



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Stable

Initiation date 14/06/2023
Rating Date 11/08/2025

Contacts

Lead analyst
Claudia Berrios
claudia.berrios@ethifinance.com

Committee chair
Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Visalia Energía S.L en “BBB-”, cambiando la tendencia de Evolving a Estable.
- Visalia Energía es un grupo independiente que opera principalmente en el sector de energía eléctrica y gas.
- El cambio de tendencia de ‘Evolving’ a ‘Estable’ responde al actual plan de negocios, el cual ofrece mayor visibilidad sobre las próximas inversiones a realizar, las fuentes de financiación y la rentabilidad asociada. Se destaca que la empresa ha completado significativos avances con respecto al año anterior, con la adquisición del préstamo convertible con accionista por €45m clasificado bajo otras aportaciones de socios, así como la emisión de un programa de bonos verdes por un saldo máximo total vivo de €100m. Bajo este programa, cabe señalar que se realizó una primera emisión de €24,2m a 5 años (emisión 4/12/2024) al 7,25% (total estimado por la compañía a ser colocado sobre este programa: €40m).
- El rating asignado se apoya en las características propias del sector, donde destacan la baja volatilidad y las elevadas barreras de entradas, especialmente del negocio de distribución de energía, así como las sólidas ventajas competitivas del grupo (presencia de activos estratégicos, acuerdo de aprovisionamiento con Shell y PPAs). Además, el grupo cuenta con un buen perfil financiero caracterizado por un nivel de apalancamiento controlado (DFN/EBITDA de 2,0x en promedio).
- Por el contrario, la calificación se ve limitada por el tamaño actual de la empresa. Además, la empresa mantiene una cobertura de intereses media (EBITDA/intereses cercano a 5,5x en promedio) y un nivel de autonomía financiera medio (PN/DFT de 75% en promedio).
- Es importante destacar que se ha excluido del cálculo de la cobertura de intereses en proyecciones 2025-2027 los relacionados con el préstamo convertible, contabilizado como parte del patrimonio neto FY24, dado el compromiso y flexibilidad en su cobro por comunicación expresa del accionista. Igualmente, destacamos la importancia en el cumplimiento del actual plan de negocios para el mantenimiento del actual rating otorgado.
- La integración de los activos de Serosense junto a un plan de negocios apoyado en el crecimiento de los negocios respaldados por infraestructuras, derivan en la aplicación de la doble escala según la aportación al EBITDA de los dos negocios principales, además de ser incorporado en la calificación a nivel cualitativo. La tabla ‘volatilidad standard’ ha sido aplicada para el negocio de comercialización de energía y la tabla ‘infraestructuras’ para la actividad asociada con activos estratégicos, tales como redes de distribución de energía eléctrica, gasóleo y de telecomunicaciones, (c35% del EBITDA generado en promedio). Esta aplicación deriva del hecho de que estos negocios respaldados por activos se benefician de un marco regulado y de elevadas barreras de entrada lo que les protege frente a competidores y limita la volatilidad de los flujos de caja.
- Según nuestra metodología, el sector utility presenta un riesgo ESG alto (sector heatmap score entre 4,0 y 5,0) dado el impacto climatológico relevante sobre los recursos naturales y la biodiversidad. Sin embargo, consideramos que el subsector en el que opera Visalia tiene un impacto sensiblemente inferior (sector heatmap score entre 2,0 y 3,0). Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por consideraciones relacionadas con la industria. En cuanto al análisis de ESG de la empresa, cabe destacar que las políticas del grupo se consideran buenas (puntuación ESG entre 1,0 y 1,5), teniendo esto un efecto positivo en la calificación.

Descripción de la Compañía

La actividad de Visalia Energía, S.L y sus sociedades dependientes (en adelante ‘Visalia, ‘la compañía’ o ‘el grupo’) se enmarca en el sector energético como un grupo independiente en los negocios de comercialización de energía (electricidad y gas), distribución (electricidad y gasóleo), telecomunicaciones (internet de banda ancha, telefonía fija, móvil y contenidos de TV) así como en el desarrollo, construcción, mantenimiento y explotación de instalaciones solares fotovoltaicas de generación de energía eléctrica.

La actividad del Grupo Visalia queda resumida de la siguiente manera:

Mercado	Actividad	Visalia		Cuota
Electricidad	Redes de distribución eléctrica	477	km de redes eléctricas	0,2%
	Generación Solar Distribuida*	30	MWp Instalados	26,1%
	Recarga de vehículo eléctrico*	113	puntos de recarga	0,3%
	Suministro de electricidad	1.124	GWh anuales	0,4%
Gas Natural	Suministro de gas natural	1.057	GWh anuales	0,3%
Gasóleo	Distribución de gasóleo B y C**	411	GWh anuales	0,4%
Telecomunicaciones	Redes de fibra óptica	501	Km de redes de fibra	0,025%
	Líneas de internet de banda ancha	3.759	líneas	0,023%
	Líneas de telefonía móvil	535	líneas	0,001%

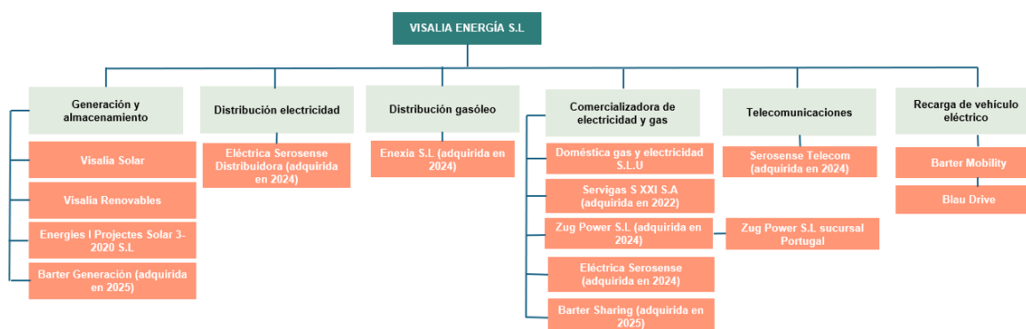
Información suministrada por la compañía a junio 2025. *Recarga de vehículos eléctricos y generación solar distribuida a partir de fotovoltaica de autoconsumo colectivo incluye Barter (adquirido en mayo de 2025).

**Distribución de Gasóleo B y C incluye Enexia (adquirido en diciembre de 2024).

En 2024, el grupo tuvo una media de 166 empleados.

Estructura Empresarial

El Grupo Visalia es el resultado de la integración de distintas empresas, dividiendo el negocio en función a su actividad, de la siguiente manera:



Sin que suponga un cambio en el perímetro de consolidación, con fecha 1 de enero de 2024, la Sociedad dominante absorbió a sus participadas Watium, S.L.U., Syder Comercializadora Verde, S.L.U. y Ecoluz Energía, S.L.U.

Distribución de electricidad:

- Eléctrica Serosense Distribuidora: opera y mantiene sus propias infraestructuras de redes de distribución en las provincias de Lérida y Tarragona a las que se conectan más de 9.000 puntos de suministro de electricidad repartidos por las comarcas del Segrià, Urgell y Ribera d'Ebre, con 477 km de líneas eléctricas desplegadas en las áreas de Alcarrás, Maials-Serós y Anglesona.

Distribución gasóleo:

- Enexia S.L: compañía de distribución de gasóleo en Aragón, adquirida en diciembre del 2024, suministra más de 30 millones de litros de gasóleo de calefacción y uso agrícola junto con 6 gasocentros de almacenamiento logístico de gasóleo.

Telecomunicaciones:

- Serosense Telecom: despliega, opera y mantiene sus más de 500 km de red propia de cableado FTTH de fibra de alta velocidad, desplegada en 10 municipios de la comarca de Segrià, a la que se conectan 4.000 clientes de internet de banda ancha, telefonía fija, móvil y contenidos de TV.

Comercializadora de electricidad y gas:

- Watium: adquirida en 2021, suministradora eléctrica especializada en comunidades de vecinos que opera en el mercado desde el año 2012.
- Syder Comercializadora Verde: adquirida en 2022, suministradora de gas y electricidad que opera en el mercado desde el año 2010, especializado principalmente pequeñas y medianas empresas, a los que ofrece

productos especializados para necesidades de consumo variadas.

- Servigas S XXI S.A: opera bajo la marca Gas Hogar, suministrando electricidad, gas y gasóleo, principalmente, a las comunidades de propietarios en la zona central y norte de la península.
- Doméstica gas y electricidad S.L.U: suministra gas y electricidad de origen 100%, principalmente particulares.
- Eléctrica Serosense: adquirida en 2024, opera como suministradora energética de electricidad y telecomunicaciones en los segmentos de particulares y pequeñas y medianas empresas en la región de Lleida y Tarragona. Con una cartera de 13 mil clientes.
- Zug Power S.L: A mediados de 2024, Visalia adquiere el 75% de Zug Power S.L., con licencia de comercialización de electricidad y gas en Portugal, con la que inicia su expansión a Portugal a través de un modelo de joint venture con un socio local.
- Barter Sharing: Visalia adquiere el 100% de Barter por €37,5m en mayo del 2025 dedicada a la comercialización de energía eléctrica, con un enfoque destacado en la promoción de comunidades solares y el suministro de energía renovable. La empresa está formada por 5 sociedades, estando dedicada a comunidades solares en España, con 260 comunidades solares instaladas y capacidad de 27 MWp.

Generación- Energías renovables.

- Visalia Solar: actividad de desarrollo y explotación de instalaciones fotovoltaicas de pequeña escala en tejados de edificios o fincas de uso residencial, comercial o industrial.
- Visalia Renovables: actividad de desarrollo de parques fotovoltaicos de gran escala en grandes terrenos o fincas rústicas (generalmente de 1 MWp a 50 MWp) con la finalidad de transmitir estos proyectos o activos, en distintas fases de desarrollo, a terceros. Visalia se asegura la gestión y compra de la energía renovable producida por estos proyectos mediante PPAs.
- Barter Generación: La empresa destaca la capacidad de Barter para firmar un volumen elevado de nuevos tejados cada año por volumen de hasta 50 MWp anuales.

Recarga de vehículos eléctricos:

- Barter Mobility: la adquisición incluye el acceso a 113 puntos de recarga (72 puntos de recarga privados de uso colectivo, por ejemplo, en campos de golf, y otros 41 en gestión)

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- **Sector maduro caracterizado por niveles de rentabilidad medio a bajos, positivas perspectivas a largo plazo y elevadas barreras de entrada.**

Grupo Visalia desarrolla su actividad principalmente en el sector de energía eléctrica y gas en España, con presencia en actividades de generación, distribución y comercialización.

La comercialización de electricidad y el gas (78% de los ingresos de Visalia FY24) son productos commodity, siendo un mercado altamente competitivo y presentando una elevada rotación de clientes (alto churn rate), lo cual se evidencia en reducidos márgenes de rentabilidad (margen EBIT entre 2% y 6%). Por su parte, la volatilidad asociada se considera media, estando marcada por la evolución del precio de la electricidad/gas natural comercializado y la capacidad de las empresas para formalizar contratos de PPAs de aprovisionamiento de energía, acuerdos de tutelaje, entre otros. En cuanto a la evolución del mercado, cabe señalar que el año 2022 tuvo como eje central la crisis energética en Europa. La consecuencia directa de este escenario fue un incremento de precios (precio total de €167,52/MWh). A lo largo del 2023, especialmente por las medidas implementadas asociadas a la excepción ibérica y el incremento de capacidades eólicas y solares, se redujo el precio total (€87,10/MWh). Tendencia que se mantuvo durante el 2024 (precio medio del mercado diario €63,04/MWh). Fuente: OMIE.

Se destaca la diferencia con el sector de la distribución de energía, el cual tiene márgenes de rentabilidad más estables y predecibles (margen EBIT entre 9% y 13%), no estando expuestos a la volatilidad del mercado eléctrico dado que las empresas distribuidoras no compiten entre sí en cada área geográfica, la retribución está regulada por la CNMC bajo un sistema que garantiza el retorno sobre los activos reconocidos y los costes operativos eficientes.

Las barreras de entrada del sector de la energía se consideran elevadas, principalmente asociadas a los niveles de inversión, el know-how y el grado de integración vertical requeridos de cara a ser competitivo, así como la elevada regulación existente. La actividad de comercialización de energía se caracteriza por altas necesidades de capital circulante derivado del desfase existente entre la compra de la energía ante la OMIE y el cobro a los clientes (pago al contado/7 días vs cobro a 30/60 días). Por su parte, en el negocio de distribución, se encuentra altamente regulado y requiere concesiones administrativas para operar, otorgadas por el Estado en régimen de monopolio natural. Además, exige altísimas inversiones iniciales en infraestructuras de red y sistemas de control.

Las perspectivas a largo plazo a nivel europeo se estiman favorables, marcadas por la transición hacia un modelo energético más sostenible y diversificado, apoyado en energías renovables (eólica, solar e hidrógeno verde).

- El sector tiene una exposición a ESG neutra.

El sector energético tiene una exposición alta en materia de ESG (sector heatmap entre 4,0 y 5,0), caracterizado por tener un impacto climatológico relevante sobre los recursos naturales y la biodiversidad. Los precios de la energía son altamente volátiles, teniendo un impacto financiero relevante en todas las industrias. La energía tiene un impacto igualmente significativo en las naciones y comunidades, ya que es un factor absolutamente clave para la estabilidad social y el desarrollo económico. En materia de regulación, los gobiernos tienden a endurecer sus políticas con el objetivo de garantizar el suministro de energía pudiendo afectar financieramente a la industria con restricciones o fuertes impuestos. Sin embargo, consideramos que el subsector donde opera el Grupo Visalia tiene un impacto sensiblemente inferior (sector heatmap score entre 2,0 y 3,0).

Posicionamiento Competitivo

- Fuerte posicionamiento competitivo derivado de las capacidades del Grupo Visalia en la gestión de la compraventa de energía.

El grupo cuenta con una cuota del 0,4% en el mercado de suministro electricidad en España y de 0,3% en el suministro de gas natural, en base a información suministrada por la propia empresa (vs top 5 con el 90% del suministro del mercado minorista, última data disponible. Fuente: CNMC). No obstante, se destaca la posición del Grupo Visalia entre los principales operadores independientes del mercado energético español, tras la integración de las comercializadoras independientes adquiridas en los últimos años.

En cuanto a los pares comparativos, aunque todos ellos presentan diferencias con el modelo de negocio del Grupo Visalia (oferta de servicios, segmento del mercado destino, prescripción de clientes, niveles de rentabilidad, etc.) destacamos los siguientes competidores: Xfera Móviles S.A (MasMóvil España), Grupo Audax, Fenie Energía y Nexus Energía.

Principales magnitudes. Miles de €.

	Visalia	Grupo Audax ¹	Nexus Energía ¹	Xfera Móviles S.A	Fenie Energía ¹
	FY24	FY24	FY24	FY23	FY23
Facturación	261.243	1.981.744	1.676.202	2.098.178	544.595
EBITDA	24.384	115.363	22.091	381.918	13.008
Margen EBITDA	9,3%	5,8%	1,3%	18,2%	2,4%
EBIT	19.976	93.581	17.730	183.255	8.026
Margen EBIT	7,6%	4,7%	1,1%	8,7%	1,5%
EBT	4.652	88.950	16.549	38.226	6.636
Total Activo	244.644	1.369.296	347.209	3.507.201	139.481
Patrimonio Neto	80.429	223.945	86.303	477.324	38.699
Deuda Financiera Total	105.354	523.860	62.403	2.271.972 ²	39.583
Deuda Financiera Neta	71.175	300.074	-13.419	2.258.782 ²	7.356
PN/DFT	76,3%	42,7%	138,3%	21,0%	97,8%
DFN/EBITDA	2,9x	2,6x	-0,6x	5,9x	0,6x
FFO	3.301	68.821	28.651	271.051	13.890
FFO/DFN	4,6%	22,9%	-213,5%	12,0%	188,8%
EBITDA/Intereses	2,5x	3,5x	5,0x	2,1x	6,3x

1 Cifras extraídas del informe de rating público elaborado para cada una de las empresas señaladas. 2 Se incluye la deuda intragrupo, entendemos que se financia también por esta vía.

En términos generales, los márgenes de rentabilidad del Grupo Visalia destacan significativamente por encima de los principales competidores derivado de un mix negocio más diversificado y con presencia de activos estratégicos relevantes (con excepción de Xfera Móviles S.A, el cual tiene mayor volumen de negocio asociado con el sector de telecomunicaciones). A cierre 2024, el apalancamiento (DFN/EBITDA) se encuentra por encima de la mayoría de sus competidores del sector de la energía, marcado por el crecimiento acelerado del grupo y el endeudamiento asociado. Por otra parte, los niveles de capitalización (PN/DFT) a cierre 2024 se encuentran en la media entre los principales competidores.

La integración de compañías ha permitido mejorar y diferenciar significativamente la propuesta de valor del Grupo Visalia, al contar con una mayor diversificación que incluye todos los subsegmentos del mercado (electricidad, gas y gasóleo) y que es complementada con servicios en telecomunicaciones (telefonía fija, móvil, fibra y TV), favoreciendo las capacidades de venta cruzada sobre la cartera existente y siendo capaz de ofrecer al cliente particular una tarifa única que incorpore luz, gas, fibra y móvil. Además, la estrategia de crecimiento inorgánico del grupo ha permitido ampliar su presencia a lo largo de la cadena de valor del sector energético (generación, distribución y comercialización), lo que refuerza su modelo de negocio. En este sentido, se destaca la última adquisición realizada,

con la compra de la compañía Barter (en mayo del 2025), que le permitirá potenciar el negocio de comunidades solares (generación distribuida) y entrar en el mercado de la recarga de vehículos (movilidad eléctrica). Visalia considera que la combinación de Barter (con activos solares poco explotados) y Visalia (con una cartera extensa de clientes) generará sinergias inmediatas, mejorando los ratios de uso y rentabilidad de los activos solares de Barter, y posicionando a Visalia como un operador más integrado y competitivo.

A nivel del negocio de comercialización de energía, el grupo cuenta con significativas ventajas para el aprovisionamiento de la energía (eléctrica, gas y gasóleo) que favorecen los márgenes de rentabilidad del Grupo Visalia frente a sus competidores. Se basa en dos elementos que modifican por completo los métodos de contratación tradicionales [anteriormente basados únicamente en el aprovisionamiento de energía a través del mercado libre (OMIE) y el uso de un índice ligado al Brent con CEPSA para gas y un índice a valor de mercado para el gasóleo] y que consolidan al grupo como una de las comercializadoras independientes con mayor flexibilidad en la gestión de la compraventa de energía. A continuación, se describen los dos elementos que apoyan las ventajas competitivas del grupo:

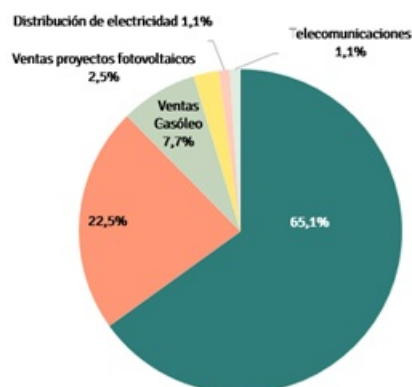
- Acuerdo marco de aprovisionamiento con Shell: el Grupo Visalia ha firmado (a través de la filial Servigas s. XXI, S.A) un acuerdo con Shell Energy Europe Limited en agosto de 2022 (en vigor desde octubre de 2022), con una duración de 5 años (prorrogable a otros 5 años), el cual garantiza el suministro y acceso a una amplia variedad de productos de gas y electricidad, a precios fijos e indexados, con pleno acceso a coberturas financieras y SWAPS. Consecuentemente, el acuerdo evita que el grupo bloquee una gran cantidad de efectivo en garantías (OMIE y coberturas) ya que estas son proporcionadas directamente por Shell, lo cual permite ofrecer a los clientes soluciones de suministro estables y a precios competitivos a la vez que libera mayor cantidad de recursos, potenciando de esta manera la capacidad de crecimiento del grupo. En octubre de 2024, el grupo logra la ampliación del acuerdo con Shell por dos años más, hasta finales de 2029 y la extensión del mismo al mercado portugués de gas y electricidad, lo que es un punto favorable al reducir la probabilidad de la eventual pérdida de dicho acuerdo, asegurando la continuidad de esta ventaja competitiva.
- Cierre de PPAs: el grupo cuenta con una amplia experiencia en el cierre de PPA's con distintos productores (Ej. Statkraft, Atlantica, Albeta, Engie, etc.), lo cual permite estabilizar el precio medio de adquisición de la energía (palanca clave de rentabilidad del grupo). La empresa actualmente tiene 18 contratos de PPAs (precio promedio de compra €49/MWh), inferior al precio medio en el mercado de futuros de la energía.

La gestión energética de Visalia consiste en equilibrar contratos fijos e indexados, asegurando PPAs para cobertura y aprovechando el acuerdo marco con Shell. Además, la empresa se beneficia de su propia red e infraestructura (ejemplo: 477k de redes de distribución eléctrica a nivel regional en Lleida y Tarragona) y de la generación propia a través del desarrollo de proyectos fotovoltaicos.

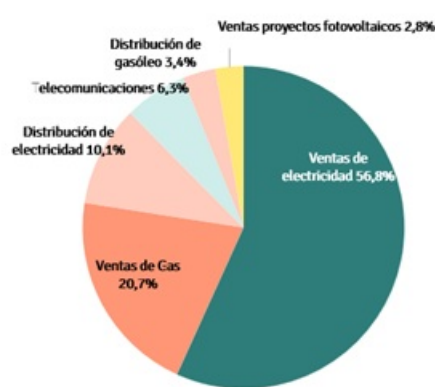
- Buena diversificación favoreciendo la venta cruzada.

A nivel de diversificación de ingresos, las ventas por comercialización de energía eléctrica y gas representan cerca del 90% de las ventas totales alcanzadas en 2024 y 78% del EBITDA generado, con el restante distribuido entre proyectos fotovoltaicos, distribución de energía, telecomunicaciones y otros servicios.

Ventas por línea de negocio FY24



EBITDA por línea de negocio FY24



A nivel geográfico, aunque la empresa concentra el volumen de negocio en España, se destaca el inicio de la expansión hacia Portugal, con la creación de una joint venture con un partner comercial, el cual, al tener ya presencia en el mercado portugués, provee al grupo de una base estable y sólida de clientes en electricidad y gas natural. La compañía estima añadir al portfolio alrededor de 400GWh entre electricidad y gas (la actividad comercial en esta geografía inicio en enero del 2025).

En el 2024, la cartera de clientes alcanzó un volumen agregado cercano a 125k clientes. Las comunidades de

propietarios y las pymes se establecen como principal mercado objetivo, representando entre el 85%-95% de la electricidad y gas suministrado. La estrategia comercial del grupo se valora positivamente, estando orientada hacia una mayor proximidad con las redes de prescriptores cualificados, centrándose en relaciones colaborativas, eficientes y estables con administradores de fincas e instaladores que permitan maximizar sinergias y captar una base de clientes más leal y duradera.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Elevado soporte financiero vía el accionista principal.**

La estructura de propiedad del Grupo Visalia se encuentra principalmente concentrada en Greenmont Energy, S.L con el 66,62% del capital social y el socio Abergarpa Inversiones S.L (22,93%). El 28 de diciembre de 2023, la Junta General de la sociedad acuerda una ampliación de capital por €0,2m suscritas por la sociedad Corporación Albatros S.L (8,5%) y de €17,6K suscritas por la sociedad Alteneus S.L (1%).

A pesar de que la estructura accionarial se encuentra primordialmente representada por un fondo de inversión estadounidense, se destaca su orientación hacia la permanencia en el largo plazo, así como su compromiso en la expansión del grupo de comercializadoras que forman parte del grupo. En este sentido se destaca: i) capitalización de un préstamo de €10m y ii) el apoyo del principal accionista, Timur Tillyaev (propietario del 100% de Greenmont S.L), con un préstamo convertible de €45m, contabilizado como 'otras aportaciones de socios'.

- **Política financiera marcada por el controlado endeudamiento.**

A nivel del equipo directivo, consideramos que el equipo directivo cuenta con extensa trayectoria en el desarrollo y manejo de compañías energéticas independientes. Además, se destaca el giro estratégico que ha tenido lugar entre 2021-2022 tras la entrada de Greenmont Energy, S.L hacia un modelo de negocio más robusto y con estrategias comerciales prudentes y conservadoras (crecimiento inorgánico controlado, acuerdos de aprovisionamiento, mayor diversificación, etc.).

La política financiera está caracterizada por un nivel de apalancamiento controlado (DFN/EBITDA ajustado de 2,0x en promedio) y un nivel de autonomía financiera media (PN/DFT ajustado de 75% en promedio).

- **Positiva política ESG a nivel compañía.**

Se destaca las estrategias del Grupo Visalia en materia medioambiental y de gobierno corporativo, con niveles muy favorables de consumo de energía y existencia de certificaciones externas (ISO 14001 y 9001); así como la composición del órgano directivo con presencia de miembros independientes, análisis de riesgos ESG y presencia de un código de conducta público. Sin embargo, la empresa tiene una nota inferior a nivel social, dadas las características propias del sector, la tasa de rotación de empleados, entre otros factores. La combinación de estos factores resulta en una puntuación de entre 1,0 y 1,5, teniendo esto un efecto positivo en la calificación.

Perfil Financiero

El presente análisis se realiza sobre las cuentas a cierre 2024. Auditor: Ernst & Young S.L. **Se presenta con dos salvedades:** i) Derivado de la aportación por compensación de deudas por importe de €45m de la sociedad dominante Greenmont Energy S.L, el auditor considera que los epígrafes de 'otras aportaciones de socios y 'resultado del ejercicio' FY24 se encuentran sobrevalorado e infravalorado, respectivamente, por importe de €15m. ii) Derivado de la adquisición del grupo Serosense, los auditores consideran que no se tiene evidencia suficiente para contabilizar el ingreso por diferencia negativa en combinaciones de negocio, por lo que el epígrafe de 'diferencia negativa de combinaciones de negocio' y de 'amortización de inmovilizado' en la cuenta de pérdidas y ganancias FY24 se encuentran sobrevaloradas por €12,9m y €1,3m, respectivamente, y el epígrafe 'otro inmovilizado intangible' del balance consolidado se encuentra sobrevalorado por importe de €11,6m

Las cifras a cierre 2023 han sido reexpresadas. Durante el ejercicio 2024 se han detectado i) ciertas facturas de energía y peajes correspondientes a energía comercializada en el ejercicio 2023 que no habían sido registradas debidamente en el ejercicio anterior, ii) ciertos saldos antiguos de clientes que se encontraban totalmente vencidos pero que no habían sido deteriorados en los ejercicios anteriores correspondientes, y iii) errores vinculados con la amortización de ciertos inmovilizados intangibles, así como también errores en periodificaciones de gastos que habían sido imputados en periodos erróneos.

Ventas y Rentabilidad

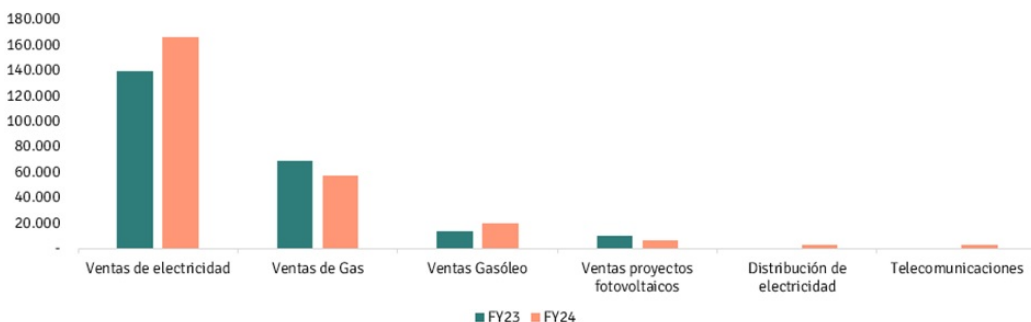
- Evolución de las ventas marcada por el precio de la energía y la adquisición de compañías.

Rentabilidad. Miles de €.				
	FY22	FY23	FY24	24vs23
Facturación	231.227	233.087	261.243	12,1%
Mg Bruto	23,9%	22,7%	19,3%	-3,3pp
EBITDA Aj. ¹	26.682	19.982	24.384	22,0%
Mg EBITDA Aj. ¹	11,5%	8,6%	9,3%	0,8pp
EBIT	32.079	2.117	19.976	843,6%
Mg EBIT	13,9%	0,9%	7,6%	6,7pp
Gastos Financieros	3.873	5.671	9.369	65,2%
EBT	26.092	-5.260	4.652	188,4%

¹Cifras ajustados por arrendamientos operativos. EBITDA proforma: incluye el EBITDA estimado por la adquisición de Enexia en diciembre del 2024, €1,2m. ²Incluye los gastos financieros relacionados con la deuda con accionistas, €3,7m en 2024, excluye los gastos asociados por cancelación de derivados por €5,8m.

Las ventas consolidadas del Grupo Visalia alcanzaron un total de €261,2m, 12,1% por encima del año 2023, reflejando la combinación de nuevos ingresos procedentes de las adquisiciones completadas durante el 2024, destacando la incorporación del Grupo Serosense (ventas por distribución y comercialización de electricidad y telecomunicaciones), factor que mitigó la reducción en el precio de la energía en comparación con el año anterior (-27,6% interanual, en promedio).

Evolución de las ventas FY23-24 (en miles de €)



*Las ventas por distribución de energía y telecomunicaciones contribuyeron en 2024 con €4,5m.

El EBITDA ajustado se situó en €24,4m en 2024 (+22% interanual) con un margen EBITDA ajustado favorable del 9,3% (+0,8pp vs 2023) al ampliar su presencia a líneas de negocio más rentables. El EBIT se situó en €20m, 9,4x por encima del año anterior dado el deterioro contabilizado en 2023 por €8,2m (cifras reexpresadas), principalmente asociado con operaciones comerciales, lo que penalizó notablemente la cuenta de resultados de ese año. En 2024, la empresa se benefició de combinaciones de negocio (+€12,9m, objeto de salvedad del Auditor), correspondientes con la plusvalía derivada de la adquisición del Grupo Serosense, similar a lo acontecido en 2022 con adquisición de Syder Comercializadora Verde, S.L y Servigas S. XXI S.A (+€11m).

El incremento significativo de los costes financieros (+65,2% interanual) derivado del incremento del nivel de endeudamiento (principalmente vía el otorgamiento de un préstamo convertible con el accionista), se ve reflejado en unos gastos financieros que se situaron en €9,4m (vs €5,7m en 2023). Como parte de resultado financiero, se han contabilizado adicionalmente €5,8m de gastos asociados con la cancelación de derivados financieros. Con todo ello, el resultado antes de impuesto alcanzó una cifra de €4,7m (vs -€5,3m en 2023).

Endeudamiento y Cobertura

- Endeudamiento que se mantuvo controlado en 2024 a pesar del crecimiento inorgánico del grupo.

La deuda bruta ajustada incrementó un 46,4% hasta alcanzar los €105,4m (vs €71,9m en 2023). El incremento se explica principalmente por i) emisión de bonos verdes de €24,2m y ii) incremento en el Programa de Pagarés de Empresa Verdes, con un importe de €19,1m (vs €5,7m en 2023). Por su parte, tal y como se había previsto, se destaca la reclasificación del saldo de €10m a otras aportaciones de socios como parte del préstamo convertible a 5 años de €45m otorgado por el socio mayoritario accionista de Greenmont durante el 2024 y que se ha contabilizado como parte del patrimonio neto a cierre de año.

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €.				
	2022	2023	2024	24vs23
Obligaciones y otros valores negociables	0	5.707	43.310	659%
Deudas con entidades de crédito	35.805	28.608	33.756	18%
Acreedores por arrendamiento financiero	582	359	351	-2%
Otros pasivos financieros ¹	23.412	21.112	24.186	15%
DFI Reportada	59.799	55.786	101.604	82%
Ajuste por arrendamientos operativos	3.352	4.281	3.751	-12%
Deudas con empresas del grupo	10.363	11.876	0	-100%
DFI ajustada	73.514	71.944	105.354	46%
Caja	22.389	13.410	23.711	77%
Inversiones financieras ²	90	2.535	10.468	313%
DFN ajustada	51.035	55.999	71.175	27%
EBITDA ajustado	26.682	19.982	24.384	22%
DFN/EBITDA ajustado	1,9x	2,8x	2,9x	0,1x

1 Otros pasivos financieros principalmente referidos a aplazamiento de pagos por adquisiciones realizadas y deuda intercompany. 2 Inversiones financieras principalmente relacionadas con fondos de inversión y fianzas dadas.

El incremento de la deuda financiera neta ajustada (+27,1% interanual) derivó en el ligero deterioro del ratio de apalancamiento, situándose aún en nivel controlados (DFN/EBITDA de 2,9x, +0,1x vs 2023). Este nivel de endeudamiento se estima se reducirá progresivamente a partir del 2026, en base al actual plan de negocios (Ver apartado 'Proyecciones Financieras').

Por su parte, la cobertura de intereses se debilitó notablemente a niveles muy ajustados de 2,5x (vs 3,3x vs 2023) derivado del incremento del endeudamiento del grupo y del elevado coste financiero asociado con algunos de los instrumentos (por ejemplo, la deuda convertible con Greenmont Energy LTD, devengando un interés del 7,9%).

Análisis de Flujo de Caja

- Déficit de FCF marcado por las inversiones realizadas en el año.

Cash flow. Miles de €.				
	FY22	FY23	FY24	24vs23
FFO	22.774	7.598	2.397	-68,5%
Arrendamiento operativo	857	1.007	904	-10,2%
FFO Ajustado	23.631	8.605	3.301	-61,6%
+/- variación WK	18.262	-11.643	-5.408	53,5%
CF Operativo Ajustado	41.892	-3.038	-2.107	30,6%
CF Inversión Ajustado	-45.590	-1.649	-48.475	-2839,2%
Arrendamiento operativo	-857	-1.007	-904	10,2%
CF Libre Ajustado	-4.555	-5.694	-51.487	-804,2%
+/- variación patrimonio	-	176	35.135	19874,2%
- Dividendos	2.500	-5.500	-	100,0%
CF Final Generado Internamente	-2.055	-11.018	-16.352	-48,4%
+/- variación en deuda	21.296	2.039	26.653	1206,9%
+/- Tipo de cambio	-26	-1	0	115,2%
Variación neta en caja	19.216	-8.980	10.301	214,7%
Caja inicial	3.172	22.388	13.409	-40,1%
Caja final	22.388	13.409	23.710	76,8%

A pesar de la reducción en la generación de FFO ajustado, situándose en €3,3m (-61,6% interanual) con los elevados gastos financieros, la menor variación en el working capital llevo a reportar un CFO -€2,1m vs CFO de -€3,0m en 2023.

El grupo reporta flujo de caja procedente de actividades de inversión de -€48,5m en 2024, marcado por la adquisición del Grupo Serosense (€40m). El déficit de FCF ajustado alcanzó los €51,5m durante el 2024, siendo cubierto por la

variación del patrimonio neto (+35m representado por el préstamo convertible dado por el accionista clasificado como 'otras aportaciones de los socios'), además de la financiación obtenida por la emisión del programa de pagarés y bonos descritos anteriormente. Todo ello llevo a un incremento en la posición de efectivo y equivalentes (+€10,3m), situándose en €23,7m (+76,8% vs el año anterior).

De cara a los próximos ejercicios, se estima que el grupo será capaz de alcanzar FCF positivos apoyado principalmente en el crecimiento orgánico controlado vía operaciones de sale & lease back.

Capitalización

- **Mejora de la autonomía financiera.**

El activo total se situó en €244,6m a cierre 2024 (+77,7% interanual), estando representado por una elevada cifra de intangible (34% s/total activo) principalmente asociado con el fondo de comercio de las empresas adquiridas. Con el restante principalmente repartido entre deudores comerciales (19,5%) y efectivo y equivalentes (9,7%).

Durante el ejercicio 2024 se destaca la adquisición del 100% de las sociedades Eléctrica Serosense S.L, Serosense Telecom S.L y Eléctrica Serosense Distribuidora S.L con coste de €40m. La incorporación de todos los activos y pasivos ha llevado consigo la contabilización de un fondo de comercio de consolidación que ascendió a +€31,8m, así como la incorporación de la infraestructura eléctrica procedente de la sociedad Eléctrica Serosense Distribuidoras, S.L. que a fecha de la incorporación tenía un valor neto contable de €13,9m. Esta adquisición contribuyó notoriamente al incremento del activo intangible y material, +74,4% y +350% vs el año anterior respectivamente. Adicionalmente, se destaca el incremento de las cuentas por deudores comerciales (+105,9% interanual) y del saldo de efectivo y equivalentes (+76,8% interanual).

El patrimonio neto se situó en €80,4m (+333% interanual) destacando la obtención del préstamo convertible otorgado por el accionista principal en junio del 2024, el cual fue contabilizado como otras aportaciones de socios (+€45m), contribuyendo a la mejora significativa en los niveles de capitalización del grupo (Patrimonio neto/DFT ajustada), 76,3% a cierre 2024, +50,5pp vs 2023.

Con fecha de 31 de diciembre de 2024, la empresa comunicó una ampliación de capital por compensación de créditos por un valor total de €10m, en concepto de valor nominal y prima de emisión. Dicha conversión parcial del préstamo en capital social se realizó a solicitud del grupo, como mecanismo de reembolso del importe de €10m correspondientes al primer vencimiento del préstamo otorgado, quedando en consecuencia reducido el principal del préstamo al importe total de €35m. La empresa ha confirmado la conversión del saldo restante con el siguiente calendario: €5m a junio de 2026 y €30m a vencimiento.

Liquidez

- **Elevada liquidez junto a un buen perfil de refinanciación.**

A cierre 2024, la empresa mantenía un saldo elevado de deuda financiera con vencimiento en el CP de €58,9m. El buen perfil financiero, aumenta la capacidad de acceso a la refinanciación de sus deudas a CP, destacando la ya renovación del programa de pagarés (€19m) así como de la mayoría de las líneas de financiación a corto plazo (€21,5m), por confirmación de la propia empresa.

De igual forma, se destaca que la empresa ha completado la compra del Grupo Barter por €37,5m (salida de caja de €21,8m en 2025), así como acuerdos de 'sale & lease back' que le permitirá, junto a la financiación proveniente del Programa de Bonos Verdes (€7,7m estimado para 2025), obtener los recursos necesarios para completar las inversiones propuestas, sin perjudicar la liquidez del grupo.

Todo lo anterior, junto a la generación de CFO recurrente (estimado en €23,8m), el saldo de efectivo y equivalentes (€23,7m a cierre 2024), permite concluir que el Grupo Visalia cuenta con la liquidez suficiente para afrontar los compromisos financieros restantes, el capex y dividendos estimados bajo el actual plan de negocios.

Modificadores

Controversias

- **Actualmente el grupo no presenta ninguna controversia.**

Riesgo País

- **No se ha determinado que exista un riesgo país relevante.**

Proyecciones Financieras

Para la proyección financiera del Grupo Visalia se han seguido desde EthiFinance Ratings las siguientes premisas:

- El plan de negocios elaborado por la compañía prevé una bajada de precios de la energía en los mercados mayoristas, lo que impacta a la baja en la facturación total.
- La facturación considerada por EthiFinance incluye ingresos provenientes de las operaciones de 'sale & lease back', únicamente a nivel de generación de energía (operativa).
- El margen EBITDA para 2025-2027, anticipa una mejora progresiva significativa, al incorporar el negocio de Barter y potenciar el crecimiento de comunidades solares, formadas por instalaciones fotovoltaicas de generación distribuida, baterías de almacenamiento e infraestructuras de recarga de vehículos eléctricos, así como la rentabilidad asociada por la explotación de las 'instalaciones fotovoltaicas' para terceros bajo formato sale & lease back'. El grupo apoya la evolución creciente del negocio en base a activos que generan mayor rentabilidad vs menor volumen de facturación.
- A nivel EBIT se incluye el efecto neto de la venta de instalaciones fotovoltaicas bajo modelo sale & lease back.
- La evolución de la deuda financiera se encuentra marcada por la emisión de bonos en el marco del programa de bonos verdes lanzado en 2024 (saldo máximo vivo de €100m). En concreto, adicionalmente a los €24,2m emitidos a finales del ejercicio 2024, se estima la captación de €7,7m durante el ejercicio 2025 y €8,1m en 2026, completándose la totalidad de la colocación estimada (€40m).
- La financiación obtenida permitirá ejecutar su plan de inversiones por un importe estimado de €40m repartidos de la siguiente manera:
 - Comunidades solares – Proyectos de generación renovable distribuida de alta eficiencia, por una inversión estimada de €35,62m.
 - Baterías de almacenamiento – Mejora de la eficiencia y gestión de la energía y estabilidad de red por una inversión estimada de €0,18m.
 - Puntos de recarga – Expansión de infraestructura para movilidad eléctrica, reduciendo la huella de carbono del transporte por una inversión estimada de €2,65m.
 - Refuerzo y digitalización de redes de distribución – Mejora de la red de distribución y reducción de pérdidas por una inversión estimada de 1,6m.
- Además, se destaca el crecimiento orgánico respaldado por las operaciones de sale & lease back sobre instalaciones fotovoltaicas de los activos adquiridos de Barter y de futuros proyectos de desarrollo, lo que le permitirá al grupo Visalia crecer de manera controlada sin afectar los niveles de endeudamiento actuales. La deuda financiera ha sido ajustada para incluir el efecto de los arrendamientos operativos asociados con estas operaciones.

En base a las premisas descritas, el Grupo Visalia, mantendría un buen nivel de apalancamiento, reduciéndolo de forma continuada a partir del 2026. Se espera que la mejora progresiva en los niveles de rentabilidad permita reforzar la cobertura de intereses.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de €.¹						
	FY23	FY24	FY25e⁵	FY26e⁵	FY27e⁵	24vs23
Facturación	233.087	261.243	228.412	258.837	307.293	12,1%
EBITDA Ajustado²	19.982	24.384	34.663	43.657	57.594	22,0%
Margen EBITDA Ajustado²	8,6%	9,3%	15,2%	16,9%	18,7%	0,8pp
EBIT	2.117	19.976	21.084	27.662	40.350	843,6%
Margen EBIT	0,9%	7,6%	9,2%	10,7%	13,1%	6,7pp
EBT	-5.260	4.652	16.513	23.607	36.197	188,4%
Total Activo	137.687	244.644	243.953	244.711	273.942	77,7%
Patrimonio Neto	18.575	80.429	88.957	103.265	127.156	333,0%
Deuda Financiera Total Ajustada	71.944	105.354	133.531	115.713	114.189	46,4%
Deuda Financiera Neta Ajustada	55.999	71.175	110.632	86.596	48.698	27,1%
PN/DFT Ajustado	25,8%	76,3%	66,6%	89,2%	111,4%	50,5pp
DFN/EBITDA Ajustado³	2,8x	2,9x	3,2x	2,0x	0,8x	0,1x
FFO Ajustado⁴	8.605	3.301	24.716	32.006	41.806	-61,6%
FFO/DFN Ajustado	15,4%	4,6%	22,3%	37,0%	85,8%	-10,7pp
EBITDA/Intereses Ajustado⁴	3,3x	2,5x	6,0x	7,6x	8,5x	-0,8x

1 Cifras Ajustadas por arrendamientos operativos. 2 EBITDA proforma: incluye el EBITDA estimado por la adquisición de Enexia en diciembre del 2024 por €1,2m. 3 El ratio de endeudamiento calculado por la compañía es de 1,6x (2024), 1,4x (2025e), 0,8x (2026e) y -0,3x (2027e), el cual incluye un saldo de +€11,8M FY24 de inversiones financieras a corto plazo referidas a créditos a terceros, los cuales la empresa estima su recobro en 2025 asimilando un alto grado de liquidez. 4 Incluye los gastos financieros correspondientes al préstamo convertible que se encuentra contabilizado como otras aportaciones de socios FY24, el cual asocia un tipo de interés del 7,9%. Sin embargo, en proyecciones se ha excluido al ser considerado vía dividendo dada la flexibilidad a futuro confirmada por el accionista principal.

5Proyecciones elaboradas por EthiFinance Ratings a partir de las premisas de la empresa.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB+
Análisis Sectorial	BBB-
Ajuste ESG	No
Posicionamiento Competitivo	BB+
Gobierno corporativo	BB+
Perfil Financiero	BBB
Cash flow y endeudamiento	BBB
Capitalización	BB+
ESG Compañía	Positivo
Anchor Rating	BBB-
Modificadores	No
Rating	BBB-

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

La combinación de estos factores podría mejorar la calificación: Nivel de apalancamiento y de cobertura de intereses (DFN /EBITDA por debajo de 1,75x, FFO/DFN por encima del 35% y EBITDA/intereses por encima de 6,5x en promedio), capitalización (PN/DFT por encima del 85% en promedio), mejora en la calificación ESG.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Deterioro de los niveles de apalancamiento y de cobertura de intereses (DFN /EBITDA por encima de 3,5x, FFO/DFN por debajo del 20% y EBITDA/intereses por debajo de 4,5x en promedio). Empeoramiento de la capitalización (PN/DFT por debajo del 60% en promedio). No cumplimiento de las proyecciones marcadas. Empeoramiento de la calificación ESG.

Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
 - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via www.ethifinance.com shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are consider to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bare any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential

damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid