



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Positiva

Fecha de primer rating: 14/06/2023

Fecha de revisión: 18/07/2023

Contactos

Senior Associate

Claudia Carolina Berrios Pestana
claudia.berrios@ethifinance.com

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez
guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating action y rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Visalia Energía S.L en “BB+”, cambiando la tendencia de Estable a Positiva.¹
- El rating asignado se apoya en el sólido perfil financiero del grupo caracterizado por un bajo nivel de endeudamiento (DFN/EBITDA <2,0x y FFO/DFN >45% en promedio). Por el contrario, la calificación se ve limitada por el sector en el que opera el grupo, el cual se encuentra principalmente penalizado por los bajos niveles de rentabilidad asociados. Asimismo, el tamaño actual del grupo es un factor que condiciona el posicionamiento competitivo.
- El cambio de tendencia se fundamenta en el crecimiento acelerado evidenciado en el año 2022, tanto en términos de cifra de negocios como de EBITDA. La consolidación de las estrategias desarrolladas entre 2021-2022 proyectan un escenario positivo para la empresa en los próximos años, con el alcance de mayores resultados, manteniendo el ratio de endeudamiento (DFN/EBITDA) controlado y una elevada autonomía financiera (PN/DFT). Aunque entendemos que el alcance de las cifras está sujeto a la evolución del precio de la energía, consideramos que el mantenimiento del contexto actual y la dinámica que viene reportando el grupo, pudiera resultar en una subida de rating en el corto a medio plazo.
- En línea con nuestra metodología, el sector *utilities* presenta un riesgo alto en términos de ESG (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 de comercialización de energía tiene un impacto sensiblemente inferior a aquellos relacionados con la generación, transporte y distribución de la energía. Consecuentemente, se procede a realizar el ajuste considerando un impacto medio a nivel de ESG (sector *heatmap score* entre 2,0 y 2,9), teniendo esto un efecto neutro en la calificación.

Descripción

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 (63%) y gas (34%), así como en el desarrollo, construcción, mantenimiento y explotación de instalaciones solares fotovoltaicas de generación de energía eléctrica (3%). El Grupo Visalia resulta de la integración de distintas comercializadoras independientes, destacando Watium S.L, Syder Comercializadora Verde S.L y Servigas s. XXI, S.A, con una base de clientes principalmente representada por comunidades de propietarios. El grupo alcanzó una cifra de ventas de €338,9m (-18,7% YoY) y un EBITDA de €24,2m (mg EBITDA del 7,2%) con un ratio DFN/EBITDA de 2,4x en base a cifras agregadas a cierre 2022.

Fundamentos

Perfil de negocio

Análisis del sector

- Sector maduro caracterizado por reducidos niveles de rentabilidad, positivas perspectivas a largo plazo y barreras de entrada medias.

El sector, especialmente en el subsegmento comercializador, registra un elevado número de competidores y una elevada rotación de clientes (alto churn rate), lo cual se evidencia en reducidos márgenes de rentabilidad (-2-5% margen EBITDA).

¹ El primer rating otorgado a Visalia Energía S.L fue el 13/01/2023, convirtiéndose en rating público el 14/06/2023, siendo la fecha que aparece en el presente informe.

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, así como de poder comercializar energía mediante contratos a tarifa indexada. Por su parte, las barreras de entrada del sector se consideran medias, principalmente asociadas a los niveles de inversión, el know-how y el grado de integración vertical requerido de cara a ser competitivo, así como la elevada regulación existente. Adicionalmente, las altas necesidades de capital circulante asociadas a la actividad de comercialización dado el 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). La industria, en su conjunto, ofrece unas perspectivas a largo plazo favorables, que pivotarán sobre las energías renovables.

- **El sector tiene una exposición a ESG neutra.**

El sector energético tiene una exposición alta en materia de ESG, 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. En términos generales, 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. Aunque el subsector de comercialización de energía juega un papel relevante en la cadena de valor, consideramos que, por la naturaleza de su actividad, la misma tiene un impacto significativamente inferior en comparación con aquellas industrias relacionadas con la generación, transporte y distribución de la energía. Consecuentemente, se considera una exposición neutra.

Posicionamiento competitivo

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

La firma del acuerdo marco de aprovisionamiento de energía con Shell permite al grupo garantizar el suministro y acceso a una variedad mucho más amplia de productos de gas y electricidad, suponiendo tres grandes ventajas: acceso a un mayor número de índices de referencia, precios fijos y a largo plazo, y pleno acceso a coberturas financieras y SWAPs. Consecuentemente, el acuerdo evita que el grupo bloquee una gran cantidad de efectivo destinado a garantías (OMIE y coberturas) ya que estas serán proporcionadas directamente por Shell, lo cual se consolida como una ventaja competitiva de cara a ofrecer a los clientes soluciones de suministro estables a precios competitivos a la vez que libera mayor cantidad de recursos (*working capital*), potenciando de esta manera la capacidad de crecimiento del grupo. De igual forma, se destaca la capacidad del grupo para el cierre de PPAs con distintos productores lo cual permite estabilizar el precio medio de adquisición de la energía (palanca clave de rentabilidad del grupo a futuro).

- **Amplia diversificación a nivel de producto junto con una base de clientes fidelizada.**

Tras la adquisición de tres marcas reconocidas en el sector (Watium, Syder y Gashogar), con más de 10 años de antigüedad y que cuentan con una propuesta de valor diferencial reconocida por sus clientes y sus canales de prescripción, el grupo ha alcanzado un mayor posicionamiento en el mercado a través de una oferta más amplia y completa que involucra todo los subsegmentos (electricidad, gas y gasóleo), a la vez que aumenta las capacidades de venta cruzada sobre la cartera existente, lo cual permite a la compañía proyectar una tendencia positiva en el volumen de energía vendido en los próximos años. De forma adicional, se destaca los esfuerzos orientados hacia el desarrollo, promoción y venta de parques fotovoltaicos, siendo un eje transversal a todas las líneas de negocio del grupo, no sólo para la oferta de soluciones de autoconsumo, sino para impulsar el crecimiento y la rentabilidad vía PPAs. Por últimos, evaluamos positivamente la nueva estrategia comercial orientada a 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.

Gobierno corporativo

- **Accionariado controlado por un fondo de inversión y equipo directivo que mantiene una política financiera adecuada.**

La estructura de propiedad del Grupo Visalia se encuentra repartido entre Greenmont Energy S.L (71,84%) y Abegarpa Inversiones S.L (28,16%). A pesar de que la estructura accionarial se encuentra principalmente representada por un fondo de inversión estadounidense, se destaca su orientación y permanencia en el largo plazo, así como su compromiso en la expansión del grupo de comercializadoras que forman parte del grupo. Asimismo, se valora positivamente el giro estratégico que ha tenido lugar entre 2021- 2022 tras la entrada de Greenmont Energy, S.L construyendo un modelo de negocio mucho más robusto y conservador a través de la adquisición y mantenimiento de empresas con sólidas propuestas de valor, base de clientes leales y modelos comerciales más prudentes. Adicionalmente, destacamos positivamente las alianzas alcanzadas (acuerdo marco de aprovisionamiento con Shell) lo cual modifica por completo los métodos de contratación tradicionales. La política financiera se valora como adecuada, el grupo combina diferentes fuentes de financiación, destacando una autonomía financiera de nivel medio (PN/DFT) y un nivel de endeudamiento (DFN/EBITDA) controlado (por debajo del 3.0x).

- **Política ESG.**

La puntuación de la compañía en términos de ESG es neutra (puntuación de 2,60) a pesar de no mantener una gestión activa y robusta en materia de ESG. La vulnerabilidad frente a los riesgos ESG es alta pudiendo derivar en la eventual afectación de los ingresos, los resultados, los flujos de efectivo, el valor de los activos o la reputación del grupo en un futuro previsible (hasta 5 años).

Perfil financiero

El análisis a nivel del 'Estado de Ganancias y Pérdidas' se basa en las cuentas agregadas del Grupo Visalia (facilitadas por la propia empresa), las cuales resultan de la agregación de los saldos de las cuentas individuales auditadas de las empresas que actualmente forman parte del grupo, con independencia a la fecha de adquisición de las mismas, destacando: Watium S.L (adquirida en marzo del 2021), Syder Comercializadora Verde S.L (adquirida en julio del 2022) y Servigas s. XXI, S.A (adquirida en julio del 2022), todo ello con el fin de mantener un perímetro de consolidación constante y comparable entre periodos (incluye Visalia Solar y Renovables). En cuanto al análisis a nivel del balance general, el mismo se basa en las cuentas consolidadas y auditadas (auditor: Hispan Auditores, S.L) a cierre 2022, cuyo perímetro de consolidación incluye todas las empresas que actualmente forman parte del grupo.

Flujo de caja y endeudamiento

- **FFOs crecientes y positivos favorecido por el aumento del EBITDA.**

En 2022, el grupo alcanzó un nuevo récord de EBITDA al situarse en €24,2m (+84,9% interanual) en base a cifras agregadas a cierre 2022, beneficiado por: (i) la optimización de la cartera de clientes provenientes del antiguo modelo de negocio de Visalia para centrarse únicamente en clientes rentables, (ii) la reestructuración hacia un modelo de negocio menos intensivo en comisiones por ventas y (iii) la subida en los precios de la energía bajo un coste de aprovisionamientos que se mantuvo relativamente constante (rentabilidad vía PPAs). Consecuentemente, se destaca la capacidad de generar, de forma creciente, flujos de caja procedente de sus operaciones (FFO/EBITDA del 77,1% en 2022), lo cual ha contribuido a continuar con el plan de crecimiento inorgánico del grupo el cual conlleva importantes inversiones (déficit en FCF cercano a €5m en 2022).

- **Endeudamiento controlado a pesar del crecimiento inorgánico del grupo.**

En base a cifras consolidadas a cierre 2022, la deuda financiera neta ascendió a €47,4m (+12,1% vs 2021) derivado de la financiación adicional obtenida de cara a continuar con el plan de crecimiento inorgánico del grupo, mostrando un crecimiento mucho menor en comparación con el comportamiento del EBITDA. Consecuentemente, el ratio DFN/EBITDA se situó en 1,9x y el FFO/DFN en 48,0% (5,3x y 16,9% en 2021, respectivamente). La cobertura de intereses se mantiene en niveles adecuados (6,6x en 2022) a pesar de los elevados intereses asociados

con la financiación obtenida del accionista mayoritario (deuda que devenga un interés del 7%).

Solvencia

- Autonomía financiera media.

El Grupo Visalia se encuentra bajo una estructura de financiación caracterizada por un nivel de autonomía financiera medio (relación entre el patrimonio neto y la deuda financiera total) la cual ha mejorado 10,4pp por encima del año anterior, situándose en 51,3% a cierre 2022 (cifras consolidadas), beneficiado por el incremento del patrimonio neto (+92,8% interanual) tras alcanzar un mayor volumen de beneficio neto (y la no distribución de dividendos), frente a un crecimiento de la deuda financiera total más lento (+53,6% interanual).

Liquidez

- Adecuada situación de liquidez favorecida por la generación recurrente de caja operativa y menores necesidades de financiación del circulante.

Aunque la deuda financiera total mantiene una elevada concentración en el corto plazo (56,2% s/ total DFT en 2022 vs 23,2% en 2021), la esencialidad de los servicios ofrecidos (electricidad y gas) y los períodos de facturación (a 30 días) garantizan la generación de un sólido y recurrente FFO a futuro, que sumado al efectivo y equivalentes disponible (€22,4m) y las líneas de financiación no dispuestas (€14,3m), hacen prever que el Grupo Visalia no presentaría dificultades, a priori, para hacer frente a sus compromisos en el corto plazo.

Modificadores

Controversias

- Actualmente el grupo no presenta ninguna controversia.

Riesgo país

- No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante al concentrar la mayor parte de su operativa en España.

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras. Miles de €.

	2021 ¹	2022 ¹	22vs21	2021a ²	2022a ²	22vs21(a)
Facturación	176.173	231.227	31,2%	416.676	338.954	-18,7%
EBITDA	7.964	25.565	221,0%	13.110	24.239	84,9%
Margen EBITDA	4,5%	11,1%	6,5pp	3,1%	7,2%	4,0pp
EBIT	7.214	32.079	344,6%	11.922	22.019	84,7%
Margen EBIT	4,1%	13,9%	9,8pp	2,9%	6,5%	3,6pp
EBT	3.922	26.092	565,3%	8.741	15.844	81,3%
Total Activo	83.350	148.613	78,3%	149.582	139.017	-7,1%
Patrimonio Neto	18.577	35.819	92,8%	34.444	36.788	6,8%
Deuda Financiera Total ³	45.453	69.799	53,6%	69.308	67.609	-2,5%
Deuda Financiera Neta ³	42.280	47.410	12,1%	62.313	58.087	-6,8%
PN/DFT	40,9%	51,3%	10,4pp	49,7%	54,4%	4,7pp
DFN/EBITDA	5,3x	1,9x	-3,5x	4,8x	2,4x	-2,4x
FFO	7.157	22.774	218,2%	10.385	18.687	79,9%
FFO/DFN	16,9%	48,0%	31,1pp	16,7%	32,2%	15,5pp
EBITDA/Intereses	5,0x	6,6x	1,6x	5,5x	5,4x	-0,1x

¹Cuentas auditadas consolidadas de Visalia Energía S.L. ²Cuentas agregadas al 31 de diciembre de 2021 y 2022 facilitadas por la propia empresa, las cuales resultan de la agregación de los saldos de las cuentas individuales auditadas de las empresas que actualmente forman parte del grupo, con independencia a la fecha de adquisición de las mismas. ³La DFT incluye deuda con socios (Greenmont Energy LTD) por €10m con renovación tácita que el accionista mantendrá hasta su salida del accionariado, devengando un interés del 7%.

Análisis de sensibilidad

Factores que pudieran (individual o colectivamente) impactar en el rating:

- **Factores positivos (↑).**

Entorno económico favorable que resulte en una evolución positiva del sector y mayor volumen de negocio del grupo. Mejora de los niveles de endeudamiento (DFN/EBITDA por debajo de 1,7x, FFO/DFN superior al 50% y EBITDA/intereses por encima de 7,5x en promedio). Incremento de la autonomía financiera (PN/DFT por encima del 75% en promedio).

- **Factores negativos (↓).**

Deterioro de ratios (DFN/EBITDA por encima de 2,5x, FFO/DFN por debajo del 40% y EBITDA/intereses inferior a 5,0x en promedio) y PN/DFT (por debajo del 50% en promedio).

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB
<i>Análisis Sectorial</i>	BB
<i>Ajuste ESG Sector</i>	No
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	BB
<i>Governance</i>	BB+
Perfil Financiero	BBB-
<i>Cash Flow y endeudamiento</i>	BBB
<i>Solvencia</i>	BB
<i>Ajuste ESG Compañía</i>	No
Anchor Rating	BB+
<i>Modificadores</i>	No
Rating	BB+

Información regulatoria

Fuentes de información

La calificación de crédito emitida en este informe ha sido realizada de manera solicitada por parte del ente calificado, participando éste en el proceso. La misma se basa tanto en información privada como pública. Las principales fuentes utilizadas son:

- Cuentas anuales.
- Página web corporativa.
- Información publicada por los Boletines Oficiales.
- Rating book facilitado por la compañía.

La información ha sido exhaustivamente revisada para asegurar plausibilidad y coherencia, considerándose satisfactoria. No obstante, EthiFinance Ratings no asume ninguna responsabilidad sobre la veracidad de la información y de las conclusiones deducidas sobre la misma.

Información adicional

- La calificación ha sido realizada de acuerdo al Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia y en concordancia con la Metodología Corporate Rating y Metodología de Perspectivas que puede consultarse en <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/methodologies>; y bajo la Escala Corporate largo plazo disponible en <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/ratingScale>
- EthiFinance Ratings publica los datos sobre las tasas históricas de incumplimiento de las categorías de calificación, que se alojan en el repositorio central de estadísticas CEREP, del regulador European Securities and Markets Authority (ESMA).
- De acuerdo con lo estipulado en el Artículo 6, apartado 2, en relación con el anexo I, sección B, punto 4, del Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, se informa que en el transcurso de los últimos 12 meses EthiFinance Ratings no ha prestado servicios auxiliares a la entidad calificada ni a terceros vinculados.
- El rating otorgado ha sido notificado a la entidad calificada, no siendo modificado desde entonces.

Condiciones de uso de este documento y su contenido:

Para todo tipo de Calificaciones Crediticias que emita ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (la "AGENCIA"), el Usuario no podrá, ni por sí mismo ni a través de terceros, transferir, subarrendar, sublicenciar, vender, extraer, reutilizar o disponer de cualquier otra forma del contenido de este Documento a un tercero, ya sea a título gratuito u oneroso.

A los efectos de las presentes Condiciones de Uso, se considerará Usuario a todo cliente que pueda haber suscrito un producto y/o un servicio que le permita disponer del contenido de este Documento, así como a toda persona privilegiada que pueda acceder al contenido de este Documento a través de <https://www.ethifinance.com/>.

El usuario tampoco podrá alterar, transformar o distorsionar la información proporcionada de ninguna manera. Asimismo, no podrá copiar y/o duplicar la información, ni crear archivos que contengan la información del Documento, ni en su totalidad ni parcialmente.

El Documento y su código fuente, cualquiera que sea su tipología, se considerará elaboración, creación u obra de la AGENCIA y estará sujeto a la protección de la normativa sobre derechos de propiedad intelectual. Para los usos permitidos de este Documento, el Usuario se obliga a no permitir la supresión del copyright de la AGENCIA, la fecha de emisión del Documento, la razón social establecida por la AGENCIA, así como el logotipo, las marcas y cualquier otro signo distintivo que sea representativo de la AGENCIA y de sus derechos sobre el Documento.

El Usuario acepta las condiciones de Uso de este Documento y queda sujeto a estas disposiciones desde la primera vez que se le facilite este Documento, independientemente de la forma en que se le facilite el mismo. El Documento y su contenido no podrán ser utilizados con fines ilícitos o distintos a los autorizados por la AGENCIA. El Usuario informará a la AGENCIA de cualquier uso no autorizado del Documento y/o de su contenido que se ponga de manifiesto. El Usuario responderá frente a la AGENCIA por sí mismo y por sus empleados y/o por cualquier otro tercero al que se le haya facilitado o haya tenido acceso al Documento y/o a su contenido en caso de daños y perjuicios que se deriven del incumplimiento de las obligaciones que el Usuario declaró haber leído, aceptado y comprendido al recibir el Documento, sin perjuicio de las demás acciones legales que la AGENCIA pueda ejercer en defensa de sus legítimos derechos e intereses.

El Documento se facilita bajo la aceptación de que la AGENCIA no es responsable de la interpretación que el Usuario pueda hacer de la información contenida. Los análisis crediticios incluidos en el Documento, así como las calificaciones y declaraciones, deben considerarse como opiniones válidas en la fecha de emisión de los informes y no como declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, mantener o vender cualquier valor o para tomar cualquier decisión de inversión. Las calificaciones crediticias y las perspectivas de calificación crediticia emitidas por la AGENCIA se consideran una opinión propia, por lo que se recomienda que el Usuario la tome como base limitada para cualquier propósito para el que pretenda utilizar la información. Los análisis no abordan la idoneidad de ningún valor. La AGENCIA no actúa como fiduciaria ni como asesora de inversiones, por lo que el contenido del Documento no debe ser utilizado como sustituto de los conocimientos, criterios, juicios o experiencia del Usuario, su Dirección, empleados, asesores y/o clientes para la toma de decisiones de inversión. La AGENCIA dedica todos sus esfuerzos a garantizar que la información suministrada sea precisa y fiable. No obstante, dado que la información se elabora en base a datos suministrados por fuentes que pueden estar fuera del control de la AGENCIA, y cuya verificación y comparación no siempre es posible, la AGENCIA, sus filiales, y sus directores, accionistas, empleados, analistas y agentes no tendrán responsabilidad alguna (incluyendo, sin limitación alguna, pérdida de ingresos y costes de oportunidad, pérdida de negocio o daños a la reputación o cualquier otro coste) por cualquier inexactitud, error, falta de correspondencia, integridad u omisión de datos e información utilizados en la elaboración del Documento o en relación con cualquier uso de su contenido, incluso en el caso de haber sido advertida de los posibles daños. La AGENCIA no realiza auditorías ni asume la obligación de verificar las fuentes de información independientes sobre las que se elaboran las calificaciones.

Por lo tanto, el Usuario acepta que la información proporcionada por la AGENCIA puede ser un elemento más a tener en cuenta a la hora de tomar decisiones empresariales, pero no se tomarán decisiones basándose únicamente en ella; siendo así, la AGENCIA no se hace responsable de la falta de idoneidad. Asimismo, la utilización de la información ante juzgados y/o tribunales, administraciones públicas, o cualquier otro organismo público o tercero privado por cualquier motivo, será responsabilidad exclusiva del Usuario y la AGENCIA no responderá de ninguna responsabilidad por la inadecuación de los contenidos de la información.

La información sobre las personas físicas que pueda aparecer en este documento es única y exclusivamente relevante para sus negocios o actividades empresariales, sin referencia a la esfera de su vida privada, por lo que puede ser considerada. Los datos personales que puedan aparecer en este documento son tratados de acuerdo con el Reglamento (UE) 679/2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos y demás normativa aplicable. Aquellos interesados que deseen ejercer los derechos que les asisten pueden encontrar más información en el enlace: <https://www.ethifinance.com/> en la página de Política de Privacidad o contactar con nuestro Delegado de Protección de Datos en el correo dpo@ethifinance.com.

Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. Todos los derechos reservados.

C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid - España.