



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Stable

Initiation date 14/12/2021
Rating Date 01/10/2026

Contacts

Lead analyst

Antonio J. Revelles Román
antonio.revelles@ethifinance.com

Committee chair

Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings sube la calificación de Arquimea Group, S.A., pasando de “BB+” a “BBB-”, manteniendo su tendencia Estable.
- Para la mejora de calificación se ha considerado la refinanciación efectiva de la emisión de bonos en circulación por €25m y que no se produzcan desviaciones superiores al 20% en la facturación consolidada durante el ejercicio fiscal en curso y en los próximos dos ejercicios fiscales. Potenciales desviaciones en estas hipótesis consideradas podrían impactar en la calificación otorgada, requiriendo de la monitorización y seguimiento durante los próximos meses.
- Arquimea se conforma como un grupo que desarrolla actividades de base tecnológica para diferentes sectores y con presencia internacional. Entre sus negocios destaca el desarrollo y comercialización de sistemas para defensa, espacio e investigación científica, así como la financiación de proyectos de I+D+i mediante *tax lease* y la creación de tecnologías disruptivas.
- La mejora de la calificación refleja el fortalecimiento sostenido de la actividad y la rentabilidad operativa durante los dos últimos ejercicios fiscales, que ha permitido situar las principales métricas de apalancamiento en niveles adecuados y favorece sus fundamentos de negocio y ventajas competitivas asociadas. Asimismo, la mejora de calificación incorpora la expectativa de que esta evolución continúe en el corto y medio plazo, respaldada por la elevada visibilidad que proporciona el backlog de proyectos en ejecución, así como por las nuevas oportunidades comerciales en negociación cuya materialización se prevé durante 2026-2028. Aunque las estimaciones en este periodo contemplan un incremento de la deuda financiera y cierta presión temporal sobre el ratio de capitalización, se espera que el crecimiento de los resultados y su conversión en caja operativa permitan mantener un apalancamiento neto contenido.
- El rating otorgado se fundamenta, principalmente, en i) La presencia de actividades en sectores de alto componente tecnológico como el aeroespacial y defensa, con unas favorables perspectivas en su demanda; ii) Un posicionamiento competitivo satisfactorio donde destaca su participación en proyectos internacionales en el área aeroespacial y nacionales en el área de defensa, que se suman a su cartera de clientes públicos/privados de primer nivel con los que opera (Ministerio de Defensa de España, ESA, Airbus, Northrop Grumman,...); y iii) Un perfil de riesgo financiero que muestra unos niveles de apalancamiento, ajustados por EthiFinance Ratings, en valores adecuados (DFN/EBITDA del 2,1x en FY26; FFO/DFN del 21,5% en FY26) y una apropiada cobertura EBITDA/intereses de 6,2x.
- Entre los factores que limitan la calificación destacan i) El tamaño más limitado del Grupo en comparación con grandes competidores internacionales de sus sectores de referencia, lo que impacta en su escala y resiliencia ante eventos adversos; ii) La concentración en el accionariado familiar, que asegura continuidad estratégica pero reduce la capacidad financiera y de refuerzo patrimonial externo; iii) La dependencia de determinados contratos o proyectos que introducen volatilidad en la generación de resultados; y iv) Un ratio de capitalización satisfactorio pero afectado por los deterioros asociados a su fondo de comercio, previéndose se encuentre penalizado en el corto plazo tras el incremento de deuda financiera prevista (Patrimonio neto/Deuda financiera total ajustada < 60%).
- En línea con nuestra metodología, los sectores donde se ubica Arquimea presentan en conjunto un riesgo medio-alto en términos de ESG (sector heatmap entre 3,5 y 4,0) dado su impacto en el medio ambiente. Esto resulta en una evaluación sectorial que se ve afectada por consideraciones ESG relacionadas con estas industrias en un notch. Por otro lado, la evaluación ESG para la compañía es positiva (1,35/5), impactando positivamente en el perfil financiero de riesgo de Arquimea.

Descripción de la Compañía

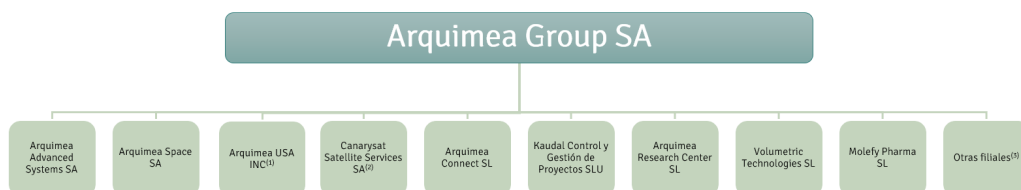
ARQUIMEA Group, S.A. es un grupo tecnológico español fundado en 2005 y con sede en la Comunidad de Madrid. Opera a escala global y dispone de presencia operativa en España, Estados Unidos, Singapur y Malasia, entre otros mercados, contando con una plantilla superior a 600 profesionales. El Grupo desarrolla productos y soluciones basados en tecnologías propias para sectores de elevada exigencia técnica, destacando su mayor enfoque en el área de defensa y espacio en su trayectoria reciente. Su actividad se estructura actualmente en cinco áreas principales:

- Defensa:** desarrolla y fabrica soluciones tecnológicas avanzadas para aplicaciones de defensa y seguridad, incluyendo sistemas de información y control, navegación, vigilancia, comunicaciones y plataformas autónomas. El Grupo participa en programas del Ministerio de Defensa español y colabora con grandes compañías del sector para integrar sus tecnologías en plataformas militares, manteniendo asimismo una actividad internacional en distintos países con organismos públicos.

- **Espacio:** diseña y fabrica equipos y componentes para satélites y lanzadores, incluyendo sistemas térmicos, estructuras, mecanismos y actuadores, electrónica y microelectrónica resistente a radiación, sistemas de observación y satélites de órbita baja. Arquimea ha participado en más de 190 misiones espaciales y ha colaborado con más de 200 clientes, entre ellos agencias, centros de investigación y operadores comerciales internacionales. Asimismo, se encuentra en proceso de desarrollar satélites propios y tecnología destinada a constelaciones de comunicaciones.
- **Financiera:** a través de Kaudal, canaliza inversión privada hacia proyectos de I+D+i mediante estructuras de tax lease y la transferencia de incentivos fiscales a inversores. Desde su creación en 2016, esta actividad ha contribuido a obtener financiación por más de €575m para más de 535 proyectos pertenecientes a sectores como salud, medioambiente, industria, agroalimentación, biotecnología, espacio e industria digital.
- **Nuevas Tecnologías:** representa el compromiso del Grupo con la creación, el desarrollo y la llegada al mercado de tecnologías disruptivas y nuevos modelos de negocio. Incluye ARQUIMEA Research Center (ARC), el centro corporativo de investigación del Grupo, centrado en áreas como la inteligencia artificial, las tecnologías cuánticas, la robótica y la biotecnología; ARQUIMEA Connect, su unidad especializada de ingeniería, que transforma capacidades tecnológicas en desarrollos y soluciones avanzadas de ingeniería; y Volinga y Molefy Pharma, dos *spin-offs* surgidas de las actividades de investigación e innovación de ARC.
- **Servicios Corporativos:** concentra las funciones transversales de soporte del Grupo, incluyendo finanzas, legal, recursos humanos y sistemas de información.

En el ejercicio fiscal finalizado en marzo de 2026 (FY26), ARQUIMEA Group, S.A. alcanzó una facturación consolidada de €115,3m y un EBITDA ajustado por EthiFinance Ratings de €30,7m (margen del 26,6%). La deuda financiera neta ajustada se situó en €63,3m, resultando en un ratio DFN/EBITDA ajustado de 2,1x (2,9x en FY25).

Estructura Arquimea Group



⁽¹⁾ Arquimea USA participa en Ecliptic, LLC al 100% a través de Arquimea FAMA, Inc.; ⁽²⁾ Participa al 62,7% en NSL Comm LTD; ⁽³⁾ Participaciones en otras sociedades incluidas en el perímetro de consolidación con un tamaño más reducido.

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- **Industria resiliente, con fundamentos satisfactorios y perspectivas favorables, impulsadas por el incremento estructural del gasto público en defensa y espacio.**

Arquimea opera, principalmente, en la industria aeroespacial, de defensa y seguridad, caracterizada por elevadas barreras de entrada asociadas a las inversiones en I+D, infraestructuras y capacidad productiva, la disponibilidad de personal altamente cualificado, el conocimiento tecnológico y el cumplimiento de requisitos regulatorios y de homologación relevantes. Estas características favorecen a los players consolidados, con tecnología propia y capacidad de generar sinergias, aunque esta actividad mantiene una exposición significativa a procesos de adjudicación prolongados, concentración de clientes institucionales y necesidades relevantes de inversión.

Las perspectivas de la industria de defensa en Europa se mantienen favorables ante el aumento de los presupuestos, la renovación de capacidades operativas y la prioridad concedida a la autonomía estratégica y tecnológica. El gasto agregado de los Estados miembros de la Unión Europea alcanzó €418.000m en 2025, un 20% más que en 2024 y equivalente al 2,2% del PIB, mientras que la Agencia Europea de Defensa proyecta €454.000m en 2026, equivalente al 2,4% del PIB. Asimismo, el programa de trabajo de 2026 del Fondo Europeo de Defensa asigna €1.000m a proyectos colaborativos de I+D. En España, esta dinámica se refuerza con el Plan Industrial y Tecnológico para la Seguridad y la Defensa, los nuevos Programas Especiales de Modernización en curso y la ejecución del PERTE Aeroespacial y de la consolidación progresiva de la Agencia Espacial Española.

La industria espacial europea presenta asimismo perspectivas favorables, especialmente en comunicaciones por satélite, observación de la Tierra, navegación y aplicaciones de seguridad y defensa. Según ESA Space Economy Report 2026, los presupuestos espaciales europeos aumentaron un 12% en 2025, hasta €13.500m, registrando el primer crecimiento de doble dígito de los últimos cinco años. El mercado upstream global alcanzó aproximadamente

€75.000m, con una demanda institucional crecientemente orientada a defensa, mientras que las compañías espaciales europeas captaron €1.400m de inversión. Esta evolución refuerza la convergencia entre espacio, defensa y seguridad, pero también mantiene la dependencia de presupuestos públicos, prioridades institucionales y ciclos de adjudicación.

En conjunto, el aumento estructural de la demanda reduce el riesgo de infrautilización industrial, pero no implica una traslación inmediata ni homogénea a ingresos, márgenes y generación de caja de los distintos players que conforman esta industria. La ejecución de los programas exige anticipar inversiones, ampliar capacidad productiva y financiar mayores necesidades de working capital, en un contexto de presión sobre las cadenas de suministro, disponibilidad de personal cualificado y un entorno macroeconómico y geopolítico con un riesgo significativo asociado. En paralelo, el mecenazgo tecnológico mantiene perspectivas satisfactorias como mecanismo complementario de financiación de proyectos de I+D+i, apoyado en las deducciones del Impuesto sobre Sociedades y, en determinadas estructuras, en Agrupaciones de Interés Económico, aunque permanece expuesto a cambios normativos y a potenciales contingencias relacionadas con la elegibilidad y trazabilidad de los proyectos financiados.

- **En línea con nuestra metodología, las industrias donde opera Arquimea presenta un riesgo medio-alto (heatmap entre 3,5 y 4,0).**

Según nuestra metodología, los sectores en los que opera Arquimea muestran una exposición ESG superior a la media, dada la presencia de la industria de ADS (Aeroespacial, Defensa y Seguridad), con una puntuación en nuestro heatmap de entre 3,5 y 4,0 y que impacta negativamente en nuestra valoración debido a su elevada huella ambiental, intensidad energética y sensibilidad social. El riesgo potencial de los factores ESG a medio plazo implica que se requiere una transición hacia nuevas prácticas en las compañías. No llevar a cabo ninguna acción podría generar un impacto material en la estabilidad general o los niveles de rentabilidad de estas industrias en el corto y medio plazo. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que se ve rebajado en un notch.

Posicionamiento Competitivo

- **Posicionamiento satisfactorio como especialista en Europa y en el sector aeroespacial y de defensa que matiza una escala más limitada en comparación a otros players de referencia.**

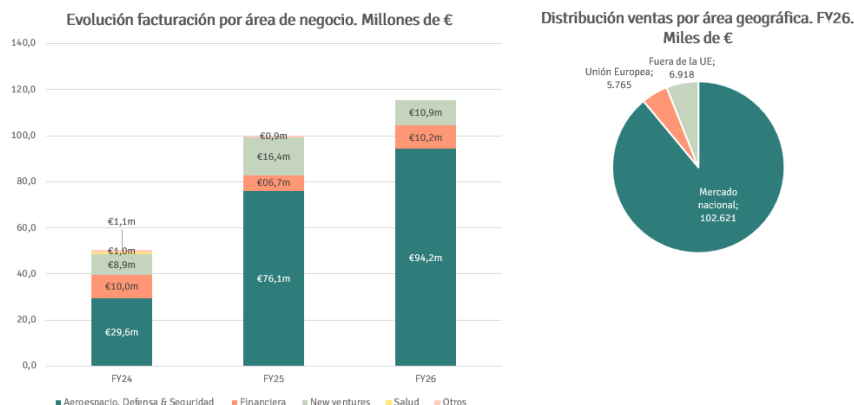
Arquimea presenta un posicionamiento y ventajas competitivas satisfactorias como operador especializado en nichos tecnológicos de elevada complejidad, apoyado en más de 20 años de trayectoria, tecnología propia y un conocimiento técnico difícilmente replicable. Aunque su menor tamaño frente a los grandes competidores internacionales limita sus economías de escala y su acceso directo a determinadas macrolicitaciones, el Grupo mantiene relaciones estables con clientes institucionales y corporativos de primer nivel, participa en múltiples misiones espaciales y proyectos internacionales de defensa. De este modo, el Grupo dispone de una cartera de proyectos plurianual superior a €700m que aporta recurrencia y visibilidad a los ingresos y que se ha reforzado progresivamente en el último trienio. Estas capacidades diferenciadas, junto con el elevado valor añadido de sus productos, favorecen su poder de negociación y mitigan parcialmente las limitaciones derivadas de su menor escala. La experiencia en el segmento aeroespacial está respaldada por su participación en más de 190 misiones y la colaboración con más de 200 clientes, destacando su contribución prevista en IRIS2, el programa europeo de comunicaciones satelitales seguras y soberanas, como uno de sus principales vectores de crecimiento, junto con los programas de exploración lunar liderados por Europa, Estados Unidos y Japón.

El posicionamiento del Grupo se ha reforzado mediante la incorporación progresiva de capacidades técnicas, la mayor integración vertical alcanzada y su participación en distintos proyectos estratégicos en Aeroespacial, Defensa y Seguridad, entre los que destacan el desarrollo de sistemas de defensa en España, las iniciativas de comunicaciones satelitales y la adquisición de Perseo Techworks, que amplía su oferta en sistemas submarinos autónomos y munición merodeadora multidominio. Asimismo, los acuerdos con otros operadores industriales (Northrop Grumman, Lockheed Martin, Navantia, Indra, entre otros) favorecen la integración de sus soluciones en plataformas de mayor alcance y facilitan su acceso a grandes programas nacionales e internacionales. En este sentido, destaca el acuerdo con Indra Group, que prevé explorar la posible integración de la munición merodeadora de Arquimea en la nube de combate de Indra y en su plataforma IndraMind, además de en vehículos terrestres y sistemas aéreos no tripulados. Estas alianzas, junto con sus proyectos en curso con el Ministerio de Defensa de España y su adecuada especialización en sistemas autónomos y tecnologías de defensa y espacio, se prevé refuercen sus ventajas competitivas y su capacidad para beneficiarse del crecimiento previsto de la demanda de esta industria.

- **Diversificación operativa satisfactoria con un mayor peso en el área Aeroespacial, Defensa y Seguridad y en el mercado nacional.**

El perfil de diversificación por áreas de negocio de Arquimea se mantiene en niveles satisfactorios, aunque continúa condicionado por el creciente peso de Aeroespacial, Defensa y Seguridad. En FY26, la facturación consolidada aumentó hasta €115,3m (€100,1m en FY25), impulsada principalmente por el mayor volumen de proyectos ejecutados en ADS, cuyas ventas alcanzaron €94,2m (€76,1m en FY25) y pasaron a representar el 81,7% del total, frente al 76,0% del ejercicio anterior. Las restantes áreas aportan cierta diversificación, aunque su relevancia conjunta se redujo: el área Financiera aumentó su facturación hasta €10,2m (€6,7m en FY25), mientras que New Ventures descendió hasta €10,9m (€16,4m en FY25). Esta concentración se encuentra parcialmente mitigada por la variedad de productos,

tecnologías y proyectos desarrollados dentro de ADS, si bien incrementa la exposición del Grupo al calendario de adjudicación y ejecución de los programas de defensa y espacio.



Desde el punto de vista geográfico, el mercado español consolidó su posición como principal área de actividad, con ventas de €102,6m en FY26, equivalentes al 89,0% de la facturación total, frente al 86,8% en FY25. Las ventas a la Unión Europea se situaron en €5,8m, un 5,0% del total, mientras que las destinadas a países de fuera de la UE alcanzaron €6,9m, un 6,0%. Esta evolución responde, principalmente, al creciente peso de los programas españoles de defensa y espacio y limita la diversificación geográfica efectiva del Grupo. No obstante, el riesgo se encuentra parcialmente mitigado por el carácter institucional y la calidad crediticia de una parte relevante de las contrapartes, así como por la presencia internacional y las capacidades comerciales de Arquimea, destacando sus acuerdos en Filipinas, EEUU e India, y que pueden favorecer una mayor contribución de los mercados exteriores a medio plazo.

En cuanto a clientes, la estructura se mantiene concentrada, representando el Ministerio de Defensa español el 44,7% de las ventas de FY26, frente al 45,5% en FY25. Los restantes clientes aportaron individualmente menos del 3% de la facturación, salvo un cliente privado especializado en ADS que representó aproximadamente el 12%. Este riesgo, habitual en una industria caracterizada por grandes programas institucionales, se encuentra parcialmente mitigado por la calidad crediticia del principal cliente, la relevancia estratégica y plurianual de los proyectos y la distribución de la cartera entre distintos contratos.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Accionariado concentrado, estable y de carácter familiar con participación directa en el negocio.**

Arquimea mantiene una estructura accionarial concentrada en el núcleo familiar fundador. ARQUIMEA Enterprises, S.L.U. es el accionista principal, con una participación del 75%, sociedad holding propiedad de Diego Fernández, fundador del Grupo. El 25% restante de la propiedad pertenece a Grupo Viñas Verdes Olivas Negras, S.L.U., vinculado al mismo entorno familiar. Esta estructura favorece la estabilidad accionarial, la continuidad estratégica y una orientación de largo plazo, apoyadas en la participación directa del fundador en el desarrollo del negocio. Asimismo, el Grupo cuenta con un Consejo Asesor de carácter no vinculante, integrado por miembros independientes y los dos accionistas de la compañía que ocupan el puesto de Presidente y Vicepresidente. El Grupo dispone de un marco de cumplimiento que incluye un código ético, una política de prevención del soborno y la corrupción y un canal ético.

Desde EthiFinance Ratings valoramos positivamente la cohesión del accionariado y su alineación con la estrategia del Grupo. No obstante, la valoración se encuentra limitada por la elevada concentración de la propiedad, la ausencia de cotización y de socios industriales o financieros externos con capacidad para aportar recursos en potenciales escenarios de estrés, así como por el carácter no vinculante del Consejo Asesor que se matiza por la presencia de miembros independientes en este órgano de decisión.

- **Política financiera satisfactoria, orientada al crecimiento de capacidades técnicas y a la integración vertical, aunque condicionada por las elevadas necesidades de inversión y la refinanciación del programa de bonos y requerimientos de financiación.**

La gestión y la política financiera del Grupo se consideran satisfactorias. La dirección combina experiencia técnica en actividades de elevada complejidad con una estrategia de largo plazo orientada al crecimiento, la innovación y la integración vertical mediante el desarrollo interno de tecnología y la adquisición o participación en negocios especializados. Esta estrategia se ha financiado mediante una combinación de recursos propios, deuda bancaria, programas públicos e instrumentos de financiación alternativa, incluidos el programa de bonos y pagarés en el Mercado Alternativo de Renta Fija. La mejora de la actividad, la creciente visibilidad de la cartera y el favorable acceso histórico a distintas fuentes de financiación respaldan la valoración, aunque el volumen recurrente de inversiones, I+D y necesidades de fondos continúa condicionando la generación de resultados y caja operativa. El Grupo mantiene,

además, una política de reinversión de una parte relevante de sus beneficios en el desarrollo y captación de nuevos productos, servicios y tecnologías.

El principal reto financiero a corto plazo es alcanzar la refinanciación de la emisión en circulación de €25m con vencimiento el 28 de diciembre de 2026, que se estima culminar antes de su vencimiento. Desde EthiFinance Ratings consideramos satisfactoria la política financiera y de inversiones del Grupo, pero su valoración continúa condicionada a una gestión prudente del endeudamiento financiero, al mantenimiento de una generación de fondos acorde con las inversiones realizadas y estimadas en su plan estratégico y a la formalización en condiciones adecuadas de la refinanciación prevista del programa de bonos. Potenciales desviaciones en estos objetivos podrían impactar en la valoración calificación otorgada.

- **Análisis ESG positivo.**

EthiFinance Ratings valora el perfil ESG de Arquimea como positivo, generando un impacto positivo en la calificación (score 1,35/5 frente a 1,15/5 en FY25). El Grupo muestra un desempeño sólido en gobernanza, valorándose positivamente la separación de funciones, código ético y gestión de factores no financieros que se suman al avance en el ámbito social, donde destaca la presencia femenina en puestos de liderazgo y la reducción del absentismo laboral de la plantilla. Por otro lado, el Grupo destaca también positivamente en sus aspectos medioambientales pese a la reordenación del perímetro de consolidación durante el ejercicio y la evolución interanual negativa.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Crecimiento de la actividad y rentabilidad satisfactoria a nivel de EBITDA, aunque con un resultado operativo afectado por deterioros no recurrentes.**

Desde EthiFinance Ratings valoramos positivamente la consolidación de la recuperación de la actividad y la mejora de la rentabilidad en su trayectoria reciente. En FY26, Arquimea incrementó su facturación consolidada un 15,1%, hasta €115,3m (€100,2m en FY25), impulsada principalmente por la mayor ejecución de programas y proyectos en el área de Aeroespacial, Defensa y Seguridad. Esta evolución da continuidad a la recuperación iniciada en FY25 tras el ejercicio de transición registrado en FY24 y aporta una mayor base de actividad, apoyada en la visibilidad proporcionada por la cartera de proyectos y los contratos previstos para el corto y medio plazo.

Rentabilidad. Miles de €.*					
	FY24	FY25	FY26	25vs24	26vs25
Facturación	50.538	100.155	115.304	98,2%	15,1%
Mg Bruto	87,2%	76,3%	73,5%	-10,9pp	-2,8pp
EBITDA Aj.	-3.745	23.836	30.717	736,4%	28,9%
Mg EBITDA Aj.	-7,4%	23,8%	26,6%	31,2pp	2,8pp
EBIT	1.969	14.231	856	622,8%	-94,0%
Mg EBIT	3,9%	14,2%	0,7%	10,3pp	-13,5pp
Gastos Financieros	-2.730	-4.141	-4.072	-51,7%	1,7%
EBT	-1.173	35.209	-3.754	3100,6%	-110,7%

*Ejercicio fiscal desde 1 de abril a 31 de marzo; EBITDA ajustado por los compromisos asociados a sus arrendamientos operativos; Se detrae el deterioro relacionado con el tax lease de R&D&I en el cálculo de EBITDA

En términos de costes, el margen bruto se redujo hasta el 73,5% (76,3% en FY25), como consecuencia del mayor peso de los aprovisionamientos y costes operativos asociados al crecimiento y al mix de proyectos ejecutados. Pese a ello, el EBITDA ajustado aumentó un 28,9%, hasta €30,7m, elevando el margen al 26,6% desde el 23,8% registrado en FY25 tras el efecto asociado a los compromisos por arrendamientos operativos. El incremento del EBITDA ajustado se encuentra parcialmente explicado por el mayor ajuste asociado a los arrendamientos operativos. Excluido dicho efecto, el EBITDA y el margen subyacente se mantuvieron relativamente estables, por lo que valoramos favorablemente su resiliencia pese a la contracción del margen bruto.

La evolución por debajo del EBITDA fue menos favorable, con un EBIT de €0,9m y un margen del 0,7% en FY26 (€14,2m y 14,2% en FY25), debido principalmente a deterioros asociados a su fondo de comercio. De este modo, estos deterioros incluyen €10,1m correspondientes al fondo de comercio de NSL Comm Ltd., tras revisarse a la baja sus expectativas de resultados y flujos de caja, y aproximadamente €3,9m vinculados a proyectos de I+D capitalizados cuya rentabilidad o viabilidad comercial resultó inferior a la inicialmente prevista. Por su parte, el resultado antes de impuestos se situó en -€3,8m (€35,2m en FY25), comparación condicionada por el ingreso financiero extraordinario de €28,5m registrado en FY25 por la revalorización de NSL Comm Ltd. tras su integración global. Los gastos financieros se mantuvieron estables en €4,1m. En conjunto, mantenemos una valoración satisfactoria de las ventas y la rentabilidad, apoyada en el crecimiento de la actividad y la mejora del margen EBITDA ajustado, aunque condicionada a que los deterioros no adquieran carácter recurrente, se cumplan las previsiones de rentabilidad de las inversiones y la ejecución de la cartera se traduzca en resultados y generación de caja.

Endeudamiento y Cobertura

- Endeudamiento y cobertura de intereses adecuados en relación con su generación de fondos, con una mejora del apalancamiento neto durante el último ejercicio fiscal.

Durante FY26, Arquimea incrementó su deuda financiera total ajustada hasta €87,1m (FY25: €76,6m), principalmente por el mayor recurso al programa de pagarés, cuyo saldo alcanzó €28,7m (FY25: €6,8m), y por el aumento de los compromisos por arrendamientos operativos hasta €14,8m (FY25: €6,0m), asociados a oficinas y equipos necesarios para acompañar el crecimiento del Grupo. No obstante, cabe matizar que sin considerar los compromisos por arrendamientos operativos, su deuda financiera total se mantuvo estabilizada respecto al año anterior (€72,3m en FY26 vs €70,7m en FY25). Igualmente, y, en sentido contrario, la financiación bancaria disminuyó hasta €3,4m (FY25: €17,0m), mientras que las pólizas de crédito y las líneas de factoring y confirming con recurso se redujeron hasta niveles prácticamente nulos (FY25: €3,5m). El resto de los compromisos financieros evolucionaron favorablemente o permanecieron estables, con arrendamientos financieros de €2,6m, préstamos asociados a entidades públicas de €2,3m y otros préstamos de €10,4m. En consecuencia, aumentó el peso de la financiación mediante mercados de capitales, considerando los pagarés y el bono corporativo por €24,8m.

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €.*				
	FY24	FY25	FY26	26vs25
Obligaciones y otros valores negociables	24.668	24.671	24.813	0,6%
Préstamos	7.550	17.045	3.437	-79,8%
Pólizas de crédito/Factoring	807	3.469	17	-99,5%
Arrendamientos financieros	330	2.959	2.649	-10,5%
Programa de pagarés	7.100	6.800	28.700	322,1%
Préstamos Subvenciones	2.456	2.539	2.294	-9,6%
Otros préstamos	12.767	13.095	10.382	-20,7%
Deuda financiera reportada	55.678	70.579	72.292	2,4%
Arrendamientos operativos	10.314	6.006	14.787	146,2%
Deuda financiera total ajustada	65.992	76.585	87.079	13,7%
Caja	28.051	8.109	23.750	192,9%
DFN ajustada	37.942	68.475	63.329	-7,5%
EBITDA ajustado	- 3.745	23.836	30.717	28,9%
DFN/EBITDA ajustado	-10,13x	2,87x	2,06x	-0,81x
DFN reportada covenants	22.137	59.709	47.142	-21,0%
EBITDA reportado covenants	6.309	21.834	25.804	18,2%
DFN/EBITDA reportado covenants	3,51x	2,73x	1,83x	-0,91x

*Los cálculos y ajustes considerados se han realizado según metodología de EthiFinance Ratings, siendo estos considerados únicamente para realizar la calificación y no para un uso distinto al mismo

El aumento de la caja disponible hasta €23,8m (FY25: €8,1m) compensó el crecimiento de la deuda financiera total y permitió reducir la deuda financiera neta ajustada hasta €63,3m (FY25: €68,5m). Junto con la mejora del EBITDA ajustado, esta evolución situó el ratio DFN/EBITDA ajustado en 2,1x (FY25: 2,9x), nivel que consideramos satisfactorio para el perfil operativo del Grupo. Bajo las definiciones de los covenants de Arquimea, el ratio se situó en 1,8x (FY25: 2,7x), manteniendo un margen adecuado frente al límite contractual de 3,5x. Asimismo, la cobertura EBITDA ajustado/intereses ajustados mejoró hasta 6,2x (FY25: 5,3x), reflejando una adecuada capacidad de atención de los gastos financieros.

Su calendario de vencimientos presenta una elevada concentración en el corto plazo, con €39,5m en 2027, equivalentes al 54,2% del total, y €26,1m en 2028, un 35,8%. Destacan los vencimientos de obligaciones y otros valores negociables, por €30,8m en 2027 y €22,7m en 2028, incluyendo el bono con vencimiento en diciembre de 2026 y los pagarés que vencen a lo largo de 2027. El principal hito financiero es, por tanto, la aprobación del nuevo programa de bonos por el mismo importe (€100m) y la refinanciación y potencial ampliación de la emisión en circulación (€25m), actualmente en proceso de reestructuración y negociación. Desde EthiFinance Ratings valoramos positivamente la mejora del apalancamiento financiero y de la cobertura de interés, aunque la ausencia de una estructura definitiva de refinanciación mantiene los vencimientos como uno de los principales factores de seguimiento.

Análisis de Flujo de Caja

- Retorno a una generación de caja libre positiva, aunque condicionada por el impacto del capital circulante y la elevada intensidad inversora.

La generación de caja operativa se mantuvo en niveles favorables en FY26, aunque moderándose respecto al ejercicio anterior. El FFO ajustado se situó en €13,6m (€15,6m en FY25), en niveles satisfactorios en relación con su endeudamiento financiero neto (FFO/DFN ajustado del 21,5% en FY26; 22,7% en FY25). La liberación de capital circulante alcanzó €22,4m (€25,3m en FY25) y permitió situar el Cash Flow Operativo Ajustado en €36,1m y compensar el menor FFO generado durante el ejercicio. Esta gestión de circulante evidencia que una parte relevante de la

generación de caja depende en una medida relevante del calendario de cobros, anticipos e hitos contractuales, propio de la industria donde opera.

Cash flow. Miles de €.	FY24	FY25	FY26	25vs24	26vs25
Funds From Operations	7.970	13.969	9.555	75,3%	-31,6%
Ajuste de DGA por arrendamiento operativo	2.880	1.608	4.086	-44,2%	154,1%
Funds From Operations Aj.	10.850	15.577	13.641	43,6%	-12,4%
+/- variación WK	-7.829	25.308	22.433	423,3%	-11,4%
Cash Flow Operativo Aj.	3.021	40.885	36.074	1253,5%	-11,8%
Capex	-3.142	-9.026	-22.484	-187,3%	-149,1%
M&A	-10.435	-4.490	-2.619	57,0%	41,7%
Otras	1.503	-60.113	857	-4099,0%	101,4%
Cash Flow Inversión	-12.074	-73.629	-24.246	-509,8%	67,1%
Ajuste de DGA por arrendamientos operativos	-2.880	-1.608	-4.086	44,2%	-154,1%
Cash Flow Libre Aj.	-11.933	-34.352	7.742	-187,9%	122,5%
+/- variación patrimonio	19.999	0	0	-100,0%	-
- Dividendos	0	-4.500	0	-	100,0%
Cash Flow Final Generado Internamente	8.066	-38.852	7.742	-581,6%	119,9%

El flujo de inversión se redujo significativamente hasta -€24,2m respecto al año anterior (-€73,6m en FY25), condicionado por la toma de control de NSL Comm Ltd en ese ejercicio. En FY26, el capex total fue de €22,5m (€9,0m en FY25), conformado, principalmente, por las inversiones destinadas al desarrollo tecnológico y a la ampliación de las capacidades productivas vinculadas a los proyectos en ejecución. Por su parte, las inversiones asociadas a operaciones corporativas disminuyeron hasta €2,6m. Tras considerar los reembolsos de arrendamientos operativos por €4,1m, el Cash Flow Libre Ajustado volvió a valores positivos y alcanzó €7,7m (-€34,4m en FY25). Asimismo, la ausencia de dividendos en FY26, frente a los €4,5m distribuidos en FY25, permitió retener íntegramente el flujo libre generado y reforzar la posición de tesorería.

Desde EthiFinance Ratings valoramos positivamente el retorno a una generación de caja libre positiva en FY26 y consideramos como satisfactoria la generación de caja operativa del Grupo, aunque su evolución dependerá de que los cobros y anticipos asociados al backlog de proyectos mantengan una dinámica favorable y que las inversiones realizadas en los últimos ejercicios se traduzcan progresivamente en mayores ingresos, EBITDA y flujos de caja recurrentes.

Capitalización

- Estructura de capital satisfactoria pese a la reducción del patrimonio neto y el incremento de la deuda financiera total ajustada durante FY26.

Arquimea presenta un patrimonio neto consolidado de €54,1m a cierre de FY26 (€67,8m en FY25), contrayéndose respecto al ejercicio anterior tras las pérdidas del ejercicio derivadas de los deterioros contabilizados y asociados a NSL Comm Ltd. Al mismo tiempo, el incremento de la deuda financiera total ajustada durante FY26 situó el ratio Patrimonio Neto/Deuda Financiera Total ajustada en el 62,1% (88,6% en FY25). Desde EthiFinance Ratings valoramos la capitalización como satisfactoria, al mantenerse una base patrimonial significativa, aunque con una menor capacidad de absorción de pérdidas futuras y mayor exposición relativa al endeudamiento financiero. La recuperación de resultados, la retención de beneficios y la ausencia de nuevos deterioros materiales significativos serán determinantes para estabilizar la estructura de capital y evitar un debilitamiento adicional en nuestra valoración.

Liquidez

- Posición de liquidez razonable y perfil de refinanciación satisfactorio pero condicionados a la reestructuración de la emisión de bonos en circulación.

La posición de liquidez de Arquimea se considera adecuada. A cierre de FY26, el Grupo disponía de €23,8m de caja consolidada y €25,5m de líneas de crédito no dispuestas. Conforme a las estimaciones ajustadas de EthiFinance Ratings, y considerando para FY27 y FY28 un flujo de caja libre ajustado negativo, y las distintas amortizaciones de deuda previstas, así como la efectiva reestructuración de la emisión de bonos en el corto plazo por €25m, se prevé una cobertura suficiente durante el horizonte analizado. No obstante, se prevé una reducción del colchón de liquidez al final de este periodo, quedando esta valoración a la correcta formalización de la refinanciación del bono.

El perfil de refinanciación se valora como satisfactorio, aunque continúa condicionado por el vencimiento en diciembre de 2026 del bono por €24,8m, actualmente en proceso de reestructuración y negociación. El escenario base de liquidez realizado por EthiFinance Ratings contempla la refinanciación íntegra de esta emisión mediante nueva deuda por el mismo importe, por lo que su ejecución constituye el principal hito financiero de corto plazo. Considerando la posición de caja y el acceso histórico del Grupo a financiación bancaria y de mercado, estimamos razonable que la operación pueda formalizarse en el corto plazo, sin anticipar impactos sobre la calificación en nuestro escenario central. No

obstante, mientras la refinanciación no esté definitivamente formalizada, sus condiciones, nuevo vencimiento y coste financiero continuarán siendo objeto de seguimiento y monitorización. En consecuencia, no se aplica actualmente ningún ajuste a la calificación por liquidez, manteniéndose esta conclusión sujeta a la resolución satisfactoria y anticipada de la refinanciación.

Proyecciones Financieras

Las proyecciones de EthiFinance Ratings parten de las estimaciones facilitadas por Arquimea, sobre las que se han aplicado hipótesis más prudentes. En particular, se ha moderado el crecimiento de la facturación durante FY27-FY29, considerando, principalmente, la visibilidad proporcionada por el backlog de proyectos contratados y actualmente en ejecución, incorporando ajustes de hasta el 20% en su facturación prevista para este periodo. Estas estimaciones ajustadas contemplan el crecimiento orgánico procedente de esta cartera de proyectos, pero no el crecimiento inorgánico de distintas operaciones corporativas que podrían producirse en este periodo. Cabe destacar que su cartera de proyectos actual aporta una elevada cobertura de la actividad prevista que refuerza la visibilidad de Arquimea para este periodo, especialmente en FY27 y FY28. En términos de rentabilidad, las estimaciones mantienen márgenes EBITDA satisfactorios y superiores al 20%, aunque incorporan cierta presión por el mix y la fase de ejecución de los distintos proyectos que se estiman contraigan los márgenes en FY27-FY28. Se prevé una recuperación más significativa a partir de FY29, apoyada en el crecimiento previsto de la actividad con los potenciales nuevos proyectos bajo negociación y una mayor absorción de costes operativos.

Las estimaciones ajustadas contemplan, asimismo, un incremento de la deuda financiera para atender las distintas necesidades de inversión, capital circulante y financiación del crecimiento previsto, orgánico e inorgánico, así como la refinanciación del programa de bonos actual y la realización de nuevas emisiones por un mayor importe. También se han revisado las hipótesis de coste financiero, capex y generación de caja, y se han incorporado nuevos deterioros del fondo de comercio durante FY27-FY28, en línea con las previsiones de Arquimea. Bajo este escenario, el ratio DFN/EBITDA ajustado se mantendría en niveles moderados, situándose en torno a 2,2x en FY27 y 2,6x en FY28, antes de mejorar hasta 1,5x en FY29 conforme se materialice el mayor crecimiento previsto a partir de ese ejercicio.

En conjunto, desde EthiFinance Ratings consideramos que las proyecciones ajustadas son razonables y alcanzables en el momento actual, respaldadas por la visibilidad del backlog y las favorables perspectivas de los mercados de defensa y espacio. En ausencia de desviaciones significativas, superiores al 20% en términos de facturación, y cambios en el entorno geopolítico y macroeconómico actual, el Grupo podría mantener un apalancamiento neto contenido y un adecuado perfil de riesgo financiero. No obstante, la capitalización y volumen de patrimonio neto constituye el principal elemento de debilidad, dado que el aumento de la deuda financiera prevista y los deterioros asociados a su fondo de comercio podrían reducir el ratio patrimonio neto/deuda financiera total y situarlo en torno al 35%-60% en el periodo estimado. Por ello, los principales factores de seguimiento serán la conversión del backlog en ingresos y caja, la evolución de los deterioros asociados a su fondo de comercio, la disciplina de inversión y la formalización de la refinanciación en condiciones adecuadas en el corto plazo.

Modificadores

Controversias

- No se identifican controversias.

No se han identificado controversias a fecha de emisión del presente documento que pudiera afectar la calificación otorgada.

Riesgo País

- No se identifica riesgo país.

La mayor parte de la facturación del Grupo se genera en España, con una exposición adicional limitada a otros países de la Unión Europea y mercados internacionales. No se identifica un riesgo país relevante que determine un ajuste sobre la calificación.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de €*								
	FY24	FY25	FY26	FY27e	FY28e	FY29e	25vs24	26vs25
Facturación	50.538	100.155	115.304	157.388	183.040	230.354	98,2%	15,1%
Adj EBITDA	8.719	23.836	30.717	35.261	44.039	74.041	173,4%	28,9%
Adj Margen EBITDA	17,3%	23,8%	26,6%	22,4%	24,1%	32,1%	6,5pp	2,8pp
EBITDA Covenants	6.309	21.834	25.804	-	-	-	-	-
EBIT	1.969	14.231	856	4.587	12.830	53.060	622,8%	-94,0%
Margen EBIT	3,9%	14,2%	0,7%	2,9%	7,0%	23,0%	10,3pp	-13,5pp
EBT	-1.173	35.209	-3.754	-751	5.457	45.353	3100,6%	-110,7%
Total Activo	148.769	182.973	193.273	258.959	276.971	321.293	23,0%	5,6%
Patrimonio Neto	68.588	67.841	54.109	53.358	57.451	91.466	-1,1%	-20,2%
Adj Deuda Financiera Total	65.992	76.585	87.079	145.735	155.036	156.577	16,1%	13,7%
Deuda Financiera Neta	37.941	68.475	63.329	78.044	112.321	112.231	80,5%	-7,5%
PN/DFT	103,9%	88,6%	62,1%	36,6%	37,1%	58,4%	-15,3pp	-26,4pp
Adj DFN/Adj EBITDA	4,4x	2,9x	2,1x	2,2x	2,6x	1,5x	-1,5x	-0,8x
Deuda Financiera Neta Covenants	22.137	59.709	47.142	-	-	-	-	-
DFN/EBITDA Covenants	3,5x	2,7x	1,8x	-	-	-	-	-
Adj Funds From Operations	10.850	15.577	13.641	31.026	35.672	55.706	43,6%	-12,4%
Adj FFO/Adj DFN	28,6%	22,7%	21,5%	39,8%	31,8%	49,6%	-5,8pp	-1,2pp
Adj EBITDA/Adj Intereses	2,7x	5,3x	6,2x	5,1x	4,9x	8,0x	2,6x	1,0x

*Ejercicio fiscal desde 1 de abril a 31 de marzo; Cifras financieras ajustadas por los compromisos asociados a sus arrendamientos operativos y saldos asociados a ciertos préstamos sin coste financiero y/o calendario concreto de exigibilidad en su devolución; Se detrae el deterioro relacionado con el tax lease de R&D&I en el cálculo de EBITDA (afecta positivamente en los resultados financieros al ser un efecto recurrente asociado a la facturación); FY26 se encuentra afectado por el efecto extraordinario del deterioro por su participación en ciertas filiales del Grupo; Proyecciones financieras ajustadas por EthiFinance Ratings a partir de las estimaciones realizadas por Arquimea

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB+
Análisis Sectorial	BBB
Ajuste ESG	Negativo
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 (↑)

Crecimiento sostenido de la actividad y materialización satisfactoria del backlog bajo negociación durante los próximos ejercicios, acompañado de una consolidación del margen EBITDA ajustado por encima del 30%. Mejora en los ratios financieros considerados con un DFN/EBITDA ajustado de forma sostenida por debajo de 1,5x, FFO/DFN superior al 40%, y EBITDA/intereses por encima de 7,0x. Recuperación progresiva en el patrimonio neto consolidado y la resolución satisfactoria de la refinanciación (Patrimonio Neto/Deuda Financiera total ajustada >80%). Cambios en el marco normativo y/o de demanda sectorial que pueda favorecer la actividad comercial y mantener la visibilidad de su backlog de proyectos para los próximos ejercicios.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Desviaciones en la reestructuración efectiva de la emisión de bonos en curso. Una contracción de la actividad comercial que impacte en sus fundamentos financieros y ratios ajustados durante FY27-FY28 podría penalizar la calificación asignada. Desviaciones relevantes en la ejecución del backlog o una contracción de la rentabilidad que reduzcan en más del 20% la facturación prevista para los próximos ejercicios y/o sitúe el margen EBITDA por debajo del 20%. Deterioro de los ratios financieros considerados con un DFN/EBITDA ajustado por encima de 3,0x; FFO/DFN inferior al 20%; EBITDA/intereses por debajo de 4,0x. Deterioro adicional y sostenido del ratio de capitalización (Patrimonio neto/Deuda Financiera total ajustada <50%).

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