2006, il MOL e il risultato operativo hanno raggiunto una dimensione rispettivamente del 27,04% e del 24,16% del valore della produzione.

Il Gruppo Riva, invece, ha fatto registrare valori dell'*Ebit Margin* pressochè costanti e prossimi, in media, all'11% in tutto il triennio di osservazione.

Tra le aziende di maggior dimensione, il Gruppo Marcegaglia consegue un *Ebit Margin* contenuto in relazione ad una discreta incidenza dei costi operativi sul valore della produzione.

Thyssenkrupp è l'unica società che consegue un *rating* pari a Caa evidenziando un valor medio dell'*Ebit Margin* pari a -0,02% nel periodo 2004-2006. Questo risultato risente principalmente della significativa erosione dei margini economici intervenuta nel 2006 a causa di un sensibile incremento del costo delle materie prime non adeguatamente fronteggiato dall'aumento del volume d'affari. Nell'esercizio 2006 il risultato operativo è negativo per 55,2 mln di euro (pari al -2,5% del valore della produzione): il MOL, che subisce una contrazione dell'86% rispetto al precedente anno, presenta una dimensione non adeguata a

remunerare l'ammontare degli ammortamenti e degli accantonamenti contabilizzati in bilancio.



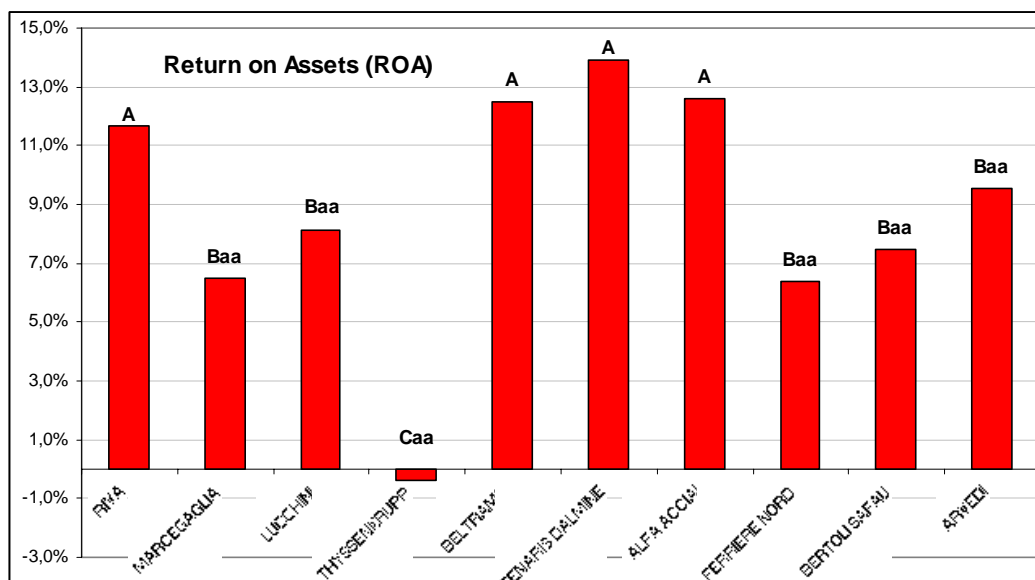
- *Return on Tangible Assets (ROA)*

Per il sub-fattore in parola, determinato come media dei rapporti *Ebit/Total Assets* (tangibili) calcolati per gli esercizi 2004-2006, valgono le medesime considerazioni effettuate per l'indice *Ebit/Margin*.

Il parametro in oggetto è un indice di efficienza degli *asset* produttivi impiegati e il suo valore dipende sia dall'entità del risultato operativo, sia dalle dimensioni del totale degli investimenti tangibili d'impresa.

Si osserva, pertanto, che i *rating* parziali conseguiti dalle aziende esaminate per il sub-fattore *Ebit Margin*, sono tendenzialmente confermati anche nel caso del parametro *ROA*. In particolare si riscontra che il 60% dei produttori d'acciaio consegue, per l'indice in parola, un *rating* parziale superiore di almeno una classe rispetto a quello conseguito

per il fattore *Ebit Margin*. Il Gruppo Alfa Acciai, con un *ROA* pari al 12,6%, consegue un *rating* parziale pari ad A, risultato di due *notches* superiore a quello conseguito in corrispondenza del fattore *Ebit Margin*.



### 2.3. *Financial Policies*

Le politiche finanziarie attuate da un'azienda siderurgica riguardano le scelte effettuate dal *management* circa la tipologia di struttura finanziaria da adottare e il grado di rischiosità finanziaria sotto la quale si sceglie di operare. Nell'ambito della metodologia che si sta esaminando, Moody's focalizza la propria analisi sulla composizione della struttura finanziaria dei produttori d'acciaio e sulla sostenibilità del loro livello di indebitamento. Lo studio del fattore *Financial Policies*, pertanto, viene improntato sui seguenti *leverage ratios*:



- *Debt/Capital*: è un indice che consente di formulare un giudizio circa la composizione della struttura finanziaria di un'azienda siderurgica ed evidenzia l'incidenza dell'indebitamento finanziario lordo rispetto al livello di *capitalization* (quest'ultimo è pari alla somma tra il capitale proprio e l'ammontare dei debiti finanziari). Per i soggetti appartenenti al campione esaminato, questo sub-fattore è calcolato sulla base dei dati del bilancio 2006.

- *Debt/Ebitda*: è un indice che consente di valutare la capacità di un'impresa di generare margini economici sufficienti ad assicurare il ripagamento del debito. Nell'ambito del presente lavoro, questo indice è calcolato come media dei singoli rapporti relativi agli esercizi 2004-2006. Il fatto di considerare valori medi per la quantificazione del sub-fattore in esame risiede nella necessità di sintetizzare e stabilizzare le *performance* del settore dell'acciaio nel triennio preso a riferimento.

**Tabella 6**

<b>Factor Mapping</b>	<b>Aa</b>	<b>A</b>	<b>Baa</b>	<b>Ba</b>	<b>B</b>	<b>Caa</b>
<b>3) Financial Policies</b>						
1. Debt / Capital	<30%	30-40%	40-50%	50-75%	75-90%	>90%
2. Debt / EBITDA	<1.5X	1.5-2.5X	2.5-3.5X	3.5-4.5X	4.5-6X	>6.0X

Fonte: Moody's Investor Service

**Tabella 7**

<b>Ratings Mapping</b>				
<b>Financial Policies</b>	<b>Debt/ Capital (2006)</b>	<b>Mapped Rating Category</b>	<b>Debt/ Ebitda (Average)</b>	<b>Mapped Rating Category</b>
GRUPPO RIVA	42,2%	<b>Baa</b>	1,66	<b>A</b>
GRUPPO MARCEGAGLIA	46,1%	<b>Baa</b>	2,04	<b>A</b>
GRUPPO LUCCHINI	43,6%	<b>Baa</b>	2,79	<b>Baa</b>
THYSSENKRUPP ASP	19,7%	<b>Aa</b>	2,39	<b>A</b>
AFV ACCIAIERIE BELTRAME	43,8%	<b>Baa</b>	2,65	<b>Baa</b>
TENARIS DALMINE	38,7%	<b>A</b>	2,50	<b>A</b>
GRUPPO ALFA ACCIAI	47,6%	<b>Baa</b>	2,35	<b>A</b>
FERRIERE NORD	56,9%	<b>Ba</b>	3,26	<b>Baa</b>
ACCIAIERIE BERTOLI SAFAU	57,2%	<b>Ba</b>	3,42	<b>Baa</b>
ACCIAIERIA ARVEDI	27,9%	<b>Aa</b>	1,47	<b>Aa</b>

Osservazioni:

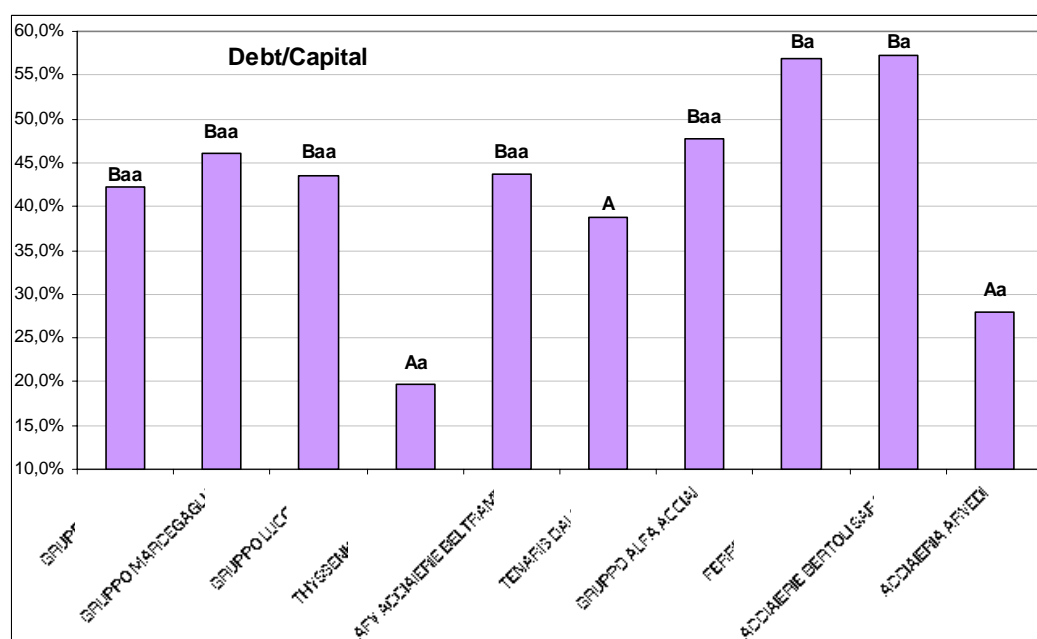
- *Debt/Capital*

Le evidenze fornite dalla tabella 7) mostrano che tutte le società appartenenti al campione sono caratterizzate da un contenuto livello di indebitamento. Il miglior posizionamento è conseguito da Thyssenkrupp Acciai Speciali Terni seguita da Acciaieria Arvedi con un indice di indebitamento rispettivamente pari al 19,7% e al 27,9%.

Thyssenkrupp evidenzia una dotazione patrimoniale soddisfacente (nel 2006 i mezzi propri garantiscono una copertura dell'attivo fisso e del capitale investito rispettivamente pari al 99% e al 37%) che giustifica un modesto ricorso al capitale di credito. Nel 2006 il *leverage* registrato è pari a 0,24 nonostante si rilevi un sensibile peggioramento dell'indebitamento finanziario lordo (+263%).

Acciaieria Arvedi evidenzia volumi di indebitamento modesti e in tendenziale contrazione nel triennio di riferimento. Nel periodo 2005-2006 il *leverage* si attesta su valori inferiori all'unità.

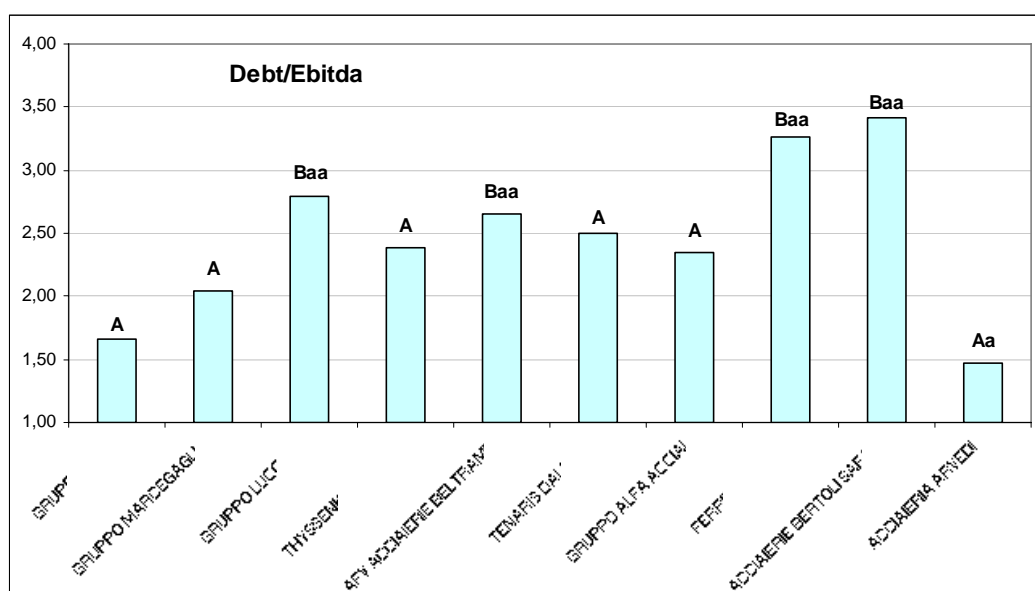
Acciaierie Bertoli Safau registra il *Debt/Capital* più elevato (57,2%) corrispondente ad un *rating* parziale pari a Ba. Nonostante tale coefficiente di indebitamento sia superiore a quello di tutti gli altri *comparables*, nel triennio di riferimento il *leverage* della società si attesta comunque su un livello di sicurezza, prossimo, in media, a un valore di 1,5.



- *Debt/Ebitda*

Le considerazioni in merito ai valori assunti da tale parametro da parte delle società appartenenti al campione sono state diffusamente espresse nel precedente capitolo, in sede di descrizione analitica di

ciascuna società. In generale è possibile affermare che tutte le società esaminate conseguono, per questo indicatore, giudizi di *rating* assai favorevoli che si concentrano intorno alla classi A e Baa. Come osservato in precedenza, infatti, per tutte le aziende si riscontrano soddisfacenti livelli di redditività e contenuti volumi di indebitamento che, considerati congiuntamente, individuano valori del *Debt/Ebitda* (*pay-back period*) compresi tra 1,47 e 3,42.



## 2.4. *Financial Strenght*

Il fattore *Financial Strenght* definisce l'attitudine di un'azienda siderurgica a far fronte alle obbligazioni finanziarie in essere in termini di capacità di ripagamento del debito (rimborso della quota capitale e della quota interessi). Nella metodologia di *rating assignment* elaborata da

Moody's, il fattore in esame è analizzato mediante la valorizzazione di tre indicatori:

- *Interest coverage*
- *Cash from Operations minus Dividends to Debt*
- *Free Cash Flow to Debt*

- *Interest coverage*: è un indice che consente di formulare un giudizio circa l'attitudine della gestione operativa a generare flussi reddituali tali da poter agevolmente remunerare la spesa per interessi passivi ed è calcolato come media dei rapporti *Ebit*/oneri finanziari riferiti agli esercizi 2004-2006. L'*Ebit* è una misura che risente di tutte le politiche di bilancio volte ad influire sull'*Ebitda* ed in particolare delle politiche di ammortamento delle immobilizzazioni aziendali. Moody's ritiene, infatti, che l'*Ebit* sia una misura maggiormente significativa rispetto all'*Ebitda* ai fini della valutazione del merito di credito delle aziende siderurgiche in quanto consente di tener conto della natura *capital intensive* del settore di riferimento nonché dell'esigenza di tali aziende di dover effettuare continui investimenti in capitale fisso al fine di mantenere la propria produttività a livelli elevati.

- *Cash from Operations minus Dividends to Debt*: l'indice in parola rientra nella più ampia categoria dei "*debt payback ratios*" in quanto evidenzia la capacità dell'azienda di rimborsare la quota capitale dei debiti

mediante il flusso di cassa operativo al netto dei dividendi. Nell'ambito del presente studio si considera un valore medio di tale parametro, riferito agli esercizi 2004-2006.

- *Free Cash Flow to Debt*: questo indice deriva direttamente da quello esaminato in precedenza in quanto il flusso di cassa considerato al numeratore è calcolato sottraendo al flusso di cassa operativo (al netto dei dividendi) le c.d. “*capital expenditures*” (flussi di cassa in uscita per la realizzazione di investimenti in capitale fisso operativo). Anche in questo caso si considerano valori medi dell'indice in oggetto calcolato per gli esercizi 2004-2006.

**Tabella 8**

<b>Factor Mapping</b>						
	<b>Aa</b>	<b>A</b>	<b>Baa</b>	<b>Ba</b>	<b>B</b>	<b>Caa</b>
4) Financial Strength						
1. EBIT / Interest	>10X	10-7X	7-4X	4-2.5X	2.5-1X	<1.0X
2. (CFO - Div)/ Debt	>40%	40-30%	30-20%	20-10%	10-5%	<5%
3. (CFO - Div - Capex)/ Debt	>15%	15-10%	10-5%	5-2%	2-(2)%	<(2)%

Fonte: Moody's Investor Service

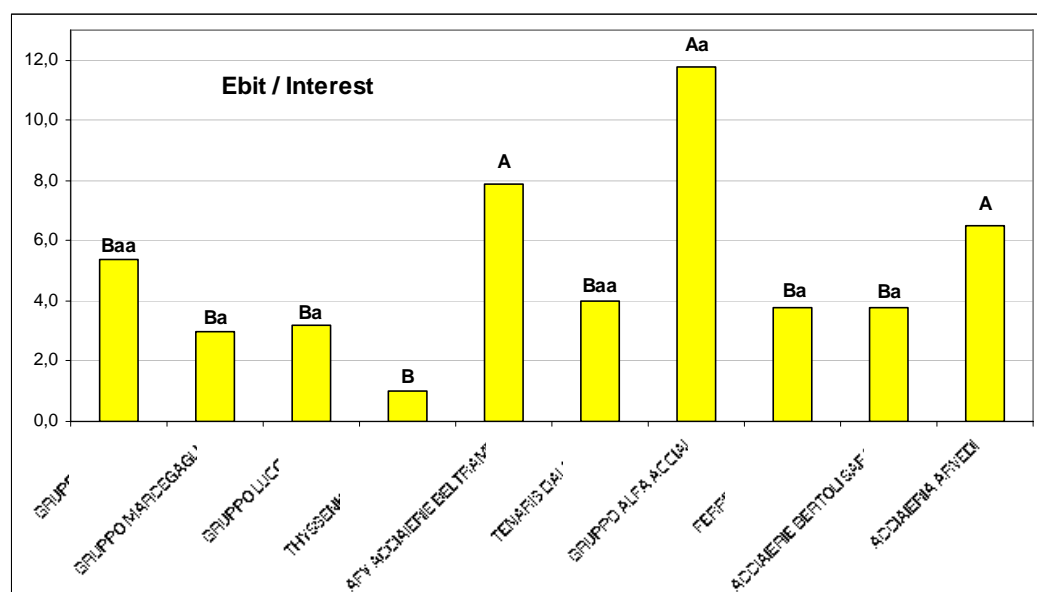
**Tabella 9**

<b>Ratings Mapping</b>						
<b>Financial Strength</b>	<b>Ebit/ Interest (Average)</b>	<b>Mapped Rating Category</b>	<b>(CFO - Div)/ Debt (Average)</b>	<b>Mapped Rating Category</b>	<b>(CFO- Div- Capex)/ Debt (Average)</b>	<b>Mapped Rating Category</b>
GRUPPO RIVA	5,4x	<b>Baa</b>	38,4%	<b>A</b>	14,8%	<b>A</b>
GRUPPO MARCEGAGLIA	3,0x	<b>Ba</b>	30,2%	<b>A</b>	4,5%	<b>Ba</b>
GRUPPO LUCCHINI	3,2x	<b>Ba</b>	20,7%	<b>Baa</b>	9,5%	<b>Baa</b>
THYSSENKRUPP ASP	1,0x	<b>B</b>	-44,8%	<b>Caa</b>	-205,8%	<b>Caa</b>
AFV ACCIAIERIE BELTRAME	7,9x	<b>A</b>	21,5%	<b>Baa</b>	-5,1%	<b>Caa</b>
TENARIS DALMINE	4,0x	<b>Baa</b>	37,4%	<b>A</b>	13,8%	<b>A</b>
GRUPPO ALFA ACCIAI	11,8x	<b>Aa</b>	21,4%	<b>Baa</b>	6,2%	<b>Baa</b>
FERRIERE NORD	3,8x	<b>Ba</b>	94,4%	<b>Aa</b>	76,6%	<b>Aa</b>
ACCIAIERIE BERTOLI SAFAU	3,8x	<b>Ba</b>	13,6%	<b>Ba</b>	-7,2%	<b>Caa</b>
ACCIAIERIA ARVEDI	6,5x	<b>A</b>	95,0%	<b>Aa</b>	29,0%	<b>Aa</b>

Osservazioni:

