

ISSUER RATING  
Long termOUTLOOK  
StableInitiation date 27/06/2022  
Rating Date 25/06/2024

## 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 Corporación Confidere S.A.U. (AENOR), pasando de "BB+" a "BBB-", manteniendo la tendencia Estable.
- El rating se fundamenta en un sólido perfil financiero que se ha reforzado en el último trienio, destacando su reducido apalancamiento financiero, adecuados niveles de cobertura de deuda e intereses, así como su actual nivel de capitalización. Además, presenta un crecimiento sostenido de su EBITDA y una favorable posición de liquidez y visibilidad de su backlog, reforzándose por la etapa inicial de su nuevo plan estratégico enfocado en mejorar su posicionamiento competitivo a la vez que mantiene sus fundamentos financieros.
- Sin embargo, su calidad crediticia está restringida por el mantenimiento de unos reducidos márgenes operativos (margen EBIT: 1,9% y 1,3% en 2023 y 2022 respectivamente), así como por su perfil de negocio más limitado, con una elevada concentración en el segmento de certificación y todavía concentración en España, mostrando un menor tamaño que otros players del sector. Todo ello en conjunto limita su rentabilidad operativa e incrementa su exposición a un mercado más acotado. En cualquier caso, desde EthiFinance Ratings consideramos que AENOR presenta un satisfactorio perfil crediticio que se soporta, especialmente, en unos sólidos fundamentos financieros, no previéndose cambios en el rating otorgado en los próximos doce meses.
- En línea con nuestra metodología, el sector "Commercial & Professional Services" (segmento Testing, Inspection & Certification) presenta un riesgo medio en términos de ESG (sector heatmap entre 3 y 3,5) dado su impacto en el medio ambiente. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor. En cuanto al análisis de ESG de la empresa, cabe destacar que las políticas del grupo se consideran adecuadas (puntuación ESG entre 1,5 y 3,5), teniendo esto también un efecto neutro en la calificación.

## Descripción de la Compañía

Corporación Confidere, S.A.U. (anteriormente denominada AENOR Internacional, S.A.) y sus filiales participadas (Grupo Aenor) se conforman como un player especializado en servicios de testeo, inspección y certificación para compañías y organismos públicos, manteniendo presencia en más de 90 países en Europa, Latam y Asia. La compañía alcanzó una facturación total y EBITDA de €115,9m y €10,1m (margen del 8,7%) en 2023, con un DFN/EBITDA de 1,5x (2,5x en 2022).

## Fundamentos

### Perfil de Negocio

#### Análisis del Sector

- Sector maduro, con elevada concentración en grupos de referencia, algunas barreras de entrada, cierto componente cíclico en su demanda y moderadas perspectivas de crecimiento.**

El sector de Commercial & Professional Services, específicamente el segmento de Testing, Inspection & Certification (TIC), se caracteriza por su carácter maduro, alto grado de rivalidad y concentración. En España, las cinco principales compañías representaron una cuota de mercado conjunta del 43% en 2023 (top 10: 57%). Además, el segmento de certificación, donde AENOR desarrolla principalmente su actividad, presenta una concentración notablemente superior, alcanzando las diez primeras compañías una cuota de mercado conjunta del 82,4%. La principal barrera de entrada es de naturaleza legal, ya que las compañías certificadoras deben contar con una acreditación para poder operar, otorgada por un organismo reconocido como ENAC (Entidad Nacional de Acreditación) y que se añaden a otros aspectos que actúan como barreras de entrada como son el reconocimiento de marca y prestigio.

Las certificaciones, aunque no son obligatorias por ley, son cada vez más requeridas entre los players del mercado, tanto en el segmento B2B como B2C, como elemento acreditador de la calidad ante proveedores y consumidores finales. El carácter no exigible y la tipología de estos servicios hacen que las perspectivas de crecimiento sean moderadas y se encuentren expuestas al ciclo económico, lo cual puede condicionar su evolución en un escenario desfavorable de crecimiento que se amortigua por la sólida demanda que presentan los servicios relacionados con factores ESG. Estos sectores desarrollan múltiples actividades con rentabilidades variadas, pero el mix de servicios ofrecidos típicamente desemboca en márgenes EBIT del sector que oscilan entre el 5% y el 11%.

- El sector tiene una exposición a ESG media.

La industria de Commercial & Professional Services presenta riesgos ESG medios según nuestra metodología (heatmap entre 3 y 3,4). Esto resulta en una evaluación del sector que no está influenciada por consideraciones específicas de la industria. En cuanto a los factores ambientales, el sector tiene un bajo impacto en cuestiones climáticas (no involucrando la industria manufacturera pesada, lo que limita las emisiones de GEI) y en la biodiversidad.

#### Posicionamiento Competitivo

- Player de tamaño limitado en términos de facturación, que se posiciona como líder dentro del segmento de certificación.

AENOR presenta un tamaño medio y muestra una limitada cuota de mercado dentro del segmento de Testing, Inspection & Certification, aspectos que se amortiguan por su posición de liderazgo dentro del segmento de certificación, donde concentra su actividad principal y cuenta con una cuota de mercado estimada en España de en torno al 28% en 2023. Además de su posicionamiento de liderazgo, cuenta con ventajas competitivas, como un elevado reconocimiento de marca y una dilatada trayectoria, que son valoradas positivamente e impactan positivamente en sus fundamentos crediticios. Sin embargo, el margen operativo es limitado (margen EBIT: 2,1%), situándose en niveles inferiores a los de sus principales competidores.

- Amplia y recurrente cartera de clientes, reducida diversificación del negocio, y elevada concentración de la facturación en territorio nacional.

El Grupo cuenta con una cartera de clientes con alta recurrencia, elevada capilaridad (representando su top 10 de clientes el 9,5% de sus ventas en 2023), adecuado nivel de solvencia y evolución sostenida de nuevos clientes. Adicionalmente, dispone de contratos en firme por €225m a ejecutar entre 2024-26, lo que favorece la visibilidad de ingresos futuros. A pesar de incluir en su portfolio otras áreas de negocio (formación, inspección, laboratorio, etc.) y mostrar en las mismas una positiva evolución, presenta una limitada diversificación, al concentrar el 71,1% de su facturación en el segmento de certificación, donde cuenta con más de 500 soluciones de certificación. Respecto a la diversificación geográfica, pese a la presencia internacional de AENOR en Latam, Europa y China, la concentración de la facturación en España es elevada (85,4% de la facturación de 2023), aspecto que limita su posición competitiva respecto a otros players internacionales de mayor tamaño.

#### Estructura Accionarial y Gobernanza

- Accionariado concentrado en UNE, con un equipo de gestión de amplia trayectoria y política financiera conservadora. Incipiente plan estratégico (2024-2029) que se estima impacte positivamente en su calidad crediticia.

AENOR pertenece al 100% a la Asociación Española de Normalización (UNE), que conformaban la misma entidad hasta 2017, año en el que se produjo la escisión funcional y jurídica debido a requerimientos normativos. Su accionista es valorado como adecuado, encontrándose designado por el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad como el único Organismo de Normalización en España ante la Comisión Europea. El equipo directivo se distingue por su amplia experiencia dentro de la compañía, aplicando una política financiera prudente. Aunque en su trayectoria reciente el Grupo aumentó el uso de recursos ajenos debido al crecimiento inorgánico, AENOR presenta una estructura de capital robusta, respaldada por la recurrente generación de recursos derivados de su actividad y apalancamiento controlado. El nuevo plan estratégico 2024-2029, enfocado en la eficiencia operativa, reforzar sus actuales líneas de negocio, así como incorporar nuevas enfocadas en las principales tendencias de mercado a la vez que mantiene su estrategia financiera y de apalancamiento que viene desarrollando en los últimos ejercicios.

- Política ESG.

Atendiendo a los datos ESG analizados, desde EthiFinance Ratings, AENOR tiene una exposición neutra a ESG (puntuación de 1,6), valorándose positivamente la mejora que presenta la compañía en el último trienio. En este sentido, destacan entre otras, firme compromiso con la igualdad de género, la conciliación laboral y personal de todos sus empleados, junto a un sostenido trabajo en innovación sobre soluciones dirigidas a la sostenibilidad.

## Perfil Financiero

### Ventas y Rentabilidad

- **Tendencia positiva en términos de facturación, que contribuyen al crecimiento de los FFOs y del EBITDA, aunque con resultados y márgenes operativos reducidos.**

En 2023, AENOR mantuvo su tendencia de crecimiento en términos de facturación, alcanzando €115,9m (incluye otros ingresos de explotación), lo que representa un destacado crecimiento del 20,4% respecto al año anterior (+9,1% YoY en 2022) que se justifica tanto por la captación de nuevos clientes como por el efecto de la integración de Prysm. Su EBITDA se situó en €10,1m, con un crecimiento del 16,4%, lo que le permitió alcanzar un margen del 8,7%, ligeramente inferior al del ejercicio previo tras el efecto negativo contable de los menores compromisos derivados de sus arrendamientos operativos, considerando positivamente la evolución del margen sin incluir estos efectos (5,4% vs 4,6%). No obstante, su resultado operativo (EBIT: €2,1m en 2023 frente a €1,3m en 2022), al igual que el margen EBIT (1,9% en 2023; 1,3% en 2022) mantienen la tendencia de crecimiento sostenido, aunque siguen continuando valorándose como reducidos e inferiores a los de sus competidores directos. Los resultados hasta abril de 2024 muestran una evolución positiva, con una facturación de €37,9m (+7,8% YoY) y un EBITDA de €1,9m (+114,2% YoY), sin incluir ajuste por arrendamientos operativos, tras el crecimiento relevante en sus principales áreas de negocio y de su actividad en Europa y Latam. No obstante, la compañía mantiene aún márgenes EBIT reducidos (1,65%) pese a valorarse positivamente la tendencia favorable de sus resultados que se estima continúe en el corto plazo. Los resultados hasta abril de 2024 muestran una evolución positiva, con una facturación de €37,9m (+7,8% YoY) y un EBITDA de €1,9m (+114,2% YoY), sin incluir ajuste por arrendamientos operativos, tras el crecimiento relevante en sus principales áreas de negocio y de su actividad en Europa y Latam. No obstante, la compañía mantiene aún márgenes EBIT reducidos (1,65%) pese a valorarse positivamente la tendencia favorable de sus resultados.

### Endeudamiento y Cobertura

- **Niveles de apalancamiento adecuados en relación con su generación de EBITDA y caja operativa que mejoran respecto a 2022.**

Ante el crecimiento inorgánico llevado a cabo por el grupo, el volumen de deuda financiera se elevó hasta €20,5m a cierre de 2023 (€24,5m en 2022), tras el impacto combinado de asumir nueva deuda durante el último ejercicio por €5m (variable, lineal y vencimiento en 2029) y el efecto contable derivado de un menor montante de compromisos mínimos por arrendamientos operativos (IFRS 16). La mejora en su generación de fondos junto con este menor endeudamiento se traslada a su ratio DFN/EBITDA, que mejoró significativamente situándose en 1,5x en 2023 (2,5x en 2022), y a su ratio FFO/DFN, que alcanzó 42,1% (21,7% en 2022). AENOR ha logrado mantener de este modo una estructura de capital sólida, con una adecuada cobertura de intereses con su EBITDA, que se situó en 12,3x en 2023 (15,6x en 2022). Esta mejora generalizada en los ratios financieros refleja una gestión eficaz y prudente que favorece su perfil financiero y matiza la escala más limitada asociada al perfil de negocio de AENOR.

### Análisis de Flujo de Caja

- **Crecimiento sostenido en sus flujos de caja operativos que amortiguan un todavía ritmo elevado de capex que eleva sus necesidades de financiación externas.**

Sólida generación de caja en los últimos tres ejercicios, con un FFO que alcanzó €6,2m (€4,7m en 2022; +33,3% YoY). Pese al impacto negativo de su working capital por -€1,8m (€0,9m en 2022) derivado del proceso de reordenación del grupo e impacto por la adquisición de Prysm de 2022, su Cash Flow Operativo se considera como adecuado (€4,4m en 2023 vs €5,6m en 2022). Cabe destacar que el CFO no fue suficiente para cubrir completamente las necesidades de inversión, que resultaron en un flujo de caja libre (FCF) negativo de -€0,6m (-€1,3m en 2022). La asunción de nueva deuda permitió una variación de caja positiva de €2,7m en ese ejercicio (-€1,7m en 2022), resultando en una caja final a cierre de 2023 que se situó en €6,1m (€3,4m en 2022). Su calendario de vencimientos muestra una exigibilidad a corto plazo relevante (€9,6m; 60,5% de la deuda financiera total), considerándose como asumible dado el carácter comercial de esta financiación y que se refuerza por la capacidad de generación de caja operativa y la presencia de saldos disponibles en sus líneas de crédito y evolución de la actividad durante los primeros meses de 2024.

### Capitalización

- **Satisfactorio nivel de capitalización y fondos propios que se beneficia de una política de retención de resultados y endeudamiento controlado.**

AENOR ha mantenido una estructura de capital caracterizada por unos niveles de autonomía financiera adecuados. En 2023, la relación entre el patrimonio neto y deuda total continuó en niveles favorables y mejoró significativamente hasta situarse en 74,7% tras el efecto mixto de un menor volumen de endeudamiento y acumulación de resultados (58,0% en 2022). Esto refleja una sólida estructura de capital y una adecuada gestión financiera que permite a la compañía mantener su estabilidad financiera a pesar de la necesidad de recurrir a financiación externa para el desarrollo de su negocio y plan estratégico.

## Liquidez

- Favorable nivel de liquidez y moderado grado de exigibilidad en sus vencimientos a corto plazo, considerando que se mantengab sus fuentes de financiación y cumplimiento de los objetivos asociados a su generación de caja.

Con una caja disponible de €6m a cierre de 2023, líneas de crédito disponibles por €0,7m, FFO previsto y un backlog de contratos en firme por €225m a ejecutar entre 2024 y 2026, sus fundamentos de liquidez se consideran adecuados para enfrentar sus compromisos de deuda y capex previstos en los próximos 24 meses.

## Modificadores

### Controversias

- No se han detectado controversias que impacten en la calificación.

Actualmente el grupo no presenta ninguna controversia.

### Riesgo País

- No se han determinado riesgos que impacten en la calificación.

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

## Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de €*					
	FY21	FY22	FY23	22vs21	23vs22
Facturación	88.231	96.228	115.861	9,1%	20,4%
EBITDA	7.835	8.702	10.128	36,8%	16,4%
Margen EBITDA	8,9%	9,0%	8,7%	1,9pp	-0,4pp
EBIT	1.848	1.262	2.172	-23,9%	53,5%
Margen EBIT	2,1%	1,3%	1,9%	-0,8pp	0,6pp
EBT	1.579	773	1.547	-51,0%	100,1%
Total Activo	45.872	57.561	67.365	27,8%	4,1%
Patrimonio Neto	14.062	14.463	15.563	2,9%	7,6%
Deuda Financiera Total	18.054	24.928	20.842	37,7%	-17,5%
Deuda Financiera Neta	13.036	21.560	14.791	89,0%	-33,2%
PN/DFT	77,9%	58,0%	74,7%	-19,7pp	17,7pp
DFN/EBITDA	1,7x	2,5x	1,5x	0,6x	-0,9x
Adj Funds From Operations	4.341	4.668	6.220	59,5%	14,0%
Adj FFO/DFN	33,3%	21,7%	42,1%	-16,7pp	33,6pp
EBITDA/Intereses	18,7x	15,6x	12,3x	0,2x	-3,1x

\*Facturación incluye otros ingresos de explotación (€3,1m en 2021, €3,3m, en 2022 y €3,1m en 2023); EBITDA incluye impacto por ajustes asociados a los compromisos por arrendamientos operativos y según metodología. EBITDA sin ajustes (€4,2m en 2021, €4,3m en 2022 y €6,1m en 2023); DFT sin ajustes (€9,6m en 2021, €13,5m en 2022 y €16,1m en 2023); DFN sin ajustes (€4,6m en 2021, €10,1m en 2022 y €10,0m en 2023); EBIT sin ajustes (€1,8m en 2021, €1,3m en 2022 y €2,2m en 2023); EBT sin ajustes (€1,6m en 2021, €0,6m en 2022 y €1,7m en 2023)

## Credit Rating

Credit Rating	
<b>Perfil Negocio</b>	<b>BB</b>
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BB+</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>NEUTRAL</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>B+</i>
<i>Governance</i>	<i>BB+</i>
<b>Perfil Financiero</b>	<b>BBB+</b>
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>A-</i>
<i>Capitalización</i>	<i>BBB-</i>
ESG Compañía	No
<b>Anchor Rating</b>	<b>BBB-</b>
<i>Modificadores</i>	<i>No</i>
<b>Rating</b>	<b>BBB-</b>

## Análisis Sensibilidad

- **Factores positivos en el largo plazo (↑)**

Incrementar el margen operativo (margen EBIT>4%). Avance favorable en la ejecución de su nuevo plan estratégico que se traslade a una mejora en el tamaño y cuota de mercado de AENOR en otras áreas operativas (inspección, proyectos, sostenibilidad). Incremento de la diversificación geográfica y mayor actividad en mercados internacionales. DFN/EBITDA inferior a 1,5x, FFO/DFN superior a 40% y Patrimonio neto/Deuda financiera total superior a 80% por dos ejercicios consecutivos.

- **Factores negativos en el largo plazo (↓)**

Deterioro del EBITDA y margen EBIT (<1,3%). Empeoramiento del EBITDA/Intereses (<10x) y deterioro de ratios de endeudamiento (DFN /EBITDA por encima de 2x y FFO/DFN<40%) y PN/DFT (<50%). Reducción de la demanda que impacte negativamente en la generación de resultados y desarrollo de la actividad. Cambios en el equipo de gestión y/o accionariado.

## 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 - Long Term : [https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA\\_190\\_V3\\_Corporate%20Methodology\\_2023-10-06.pdf](https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_190_V3_Corporate%20Methodology_2023-10-06.pdf)
- 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](http://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](mailto:dpo@ethifinance.com). Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid