



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Observación

Fecha de primer rating: 14/12/2021

Fecha de revisión: 19/12/2023

## Contactos

### Associate

Mariella Giuliana Pajuelo Liberati  
mariella.pajuelo@ethifinance.com

### Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez  
guillermo.cruz@ethifinance.com

## Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings sube la calificación de Arquimea Group, pasando de “BB” a “BB+”, cambiando la tendencia de Positiva a Observación.
- El cambio de tendencia obedece a una evolución más lenta de lo prevista en el ejercicio actual (2023) que se ve reflejado en estimaciones de cierre para marzo de 2024 que se encuentran alejadas respecto a lo proyectado el año pasado (cifra de negocio estimada de €125m vs €62m actual; EBITDA estimado de €18m vs €11m actual; DFN/EBITDA estimado de 2,5x vs 4,3x actual según cálculo de EthiFinance; y EBITDA/intereses de 5x vs 4,2x actual según cálculo de EthiFinance). Esta desviación ha estado motivada principalmente por el menor crecimiento del esperado de las líneas de negocio de mecenazgo tecnológico (tax-lease) y research. A pesar del deterioro respecto a las proyecciones, a futuro se espera un negocio que se vaya recuperando apoyado en una cartera de proyectos contratados (>€1bn) que asegura la recurrencia de la actividad en el medio y largo plazo. No obstante, cabe señalar que la no consecución de las cifras proyectadas que reflejan un importante crecimiento del negocio y el EBITDA pudiera derivar en un cambio de rating, de ahí la tendencia en observación otorgada.
- El *rating* asignado se apoya en un perfil financiero equilibrado, en el que se destaca un nivel elevado de capitalización (Patrimonio/DFT >100% en promedio) y un ratio de apalancamiento controlado (DFN/EBITDA < 3x en promedio según cálculo de EthiFinance). Además de ello, se considera positivo el posicionamiento consolidado de la compañía en una industria con adecuados fundamentos.
- Por el contrario, la calificación asignada se ve limitada por i) el reducido tamaño de la compañía, ii) un accionariado de carácter familiar concentrado en una única persona que, a pesar de la alta vinculación con el negocio pudiera mostrar una capacidad financiera modesta, y iii) una cobertura de intereses ajustada (EBITDA/Intereses < 6x en promedio).
- En línea con nuestra metodología, el sector presenta un riesgo medio-alto en términos de ESG (sector *heatmap* entre 3,5 y 3,9) dado su impacto en el medio ambiente. Esto da lugar a una evaluación del sector que se ve rebajada en un *notch* por consideraciones ESG relacionadas con la industria.

## Descripción de la Compañía

Arquimea Group S.A. desarrolla actividades de base tecnológica para diferentes sectores. Entre sus negocios, y por orden de relevancia, se destacan: i) el diseño, fabricación y comercialización de componentes y sistemas para la industria aeroespacial, de defensa y de seguridad; ii) el mecenazgo tecnológico (tax-lease), iii) el desarrollo de pruebas genéticas, epigenéticas y análisis clínicos para la industria de la salud, iv) la reproducción animal. A cierre del ejercicio fiscal (marzo 2023), el grupo reportó ingresos de €78,7m (-32,1% yoy), un EBITDA de €12,5m (margen EBITDA del 15,9%), y un ratio de DFN/EBITDA de 3x (2,3x acorde con las definiciones establecidas en su programa de bonos).

## Fundamentos

### Perfil de Negocio

#### Análisis del sector

- Principal línea de negocio caracterizada por elevadas barreras de entrada, y alta rentabilidad.

Operar en el sector ADS implica ingresar a un mercado con altas barreras de entrada (elevada especialización, homologaciones, contratos a largo plazo, etc), donde el número de actores es bajo, y los márgenes elevados. Al mismo tiempo, debido al grado de especialización, no es posible aplicar economías de escala dado que la fabricación de productos es, en su mayoría, en series cortas. El grado de

obsolescencia tecnológica no se considera elevado, dados los largos periodos de prueba que requiere cada nueva pieza. Por otra parte, si bien el mecenazgo tecnológico tiene un nivel de rentabilidad elevado, presenta unas barreras de entrada más modestas.

- **Perspectivas de crecimiento favorables del sector ADS.**

La industria espacial a nivel mundial ha tenido un rápido crecimiento por la creciente demanda y avance tecnológico, mientras que, la industria de defensa está impulsada por los riesgos geopolíticos actuales, y presupuestos de defensa que aumentan en dos dígitos en muchos países. Se prevé que el valor de la industria espacial se triplique hasta los \$1,5bn en los próximos diez años, a medida que el mundo avanza hacia una economía basada en el espacio<sup>1</sup>.

- **Exposición ESG media-alta.**

En línea con nuestra metodología, el sector presenta un riesgo medio-alto en términos de ESG (sector *heatmap* entre 3,5 y 3,9) dado su impacto en el medio ambiente. El riesgo potencial de los factores ESG en las empresas del sector a medio plazo implica que se requiere una transición hacia nuevas prácticas para el sector. Ninguna acción podría generar un impacto material en la estabilidad general o en los niveles de rentabilidad del sector a corto y medio plazo. Esto da lugar a una evaluación del sector que se ve rebajada en un *notch* por consideraciones ESG relacionadas con la industria.

### Posicionamiento competitivo

- **Posicionamiento competitivo especialista en Europa.**

Arquimea se posiciona como un *player* especialista en la industria tecnológica lo que determina su pequeño tamaño. A pesar de ello, la compañía mantiene unas ventajas competitivas consolidadas en Europa, especialmente en el sector ADS. El grupo se ha beneficiado de las sociedades adquiridas, las cuales tienen un largo *track-record*, principalmente en el sector aeroespacial. Adicionalmente, su posicionamiento tendrá un impulso adicional, con el paso de Arquimea de fabricante de componentes a integrador de satélites en los próximos años. Por otra parte, aunque el grupo ha destacado en el desarrollo del mecenazgo tecnológico, la aparición de nuevos competidores puede comprometer su liderazgo en este nicho.

- **Concentración de la facturación en el mercado nacional mitigada por diversificación operativa y de cartera de clientes.**

La diversificación del grupo en términos operativos se considera satisfactoria. Arquimea percibe ingresos derivados de diferentes sectores objetivo, entre los que resalta los sectores ADS (35,5% s/ventas), fintech (27,9% s/ventas), y médico (19,2% s/ventas). La diversidad de sectores finales mitiga el efecto sobre los ingresos totales del grupo, ante un impacto negativo que afecte alguno de ellos. Si bien los ingresos se concentran en el mercado doméstico, el grupo mantiene filiales en Alemania, EE.UU. y Malasia con el fin de incrementar la actividad en estos países, principalmente en el mercado americano, por su mayor oportunidad de crecimiento en el sector tecnológico.

### Gobierno corporativo

- **Accionariado de carácter familiar con participación directa en el negocio.**

El presidente de Arquimea Group, Diego Fernández Infante, es el accionista mayoritario a través de Arquimea Enterprises (75% del capital), mientras que el resto de participaciones (Grupo Viñas Verdes Olivas Negras; con el restante 25%) también son de carácter familiar y vinculadas al accionista de control. Aunque se valora favorablemente la elevada vinculación al negocio, cabe señalar que el accionista único concentra su inversión en el grupo, por lo que pudiera tener una capacidad modesta para apoyar financieramente a la compañía bajo hipotéticos escenarios de estrés. Asimismo, aunque el mismo mantiene un consejo asesor, que le ayuda en la toma de decisiones, este es un órgano consultivo cuyas recomendaciones no son vinculantes.

---

<sup>1</sup> Fuente: PwC. 2023 Annual industry performance and Outlook.

- **Estrategia empresarial dinámica, basada en la participación en nuevos negocios de base tecnológica.**

Al ofrecer productos muy especializados, las nuevas oportunidades de negocio pueden estar afectadas por cierta temporalidad. Aunque el grupo mantiene una fuerte trayectoria de crecimiento, su estrategia se enfoca en negocios de base tecnológica, en los que el know-how y la experiencia adquiridos pueden ser reutilizados e impactar la evolución de las líneas de negocio. Por otro lado, al tratarse de un producto y servicio muy especializado e innovador, las nuevas oportunidades de negocio pueden ser limitadas en el tiempo, siendo necesario desarrollar nuevos proyectos para dar continuidad al negocio. Este dinamismo ha sido atendido bajo una política financiera equilibrada.

- **Análisis ESG de la compañía neutro.**

La evaluación de las políticas ESG de Arquimea Group arrojaron un resultado de 40/100, lo cual no genera un impacto en la calificación. El indicador de gobernanza (50/100) se apoya en el análisis de factores no financieros, y la existencia de una política de conducta y anticorrupción. Por otra parte, si bien los indicadores sociales y ambientales tienen una tendencia positiva, se ven limitados parcialmente por la ausencia de la inclusión de ambos criterios dentro de sus políticas de compra.

## Perfil Financiero

### Flujo de caja y endeudamiento

- **Generación de cash flow libre condicionada por el elevado nivel de inversiones.**

La compañía viene siendo capaz de generar caja en su operativo, lo que se ve reflejado en un FFO positivo a lo largo de los últimos ejercicios en base a un ratio de conversión de EBITDA en caja adecuado (~90% en promedio). A pesar de ello, históricamente el cash flow operativo no ha cubierto sus inversiones (a excepción del 2020) dado el alto importe de estas, lo que ha generado mayores necesidades de financiamiento. A partir del 2025 se espera una mejora gradual del CFO en línea con la consolidación de las inversiones, y un free cash flow positivo, ya que no se esperan capex relevantes.

- **Nivel de endeudamiento medio y cobertura de intereses algo limitada.**

El elevado nivel de inversiones necesarias para mejorar sus fundamentos competitivos ha sido financiado mediante un mix de préstamos, bonos y pagarés. En este sentido, y derivado del menor EBITDA estimado para el ejercicio próximo, se espera que en este se alcance un pico de endeudamiento de 4,2x (DFN/EBITDA de 3x a mar23 según cálculo de EthiFinance, 2,3x según el covenant establecido en el programa de bonos) y una menor cobertura de intereses, también afectada por el incremento de los gastos financieros (el coste promedio de la deuda pasará del 4,2% al 5,1%), situándose la misma en 4,2x (5,8x en mar23). A futuro, se estima una mejora gradual de ambos indicadores a partir del 2025 (DFN/EBITDA ~ 2,5x, EBITDA/intereses > 6x, según cálculo de EthiFinance).

### Capitalización

- **Sólido nivel de autonomía financiera.**

El patrimonio de la compañía se soporta principalmente en las reservas y los resultados del ejercicio, mientras que, el capital se ha mantenido relativamente estable (€3m en mar23). La capitalización del grupo se considera favorable (Patrimonio/DFT de 90,4% en mar23), destacando que se espera mejoras graduales en los próximos años, en línea con el enfoque en la consolidación de las sociedades adquiridas y el crecimiento orgánico.

## Liquidez

- **Posición de liquidez adecuada.**

El grupo cuenta con un satisfactorio perfil de refinanciación que se suma a la adecuada posición para hacer frente a sus requerimientos de inversión y amortización de deuda, apoyada principalmente en su nivel de efectivo, y su histórica positiva generación de caja operativa. Adicionalmente, las líneas de crédito sin disponer refuerzan su capacidad. Este razonable ratio de liquidez unido con su satisfactorio perfil de refinanciación determina la adecuada valoración.

## Modificadores

- **Controversias**

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

- **Riesgo País**

La mayor parte de la facturación del grupo se genera dentro de la Unión Europea. Se considera que el grupo no presenta un riesgo-país relevante, por lo que no afecta el rating asignado.

## Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes financieras. Miles de €.					
	mar-22	mar-23	mar-24E	mar-25E	mar-26E
Facturación	115.989	78.711	61.900	101.200	126.417
EBITDA	16.754	12.507	11.407	19.125	24.349
Margen EBITDA	14,4%	15,9%	18,4%	18,9%	19,3%
EBIT	49.166	25.002	8.672	15.749	20.809
Margen EBIT	42,4%	31,8%	14,0%	15,6%	16,5%
EBT	13.455	9.553	6.581	13.123	17.949
Total Activo	100.298	114.931	114.486	131.342	151.201
Patrimonio Neto	40.198	47.436	51.674	60.111	76.014
Deuda Financiera Total	42.743	52.462	54.361	57.680	61.680
Deuda Financiera Neta	12.026	40.636	49.381	50.573	48.854
PN/DFT	94,0%	90,4%	95,1%	104,2%	123,2%
DFN/EBITDA*	0,7x	3,0x	4,3x	2,6x	2,0x
Funds From Operations	17.278	10.314	8.329	14.643	19.471
FFO/DFN	143,7%	25,4%	16,9%	29,0%	39,9%
EBITDA/Intereses	24,1x	5,8x	4,2x	6,3x	7,0x

\*Ratio calculado acorde con la metodología de EthiFinance. Acorde con las definiciones establecidas en su programa de bonos, el ratio fue de 2,27x en marzo23.

## Análisis de Sensibilidad

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

- **Factores positivos (↑).**  
Por el momento, no vemos previsible una subida de la calificación.
- **Factores negativos (↓).**  
Menores ventas y reducción de los márgenes de rentabilidad de forma sostenida. Entrada en pérdidas y consecuente deterioro de la autonomía financiera (PN/DFT < 80%). Endeudamiento elevado de forma sostenida (DFN/EBITDA > 3x). Disminución de cobertura de intereses (EBITDA/intereses < 4x) Deterioro en la generación operativa de caja y posición de liquidez. Dificultad para el acceso al crédito. Cambios que afecten de forma negativa en la regulación de los tax leases de R&D&I,

## Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB
Análisis Sectorial	BBB
Ajuste ESG	Negativo
Posicionamiento Competitivo	BB+
Gobierno corporativo	BB-
Perfil Financiero	BB+
Cash Flow y endeudamiento	BB+
Capitalización	BBB
ESG Compañía	Neutro
<b>Anchor Rating</b>	<b>BB+</b>
Modificadores	-
<b>Rating</b>	<b>BB+</b>

## 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 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](mailto:dpo@ethifinance.com).

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

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