- *Interest coverage (Ebit to interest)*: in relazione a questo fattore, il miglior posizionamento in termini di *rating* è conseguito dal Gruppo Alfa Acciai che registra, in media, un indice di copertura degli interessi passivi pari a 11,8x. Questo valore risente prevalentemente dell'eccezionale andamento dei risultati reddituali registrati nel 2004 e nel 2006: in questi due esercizi, infatti, l'*interest coverage* della società si è attestato su valori rispettivamente pari a 15,5x e 14,3x, mentre nel 2005 lo stesso è risultato pari a 5,9x in corrispondenza di una contrazione dell'*Ebit* del 56%. Soddisfacenti i risultati di AFV Acciaierie Beltrame e di Acciaieria Arvedi che per l'indice in parola conseguono un *rating* parziale pari ad A. Per entrambe le società si riscontrano oneri finanziari di modesta entità, in tendenziale contrazione nel triennio di riferimento. Occorre precisare, tuttavia, che il risultato conseguito da AFV Acciaierie Beltrame è penalizzato dal valore dell'*interest coverage* registrato nel 2005 (-0,3x) a causa di una contrazione dell'83% del MOL che non lo rende adeguato a remunerare l'ammontare degli ammortamenti e degli accantonamenti iscritti in bilancio. I *rating* parziali di tutte le altre società si concentrano, per il sub-fattore in esame, intorno alle classi Baa e Ba. Il posizionamento più basso è raggiunto, anche per questo indice, da Thyssenkrupp Acciai Speciali Terni che consegue un *rating* pari a B. Si evidenzia che il valore di questo indice dipende, ancora una volta, dalle

modeste *performance* reddituali realizzate dalla società nel triennio di osservazione. L'ammontare degli oneri finanziari contabilizzati in bilancio, difatti, è contenuto ed adeguatamente compensato dai relativi proventi finanziari: il saldo della gestione finanziaria è positivo negli esercizi 2005 e 2006.

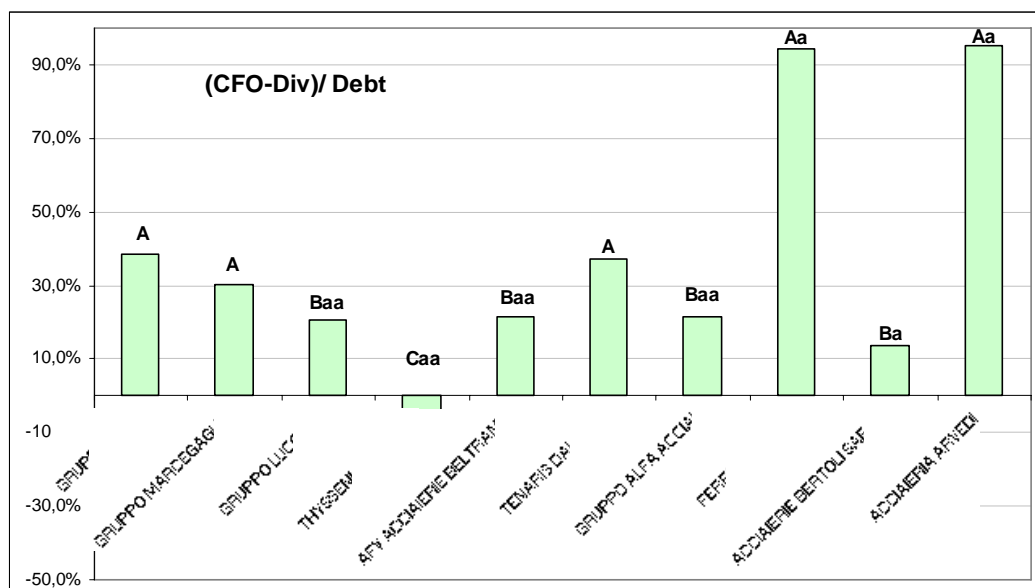


- *Cash from Operations minus Dividends to Debt*: i valori dell'indice in esame, registrati dalle aziende appartenenti al campione, dipendono tanto dalle risultanze della gestione operativa, tanto dalla politica dei dividendi attuata. Le evidenze fornite dalla tabella 9) mostrano che le aziende maggiormente in grado di ripagare la quota capitale dei debiti finanziari con il flusso di cassa prodotto dalla gestione operativa sono Acciaieria Arvedi e Ferriere Nord che conseguono un *rating* pari ad Aa. In entrambi i casi il flusso di cassa è influenzato positivamente dalla variazione del capitale circolante netto, negativa sia nel 2005 che nel



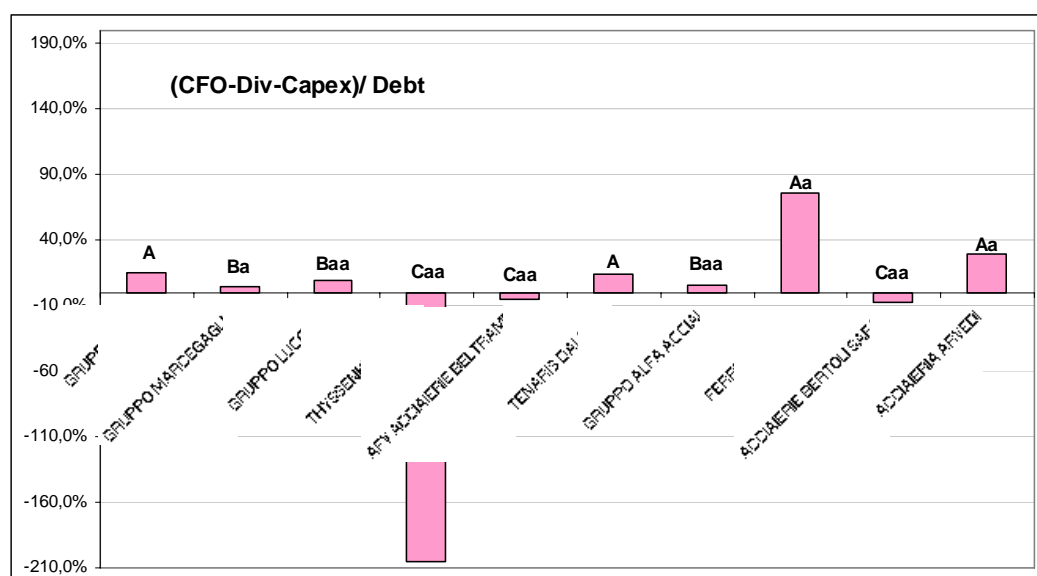
2006. Si evidenzia che Acciaieria Arvedi ha distribuito dividendi solo nel 2005 per 1,8 mln di euro (pari all'11,5% dell'utile d'esercizio). Più consistente è stata la politica di dividendi attuata da Ferriere Nord che, nel 2006, ha distribuito utili per 15,2 mln (pari all'82% del risultato d'esercizio complessivo). Soddisfacente il posizionamento del Gruppo Riva, di Marcegaglia e di Tenaris Dalmine che registrano valori di questo indice tutti maggiori del 30%, conseguendo un *rating* pari ad A. Il flusso di cassa prodotto da Tenaris Dalmine, in particolare, è influenzato dall'ammontare dei dividendi distribuiti nel 2006 (76,3 mln di euro, pari al 38% dell'utile netto). In assenza di questo fattore, l'indice in parola si sarebbe attestato sul 51%, individuando un *rating* pari ad Aa. Negli esercizi 2005 e 2006, l'utile dei gruppi Riva e Marcegaglia è stato interamente ritenuto in azienda. Thyssenkrupp consegue un *rating* parziale pari a Caa in corrispondenza di un indice pari a -44,8%. Considerato il modesto livello di indebitamento della società, il valore dell'indice in esame risente prevalentemente della politica di dividendi attuata: nel 2005, gli utili prodotti da Thyssenkrupp sono stati quasi interamente distribuiti. In assenza di questo fenomeno, l'indice di copertura in esame si sarebbe attestato sul 36% circa individuando un *rating* parziale pari ad A. Per tutte le altre aziende siderurgiche appartenenti al campione si registrano *rating* parziali compresi tra Baa e

Ba. Si osserva che nessuna di queste società ha distribuito dividendi negli esercizi 2005 e 2006.



- Free Cash Flow to Debt*: come specificato in precedenza, questo indice si differenzia dal precedente per il fatto di sottrarre al flusso di cassa operativo, presente al numeratore, i flussi di cassa in uscita per la realizzazione di investimenti in capitale fisso operativo (le c.d. “*capital expenditures*” o “*capex*”). Per l’indice in parola valgono, pertanto, molte delle considerazioni effettuate in merito al sub-fattore in precedenza analizzato. Si evidenzia che le società che avevano conseguito *rating* elevati per il precedente indice (come ad esempio Acciaierie Arvedi, Ferriere Nord, Gruppo Riva e Marcegaglia) confermano il medesimo giudizio anche per l’indice *Free Cash Flow to Debt*. Queste società sono in grado, pertanto, di generare flussi di cassa consistenti e stabili, tali da remunerare pienamente anche i continui investimenti in capitale fisso

operativo, condizione indispensabile per mantenere elevati il livello tecnologico e la produttività, in un settore *capital intensive* come quello dell'acciaio. Un'eccezione è rappresentata dal Gruppo Marcegaglia che, sebbene abbia registrato per l'indice analizzato in precedenza un *rating* pari ad A, nel caso in esame consegue un *rating* pari a Ba. Anche Acciaierie Beltrame ed Acciaierie Bertoli Safau conseguono, per l'indice *Free Cash Flow to Debt*, *rating* inferiori di uno o due *notches* rispetto a quelli registrati per l'indice *CFO/Debt* in relazione ai consistenti investimenti in capitale fisso operativo effettuati negli esercizi 2005 e 2006.



### 3. Analisi del posizionamento competitivo

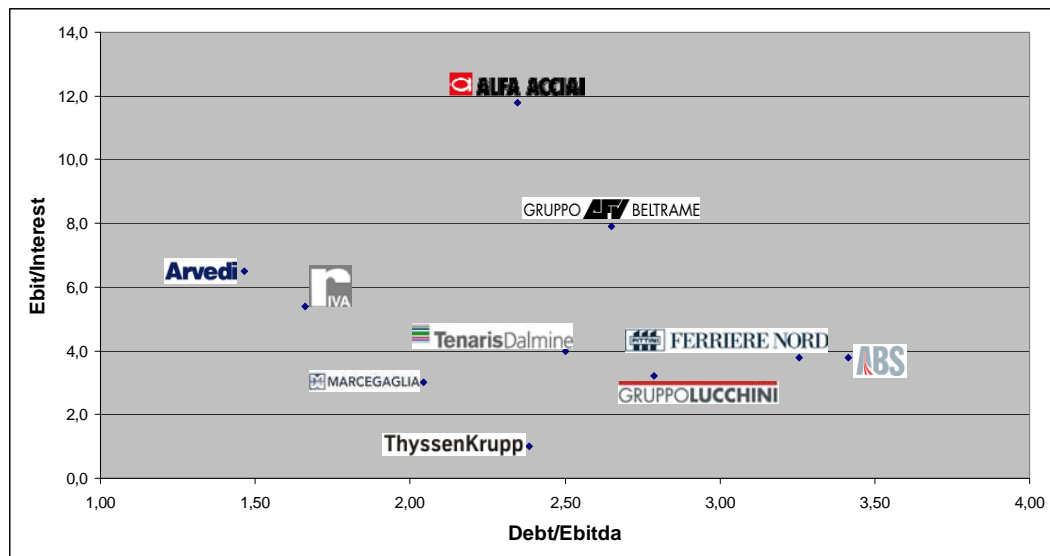
Prima di procedere alla determinazione di un *rating* finale complessivo per ciascuna controparte esaminata, è opportuno effettuare

alcune considerazioni circa il posizionamento competitivo delle dieci aziende siderurgiche appartenenti al campione esaminato.

Si è visto che nell'ambito dei nove indicatori considerati ai fini della determinazione del rischio di credito dei produttori d'acciaio analizzati, otto hanno natura finanziaria. Tra questi, ben quattro consentono di effettuare valutazioni circa l'entità e il grado di sostenibilità dei volumi di indebitamento registrati da ciascuna azienda. Ne deriva che, sebbene i nove sub-fattori concorrano in ugual misura alla determinazione del *rating* finale complessivo, il livello di indebitamento costituisce il fattore di maggior rilievo ai fini della valutazione dello *standing* creditizio delle aziende siderurgiche esaminate.

L'analisi del posizionamento competitivo dei soggetti appartenenti al campione, pertanto, è stata effettuata considerando soltanto gli indicatori che consentono di formulare un giudizio circa la capacità di una azienda di far fronte agli impegni finanziari assunti, in termini di capacità di rimborso della quota capitale e della quota interessi. A tal fine si è scelto di porre in relazione il fattore *Interest Coverage* ( $Ebit/\text{oneri finanziari}$ ), che esprime l'attitudine della gestione operativa a generare flussi reddituali tali da poter remunerare la spesa per interessi passivi, con i quattro indicatori che consentono di valutare la sostenibilità del livello di indebitamento di un'azienda siderurgica e quindi: il  $Debt/Ebitda$ , il  $Debt/Capital$ , l' $Operating Cash Flow/Debt$  e il  $Free Cash Flow/Debt$ .

- *Interest Coverage e Debt/Ebitda*



Il grafico sopra riportato pone in relazione i valori dell'indice *Ebit/Interest* con quelli del *pay-back ratio Debt/Ebitda* assunti da ciascuna azienda appartenente al campione.

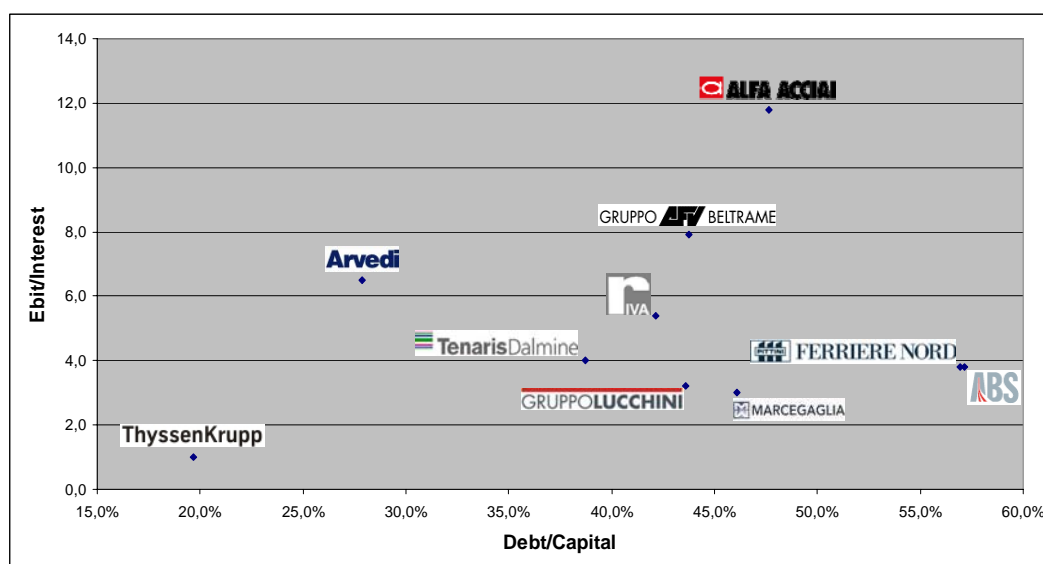
In relazione ai modesti valori del *leverage* riscontrati per ciascun soggetto, si osserva che tutte le imprese riescono a far fronte alle proprie obbligazioni finanziarie in tempi ragionevoli, a fronte di periodi di ripagamento del debito compresi tra un valore minimo di 1,47 registrato da Acciaieria Arvedi ed un valore massimo di 3,42 registrato da Acciaierie Bertoli Safau. Il grafico illustra che il miglior posizionamento in termini di *Interest Coverage* è conseguito dal gruppo Alfa Acciai che registra un indice di copertura pari a 11,8x. Soddisfacente è anche l'indice *Debt/Ebitda* registrato, che individua un *pay-back period* pari a 2,35.

Buono è il posizionamento di Acciaierie Arvedi che consegue un *rating* pari ad A in relazione al parametro *Ebit/oneri finanziari* oltre a registrare il miglior posizionamento per l'indice *Debt/Ebitda*.

Acciaierie Bertoli Safau assume un posizionamento modesto individuato dal più elevato valore dell'indice *Debt/Ebitda* tra quelli registrati e da un tasso di copertura degli interessi passivi pari a 3,8x corrispondente ad un *rating* pari a Ba.

Il posizionamento di Thyssenkrupp evidenzia, ancora una volta, la contenuta marginalità operativa della società a fronte di volumi di indebitamento assai contenuti.

- *Interest Coverage e Debt/Capital*



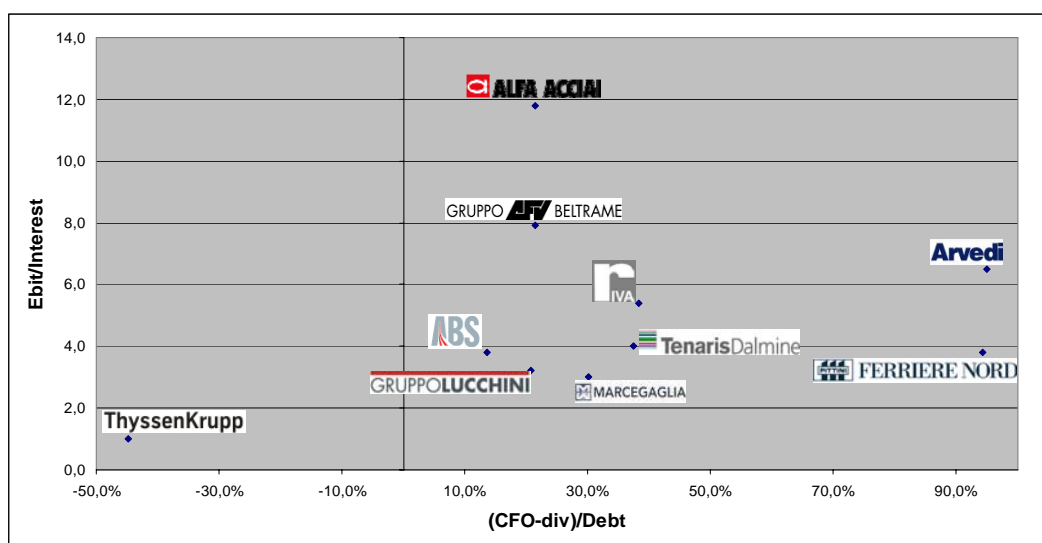
Il grafico in esame pone in relazione l'indice *Ebit/interessi passivi* con il fattore *Debt/Capital*, che evidenzia l'incidenza dell'indebitamento

finanziario lordo rispetto al livello di *capitalization*, pari alla somma delle fonti di finanziamento *equity* e debiti finanziari.

Si osserva che il minor livello di indebitamento è registrato da Thyssenkrupp Acciai Speciali Terni, con un valore dell'indice *Debt/Capital* pari a 19,7%, seguita da Acciai Speciali Terni che per lo stesso indice registra un valore del 27,9%.

I valori più elevati dell'indice in parola si riscontrano in corrispondenza delle società Ferriere Nord e Acciaierie Bertoli Safau che registrano un'incidenza dei debiti finanziari rispetto al livello di *capitalization* rispettivamente del 56,9% e del 57,2%. Gli indici di indebitamento delle altre società del campione si concentrano intorno a valori compresi tra il 38,7% di Tenaris Dalmine e il 47,6% di Alfa Acciai.

- *Interest Coverage e Cash from Operation/Debt*



In questo caso, l'indice *Ebit/Interest* è rapportato al *debt pay-back ratio* *Cash from Operation/Debt* che evidenzia la capacità di un'azienda di rimborsare la quota capitale dei debiti mediante il flusso di cassa operativo al netto dei dividendi.

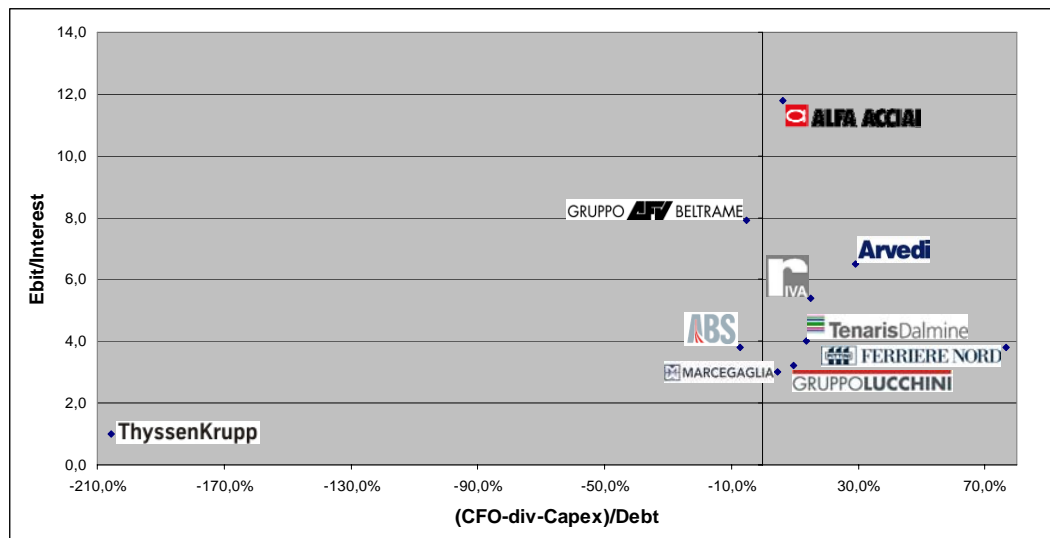
Il grafico precedente evidenzia che le società che realizzano i flussi di cassa più consistenti e stabili nel tempo, idonei a remunerare pienamente l'ammontare dei debiti finanziari iscritto in bilancio, sono Acciaierie Arvedi e Ferriere Nord che per l'indice in parola registrano un valore prossimo al 95% circa, corrispondente ad un *rating* parziale pari ad Aa. Occorre tuttavia sottolineare che il miglior posizionamento è ottenuto da Acciaieria Arvedi, che oltre ad evidenziare un'ottima capacità di rimborso della quota capitale dei debiti con il flusso di cassa operativo, è in grado di rimborsare la quota interessi con un indice *Interest Coverage* pari a 6,5x, equivalente ad un *rating* parziale pari ad A.

Il peggior posizionamento è conseguito da Thyssenkrupp Acciai Speciali Terni il cui flusso di cassa, penalizzato fortemente dalla politica di distribuzione dei dividendi attuata, non è idoneo a garantire il rimborso dei debiti. Per l'indice in parola, Thyssenkrupp registra un valore di -44,8%, corrispondente ad una classe di *rating* pari a Caa.

Il grafico mostra che tutte le altre società si concentrano intorno a valori dell'indice *Cash from Operation/Debt* compresi tra il 13,6% di Acciaierie Bertoli Safau e il 38,4% del Gruppo Riva.



- *Interest Coverage e Free Cash Flow/Debt*



Il grafico precedente rapporta l'indice *Ebit/oneri finanziari* al *Free Cash Flow to Debt* che si differenzia dall'indice *CFO/Debt* per il fatto di sottrarre al flusso di cassa operativo, presente al numeratore, anche le c.d. *capital expenditures*.

Per questo indice valgono le medesime considerazioni effettuate per il precedente *debt pay-back ratio*: i flussi di cassa realizzati da Acciaieria Arvedi e Ferriere Nord sono tali da remunerare pienamente anche le spese sostenute per gli investimenti in capitale fisso operativo. Anche per l'indice in parola, infatti, le due società conseguono il miglior posizionamento competitivo.

Il grafico evidenzia che Thyssenkrupp registra il valore più basso per l'indice in esame, distanziandosi sensibilmente da tutte le altre società del campione, le quali, invece, tendono a concentrarsi intorno a valori

dell'indice compresi tra -7,2% registrato da Acciaierie Bertoli Safau e +29% registrato da Acciaieria Arvedi.

#### **4. Determinazione del *rating* finale complessivo**

Dopo aver valorizzato ciascuno degli indicatori riconducibili ai quattro “*key factors*” per tutte le aziende appartenenti al campione, si è proceduto all’aggregazione dei *rating* parziali ad essi correlati al fine di individuare un *rating* medio complessivo, indicativo della qualità creditizia e del grado di solvibilità di ciascuna controparte esaminata.

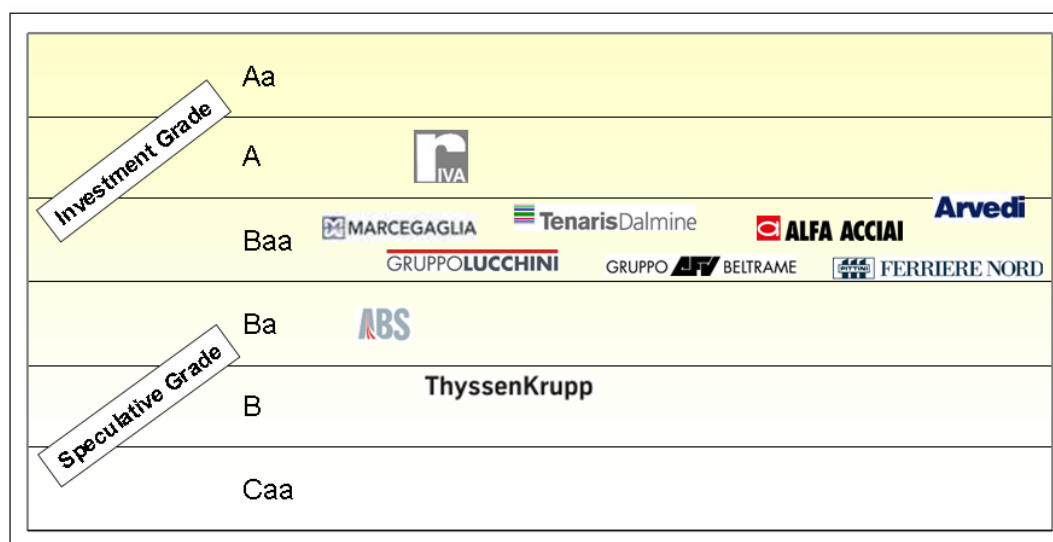
Si evidenzia che il *rating* finale complessivo è ottenuto assegnando uguale ponderazione a ciascuno dei nove *rating* parziali opportunamente individuati. Poichè il livello di *leverage* è il fattore che maggiormente concorre alla determinazione del giudizio sintetico di *rating*, è possibile asserire che tale giudizio è prevalentemente funzione del grado di indebitamento registrato da ciascuna azienda.

La tabella riepilogativa nel seguito riportata evidenzia, per ogni soggetto, i *rating* parziali individuati mediante l’analisi dei nove sub-fattori che qualificano la metodologia di *rating assignment* descritta, nonché il *rating* medio complessivo (*Mapped Rating Category*) ottenuto assegnando uguale peso a ciascuno dei nove *rating* parziali considerati.

Summary of Mapped Rating Categories

Issuer	Business Diversity and Size 2		Cost Efficiency & Profitability 3		Financial Policies 4		Financial Strength 5			Mapped Rating Category
	Business Diversity 1	Sales €/mln ctv in \$USD/mln (31/12/2006)	Ebit Margin (3-yr average)	ROA (3-yr average)	Debt to Capital (31/12/2006)	Debt to Ebitda (3-yr average)	Interest Coverage (3-yr average)	(CFO - Div)/Debt (2-yr average)	(CFO-Div- Capex)/Debt (2-yr average)	
GRUPPO RIVA	Aa	A	Baa	A	Baa	A	Baa	A	A	A
GRUPPO MARCEGAGLIA	Aa	Baa	Ba	Baa	Baa	A	Ba	A	Ba	Baa
GRUPPO LUCCHINI	A	Baa	Baa	Baa	Baa	Baa	Ba	Baa	Baa	Baa
THYSSENKRUPP ASP	Caa	Baa	Caa	Caa	Aa	A	B	Caa	Caa	B
AFV ACCIAIERIE BELTRAME	Baa	Ba	Baa	A	Baa	Baa	A	Baa	Caa	Baa
TENARIS DALMINE	Baa	Ba	Baa	A	A	A	Baa	A	A	Baa
GRUPPO ALFA ACCIAI	Ba	Ba	Ba	A	Baa	A	Ba	Baa	Baa	Baa
FERRIERE NORD	B	B	Ba	Baa	Ba	Baa	Ba	Aa	Aa	Baa
ACCIAIERIE BERTOLI SAFAU	B	B	Baa	Baa	Ba	Baa	Ba	Ba	Caa	Ba
ACCIAIERIA ARVEDI	B	B	Baa	Baa	Aa	Aa	A	Aa	Aa	Baa

La figura seguente descrive graficamente il posizionamento ottenuto da ciascuna azienda in funzione del *rating* sintetico finale conseguito.



Come è possibile osservare, il campione esaminato tende a concentrarsi intorno alla classe Baa, nella zona inferiore dell'area "Investment Grade". Tale evidenza riflette chiaramente anche il criterio di selezione adottato per la scelta del campione, improntato sulla individuazione dei principali *players* del settore siderurgico italiano.

Come si è visto, tutte le società analizzate sono caratterizzate da strutture finanziarie tendenzialmente equilibrate, quasi sempre caratterizzate da sufficienti livelli di capitalizzazione e da volumi di indebitamento contenuti o comunque sostenibili nel tempo. Gran parte delle società esaminate registrano, inoltre, margini reddituali medi di discreta entità, idonei a garantire la copertura degli ammortamenti e degli

accantonamenti e la spesa per gli interessi passivi, e tali da assicurare il ripagamento della quota capitale dei debiti in essere in tempi ragionevoli.

Come era plausibile attendersi, il miglior posizionamento è registrato dal Gruppo Riva, primo produttore siderurgico italiano, che consegue un *rating* finale pari ad A. Tale risultato riflette le dimensioni del Gruppo in termini di fatturato, il livello di diversificazione operativa in relazione all'elevato numero di stabilimenti posseduti, il soddisfacente livello di patrimonializzazione e la capacità di generare cospicui flussi di cassa, stabili nel tempo.

Tra le aziende posizionate intorno alla classe Baa, una particolare attenzione deve essere rivolta ad Acciaieria Arvedi. La società, infatti, si posiziona sulla fascia alta della classe Baa, registrando il punteggio più elevato tra i suoi diretti *competitors*. Si osserva che il *rating* di Acciaieria Arvedi è influenzato negativamente dai due indicatori qualificanti il fattore *Business Diversity and Size*, per i quali l'azienda consegue un *rating* parziale pari a B. Di contro, la società consegue i migliori risultati rispetto a tutte le altre società del campione in relazione ai fattori *Financial Policies* e *Financial Strength*, per i quali registra *rating* parziali prevalentemente concentrati intorno alla classe Aa. D'altro canto Acciaieria Arvedi è caratterizzata da volumi di indebitamento assai contenuti e in tendenziale contrazione nel triennio di osservazione. La società è altresì in grado di generare stabilmente flussi di cassa tali da consentire la distribuzione dei

dividendi e remunerare congruamente le spese sostenute per gli investimenti in capitale fisso operativo.

Analoghe considerazioni possono essere effettuate per Ferriere Nord, che si posiziona nella zona più bassa della classe Baa. La società, sebbene risulti penalizzata dalla sue modeste dimensioni e dal contenuto livello di diversificazione operativa per i quali ottiene un *rating* pari a B, registra il punteggio più elevato tra tutte le società del campione in relazione agli indicatori *Cash from Operation/Debt* e *Free Cash Flow/Debt* per i quali consegue un *rating* parziale pari ad Aa. Gli altri *rating* parziali di Ferriere Nord si concentrano, in media, intorno alle classi Baa e Ba.

Acciaierie Bertoli Safau e Thyssenkrupp Acciai Speciali Terni sono le uniche due società del campione a posizionarsi all'interno dell'area "*Speculative Grade*" o "*High Yield*".

Acciaierie Bertoli Safau consegue un *rating* finale complessivo pari a Ba, giudizio che si colloca nella fascia più alta dell'area "*Speculative Grade*". Come si è visto, l'azienda presenta il livello di indebitamento più consistente tra quelli delle società esaminate, che determina un *rating* parziale pari a Ba in corrispondenza degli indicatori *Debt/Capital* e *Cash from Operation/Debt*. Il flusso di cassa operativo generato da ABS, inoltre, non è idoneo a remunerare le c.d. *capital expenditures*: il *rating* registrato in corrispondenza dell'indice *Free Cash Flow/Debt* è pari a Caa. La società,

infine, consegue un *rating* parziale pari a B per entrambi gli indicatori qualificanti il fattore *Business Diversity and Size*.

Thyssenkrupp Acciai Speciali Terni si posiziona in corrispondenza della classe di *rating* B. Come osservato in precedenza, l'azienda presenta una struttura finanziaria equilibrata, caratterizzata da un buon livello di patrimonializzazione, con mezzi propri che garantiscono una copertura dell'attivo fisso pari al 99%. Di conseguenza, l'ammontare dei debiti iscritti in bilancio è piuttosto contenuto. Da ciò consegue la bontà dei *rating* parziali individuati in corrispondenza degli indicatori qualificanti il fattore *Financial Policies*: per gli indici *Debt/Capital* e *Debt/Ebitda* si registrano giudizi di *rating* rispettivamente pari ad Aa e ad A. Dal lato economico-finanziario, tuttavia, la società presenta un profilo assai debole in relazione a margini economici modesti, spesso negativi, e a flussi di cassa non sufficienti ad assicurare il pagamento dei dividendi e a remunerare gli investimenti in capitale fisso operativo. La società, difatti, consegue un *rating* parziale pari a Caa in corrispondenza del fattore *Cost Efficiency and Profitability* e degli indici *Cash from Operation/Debt* e *Free Cash Flow/Debt*. Thyssenkrupp, inoltre, consegue un *rating* pari a Caa (il più basso tra tutti quelli registrati dalle società del campione) in corrispondenza del sub-fattore *Business Diversity*: la società, infatti, possiede un solo stabilimento produttivo.

In questa sede è opportuno osservare che il posizionamento ottenuto da Thyssenkrupp Acciai Speciali Terni (così come quello conseguito da tutte le società del campione appartenenti ad un gruppo) non dovrebbe essere valutato semplicemente in ottica *stand alone*. Si ricorda che l'azienda fa parte del gruppo tedesco Thyssenkrupp AG, cui Moody's assegna un *rating* ufficiale pari a Baa2. Tanto le politiche attuate da Thyssenkrupp Acciai Speciali Terni, quanto quelle adottate da Acciaierie Bertoli Safau (entrambe appartenenti all'area "*Speculative Grade*"), dovrebbero essere valutate in ottica di gruppo, in funzione delle decisioni strategiche, tattiche e operative assunte dalla *holding* di riferimento. Tuttavia, le informazioni disponibili, ai fini del presente lavoro, non consentono di effettuare valutazioni più ampie.

È opportuno sottolineare, proprio a tal proposito, che questa indagine si limita a esprimere una opinione largamente indicativa circa lo *standing* creditizio dei soggetti esaminati e come tale non pretende di fornire il reale giudizio di *rating* delle principali aziende operanti nel settore siderurgico italiano.