

## COMUNICAZIONE DI RATING

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

**B1.2**

**di Tirreno Power S.p.A.**

Roma (RM) – Via Barberini, n° 47

Cerved Rating Agency in data 23/01/2025 ha confermato il rating B1.2 di Tirreno Power S.p.A.

Prima emissione del rating: 15/11/2019

*Tirreno Power S.p.A. (di seguito TP, la Società) è attiva dal 2003 nella produzione e vendita di energia elettrica attraverso la gestione delle centrali termoelettriche di Vado Ligure (Savona), Torrevaldaliga Sud (Civitavecchia) e Napoli Levante per una potenza totale di 2.370 MW e di 19 centrali idroelettriche dislocate lungo l'intero arco dell'Appennino ligure (potenza di 75 MW). Il pacchetto azionario è ripartito pariteticamente tra Engie Italia S.p.A. e la holding Energia Italiana S.p.A. (appartenente al Gruppo Sorgenia). Dal 2017 la Società redige il Rapporto di Sostenibilità ed ha avviato un importante piano di investimenti per favorire l'evoluzione dei siti produttivi nell'ottica della transizione energetica.*

**FATTORI DI RATING**

La conferma del rating riflette: (i) il raggiungimento di un *Clean Spark Spread* (CSS) in aumento nel Pre Closing 2024 (PC24) rispetto al FY23 e al BDG24; (ii) le dotazioni liquide in incremento al 31/12/2024F per la favorevole dinamica *del working capital* e le minori Capex; (iii) l'ulteriore consolidamento del CSS da BDG25 per il crescente premio del *Capacity Market* (CM), a fronte del mantenimento di una struttura finanziaria allineata all'attuale profilo di rischio.

**CSS in recupero nel PC24 rispetto al FY23 e al BGD24** – Nonostante un contesto settoriale ancora debole, in particolare nel 1H24, Tirreno Power ha chiuso il PC24 con risultati in recupero rispetto al FY23, su livelli superiori alle attese. In base ai dati *pre-closing* la produzione di EE è stata pari a 2,4 TWh (+22% rispetto al FY23), riflettendo: (i) le performance migliorative delle centrali di Vado Ligure e Torrevaldaliga, tornate a regime dopo gli interventi straordinari eseguiti nel FY23; (ii) il maggior apporto degli impianti idroelettrici sia per la migliore idraulicità di periodo che per il pieno rientro in esercizio delle 3 centrali interessate dall'alluvione nel 2020. La marginalità è risultata anch'essa in crescita, con un CSS indicato pari a ~108,0 mln di euro (rispetto ai 79,6 mln del FY23 e ai 85,7 mln stimati del FY24B), favorito dall'impatto di: (i) una migliore redditività del segmento *hydro*; (ii) i maggiori margini registrati sul mercato MGP in particolare nel 3Q e a dicembre. I risultati di periodo hanno continuato, inoltre, a beneficiare ampiamente della partecipazione al CM che ha contribuito per circa il 62% alla generazione del CSS complessivo. Sempre più marginale, di contro, l'operatività sul mercato MSD, a fronte di una domanda quasi assente da parte di Terna. Al netto di tali dinamiche e di una stabilità a livello di costi operativi, l'EBITDA *adjusted (adj)* è stato pari a 55 mln (27 mln nel FY23). La gestione finanziaria è indicata positiva per ~2,6 mln grazie perlopiù ai proventi ottenuti a titolo di rimborso degli oneri fidejussori pagati in anni precedenti per l'incasso dei crediti IVA.

**Posizione ampiamente cash positive anche al 31/12/2024F** – La Società ha generato nel FY24F crescenti flussi di cassa operativi grazie anche al *cash-in* da CCN determinato dall'effetto combinato di: (i) rimborsi assicurativi di ca. 14 mln per danni (sulle centrali di Vado Ligure e Torrevaldaliga e sugli impianti *hydro*); (ii) incassi IVA per 26 mln, inerenti l'annualità 2023; (iii) azzeramento di *pre-payment* richiesti da una primaria controparte commerciale (20 mln nel FY23); (iv) assenza di vendite bilaterali sul fine anno, con fisiologici benefici lato incassi; (iv) maggiori acquisti a termine dei diritti

Cerved Rating Agency S.p.A. u.s. Via dell'Unione Europea, 6A-6B - 20097 San Donato Milanese (MI) - Tel. +39 02 77541

Capitale Sociale: € 150.000,00 - R.E.A. 2026783 - C.F. e P.I. IT08445940961 - Società diretta e coordinata da Cerved Group S.p.A.

[ratingagency.cerved.com](http://ratingagency.cerved.com)

di emissione CO2 per consegna 2025. La liquidità generatasi ha permesso di coprire ampiamente le Capex di ca. 29 mln effettuate nell'esercizio, concentrate negli impianti di: (i) Torrevaldaliga e Vado Ligure, presso i cui siti è in corso la realizzazione di asset fotovoltaici; (ii) Napoli, per cui è stato versato un acconto di 4,7 mln per la fermata *major* programmata a Dic25-Gen26, volta ad un *upgrade* tecnologico della centrale. Al 31/12/2024F la PFN è indicata *cash positive* per 140 mln (*cash positive* per 33 mln a Dic23), a fronte del mancato utilizzo della linea RCF di 25 mln, concessa extra ADR a Dic23 per fronteggiare futuri potenziali fabbisogni di CCN. Si precisa che nel calcolo della PFN non sono inclusi 284 mln di SFP (Strumenti Finanziari Partecipativi) derivanti dalla conversione del debito bancario in *equity* scaturiti dall'accordo con le banche finanziatrici siglato nel 2015.

**Previsioni economico-finanziarie da Budget 2025** – Il BDG25 prevede un ulteriore incremento della produzione di EE degli impianti di Tirreno Power a 2,7 TWh (ca. +13% YoY), che dovrebbe essere favorito da buone performance attese da Vado Ligure e Torrevaldaliga e dal trend favorevole degli impianti FER, in continuità al *boost* di crescita registratosi nel FY24. L'unico calo di volumi è indicato per la centrale di Napoli, in cui è previsto un importante intervento manutentivo a cavallo d'anno. Da BDG25 è stimata una crescita del CSS a 123 mln (ca. +15 mln rispetto al PC24) con CSS/GWh di 46 €/MWh (45€/GWh nel PC24), trainata da: (i) incidenza del premio CM (69% sul totale CSS del 2025), incrementato a 45k €/MW/anno (CdP di 1.930 MW - asta 2025) rispetto ai 33k €/MW/anno precedente (CdP di 1.883 MW - asta 2024); (ii) buona marginalità delle rinnovabili; (iii) lieve crescita dei margini del mercato MGP, che dovrebbero compensare l'apporto contenuto dei rendimenti del mercato MSD. L'EBITDA *adj* è indicato da BDG25 pari a 67 mln (55 mln da PC24), beneficiando del trend migliorativo del CSS pur a fronte di un lieve incremento dei costi operativi. In virtù delle crescenti performance economiche, il Cash Flow Operativo Netto (CFON) è atteso positivo, nonostante il maggior fabbisogno di *working capital* guidato da: (i) incremento dei crediti commerciali; (ii) aumento del credito IVA, risultato della maturazione del credito IVA corrente 2025, mitigato in parte dal rimborso del credito IVA annuale 2024; (iii) minori acquisti di diritti di emissione CO2. I flussi operativi, sebbene in calo rispetto al 2024, sono attesi sufficientemente capienti da coprire le Capex previste per 18 mln, principalmente concentrate sugli impianti FER (ca. 5,4 mln) e sulla centrale di Torrevaldaliga (ca. 4,8 mln, di cui 1,2 mln per attività in fermata programmata). Pur al netto dell'aumento dei depositi cauzionali (+ 5 mln) da fornire per le prossime aste CM (Febr25 e dopo estate 2025) per gli anni di consegna 2027-28, si confermerebbe nel 2025 una PFN *cash positive*, al netto della mancata necessità di tiraggi dell'unica linea di credito *outstanding*. Il *surplus* di cassa atteso crea i presupposti per una distribuzione secondo quanto previsto dalle norme statutarie.

## **SENSIBILITÀ DI RATING**

- Nel breve termine si ipotizza il mantenimento dell'attuale classe di rating.
- Il rating di Tirreno Power S.p.A. potrebbe registrare un downgrade nel caso di: (i) significativa contrazione del CSS; (ii) deterioramento della capacità di generare flussi di cassa con conseguente peggioramento della struttura finanziaria.

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: Flavio Cusimano – [flavio.cusimano@cerved.com](mailto: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.*