



ISSUER RATING
Long term

OUTLOOK
Stable

Initiation date 27/06/2022
Rating Date 24/06/2025

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 afirma la calificación corporativa de Corporación Confidere S.A.U. en "BBB-", manteniendo la tendencia en "Estable".
- Corporación Confidere, S.A.U. (AENOR) es un grupo especializado en servicios de evaluación de conformidad, certificación, inspección, formación y consultoría técnica para compañías y organismos públicos con presencia en Europa y Latinoamérica.
- La afirmación del rating se soporta principalmente en: i) Recurrencia en sus resultados y estabilidad en la generación de rentabilidad, con un margen EBITDA ajustado del 7% en FY24 (6,8% en FY23); ii) Apalancamiento financiero controlado y en niveles adecuados para el Grupo (DFN/EBITDA ajustado de 1,9x; FFO/DFN ajustado de 37,9%), previéndose que la emisión de bonos realizada en FY25 no impacte significativamente en sus ratios financieros calculados dado el destino de los fondos emitidos y según el folleto de emisión asociado; iii) Un sector caracterizado por unas elevadas barreras de entrada y volatilidad limitada que favorece la recurrencia de resultados en los players de esta industria.
- No obstante, el Grupo mantiene ciertas limitaciones que restringen la calificación otorgada, destacando: i) Una rentabilidad operativa aún limitada en comparación con otros players del sector; ii) La todavía elevada concentración geográfica en España (aproximadamente el 80% de ingresos en FY24) y por área de negocio (Certificación representó el 73% de los ingresos en FY24), limitando su posicionamiento frente a competidores globales de mayor escala; iii) Un relevante gasto financiero que penaliza su ratio EBITDA/Intereses (4,8x) derivado del uso intensivo de instrumentos de financiación de circulante y a corto plazo.
- No se prevén cambios en la calificación en el corto plazo dada la visibilidad que aporta su backlog de proyectos y recurrencia de contratos, así como la capacidad de mantener sus principales fundamentos financieros y apalancamiento financiero en niveles favorables.
- En línea con nuestra metodología, el sector TIC, dentro del segmento de Commercial & Professional Services, 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. Así mismo, el análisis de la política ESG a nivel de compañía arroja una valoración neutra (ESG score de la compañía entre 1,0 y 1,5), lo que ha tenido impacto positivo en la valoración del perfil financiero.

Descripción de la Compañía

Corporación Confidere, S.A.U. (anteriormente AENOR Internacional, S.A.), junto con sus filiales participadas (Grupo AENOR), se presenta como un grupo de ámbito internacional especializado en servicios de testeo, inspección y certificación de calidad (TIC) para compañías, organizaciones y la administración pública y participado al 100% por la UNE (Asociación Española de Normalización). En FY24, Grupo AENOR generó una facturación de €119,5m (+6,0% vs FY24), con un EBITDA ajustado de €8,3m (margen EBITDA del 7,0%). El ratio DFN/EBITDA ajustado se situó en 1,9x (2,1x en FY23). El Grupo se estructura operativamente en dos grandes áreas:

- Evaluación de Conformidad (78,0% ingresos): Certificación, inspección, ensayos y laboratorios, siendo la certificación ISO su principal línea de negocio.
- Transferencia de Conocimiento (22,0% ingresos): Formación especializada, venta de normas técnicas y servicios de consultoría en transformación y gestión técnica.

El Grupo desarrolla la mayor parte de su actividad en el territorio nacional, donde cuenta con 18 sedes y más de 1.000 profesionales. Adicionalmente, AENOR presta sus servicios de certificación en 90 países de los cinco continentes, a través de 13 sedes: Brasil, Chile, El Salvador, Ecuador, México, Perú, República Dominicana, Colombia, Portugal, Italia, China y Uruguay, con representante comercial en Marruecos y acuerdo de colaboración en Uruguay.

Fundamentos

Perfil de Negocio

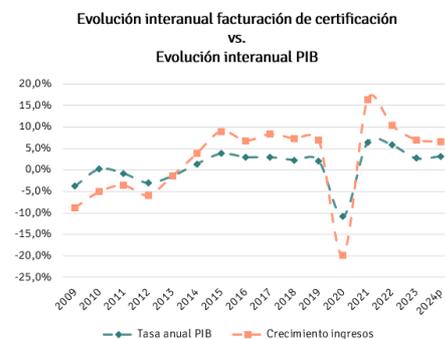
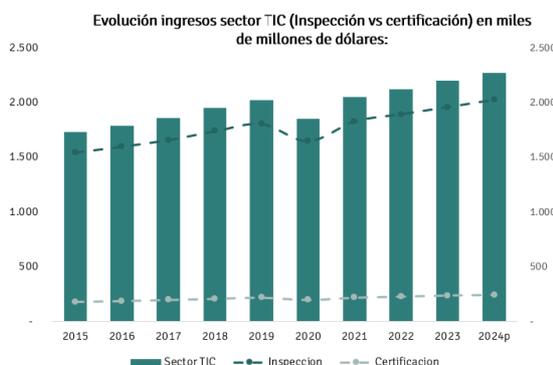
Análisis del sector

- Sector maduro y regulado, caracterizado por una elevada concentración y una barreras de entrada moderadas. Perspectivas de demanda satisfactorias para los próximos años que se refuerzan por las tendencias en nuevas soluciones de certificación.

Corporación Confidere opera dentro del sector de Testing, Inspection & Certification (TIC), incluido en la industria de servicios profesionales (Commercial & Professional Services). Este sector abarca actividades técnicas dirigidas a asegurar el cumplimiento normativo, la calidad de procesos y productos, y la verificación de criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ESG). Sus principales líneas incluyen ensayos, inspección, certificación, auditoría, formación técnica y asistencia especializada. Este sector se valora como maduro, con unas barreras de entrada relevantes, principalmente, regulatorias que requieren de acreditación de organismos como ENAC para operar y que se añaden a los requerimientos de prestigio e imagen de marca de este sector.

Las perspectivas de crecimiento se consideran favorables, impulsadas por la transformación digital, la transición ecológica y el refuerzo de normativas tanto en mercados desarrollados como emergentes. Según Markets & Markets y otras fuentes especializadas, el mercado global se estima supere \$235.000m en 2025 y experimente una tasa de crecimiento anual promedio superior al 3,0%, estimándose supere \$280.000m en 2030. Las oportunidades de crecimiento se concentran, principalmente, en áreas de certificación de ESG, sostenibilidad, ciberseguridad y compliance, donde la demanda ha mostrado tasas superiores al promedio del sector en los últimos tres años.

La certificación es el segmento más desarrollado en España, con márgenes operativos satisfactorios (EBIT entre 5-10%) y una alta concentración de mercado (Top 10 playeres con cuota de mercado superior al 80%). Entre sus características destacan: i) Alta dependencia de acreditaciones oficiales (ENAC, COFRAC,...); ii) Barreras de entrada elevadas ligada a la notoriedad de marca, la experiencia técnica acumulada, y la percepción de independencia y rigor por parte del mercado; y iii) Alta sensibilidad al ciclo económico en clientes B2C y pymes, aunque se ve compensada por la estabilidad del segmento institucional y gran empresa.



El segmento de inspección y ensayos requiere de una elevada cualificación técnica y equipamiento especializado, con márgenes más ajustados (EBIT 3-6%) pero ingresos estables en segmentos de negocio regulados. Su crecimiento se apoya en la digitalización y trazabilidad en industrias como alimentación, automoción o edificación. Por su parte, la actividad de formación y consultoría presenta mejores márgenes operativos y sinergias con la certificación, especialmente en procesos de transición normativa y demanda creciente de formación especializada.

- El sector tiene una exposición a ESG media.

La industria de Commercial & Professional Services presenta un riesgo medio en términos de ESG (sector heatmap entre 3 y 3,5) dado su impacto en el medio ambiente. El riesgo potencial de los factores ESG en las compañías del sector a medio plazo implica que se requiere una transición hacia nuevas prácticas. No llevar a cabo ninguna acción podría generar un impacto material en la estabilidad general o los niveles de rentabilidad del sector en el corto y medio plazo. A pesar de ello, esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor.

Posicionamiento Competitivo

- **Grupo de referencia en el segmento de certificación en España, con una marca altamente reconocida (AENOR) y ventajas competitivas favorables. Se valora como limitada su escala y tamaño en mercados internacionales, mostrando oportunidades para continuar desarrollando sinergias dentro del Grupo.**

AENOR mantiene una posición competitiva favorable y consolidada dentro del mercado TIC español, destacando especialmente su posición en el segmento de certificación, donde lidera con una cuota de mercado estimada superior al 25% en 2024. Esta posición responde a su origen como entidad normalizadora nacional y a su capacidad técnica acreditada durante más de tres décadas. El Grupo actúa en un entorno de mercado regulado y concentrado, con significativas barreras de entrada basadas en acreditaciones oficiales en certificación (ENAC), reconocimiento institucional, experiencia técnica y reputación de independencia.

Entre los principales factores que sustentan el posicionamiento competitivo de Confidere destacamos:

- **Marca reconocida a nivel nacional (AENOR) y elevada trayectoria:** La vinculación con el organismo de normalización UNE, accionista único del Grupo, y su rol en el desarrollo de estándares de calidad en España (fundación del Grupo en 1986) y presencia en organismos internacionales (ISO, IEC, CEN/CENELEC) favorecen su reputación técnica y poder de negociación.
- **Elevada fidelización y recurrencia en la cartera de clientes y de contratos a largo plazo:** El Grupo cuenta con una tasa churn satisfactoria que favorece la visibilidad de su actividad y recurrencia en resultados, valorándose positivamente el elevado volumen de clientes en su cartera. Adicionalmente destaca su backlog de proyectos elevado y estable que favorece la visibilidad y recurrencia de resultados.
- **Capacidad de innovación en servicios no normativos:** AENOR ha desarrollado en los últimos ejercicios soluciones propias como el Índice de Buen Gobierno, certificados de Edificio Sostenible, IA ética y nuevos productos asociados a criterios ESG, compliance y de ciberseguridad que favorecen su posicionamiento competitivo. Estos productos se adaptan a tendencias emergentes, aunque todavía representan un peso limitado en su actividad.

A pesar de estas fortalezas, desde EthiFinance Ratings identificamos ciertos elementos que limitan el posicionamiento competitivo del Grupo: i) Escala y rentabilidad operativa inferior a otros players de la industria, con un margen EBIT del 2,6% en FY24 (5%-9% en competidores análogos como AFNOR, BSI, DKRA; y superior al 13% en integrados como SGS y Bureau Veritas o Intertek); y ii) Aún limitada integración de servicios TIC complementarios y oportunidades de una mayor integración vertical y sinergias en su actividad.

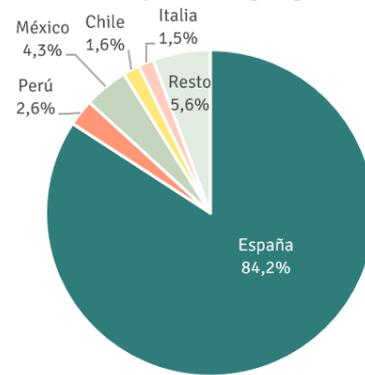
- **Actividad enfocada en la actividad de certificación, con una diversificación progresiva hacia servicios de conocimiento técnico y presencia internacional todavía limitada.**

En FY24, el área de certificación representó aproximadamente el 73% de la facturación del grupo (71,1% en FY23), manteniéndose como su principal línea operativa. El resto de los ingresos se distribuyó, principalmente, entre proyectos institucionales internacionales desarrollados con entidades multilaterales (8,1%), la venta de normas técnicas (8,5%), actividades de formación especializada (4,2%). Esta diversificación, aunque aún limitada en términos de peso, ha mostrado una evolución positiva en los últimos ejercicios, apoyada en la capacidad del Grupo para identificar nuevas necesidades normativas vinculadas a sostenibilidad, digitalización y cumplimiento regulatorio.

Diversificación por área de negocio. FY24



Diversificación por área geográfica. FY24



Desde el punto de vista geográfico, el Grupo presenta una elevada concentración en el mercado nacional por origen de ventas, con un 84,2% de los ingresos generados en España en FY24 (83,1% en 2023) y que se matiza parcialmente por su red operativa internacional desplegada en 13 países y si consideramos esta diversificación por origen de sus ingresos (32,6% en FY24 procedentes de clientes internacionales). Destacan avances relevantes en la consolidación de

ingresos en mercados en México, Chile e Italia, donde el Grupo ha incrementado su volumen de negocio, especialmente en proyectos multilaterales y certificaciones técnicas sectoriales. A nivel de clientes, AENOR presenta una estructura altamente diversificada, sin concentración significativa en grandes cuentas: el Top 10 de clientes representó el 10,5% de las ventas en FY24 (9,5% en FY23). Esta capilaridad, unida a una elevada tasa de renovación de contratos y a un backlog contratado elevado hasta 2026, refuerza la estabilidad operativa del grupo y mitiga los riesgos asociados al carácter no obligatorio de parte de sus portfolio de servicios.

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.**

La estructura accionarial de Confidere se conforma por la Asociación Española de Normalización (UNE), entidad designada oficialmente como el Organismo Nacional de Normalización en España que participa al 100% en el Grupo. Esta propiedad proporciona una estabilidad accionarial destacable, aunque implica cierto riesgo de concentración decisoria que se matiza por la capacidad financiera y que en términos generales se valora como favorable.

El equipo directivo, con una amplia experiencia media superior a los diez años dentro del Grupo, mantiene una gestión orientada a la prudencia financiera y operacional, enfocándose en una gestión prudente de su apalancamiento financiero y mejora progresiva de sus resultados y rentabilidad bajo la ejecución de su plan estratégico 2024-2029. Desde la Agencia valoramos como favorable la política financiera y gestión del Grupo, existiendo oportunidades de mejora en términos de mayor presencia internacional y de la eficiencia en su estructura de costes operativos, logrando ciertos hitos durante FY24 que han impactado positivamente en su rentabilidad y resultados.

- **Impacto positivo por criterios ESG implementados en el Grupo**

La política ESG del Grupo mantiene una valoración positiva (entre 1,0 y 1,5 según metodología interna), destacando positivamente iniciativas en materia de igualdad laboral, conciliación familiar, sostenibilidad medioambiental e innovación en soluciones digitales y sostenibles.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Crecimiento favorable de sus resultados y mejora de rentabilidad pese a todavía mostrar capacidad de mejora en su estructura de costes operativos.**

Rentabilidad. thousands of EUR*					
	FY22	FY23	FY24	23vs22	24vs23
Facturación	92.932	112.733	119.523	21,3%	6,0%
Mg Bruto	75,1%	78,2%	79,3%	3,1pp	1,0pp
EBITDA Aj.	5.889	7.653	8.317	30,0%	8,7%
Mg EBITDA Aj.	6,3%	6,8%	7,0%	0,5pp	0,2pp
EBIT	1.262	2.172	3.115	72,1%	43,4%
Mg EBIT	1,4%	1,9%	2,6%	0,6pp	0,7pp
Gastos Financieros	-276	-616	-1.211	-122,9%	-96,6%
EBT	773	1.547	2.195	100,1%	41,8%

*EBITDA ajustado por la Agencia que incluye el efecto por arrendamientos operativos

AENOR cerró FY24 con una facturación de €119,5m, lo que representa un crecimiento del 6,0% respecto a 2023 (€112,7m), y consolida la tendencia de crecimiento iniciada en ejercicios previos (€92,9m en FY22) dado el buen comportamiento en sus principales áreas de negocio y capacidad de retención de clientes y revisión de precios. Esta evolución se refleja también en la mejora del margen bruto, que se situó en el 79,3% (+1,0 pp vs 2023) y de un EBITDA ajustado de €8,3m (+8,7% YoY), con un margen EBITDA del 7,0% (6,8% en FY23). Esta ligera mejora responde a la progresiva eficiencia lograda en procesos internos tras la integración de Prysma y de la gestión con su sistema ERP, siendo este último aún un factor con capacidad de mejora en los próximos ejercicios. Por su parte, el EBIT alcanzó €3,1m (+43,4% YoY) que elevó su margen operativo hasta el 2,6% (+0,7 pp). A pesar de esta evolución favorable, los niveles de rentabilidad siguen siendo reducidos en comparación con los estándares del sector TIC, condicionados por la estructura operativa aún intensiva en personal técnico y costes indirectos.

En cuanto al resultado financiero, los gastos financieros ascendieron a €1,2m en FY24, duplicando los €0,6m registrados en FY23 dado el mayor uso de instrumentos de financiación a corto plazo en este ejercicio y que se matiza por la reducción en el primer trimestre de FY25 y según su plan estratégico actual bajo ejecución. En cualquier caso, su EBT se incrementó hasta €2,2m (+41,8% YoY) que mitiga este coste financiero soportado y refuerza la capacidad de AENOR para generar resultados positivos recurrentes que se estima continúe en el corto plazo.

Endeudamiento y Cobertura

- **Perfil de deuda diversificado con predominio de financiación bancaria y reducción gradual del apalancamiento. Cobertura de intereses adecuada pese al aumento del gasto financiero soportado en FY24.**

Corporación Confidere cerró FY24 con una deuda financiera total ajustada de €20,4m (€22,4m en FY23). Esta mejora se explica por la amortización de préstamos bancarios y de los compromisos por adquisiciones realizadas en ejercicios pasados. La deuda financiera neta ajustada se situó en €15,4m, apoyada en una posición de caja de €5,0m que permitió una mejora del ratio DFN/EBITDA ajustado hasta 1,9x (2,1x en FY23 y 2,8x en FY22).

La estructura de deuda está mayoritariamente compuesta por financiación bancaria y líneas de crédito, seguida de sus compromisos por arrendamientos operativos (€6,4m) y otras fuentes de financiación específicas como proveedores de inmovilizado (€1,8m) y deudas por adquisiciones anteriores (€2,3m). A cierre de 2024, el saldo vivo del programa de pagarés MARF era de €1,0m, mostrando un uso muy reducido de este instrumento. Destaca igualmente la emisión de bonos durante febrero de 2025 por €10m, con vencimiento en 2029 y un tipo de interés fijo anual del 6,0%, realizada a través del MARF. La operación, estructurada como deuda no garantizada, se destina a reforzar su estructura financiera, ampliar el plazo medio de vencimiento de su deuda y diversificar la estructura financiera del Grupo para acometer potenciales operaciones de M&A.

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €.			
	FY22	FY23	FY24
Deuda bancaria	3.973	8.328	4.595
Líneas de crédito	293	3.017	3.516
Pagarés MARF	3.764	0	1.000
Proveedores de inmovilizado	1.627	1.728	1.846
Deudas adquisición participaciones	3.358	2.569	2.329
Otros pasivos financieros	0	0	672
DFT Reportada	13.016	15.642	13.958
Arrendamientos operativos*	6.535	6.292	6.436
Deudas por comprimos pensiones	440	453	0
DFT	19.991	22.387	20.394
Caja	3.368	6.051	4.970
IFCP Líquidas	0	0	0
DFN	16.623	16.336	15.424
EBITDA	5.889	7.653	8.317
DFN/EBITDA	2,8x	2,1x	1,9x

*Se considera como deuda los compromisos por arrendamientos operativos asumidos y según metodología de EthiFinance Ratings

Respecto al ratio de cobertura de intereses se situó en 4,8x y se valora como satisfactorio pese a la reducción respecto al ejercicio previo (8,6x en FY23) y tras el incremento significativo de su carga financiera durante FY24 dado el mayor uso de líneas de financiación de circulante a corto plazo. Si bien esto representa un deterioro en esta métrica, el Grupo ha iniciado un proceso de reducción de uso de este tipo de financiación que se estima impacte positivamente en el ejercicio actual.

Análisis de Flujos de Caja

- **Recurrencia en su Cash Flow operativo pese al todavía ritmo de inversión significativo. Free Cash Flow positivo en FY24 que se valora positivamente.**

AENOR presenta una estabilidad en su generación de caja operativa, con un FFO de €5,8m en FY24 (€7,5m en FY23) y un Free Cash Flow positivo de €0,8m que se valora positivamente tras el signo negativo registrado en los dos ejercicios previos. Esta mejora responde principalmente a una mejor eficiencia en la gestión de circulante y una moderación del esfuerzo inversor que matiza el descenso en la capacidad de generación de fondos desde operaciones (FFO).

Su Cash Flow Operativo Ajustado de €4,9m en FY24 (-13,0% YoY) refleja la todavía presión de sus costes en sus márgenes operativos pese a mostrar una recurrencia que se valora positivamente. Por el lado de la inversión, el Capex se redujo un 13,7%, hasta €4,5m, tras concluir la mayoría de inversiones asociadas a su sistema de gestión (ERP) y el impacto positivo por la integración de Prysm.

Cash flow. thousands of EUR					
	FY22	FY23	FY24	23vs22	24vs23
Funds From Operations	4.668,0	6.219,8	4.762,8	33,2%	-23,4%
Ajuste de D&A por arrendamiento operativo	1.474,2	1.302,5	1.082,4	-11,6%	-16,9%
Funds From Operations Aj.	6.142,2	7.522,2	5.845,1	22,5%	-22,3%
+/- variación WK	946,0	-1.838,3	-902,0	-294,3%	50,9%
Cash Flow Operativo Aj.	7.088,2	5.684,0	4.943,1	-19,8%	-13,0%
Capex	-2.144,0	-5.252,6	-4.532,9	-145,0%	13,7%
M&A	-4.694,0	-799,6	-239,6	83,0%	70,0%
Otras	-107,0	1.038,8	1.731,1	1070,9%	66,6%
Cash Flow Inversión	-6.945,0	-5.013,4	-3.041,4	27,8%	39,3%
Reembolsos de arrendamientos según IFRS 16 / ajuste de D&A por arrendamientos operativos	-1.474,2	-1.302,5	-1.082,4	11,6%	16,9%
Cash Flow Libre Aj.	-1.331,0	-631,9	819,4	52,5%	229,7%
+/- variación patrimonio	0,0	0,0	0,0	-	-
- Dividendos	0,0	0,0	-338,9	-	-
Cash Flow Final Generado Internamente	-1.331,0	-631,9	480,5	52,5%	176,0%

Tras deducir los reembolsos por arrendamientos operativos y el reducido reparto de dividendos (€0,3m), el Grupo generó un Cash Flow Final positivo de €0,5m (-€0,6m en FY23) y cuya evolución refuerza la sostenibilidad de la estructura financiera del Grupo y su capacidad de financiación interna.

Capitalización

- **Adecuada capitalización soportada por la retención de beneficios y en la estabilidad de su endeudamiento financiero.**

AENOR presenta una estructura de balance estable, con un total activo de €67,4m a cierre de FY24 (+0,1% YoY). Esta estabilidad se justifica así por la consolidación de las inversiones realizadas en ejercicios anteriores, centradas en tecnología, digitalización y expansión de capacidades técnicas. El activo no corriente aumentó hasta €22,8m (+9,4%), reflejando la maduración de inversiones en intangibles, licencias y plataformas digitales, mientras que el activo corriente descendió un 4,1% debido a una reducción del fondo de maniobra (-10,9% YoY), en línea con una mejor gestión de cobros y circulante operativo. El patrimonio neto alcanzó €16,7m (+7,1% YoY), respaldado por la retención de los resultados del ejercicio y una política de dividendos contenida y que permita alcanzar un ratio Patrimonio Neto / Deuda Financiera Total Ajustada del 81,8% (69,5% en FY23) y que valoramos como favorable.

Liquidez

- **Posición de liquidez adecuada, con un saldo de caja suficiente y capacidad operativa para hacer frente a las obligaciones financieras de corto plazo. Perfil de refinanciación adecuado.**

Corporación Confidere mantiene una posición de liquidez sólida a cierre de 2024, con un saldo de caja de €5,0m, que, junto con la generación operativa de caja positiva (Cash Flow Libre Ajustado de €0,8m), le permite cubrir cómodamente las necesidades financieras inmediatas (€5,6m en FY25, sin considerar líneas de crédito dispuestas). El Grupo dispone además de líneas de crédito disponibles parcialmente no dispuestas (€3,4m en FY24 y €6,95m en 1T-FY25) y que refuerza su flexibilidad operativa ante posibles desviaciones o necesidades puntuales de circulante.

Desde el punto de vista de vencimientos, el Grupo presenta un perfil de refinanciación manejable. Las principales obligaciones se concentran en amortizaciones de deuda bancaria asociada a la adquisición de Prysm. Asimismo, durante el primer trimestre de FY25 se realizó una emisión de un programa de bonos por un máximo de €25m, del cual se ha emitido €10,7m y cuyo impacto se valora como positivo en la estructura de financiación de AENOR, extendiendo vencimientos y reduciendo el coste financiero medio soportado.

Se considera que el Grupo presenta una posición de liquidez adecuada, sin riesgos significativos a corto plazo, y con un perfil financiero que le permite acudir a nuevas fuentes de financiación sin restricciones operativas. Esta situación es coherente con su política de endeudamiento moderado y su disciplina financiera en los últimos ejercicios.

Modificadores

Controversias

- No se han detectado controversias significativas.

Riesgo País

- No existe riesgo país atendiendo a los mercados en los que opera el grupo.

Proyecciones Financieras

El Grupo se encuentra ejecutando un Plan Estratégico 2024-2029 enfocada en reforzar su posicionamiento competitivo bajo tres pilares estratégicos: i) Expansión de la oferta en servicios digitales y de sostenibilidad; ii) Mayor eficiencia operativa mediante la digitalización de procesos e implantación de ERP; y iii) Mantener un crecimiento orgánico e inorgánico tanto en el mercado latinoamericano como en Europa. Su estimaciones se valoran como prudentes y conservadoras, valorándose desde la Agencia como alcanzables.

A partir de las estimaciones realizadas por el Grupo, EthiFinance Ratings ha ajustado e incluido una serie de hipótesis bajo un escenario conservador y que se detallan a continuación:

- No se consideran operaciones de adquisición y crecimiento inorgánico.
- Estimaciones de costes operativos mas elevados respecto a las estimaciones de la compañía dados los factores de incertidumbre macroeconómicos actuales.
- No se asume nueva financiación adicional a la emisión de bonos realizada en FY25.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. thousands of EUR*							
	FY23	FY24	FY25e	FY26e	FY27e	23vs22	24vs23
Facturación	112.733	119.523	125.619	129.639	134.306	21,3%	6,0%
Adj EBITDA	7.653	8.317	9.146	9.776	10.070	30,0%	8,7%
Adj Margen EBITDA	6,8%	7,0%	7,3%	7,5%	7,5%	0,5pp	0,2pp
EBIT	2.172	3.115	3.200	3.634	3.839	72,1%	43,4%
Margen EBIT	1,9%	2,6%	2,5%	2,8%	2,9%	0,6pp	0,7pp
EBT	1.547	2.195	1.971	2.375	2.695	100,1%	41,8%
Total Activo	67.365	67.420	72.075	71.801	72.965	17,0%	0,1%
Patrimonio Neto	15.563	16.675	17.478	18.580	19.798	7,6%	7,1%
Adj Deuda Financiera Total	22.386	20.393	23.201	21.152	20.319	12,0%	-8,9%
Deuda Financiera Neta	16.335	15.424	14.617	12.911	9.585	-1,7%	-5,6%
PN/DFT	69,5%	81,8%	75,3%	87,8%	97,4%	-2,8pp	12,2pp
Adj DFN/Adj EBITDA	2,1x	1,9x	1,6x	1,3x	1,0x	-0,7x	-0,3x
Adj Funds From Operations	7.522	5.845	6.740	7.207	7.510	22,5%	-22,3%
Adj FFO/Adj DFN	46,0%	37,9%	46,1%	55,8%	78,4%	9,1pp	-8,2pp
Adj EBITDA/Adj Intereses	8,6x	4,8x	5,2x	5,5x	6,0x	-4,9x	-3,8x

*Facturación según información reportada en CCAACC y sin considerar otros ingresos de explotación (Incluyendolos: €122,6m en FY24; €115,8m en FY23 y €96,2m en FY22). La deuda financiera y EBITDA incluye el impacto y ajuste por los compromisos por arrendamientos operativos y según metodología (EBITDA sin ajustes de €6,7m en FY24, €6,0m en FY23 y €4,3m en FY22). Deuda financiera sin efecto por arrendamientos operativos de €13,96m en FY24, €15,6m en FY23 y €13,0m en FY22. Proyecciones financieras ajustadas a partir de la información aportada por la compañía

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB+
Análisis Sectorial	BBB+
Ajuste ESG	No
Posicionamiento Competitivo	B+
Gobierno corporativo	BB+
Perfil Financiero	BBB-
Cash flow y endeudamiento	BBB
Capitalización	BBB-
ESG Compañía	Positivo
Anchor Rating	BBB-
Modificadores	No
Rating	BBB-

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. Superar por dos ejercicios consecutivos los siguientes umbrales en los ratios financieros: DFN/EBITDA ajustado inferior a 1,5x, FFO/DFN ajustado superior a 40% y Patrimonio neto/Deuda financiera total ajustado superior a 80%.

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

Deterioro del EBITDA y margen EBIT (< 1,3%). Empeoramiento del ratio EBITDA/Intereses (< 5x) y deterioro de ratios de endeudamiento (DFN/EBITDA ajustado por encima de 2x y FFO/DFN ajustado < 40%) y PN/DFT ajustado (< 50%) por dos ejercicios consecutivos. Reducción de la demanda que impacte negativamente en la generación de resultados y desarrollo de la actividad. Cambios en el equipo de gestión que puedan impactar en la ejecución de su plan estratégico.

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/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid