

## 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 05/03/2026 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), Torrevadalinga 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 miglioramento del *Clean Spark Spread* (CSS) nel FY25 *pre-closing* (PC), superiore al Budget 2025 (BDG25); (ii) il mantenimento di una Posizione Finanziaria Netta (PFN) *cash positive* a Dic25PC, nonostante un maggiore impegno finanziario legato al circolante ed alle Capex effettuate; (iii) la contrazione attesa dei volumi di produzione da BDG26, a fronte del mantenimento di una struttura finanziaria in linea con la classe di rating assegnata.

**Performance economiche in crescita nel FY25PC** – Secondo i dati *pre-closing*, nel FY25 la produzione di Tirreno Power è risultata pari a 4,7 TWh, superiore rispetto ai 2,5 TWh del FY24 ed alle previsioni da BDG25 (2,7 TWh), per effetto principalmente di due fattori: (i) maggiori ore di produzione realizzate per cogliere opportunità di mercato più profittevoli; (ii) slittamento al FY26 delle fermate *major* (interventi manutentivi programmati più estesi) sull'unità di Napoli (NA4) inizialmente previste a fine 2025. I margini hanno evidenziato un significativo miglioramento, con un CSS pari a 132,6 mln di euro (107,4 mln nel FY24 e 122,9 mln da BDG25) trainato da: (i) maggiore premialità percepita per la partecipazione al *Capacity Market* (CM) che ha contribuito a ca. il 65% del CSS complessivo; (ii) miglioramento dei margini registrati sul mercato MGP; (iii) superiore marginalità delle centrali *hydro*, che hanno beneficiato del rialzo del PUN nella prima parte dell'anno. Questi effetti sono stati solo parzialmente compensati dall'aumento degli oneri di *Emission Trading* (136,5 mln vs 64,0 mln nel FY24) dovuto sia ad un effetto volume (maggiori emissioni per 891 Kton YoY) che ad un effetto prezzo (74,8 €/ton vs 68,6 €/ton nel FY24). In considerazione di tali dinamiche e di minori costi operativi per la riduzione degli oneri assicurativi (a fronte di richieste meno stringenti della nuova normativa in ambito CM), l'*EBITDA adj* è risultato in crescita a 95,9 mln (58,0 mln nel FY24). Gli ammortamenti si sono attestati a 33,7 mln in contrazione rispetto al *track record*, alla luce delle ampie svalutazioni effettuate sugli impianti CCGT nel corso del FY24. Al netto di un saldo della gestione finanziaria negativo per 1,9 mln (+3,2 mln nell'esercizio precedente), Tirreno Power dovrebbe chiudere il FY25 con un risultato ante-imposte positivo per 60,1 mln (-218,4 mln nel FY24, risultato influenzato dalla svalutazione degli asset CCGT per 220 mln a seguito di *impairment test*).

**PFN *cash positive* a Dic25PC pur a fronte del maggior fabbisogno lato circolante e Capex** – Nel FY25PC, nonostante il miglioramento dell'*EBITDA*, i flussi di cassa sono stati penalizzati dall'assorbimento del CCN, correlato a: (i) contrazione dei debiti commerciali a fronte di minori acquisti di energia tramite contratti bilaterali e sul mercato MSD a fine anno; (ii)

aumento del credito IVA maturato in relazione alla crescita dei volumi; (iii) superiore credito verso enti assicurativi per l'indennizzo legato al guasto sul turbogas TGB di Torrevaldaliga (TV5) avvenuto a Ago25. Nell'esercizio sono state effettuate Capex per ca. 40 mln, principalmente relative a: (i) Torrevaldaliga per 26,8 mln, di cui 18,8 mln relativi ad attività di ripristino del TGB; (ii) VL5 (Vado Ligure) e NA4 (rispettivamente 3,1 mln e 1,7 mln) per attività di *major, revamping* DCS (*Distributed Control System*) e manutenzione; (iii) centrali *hydro* per complessivi 5,1 mln. Al netto, inoltre, dell'aumento dei depositi cauzionali corrisposti per la partecipazione al CM (+2,7 mln vs Dic24) e della distribuzione di riserve di utili a favore dei titolari di SFP (Strumenti Finanziari Partecipativi derivanti dalla conversione del debito bancario in *equity* scaturiti dall'accordo con le banche finanziatrici siglato nel 2015) e dei Soci per 100 mln, si è rilevata a Dic25PC una riduzione del *surplus* di liquidità, con una PFN che tuttavia si è mantenuta *cash positive* per 27,2 mln (140,1 mln a Dic24). Si precisa che nel calcolo della PFN non sono inclusi gli SFP pari a ca. 199 mln a Dic25PC.

**Previsioni economico-finanziarie del BDG26** – Il Management stima per il FY26 una flessione dei volumi prodotti a 2,3 TWh (riallineandosi al FY24) che dovrebbe riflettere: (i) il calo generalizzato dei margini di mercato; (ii) la rimodulazione dell'operatività degli impianti CCGT beneficiando dei picchi più remunerativi (CSS/GWh di 52 €/GWh vs 28€/GWh del FY25PC); (iii) l'impatto delle fermate programmate più estese nel corso dell'esercizio. Il CSS è previsto in riduzione a ~120,3 mln (-12 mln YoY) a fronte dei minori rendimenti sulle rinnovabili e sul mercato MGP, nonostante l'incremento della premialità del CM a 46k €/MW/anno (CdP di 1.930 MW) rispetto a 45k €/MW/anno precedente (a parità di CdP). L'EBITDA *adj* è atteso a 63,3 mln (95,9 mln da FY25PC) anche in considerazione di maggiori costi operativi, rappresentati da *increase* di premi assicurativi (a seguito del sinistro TGB), dal rinnovo del CCNL e da superiori *contingency*. Il Cash Flow Operativo Netto (CFON) è indicato in crescita grazie al *cash-in* del circolante riferito sia all'incasso del credito IVA annuale 2025 (solo in parte compensato del credito IVA maturato nell'anno), sia al rimborso assicurativo per il guasto menzionato. I flussi di cassa dovrebbero pertanto coprire il fabbisogno legato a: (i) Capex programmate per 42 mln, particolarmente concentrate verso la centrale di Torrevaldaliga (i.e. fermi pianificati sugli impianti CCGT e riparazioni finali TGB); (ii) depositi cauzionali da versare per l'asta del CM dedicata all'anno di consegna 2028. Le stime indicano una PFN che dovrebbe confermarsi *cash positive* a fine 2026, con un *surplus* di liquidità in crescita a 76,4 mln (vs 27,2 mln a Dic25PC). Il Management sta valutando l'opportunità di rifinanziare la *facility* RCF di *back-up* pari a 25,0 mln, che rappresenta l'unica linea di credito in essere della Società (ad oggi non utilizzata). Il *surplus* di cassa atteso crea i presupposti per una distribuzione secondo quanto previsto dalle norme statutarie.

## **SENSIBILITÀ DI RATING**

- Il rating di Tirreno Power S.p.A. potrebbe registrare un upgrade nel caso di significative *overperformance* economiche rispetto alle previsioni del BDG26, con il contestuale pieno raggiungimento dei target finanziari stimati.
- Il rating di Tirreno Power S.p.A. potrebbe evidenziare un downgrade nel caso di un CSS sensibilmente inferiore rispetto al BDG26, tale da comportare un peggioramento della capacità di generare flussi di cassa e pertanto un significativo appesantimento della struttura finanziaria.

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

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

Vice Presidente del Comitato di Rating: Roberta Donzelli – [roberta.donzelli@iongroup.com](mailto:roberta.donzelli@iongroup.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.*