



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Stable

Initiation date 14/06/2023
Rating Date 07/08/2026

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 a largo plazo de Visalia Energía S.L. en “BBB-”, manteniendo la tendencia Estable.
- Visalia Energía es un grupo independiente que opera principalmente en el sector de energía eléctrica y gas.
- El rating asignado se apoya en las características propias del sector, donde destacan la baja volatilidad y las elevadas barreras de entrada del negocio de distribución de energía, lo que mitiga las características medias del sector comercializador; 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 por debajo de 2x y FFO/DFN ajustado de 40% en promedio). Las proyecciones actuales para el periodo 2026-2028 se basan en una serie de eventos ya en marcha que fortalecen el perfil financiero del grupo, entre los cuales destacan: i) crecimiento acelerado en el desarrollo de comunidades solares (2.034 estimados a cierre 2028) bajo modelos de venta de proyectos de generación distribuida con delegación en Visalia de la gestión de la energía y los clientes. ii) ampliación de capital aprobado en consejo de administración en julio-2026 por €30m. Ambas estrategias permitirán continuar con el plan de inversiones actuales sin comprometer la liquidez del grupo ni deteriorar los ratios de endeudamiento. Es importante destacar que cualquier desviación del plan de negocios actual (p.ej en el desarrollo de comunidades solares y su financiación) podría tener impacto en los niveles de endeudamiento estimados y por ende sobre la calificación actual.
- Por el contrario, la calificación se ve limitada por el tamaño actual de la empresa y la elevada concentración de ingresos en España. Además, la empresa mantiene una cobertura de intereses moderada (EBITDA/intereses de 4,5x en promedio) y un nivel de autonomía financiera moderada (PN/DFT de 65% en promedio).
- La integración de los activos de Serosense junto a un plan de negocios apoyado en el crecimiento de los negocios respaldados por activos, deriva en la aplicación de la doble escala metodológica para la asignación del rating, para lo cual hemos tenido en cuenta la aportación al EBITDA de los dos negocios principales. En concreto, 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, comunidades solares y de telecomunicaciones. 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 climático 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 dentro del segmento 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:

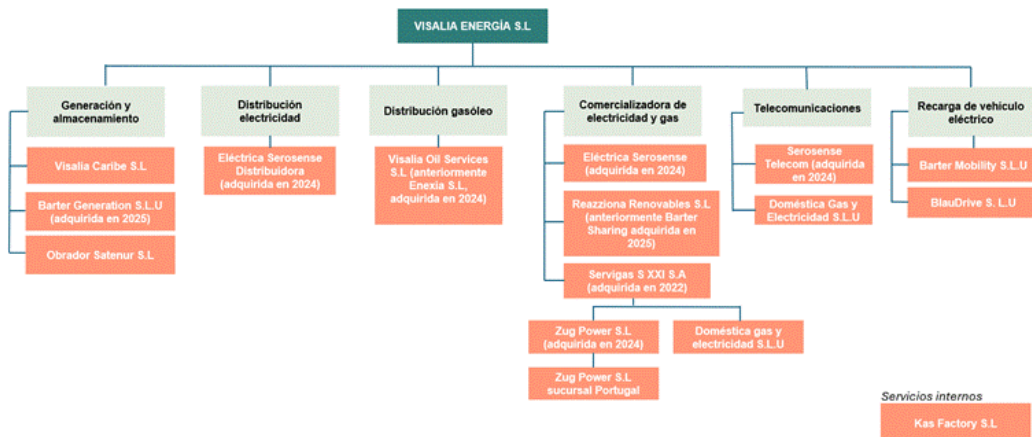
Mercado	Actividad		Visalia	Cuota
Electricidad	Redes de distribución eléctrica	496	km de redes eléctricas	0,2%
	Generación Solar Distribuida*	47	MWp Instalados	29,2%
	Recarga de vehículo eléctrico	113	puntos de recarga	0,3%
	Suministro de electricidad	1.896	GWh anuales	0,8%
Gas Natural	Suministro de gas natural	1.323	GWh anuales	0,4%
Gasóleo	Distribución de gasóleo B y C	419	GWh anuales	0,7%
Telecomunicaciones	Redes de fibra óptica	510	Km de redes de fibra	0,026%
	Líneas de internet de banda ancha	4.476	líneas	0,027%
	Líneas de telefonía móvil	6.593	líneas	0,011%

Información suministrada por la compañía a julio 2026.

A cierre de diciembre del 2025, el grupo reportaba 211 empleados.

Estructura Empresarial

La actual configuración del Grupo Visalia es el resultado de un proceso de crecimiento inorgánico que se organiza en función a su actividad, de la siguiente manera:



Generación y almacenamiento.

- Barter Generation: Visalia adquiere el 100% de Barter por €36m en mayo del 2025 dedicada a la comercialización de energía eléctrica, incluye el desarrollo y explotación de instalaciones fotovoltaicas de pequeña escala en tejados de edificios o fincas de uso residencial, comercial o industrial, así como el desarrollo de parques fotovoltaicos de gran escala en grandes terrenos o fincas rústicas 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.
- Visalia Caribe S.L.: Se trata de una iniciativa reciente para expandir su actividad fuera de España, enfocada en el mercado de la República Dominicana, donde desarrollará soluciones de energía solar y autoconsumo.
- Obrador Satenur S.L.: vehículo específico para el desarrollo de 100 comunidades solares en propiedad, financiadas por el fondo de impacto social Impact Bridge.

Distribución de electricidad:

- Eléctrica Serosense Distribuidora: grupo adquirido en enero del 2024 por €40m. 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:

- Visalia Oil Services S.L.(anteriormente Enxia 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 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:

- 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: 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.
- 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 inició su expansión a Portugal a través de un modelo de joint venture con un socio local.
- Reazziona Renovables S.L (anteriormente Barter Sharing): con un enfoque destacado en la promoción de comunidades solares y el suministro de energía renovable.

Recarga de vehículos eléctricos:

- Barter Mobility: la adquisición del Grupo Barter incluyó 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).
- Blau Drive: la adquisición del Grupo Barter incluyó soluciones integrales de movilidad eléctrica, centrada en el diseño, instalación, operación y gestión de infraestructuras de recarga para vehículos eléctricos. Su actividad abarca tanto el suministro de equipos como la explotación de redes de recarga para clientes públicos y privados.

Al cierre del ejercicio, el grupo reúne alrededor de 135.000 clientes de suministro eléctrico, 14.000 clientes de suministro de gas y casi 6.000 clientes suministrados en gasóleo, así como más de 10.000 clientes de fibra y móvil.

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 FY25) 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, el 2025 estuvo marcado por una cierta estabilización de los mercados tras la volatilidad de los años anteriores, con un precio medio de la energía en el mercado diario en España de 65,28 €/MWh (+3,5% interanual, 63,03 €/MWh en 2024). Por su parte, el inicio de 2026 registró un nivel de precios sensiblemente inferior al del ejercicio anterior. Entre enero y mayo de 2026, el precio medio del mercado diario español se situó en 47,6 €/MWh, frente a aproximadamente 64 €/MWh en el mismo periodo de 2025, favorecido por la elevada producción renovable, especialmente solar e hidráulica, que redujo la necesidad de generación térmica y moderó los precios del mercado mayorista. No obstante, en mayo se observó un cambio de tendencia, con un incremento del precio medio hasta 54,23 €/MWh, frente a los 42,44 €/MWh de abril. De cara al resto de 2026, la elevada penetración de las energías renovables seguirá favoreciendo unos precios relativamente contenidos. No obstante, la persistencia de las tensiones geopolíticas, especialmente las relacionadas con el tránsito de GNL por el estrecho de Ormuz, podría incrementar la volatilidad de los precios del gas y, por extensión, del mercado mayorista de electricidad, limitando el margen para nuevas reducciones de precios. (Fuente: OMIE; elaboración propia).

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 0,8% en el mercado de suministro electricidad en España y de 0,4% 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 información 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 al análisis de pares, 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.), desde EthiFinance Ratings 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
	FY25	FY25	FY25	FY24	FY24
Facturación	360.519	1.875.263	1.672.843	2.101.686	470.751
EBITDA	35.195	115.637	19.887	263.115	12.273
Margen EBITDA	9,8%	6,2%	1,2%	12,5%	2,6%
EBIT	10.370	93.630	15.119	59.996	7.095
Margen EBIT	2,9%	5,0%	0,9%	2,9%	1,5%
EBT	4.013	60.321	13.596	-58.778	6.720
Total Activo	288.799	1.359.646	287.704	4.024.760	160.219
Patrimonio Neto	61.618	222.888	82.385	353.516	46.279
Deuda Financiera Total	133.665	611.374	57.426	2.892.174 ²	37.844
Deuda Financiera Neta	87.827	342.203	18.333	2.862.449 ²	-989
PN/DFT	46,1%	36,5%	143,5%	12,2%	122,3%
DFN/EBITDA	2,5x	3,0x	0,9x	10,9x	-0,1x
FFO	19.955	37.061	14.017	280.469	9.548
FFO/DFN	22,7%	10,8%	76,5%	9,8%	-965,4%
EBITDA/Intereses	4,8x	3,4x	5,5x	1,4x	5,8x

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 2025, el apalancamiento (DFN/EBITDA) se encuentra por debajo de la media de la mayoría de sus competidores. Por el contrario, los niveles de capitalización (PN/DFT) a cierre 2025 se encuentran por debajo de la media de 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 le 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, destaca la adquisición de Serosense en 2024, que supuso la incorporación de activos estratégicos, entre ellos 477 km de redes de distribución eléctrica, permitiendo al grupo acceder al negocio regulado de distribución. Esta actividad aporta una base de ingresos más estable y predecible que la comercialización de energía, al estar sujeta a un marco retributivo regulado. La operación también reforzó la diversificación del grupo mediante la incorporación de aproximadamente 500 km de red propia FTTH, facilitando su entrada en el negocio de las telecomunicaciones. Posteriormente, en mayo de 2025, Visalia adquirió Barter, operación que fortalece su posicionamiento en el segmento de la generación distribuida mediante el desarrollo de comunidades solares y amplía su oferta con la entrada en el mercado de la infraestructura de recarga para vehículos eléctricos. Además, con la adquisición de Visalia Oil Services (anteriormente Enexia), se incluyen seis centros de distribución de gasóleo (Cadrete, Tamarite de la Litera, Ilche, Olvega, Benabarre y Huesca), lo que posiciona al grupo como un actor consolidado en el vertical de hidrocarburos en Aragón, La Rioja, Soria, Huesca y Lleida.

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:

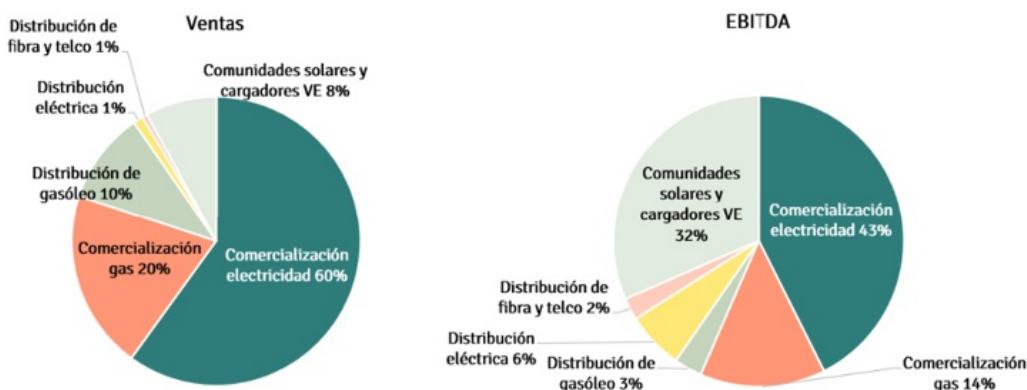
- Acuerdo marco de aprovisionamiento con Shell: el Grupo Visalia ha firmado (a través de la filial Servigas s. XXI, S.A) un acuerdo con Shell Energy Europe Limited en agosto de 2022 (en vigor desde octubre de 2022), con una duración de 5 años (prorrogable a otros 5 años), el cual garantiza el suministro 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, Albata, Engie, etc.), lo cual permite estabilizar el precio medio de adquisición de la energía (palanca clave de rentabilidad del grupo).

La gestión energética de Visalia consiste en equilibrar contratos fijos e indexados, asegurando PPAs para cobertura y aprovechando el acuerdo marco con Shell.

- Buena diversificación favoreciendo la venta cruzada.

La comercialización de electricidad y gas continúa constituyendo la principal fuente de actividad del grupo, representando aproximadamente el 78% de las ventas en 2025 (vs 88% en 2024) y el 57% del EBITDA (vs 78% en 2024). El porcentaje restante procede de actividades complementarias, entre las que destacan la distribución de energía, el desarrollo de proyectos fotovoltaicos, las telecomunicaciones y otros servicios. La reducción del peso de la comercialización de energía en el EBITDA refleja una mayor contribución de los negocios complementarios, particularmente asociados con el desarrollo y venta de comunidades solares tras la adquisición de Barter en 2025.

Diversificación por líneas de negocio FY25



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. A cierre del 2025, el volumen de electricidad y gas suministrado en Portugal representa un 7,26% y 0,6% sobre el total suministrado por el grupo Visalia, respectivamente (mercado también favorecido por el acuerdo marco de suministro de energía con Shell). A 31 de diciembre de 2025 el 96% de las ventas se realizan en territorio español (100% en 2024) y el 4% son ventas intracomunitarias (0% en 2024).

A fecha de junio-2026, la cartera de clientes alcanzó un volumen agregado de 230k clientes tanto a través de su propia infraestructura como a través de redes de terceros. 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 (23,94%). Seguido de Corporación Financiera Albatros S.L. (8,50%) y Alteneus S.L. (0,94%).

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) ampliación de capital por €10m por capitalización de deuda con el socio Greenmont Energy, S.L. en 2024 y ii) el apoyo del principal accionista, Timur Tillyaev (propietario del 100% de Greenmont S.L), con préstamos capitalizados por un total de €45m, contabilizado como 'otras aportaciones de socios' a cierre 2024. Y más recientemente, la aprobación en julio de 2026 de una ampliación de capital por €30m, lo que contribuirá a cumplir en plan de negocios actual.

- **Política financiera marcada por el endeudamiento moderado y el incremento de fondos propios.**

A nivel del equipo directivo, desde EthiFinance Ratings consideramos que el mismo 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 moderado (DFN/EBITDA ajustado por debajo de 2x en promedio) y un nivel de autonomía financiera media (PN/DFT ajustado de 65% en promedio).

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

Se destaca las estrategias del Grupo Visalia en materia de gobierno corporativo con presencia de un órgano directivo que incluye miembros independientes, análisis de riesgos ESG y presencia de un código de conducta público. Seguido de las políticas medioambientales, donde destaca la existencia de certificaciones externas (ISO 14001). Sin embargo, la empresa tiene una nota inferior a nivel social, con una alta tasa de rotación de empleados, bajo ratio de formación del personal, falta de certificaciones (ISO 45001), 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 auditadas y consolidadas de Visalia Energia, S.L y sociedades dependientes a cierre del 31 de diciembre de 2025.

Auditor: Ernst & Young S.L. Se presenta con salvedades: 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 'reservas' FY25 se encuentran sobrevalorado e infravalorado, respectivamente, por importe de €15m. El auditor indica además que ya incluyó una salvedad por esta misma cuestión en el informe de auditoría del ejercicio anterior.

El ejercicio 2025 constituye el primer año en el que el grupo formula sus cuentas consolidadas de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Los saldos relativos al ejercicio 2024 han sido reexpresados con fines comparativos y de acuerdo con los requerimientos establecidos en la NIIF 1 "Adopción por primera vez de las NIIF". Adicionalmente, se ha completado la corrección de errores que afectaban las cifras del ejercicio 2024.

Ventas y Rentabilidad

- Evolución de las ventas marcada por la adquisición de compañías y el crecimiento orgánico del volumen de clientes.

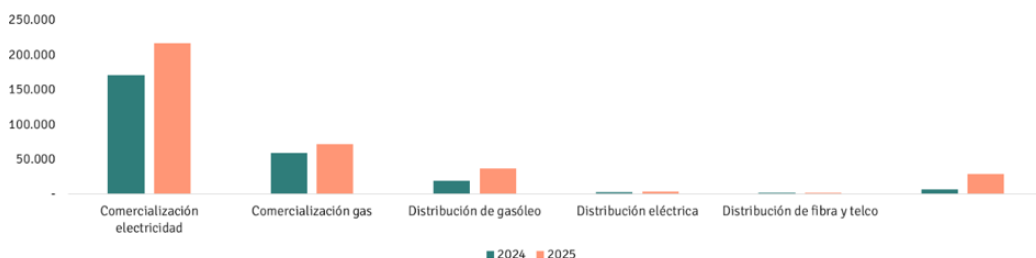
Rentabilidad. Miles de €.

	FY24	FY25	25vs24
Facturación	255.976	360.519	40,8%
Mg Bruto	20,2%	15,3%	-4,9pp
EBITDA Aj. ¹	29.786	35.195	18,2%
Mg EBITDA Aj. ¹	11,6%	9,8%	-1,9pp
EBIT	17.844	10.370	-41,9%
Mg EBIT	7,0%	2,9%	-4,1pp
Gastos Financieros	9.357	7.388	21,0%
EBT	2.454	4.013	63,5%

1EBITDA ajustado. Se excluye gastos no recurrentes (€0,8m en 2024 y €1,7m en 2025). Se incluye el EBITDA proforma de las empresas adquiridas en cada año: Enxia adquirida en diciembre de 2024 (€1,2m) y Grupo Barter adquirido en mayo de 2025 (€2,4m).

Las ventas del Grupo Visalia alcanzaron un total de €360,5m, 40,8% por encima del año 2024. Se destaca las ventas relacionadas con el desarrollo de comunidades solares tras la incorporación de Barter (ventas por €28,7m, 4,5x vs el año anterior), y de gasóleo tras la incorporación de Enxia al perímetro de consolidación (€37m, +87,5% interanual). Además, el grupo destaca el crecimiento orgánico de clientes en las principales líneas de actividad: electricidad (+25,8% interanual) y gas (+26,1% interanual). Por su parte, los precios de electricidad y gas mostraron cierta estabilización durante el ejercicio 2025 y volvieron a valores normales después de la fuerte inflación sufrida durante el ejercicio anterior.

Evolución de las ventas FY24-25 (en miles de €)



El EBITDA ajustado se situó en €35,2m en 2025 (+18,2% interanual) con un margen EBITDA ajustado de 9,8% (-1,9pp vs 2024). El EBIT se situó en €10,4m, -41,9% con respecto al año anterior. En 2024, la empresa se benefició de combinaciones de negocio (+€4,4m), correspondientes con la plusvalía derivada de la adquisición del Grupo Serosense. Adicionalmente, la empresa registró correcciones al fondo de comercio por -€2,5m FY25 principalmente asociados con sociedades dependientes que actualmente no tienen actividad o que se encuentran en proceso de liquidación.

Los costes financieros se situaron en €7,4m, un 21% por debajo del año anterior, beneficiado por la disminución significativa de los gastos financieros asociados con la deuda con accionistas (€0,7m vs €3,9m en el año anterior), tras cambiar las condiciones de remuneración de los mismos. Como parte del resultado financiero, en 2024 se contabilizaron adicionalmente €5,8m de gastos asociados con la cancelación de derivados financieros.

Con todo ello, el resultado antes de impuesto alcanzó una cifra de €4m (vs €2,4m en 2024).

Las perspectivas del 2026 son favorables, impulsadas principalmente por el crecimiento de las líneas de suministro de energía y generación distribuida (comunidades solares). En este sentido, se estiman ventas de €486,6m (45,9% alcanzado hasta mayo-2026), seguido de crecimientos del 30% en 2027 y del 14% en 2028. Sin embargo, se estiman márgenes de rentabilidad más conservadores (margen EBITDA ajustado de entre 8,5%-9,5% para el periodo 2026-2028).

Endeudamiento y Cobertura

- Endeudamiento controlado.

La deuda bruta ajustada incrementó un 24,8% hasta alcanzar los €133,7m (vs €107,1m en 2024). El incremento se explica principalmente por i) emisión de bonos en el MARF por €10,8m ii) incremento en el Programa de Pagarés de Empresa Verdes, con un saldo vivo de €29,2m (vs €19,1m en 2024) y iii) el incremento en instrumentos de circulante,

situándose en €25,6m (vs €16,3m en 2024). Por contraparte, se destaca la cancelación de la deuda con empresas del grupo por un total de €10,9m.

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €.			
	2024	2025	25vs24
Obligaciones y otros valores negociables	43.310	65.189	50,5%
Deudas con entidades de crédito	33.750	45.601	35,1%
Acreedores por arrendamiento financiero	1.920	1.748	-9,0%
Otros pasivos financieros ¹	17.237	21.080	22,3%
DFT Reportada	96.217	133.618	38,9%
Deudas con empresas del grupo	10.918	48	-99,6%
DFT ajustada	107.135	133.665	24,8%
Caja	12.531	33.966	171,1%
Otros activos líquidos equivalentes	11.180	4.866	-56,5%
Inversiones financieras ²	10.468	7.006	-33,1%
DFN ajustada	72.956	87.827	20,4%
EBITDA ajustado	29.786	35.195	18,2%
DFN/EBITDA ajustado	2,4x	2,5x	0,1x

1 Otros pasivos financieros principalmente referidos a aplazamiento de pagos por adquisiciones realizadas (por ejemplo Barter por €14,8m, Serosense por €1,5m y Enexia por €2,9m FY25). 2 Inversiones financieras confirmadas por la propia compañía como equivalentes a caja por su naturaleza o recuperabilidad en el corto plazo.

El incremento de la deuda financiera neta ajustada (+20,4% interanual) junto con la evolución favorable del EBITDA (+18,2% interanual) permitió mantener el ratio de endeudamiento en niveles similares al año anterior (DFN/EBITDA de 2,5x, +0,1x vs 2024). Por su parte, la cobertura de intereses mostro cierta mejoría, aunque aún en niveles ajustados, situándose en 4,8x (vs 3,2x vs 2024) derivado de la reducción del coste financiero asociado con la deuda con accionistas (la deuda convertible con Greenmont Energy LTD, devengaba un interés del 7,9%).

De cara a los próximos ejercicios, se espera que la deuda financiera total permanezca relativamente estable, apoyada en una política de inversión más prudente y enfocada principalmente en el crecimiento orgánico de la base de clientes y en el desarrollo y comercialización de comunidades solares, lo que contribuiría a reducir las necesidades de inversión y favorecer la generación de caja. Además, la ampliación de capital (+30m) anunciada en julio de 2026, reforzará la estructura de capital y permitirá continuar con el actual plan de negocios sin tensionar los ratios de endeudamiento.

Como resultado, se espera una reducción progresiva del ratio de apalancamiento (DFN/EBITDA) a partir de 2026, sustentada principalmente en el crecimiento del EBITDA y la generación de caja.

Análisis de Flujo de Caja

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

Cash flow. Miles de €.			
	FY24	FY25	25vs24
Funds From Operations Aj.	8.537	19.955	133,7%
+/- variación WK	-9.839	22.118	324,8%
Cash Flow Operativo Aj.	-1.302	42.073	3331,8%
Cash Flow Inversión	-69.506	-49.571	28,7%
Arrendamientos financieros	-544	-534	1,8%
Cash Flow Libre Aj.	-71.352	-8.032	88,7%
+/- variación patrimonio	55.000	-	-100,0%
- Dividendos	-	-4.000	-
Cash Flow Final Generado Internamente	-16.352	-12.032	26,4%
+/- variación en deuda	26.653	27.154	1,9%
+/- Tipo de cambio	0	-	-100,0%
Variación neta en caja	10.301	15.122	46,8%
Caja inicial	13.410	23.711	76,8%
Caja final	23.711	38.833	63,8%

El grupo mejoró significativamente la generación de FFO (+133,7% interanual) destacando principalmente la disminución de los gastos financieros (€7,4m vs €15,2m en el año anterior). Esto, en combinación de una variación positiva del capital circulante, permitió situar el CFO ajustado en €42,1m (vs -€1,3m en el 2024).

En los últimos dos años, el grupo ha estado marcado por el crecimiento inorgánico, reportando un flujo de caja procedente de actividades de inversión de -€49,6m en 2025 (incluye el pago inicial por adquisición del Grupo Barter por €21,8m,) y -€69,5m en 2024 (incluye el pago inicial por adquisición del Grupo Serosense por €37m). El déficit de FCF ajustado alcanzó los €8m durante el 2025 (-€71,4m en 2024), siendo cubierto por la financiación obtenida descrita anteriormente FY25 o por aportaciones de socios FY24. Todo ello llevo a un incremento en la posición de efectivo y

equivalentes (+€15,1m), situándose en €38,8m (+63,8% vs el año anterior).

De cara a los próximos ejercicios, se espera que el grupo alcance una generación de FCF positiva, sustentada principalmente en una política de inversión más prudente.

Capitalización

- **Reducción puntual de la autonomía financiera FY25 aunque con perspectivas de mejora en base a la nueva ampliación de capital.**

El activo total se situó en €288,8m a cierre 2025 (+18,7% interanual), estando representado por una elevada cifra de intangible (41,6% s/total activo) principalmente asociado con el fondo de comercio de las empresas adquiridas. Con el restante principalmente repartido entre PPE (17,9%), deudores comerciales (16,5%) y efectivo y equivalentes (13,4%).

El activo no corriente aumentó un 18,4% interanual. Durante el ejercicio 2025 se destaca la adquisición del 100% de las sociedades que conforman el Grupo Barter. Esta adquisición contribuyó notoriamente al incremento del activo intangible (+19,2 YoY) y material (+20,2% YoY). Adicionalmente, se destaca el incremento del saldo de efectivo y equivalentes (+63,8% interanual).

El patrimonio neto se situó en €61,6m (-2,9% interanual) manteniéndose relativamente estable tras los dividendos repartidos por €4m. Sin embargo, el incremento de la deuda financiera total ajustada (+24,8% interanual) derivó en el deterioro del nivel de capitalización del grupo, situándose en 46,1%, -13,2pp vs el año anterior.

De cara al ejercicio 2026, se destaca el reforzamiento del patrimonio del grupo, tras la ampliación de capital aprobada en fecha 10 de julio de 2026 por un total de 30m. Lo que, junto a una deuda financiera que se mantendría relativamente estable en base al actual plan de negocios, supondría una mejora en los niveles de capitalización del grupo por encima del 70% entre el periodo 2026-2028.

Liquidez

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

A cierre 2025, la empresa mantenía un saldo elevado de deuda financiera con vencimiento en el CP de €65m. El buen perfil financiero, aumenta la capacidad de acceso a la refinanciación de sus deudas a CP, destacando, a manera de ejemplo, la renovación del programa de pagarés en febrero de 2026 por €60m (antes €30m). De igual forma, se destaca la ampliación de capital por €30m firmada en julio de 2026, lo que le permitirá al grupo obtener los recursos necesarios para completar las inversiones propuestas, sin perjudicar a la liquidez del grupo.

Todo lo anterior, junto a la generación de CFO recurrente (estimado en €33,3m), el saldo de efectivo y equivalentes (€38,8m a cierre 2025), permite concluir que el Grupo Visalia cuenta con la liquidez suficiente para afrontar los compromisos financieros restantes y el capex estimado 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 el incremento de las ventas +35% (2026), +30% (2027) y +14% (2028).
 - La compañía prevé una bajada de precios de la energía en los mercados mayoristas, lo que se ve compensado por un aumento en el volumen de clientes anual. En este sentido, se destaca los avances alcanzados en lo que va del 2026: i) hasta mayo-2026, la empresa había alcanzado el 45,9% de la facturación estimada FY2026 y ii) la empresa reporta un total de 230k clientes a fecha del presente informe (vs 235k estimado para el cierre del 2026).
 - Se incluye los ingresos provenientes por el desarrollo y venta de comunidades solares, principal palanca de crecimiento del grupo, consolidándose una nueva vía de ingresos recurrentes complementaria a la comercialización de energía. El grupo tiene c550 desarrollos de comunidades solares en lo que va de año (estimado de 734 en 2026) y + 400 en pipeline, con un estimado de 1.384 (2027) y 2.034 (2028).

Todo ello bajo el modelo de firma de acuerdos marco de venta y desarrollo de proyectos de generación distribuida por parte de Barter, con delegación en Visalia de la gestión de la energía y los clientes asociados a las comunidades solares.

- El margen EBITDA para 2026-2028 se estima relativamente estable entre un 8,5% y 9,5% para el periodo de estudio.
- Se incluye la ampliación de capital por €30m con el fin de financiar el negocio de comunidades solares y reforzar los fondos propios de la compañía.
- La evolución de la deuda financiera evoluciona en base al calendario de vencimientos actual y a la renovación de la mayoría de los instrumentos de corto plazo.
- Los dividendos a repartir serán objeto de revisión cada año en función del avance alcanzado sobre el actual plan de negocios.

Aunque estas proyecciones son lo más cercano a la realidad actual del grupo, dependen en gran medida del desarrollo de las comunidades solares y el crecimiento orgánico de clientes en las formas previstas, además de excluir cualquier crecimiento inorgánico de la empresa.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de €.						
	FY24	FY25	FY26e ⁴	FY27e ⁴	FY28e ⁴	25vs24
Facturación	255.976	360.519	486.583	630.892	716.973	40,8%
EBITDA Ajustado ¹	29.786	35.195	44.854	57.212	61.366	18,2%
Margen EBITDA Ajustado ¹	11,6%	9,8%	9,2%	9,1%	8,6%	-1,9pp
EBIT	17.844	10.370	24.046	36.861	41.290	-41,9%
Margen EBIT	7,0%	2,9%	4,9%	5,8%	5,8%	-4,1pp
EBT	2.454	4.013	15.279	28.109	32.963	63,5%
Total Activo	243.347	288.799	350.026	381.977	408.058	18,7%
Patrimonio Neto	63.480	61.618	99.522	117.048	138.216	-2,9%
Deuda Financiera Total Ajustada ²	107.135	133.665	139.119	133.144	125.889	24,8%
Deuda Financiera Neta Ajustada ³	72.956	87.827	47.121	11.539	-26.899	20,4%
PN/DFT Ajustado	59,3%	46,1%	71,5%	87,9%	109,8%	-13,2pp
DFN/EBITDA Ajustado ⁴	2,4x	2,5x	1,1x	0,2x	-0,4x	0,1x
FFO Ajustado ⁴	8.537	19.955	32.267	41.433	44.798	133,7%
FFO/DFN Ajustado	11,7%	22,7%	68,5%	359,1%	-166,5%	11,0pp
EBITDA/Intereses Ajustado	3,2x	4,8x	5,1x	6,5x	7,4x	1,6x

¹EBITDA ajustado. Se excluye gastos no recurrentes (€0,8m en 2024 y €1,7m en 2025). Se incluye el EBITDA proforma de las empresas adquiridas en cada año: Enxia adquirida en diciembre de 2024 (€1,2m) y Grupo Barter adquirido en mayo de 2025 (€2,4m). ² Incluye otros pasivos financieros principalmente referidos a aplazamiento de pagos por adquisiciones realizadas (por ejemplo Barter por €14,8m, Serosense por €1,5m y Enxia por €2,9m FY25). ³ En el cálculo de la DFN se incluyen inversiones financieras confirmadas por la propia compañía como equivalentes a caja por su naturaleza o recuperabilidad en el corto plazo. ⁴ El ratio de endeudamiento calculado por la compañía es de 1,5x (2024), 1,9x (2025), 1x (2026e), 0,1x (2027e) y -0,6x (2028), el cual excluye los otros pasivos financieros. ⁴Proyecciones elaboradas por EthiFinance Ratings a partir de ciertas premisas dadas por la empresa.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BBB-
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 (↑)

El alcance de las cifras planteadas en el plan de negocios actual, con un incremento de la demanda de electricidad y gas y un aumento en el desarrollo y venta de comunidades solares. En general, la combinación de estos factores podría mejorar la calificación: nivel de apalancamiento y de cobertura de intereses (DFN /EBITDA por debajo de 1x, FFO/DFN por encima del 45% y EBITDA/intereses por encima de 5,5x en promedio), capitalización (PN/DFT por encima del 75% en promedio), mejora en la calificación ESG.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

El incumplimiento de las previsiones contempladas en el actual plan de negocios, derivado, entre otros factores, de un menor crecimiento de la base de clientes, una ralentización en el desarrollo y comercialización de comunidades solares y/o un más entorno competitivo. Asimismo, un incremento sustancial de las inversiones financiado con deuda o cambios regulatorios adversos que deterioren la rentabilidad del negocio podrían traducirse en un aumento del apalancamiento y un debilitamiento de los principales indicadores crediticios. En general, el deterioro de los niveles de apalancamiento y de cobertura de intereses (DFN /EBITDA por encima de 3x, FFO/DFN por debajo del 25% y EBITDA/intereses por debajo de 3,5x en promedio). Empeoramiento de la capitalización (PN/DFT por debajo del 60% en promedio). 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/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid