



# Energy Resources srl in fallimento impianto detenuto dalla società B&ER srl

AGGIORNAMENTO DELLA VALUTAZIONE A SETTEMBRE '22

Publicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni  
ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

# Premesse

---

Il presente elaborato ha la finalità di aggiornare la valutazione dell'impianto condotto in leasing dalle società B&ER srl.

Tale impianto è stato già oggetto di valutazione nel gennaio del 2020 e di un aggiornamento a data marzo '22.

Per l'aggiornamento delle valutazioni sono stati utilizzati i documenti già considerati per le valutazioni di gennaio 2020 a cui si sono aggiunti ulteriori elementi di analisi e osservazione.

In sintesi:

Relazione quality control – check up di ogni singolo impianto effettuata dalla energy building srl.

Dati di produzione di energia generata dagli impianti negli ultimi 2 anni (dati disponibili 2017 e 2018)

Piani di ammortamento dei finanziamenti in essere relativi agli impianti oggetto di valutazione.

Dati di produzione teorica media dell'impianto calcolati mediante il software PVGIS

Nuovi report di settore con conseguente definizione di nuovi scenari, generazione di dati e analisi.

# Premesse

---

Premesso che la pandemia causata dal Covid 19 ha generato profondi cambiamenti nei comportamenti delle persone e, di conseguenza, nel modo in cui si consuma e produce.

Le trasformazioni sociali, che solitamente possono essere osservate nell'ordine di grandezza di decenni, sono avvenute in meno di due anni.

Sconvolgimenti così radicali hanno generato perturbazioni rilevanti anche nel mercato dei capitali, sempre alla ricerca di un'allocazione ottimale in base al profilo rendimento rischio preferito.

Alcune tipologie di asset immobiliari, che fino all'inizio del 2020 erano considerati asset con modesta variabilità dei risultati attesi e quindi poco rischiosi, hanno evidenziato un crollo della domanda e, di conseguenza, della valutazione. Esempio classico sono gli uffici destinati ad headquarter di multinazionali che ante pandemia erano acquistati senza timore dai fondi di investimento con redditività interna richiesta tra il 5 e il 6%. In questo momento, con l'accelerare dello smart working e più in generale con il diffondersi dell'utilizzo della tecnologia per incontrarsi virtualmente non impiegando strutture fisiche, la domanda di spazio da destinare al lavoro è drasticamente crollata.

In sintesi, quello che fino a pochi anni fa era considerato come un investimento dal sentiero rendimento rischio particolarmente prudente, si è rivelato una fonte di una potenziale perdita in conto capitale.

# Premesse

---

Al contempo, questo repentino cambio di modalità di agire da parte delle persone e delle aziende, a cui si sono aggiunti degli ulteriori shock esogeni come la guerra in Ucraina e le crescenti tensioni internazionali, hanno generato un forte aumento dei prezzi dell'energia.

In sintesi massima abbiamo quindi un cambio di aspettativa nei confronti degli investimenti immobiliari per via delle diverse modalità di interazione tra le persone, coinvolgendo principalmente immobili ad uso terziario e commerciale. Al tempo stesso alcuni asset, come quelli che riguardano la produzione di energia da fotovoltaico, hanno evidenziato un'elevata attendibilità relativamente alla quantità di energia prodotta, alla maturità della tecnologia e alla conseguente facilità di reperire sul mercato know how necessario per un corretto funzionamento dell'impianto. Altro elemento rilevante è che tali asset godono dello scenario in cui l'energia elettrica sarà sempre più importante sia per

- l'incremento di domanda atteso dovuto all'introduzione delle auto elettriche
- la necessità di generare sempre più energia da fonti rinnovabili per il loro ridotto impatto ambientale.

Tale premessa era doverosa per comprendere appieno le variazioni che debbono essere apportate alle valutazioni degli impianti fotovoltaici oggetto del presente elaborato.

# Variazioni rispetto alle valutazioni precedenti

Le variazioni, rispetto alla valutazione del 2020, sono sintetizzabili in:

- Tasso di rendimento interno atteso da parte dell'investitore. Se fino al 2020 era facile osservare sul mercato secondario il passaggio di proprietà di impianti ad un prezzo che presupponeva un tasso di rendimento interno dell'investimento a doppia cifra, oggi, il rendimento richiesto è nell'intorno del 7%, con variazioni a seconda della rischiosità intrinseca dell'impianto. Per la valutazione è stato applicato il tasso del 7.25%
- Prezzo di vendita dell'energia. L'aspettativa sul consumo di energia è sempre più elevata con il driver principale generato dall'attuale migrazione tra l'auto termica. Il valore medio del 2021 è stato di 125.46 € con esplosione nel 2022. L'aspettativa nei prossimi 10 anni è che il prezzo si attesti su un valore simile a quello del 2021 (anteguerra Ucraina) diminuito di circa il 9%.

prezzo di vendita della concessione a fine vita impianto. La possibilità di realizzare un impianto fotovoltaico su un'area agricola è qualcosa di difficilmente replicabile e, come tale, suscettibile di una valutazione economica. Ad oggi sono già presenti operatori che acquistano tale diritto ma, non essendo ancora stratificato un mercato secondario, sono stati rilevati dei valori di circa 50.000 euro per ogni mwp di autorizzazione.

# Metodo utilizzato

Il metodo utilizzato per definire il valore attuale di ogni singolo impianto è quello dello sconto dei flussi di cassa liberi futuri.

Gli elementi che concorrono a generare i flussi di cassa liberi sono sintetizzabili in:

## Cash in

- quantità di energia prodotta e venduta
  - irraggiamento
  - capacità tecnica di generare energia
  - possibilità di immettere l'energia in rete
- prezzo di vendita dell'energia prodotta
- tariffe incentivanti incassate per la produzione di energia da fonti rinnovabili

## Cash out

- Costi di gestione impianto
  - Manutenzioni ordinarie
  - Manutenzioni straordinarie
  - Assicurazioni obbligatorie
  - Utenze
  - Sorveglianza
- Tassazione
  - Ires 24%
  - Irap 3.9%

# Redditività attesa – analisi dei fattori di rischio

I flussi di cassa definiti nella slide precedenti debbono essere scontati ad un tasso di sconto.

Tale tasso di sconto corrisponde alla redditività interna richiesta dal capitale.

La redditività richiesta varia in base alla rischiosità percepita.

Gli elementi di rischiosità presi in considerazione al fine della valutazione possono essere sintetizzati in:

## Finanziari

- Variabili che impattano sui flussi a servizio del debito
  - Variabilità dei tassi
- Distribuzione dei flussi di cassa (se i flussi positivi sono lontani nel tempo potrebbero generarsi delle tensioni finanziarie nel breve periodo – come stimato in alcuni impianti)

## Economici

- Variabilità dei costi (manutenzioni, assicurazioni, utenze ecc.)
- Variabilità dei ricavi
  - Da incentivi – 2 tipi di variabilità
    - Variazione della tariffa ex lege
    - Variazione della tariffa a seguito di controlli da parte delle autorità competenti
  - Da vendita di energia elettrica (report di settore)



ASTE  
GIUDIZIARIE.it

ASTE  
GIUDIZIARIE.it

# Assunzioni

VALUTAZIONE DELLE ASSUNZIONI ECONOMICHE E FINANZIARIE

ATTENDIBILITÀ DELLE ASSUNZIONI DI RIFERIMENTO

Publicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni  
ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

# Ricavi da vendita energia

Nelle simulazioni che hanno generato le valutazioni degli impianti il prezzo di vendita stimato dell'energia è stato definito in 11,35 centesimi di euro per ogni kwh immesso in rete.

Il valore stato definito, in modo cautelativo,

- in seguito alle osservazioni del mercato (figura a fianco – fonte GME Gestore mercati energetici) in cui vengono riportati i prezzi medi di vendita per mwh per ogni anno.
- In seguito alle osservazioni dei report di settore elaborati da operatori finanziari.
- Conclusione: attendibilità della stima relativa al prezzo di vendita dell'energia (11,3€/cents) molto elevata.



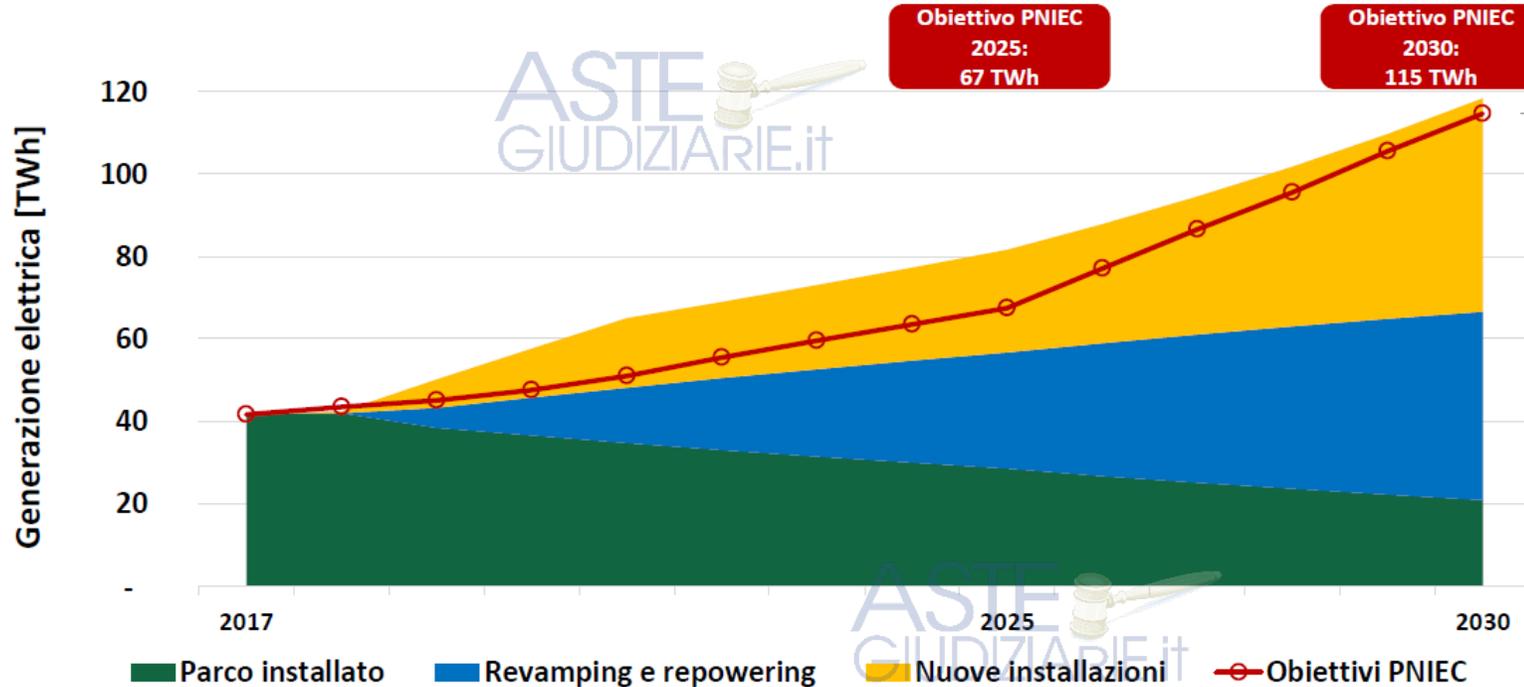
sintesi annuale						
periodo	Prezzo d'acquisto. PUN (€/MWh)			Quantità totali (MWh)	Liquidità (%)	n. operatori al 31/12
	media	min	max			
2004*	51,60	1,10	189,19	231.571.983	29,1	73
2005	58,59	10,42	170,61	323.184.850	62,8	91
2006	74,75	15,06	378,47	329.790.030	59,6	103
2007	70,99	21,44	242,42	329.949.207	67,1	127
2008	86,99	21,54	211,99	336.961.297	69,0	151
2009	63,72	9,07	172,25	313.425.166	68,0	167
2010	64,12	10,00	174,62	318.561.565	62,6	198
2011	72,23	10,00	164,80	311.493.877	57,9	181
2012	75,48	12,14	324,20	298.668.836	59,8	192
2013	62,99	0,00	151,88	289.153.546	71,6	214
2014	52,08	2,23	149,43	281.997.370	65,9	251
2015	52,31	5,62	144,57	287.132.081	67,8	259
2016	42,78	10,94	150,00	289.700.706	70,0	253
2017	53,95	10,00	170,00	292.197.128	72,2	254
2018	61,31	6,97	159,40	295.561.956	72,0	271
2019	52,32	1,00	108,38	295.827.948	72,1	286
2020	38,92	0,00	162,57	280.179.361	74,9	283
2021	125,46	3,00	533,19	290.400.194	76,2	283

\* I dati sono relativi ai nove mesi dal 01/04/2004 al 31/12/2004

[grafico](#)

sintesi mensile - anno <input type="text" value="2022"/>							aggiornato al 11/08/2022
periodo	Prezzo d'acquisto. PUN (€/MWh)			Quantità totali (MWh)	Liquidità (%)	download pdf	
	media	min	max				
gennaio	224,50	67,99	392,95	25.537.288	75,5	<a href="#">pdf</a>	
febbraio	211,69	153,76	349,00	23.506.964	74,3	<a href="#">pdf</a>	
marzo	308,07	93,99	688,59	24.790.550	69,0	<a href="#">pdf</a>	
aprile	245,97	10,00	470,00	22.148.654	76,1	<a href="#">pdf</a>	
maggio	230,06	119,43	400,00	23.095.321	76,4	<a href="#">pdf</a>	
giugno	271,31	95,80	479,00	25.168.250	74,9	<a href="#">pdf</a>	
luglio	441,65	148,60	651,00	28.062.964	72,0	<a href="#">pdf</a>	
agosto	490,83	378,52	650,00	9.180.169	71,1	<a href="#">pdf</a>	

# Assunzioni economiche – tariffa incentivante



Le tariffe incentivanti considerate nelle simulazioni economico-finanziarie sono quelle osservabili nelle convenzioni stipulate con il GSE come modificate in seguito al decreto «spalma incentivi».

Non vi sono elementi che possano ipotizzare una modifica della tariffa, siano essi dovuti a interventi normativi o conseguenti ad constatazione di irregolarità da parte delle autorità competenti.

- Non sono ipotizzabili strategie che possano, nell'arco di un decennio, prevedere quanto già osservato con il taglio degli incentivi avvenuto per legge nel decreto del 2014. Il piano energetico nazionale prevede l'installazione entro il 2025 di 67 TWh e nel 2030 di 115 TWh. Da considerare che alla fine del 2018 vi erano poco più di 20 TWh installati di fotovoltaico e che circa 7 TWh concluderanno il loro ciclo di vita entro il 2030. Un taglio degli incentivi genererebbe aspettativa negativa tale da rendere impossibile l'allocatione di nuove risorse nel settore delle rinnovabili rendendo impossibile il raggiungimento degli obiettivi contenuti nel piano energetico nazionale.
- Le riduzione della tariffa incentivante a seguito di verifiche delle autorità competenti non è un pericolo, ad oggi, misurabile. A tal proposito, per ogni impianto, è stata generata un'analisi di sensitività, con obiettivo il valore attuale, in cui una variabile è la riduzione % della tariffa incentivante o della produttività.

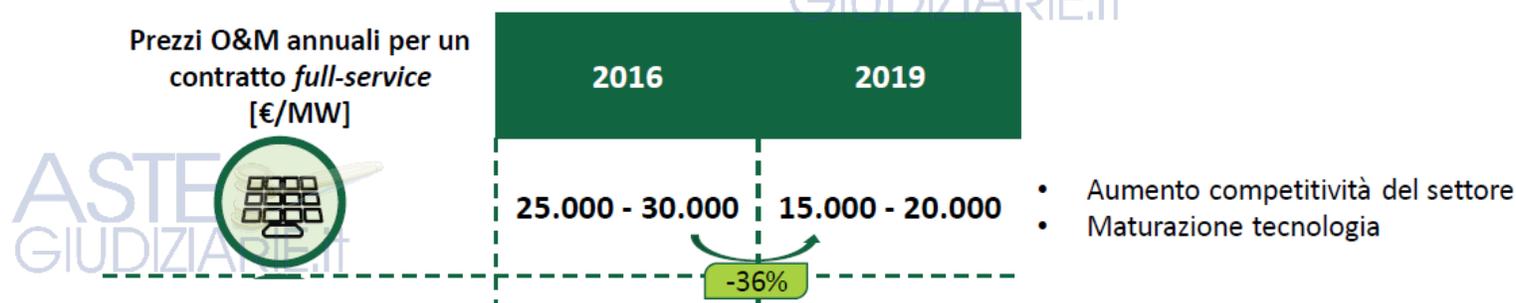
14/05/2019

Energy & Strategy – Politecnico di Milano

# Assunzioni economiche – analisi dei costi

## Manutenzioni

- Ad oggi l'approccio più utilizzato, per l'O&M, è il full-service, meno diffuso quello ibrido, con elementi gestiti internamente, mentre è quasi assente l'internazionalizzazione completa.
- Nella struttura dei costi alla base della simulazione dei flussi di cassa che ha generato la serie di valori, vi è un approccio ibrido in cui la manutenzione viene affidata a terzi ma comunque vi è una ponderazione dei vari costi come l'assicurazione, la gestione amministrativa, la vigilanza, le utenze e, qualora presenti, le imposte.
- La determinazione degli importi inseriti in ogni simulazione sono frutto:
  - Della quantificazione preventiva realizzata da un operatore specializzato (manutenzione)
  - Dall'osservazione del mercato fatta autonomamente
  - Dall'osservazione del mercato riportata da alcune pubblicazioni specialistiche del Politecnico di Milano

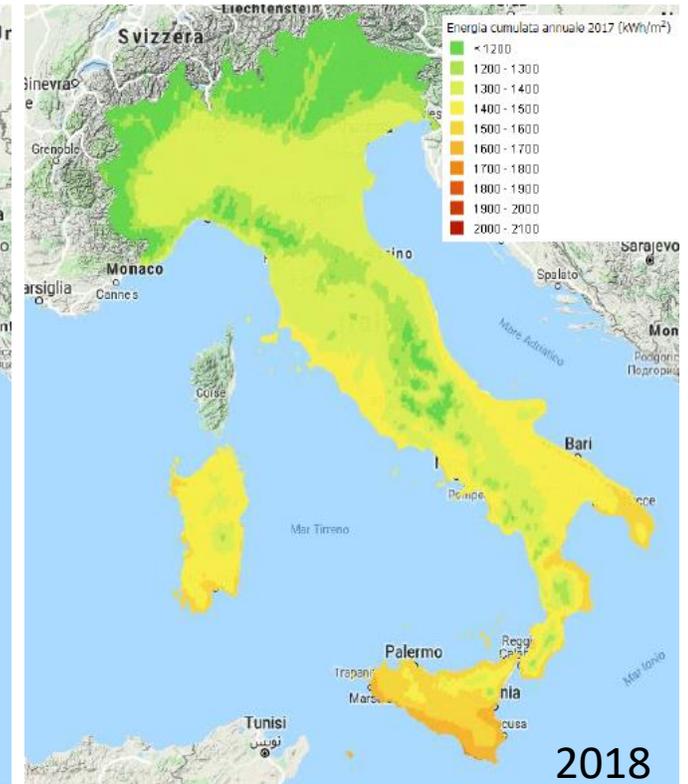


# Assunzioni economiche – capacità produttiva

L'assunzione principale sulla produttività è che l'impianto perda, ogni anno, lo 0,5% di capacità produttiva

L'irraggiamento preso a base della simulazione, per ogni impianto, è la produzione riscontrata nel 2018. La scelta è motivata dal fatto che

- gli scostamenti tra produzione teorica e i dati di produzione 2017 e 2018 evidenziano una correlazione lineare forte.
- Gli scostamenti tra i dati di produzione 2017 e 2018 sono unicamente riconducibili al differente irraggiamento in media rilevato tra gli anni (anomalo, con forte scostamento positivo dalla media, per il 2017 – fonte RSE su dati EUMETSAT - ENEA)



# Assunzioni finanziarie

---

Incasso da vendita energia 90 gg

Incasso delle tariffe incentivanti: 90% di quanto prodotto nell'anno precedente diviso in 12 rate con saldo, dovuto alla produzione effettiva, a giugno dell'anno successivo.

Pagamento dei flussi a servizio dell'eventuale debito come da piano di ammortamento

Pagamento dei vari fattori produttivi:

- Manutenzione: rate annuali
- Assicurazione: rate semestrali
- Amministrazione: pagamento mensile
- Utenze: pagamento mensile
- Sorveglianza: pagamento mensile





ASTE  
GIUDIZIARIE.it

# Analisi impianto NOVILARA

ASTE  
GIUDIZIARIE.it

CARATTERISTICHE PRINCIPALI

ANALISI DI SENSIBILITÀ

Publicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni  
ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

# Pesaro – B&ER energia srl



Potenza impianto: 997,24 kwp

Ubicazione impianto: Pesaro, Strada di Fagnano, 6

Tariffa incentivante originaria: 0,346€

Opzione «b» del decreto «spalmaincentivi» (riduzione 20%); tariffa incentivante attuale 0,318€

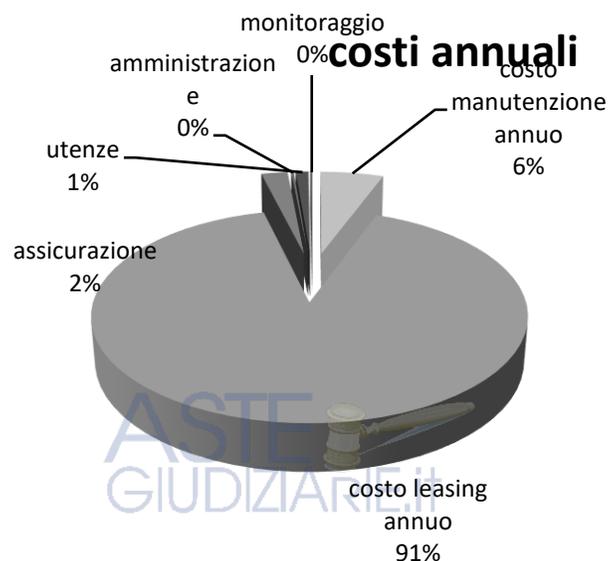
Impianto a terra e fisso.

Data di entrata in esercizio: 27/05/2011

GIUDIZIARIE.it

# Struttura dei costi e dei ricavi

COSTI ANNUALI	IMPORTO	PESO %
costo manutenzione annuo	€ 12.000,00	5,6%
costo leasing annuo	€ 193.710,04	90,5%
assicurazione	€ 5.000,00	2,3%
amministrato	€ 500,00	0,2%
utenze	€ 2.400,00	1,1%
monitoraggio	€ 360,00	0,2%
<b>TOTALE</b>	<b>€ 213.970,04</b>	<b>100,0%</b>



- costo manutenzione annuo
- costo leasing annuo
- assicurazione
- amministrato
- utenze
- monitoraggio

Mese	Prod. mensile (kWh)	Prod. Giorn. (kWh)	ricavi da vendita per kwh	incentivi per kwh	ricavi da vendita energia	ricavi da incentivi
Gen	52.227,38	1680.00 €	0,1137	€ 0,318	€ 5.938,51	€ 16.608,31
Feb	74.839,23	2670.00 €	0,1137	€ 0,318	€ 8.509,58	€ 23.798,88
Mar	111.058,22	3590.00 €	0,1137	€ 0,318	€ 12.627,86	€ 35.316,51
Apr	118.061,89	3950.00 €	0,1137	€ 0,318	€ 13.424,21	€ 37.543,68
Mag	135.070,81	4350.00 €	0,1137	€ 0,318	€ 15.358,20	€ 42.952,52
Giu	135.070,81	4490.00 €	0,1137	€ 0,318	€ 15.358,20	€ 42.952,52
Lug	147.077,10	4740.00 €	0,1137	€ 0,318	€ 16.723,38	€ 46.770,52
Ago	136.071,33	4400.00 €	0,1137	€ 0,318	€ 15.471,97	€ 43.270,68
Set	113.059,27	3770.00 €	0,1137	€ 0,318	€ 12.855,38	€ 35.952,85
Ott	86.645,42	2790.00 €	0,1137	€ 0,318	€ 9.852,00	€ 27.553,24
Nov	56.929,84	1900.00 €	0,1137	€ 0,318	€ 6.473,20	€ 18.103,69
Dic	50.926,70	1640.00 €	0,1137	€ 0,318	€ 5.790,61	€ 16.194,69
Media annuale	101.420	-			€ 138.383,10	€ 387.018,08
Produzione annuale (kWh)	1.217.038				totale ricavi	€ 525.401,18

valore attuale	Incremento/decremento produttività				
	+5,0%	-0,0%	-5,0%	-10,0%	-15,0%
<b>Tasso di sconto (irr investitore)</b>					
6,50%	€ 1.839.409,08	€ 1.701.241,39	€ 1.563.073,71	€ 1.424.906,03	€ 1.286.738,35
6,75%	€ 1.818.235,77	€ 1.681.583,62	€ 1.544.931,47	€ 1.408.279,33	€ 1.271.627,18
7,00%	€ 1.797.448,17	€ 1.662.286,12	€ 1.527.124,06	€ 1.391.962,01	€ 1.256.799,96
7,25%	€ 1.777.038,24	<b>€ 1.643.341,33</b>	€ 1.509.644,42	€ 1.375.947,51	€ 1.242.250,61
7,50%	€ 1.756.998,09	€ 1.624.741,87	€ 1.492.485,65	€ 1.360.229,43	€ 1.227.973,21
7,75%	€ 1.737.320,04	€ 1.606.480,52	€ 1.475.641,00	€ 1.344.801,48	€ 1.213.961,96

La valutazione più attendibile è data dalla produzione in linea con i dati teorici (come riscontrato con la produzione reale di diversi anni) e un tasso di rendimento atteso dell'investimento del 7,25%

DSCR av	Incremento/decremento produttività				
	+5,0%	-0,0%	-5,0%	-10,0%	-15,0%
Tasso di interesse debito senior 3,14%	2,42	2,30	2,18	2,05	1,93
4,00%	2,33	2,21	2,09	1,97	1,86
5,00%	2,23	2,11	2,00	1,89	1,77
6,00%	2,13	2,02	1,91	1,80	1,70
7,00%	2,04	1,93	1,83	1,73	1,62

Sostenibilità finanziaria / rischiosità

Il Dscr av definito in uno stress test, con calo della produzione e aumento dei tassi sul debito senior, non evidenzia rischi significativi.

# Contatti

---



Dott. Comm. Camillo Catana Vallemani

- E.mail: [camillo@studiocatana.com](mailto:camillo@studiocatana.com)
- Tel. +39 071 286 7793

Avv. Renato Cola

- E.mail: [renato.cola@eudike.eu](mailto:renato.cola@eudike.eu)
- Tel. +39 071 207 2313

