



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Estable

Fecha de primer rating: 27/06/2022

Fecha de revisión: 05/05/2023

## Contactos

### Senior Associate

Manuel Callejón García

manuel.callejon@ethifinance.com

### Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez

guillermo.cruz@ethifinance.com

## Rating action y rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación AENOR Internacional en "BB+", manteniendo la tendencia Estable.
- El rating de la compañía está fundamentado en un favorable perfil financiero que se caracteriza por un mínimo apalancamiento, adecuada estructura de fondos propios y una posición de liquidez favorable donde valoramos positivamente su tesorería disponible y visibilidad que aporta su backlog de contratos en firme. No obstante, su calidad crediticia está restringida por su perfil de negocio más limitado, con una elevada concentración en el segmento de certificación y menor tamaño que otros players del sector que condiciona sus márgenes de rentabilidad operativa e incrementa su exposición a un mercado más acotado. Desde EthiFinance Ratings consideramos que AENOR mantiene un adecuado perfil crediticio y capacidad para acometer sus compromisos de pago en el momento actual, no previéndose cambios en el rating otorgado en los próximos doce meses.
- En línea con nuestra nueva metodología, el sector TIC (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.

## Descripción

AENOR Internacional, S.A. junto con sus filiales participadas se presentan como una compañía de ámbito internacional especializada en servicios de testeo, inspección y certificación de calidad (TIC) para compañías, organizaciones y administración pública. Entre sus productos y servicios, que incluyen más de 500 tipos de certificaciones, se encuentran los certificados normativos ISO, IEC, IIEE, entre otros y de carácter no normativo (Protocolos anti-COVID, Índice de Buen Gobierno Corporativo, Edificio Sostenible, etc.). Igualmente, la compañía distribuye normas y realiza actividades de formación y desarrollo de proyectos internacionales que completan su actividad.

La compañía desarrolla la mayor parte de su actividad en el territorio nacional, donde cuenta con 17 sedes. Adicionalmente, AENOR presta sus servicios de certificación en 90 países de los cinco continentes, a través de 12 sedes: Brasil, Chile, El Salvador, Ecuador, México, Perú, República Dominicana, Portugal, Italia y China, con dos representantes comerciales en Colombia y Marruecos.

En 2021, la compañía alcanzó una facturación total y EBITDA de €88,2M y €4,5M (margen del 5,1%) en 2021, con un DFN/EBITDA de 0,3x (1,4x en 2020).

## Fundamentos

### Perfil de negocio

#### Análisis del sector

- **Sector maduro y concentrado, con algunas barreras de entrada y cierto componente cíclico en su demanda.** La compañía desarrolla su actividad en el sector TIC (Testing, Inspection & Certification). Este sector y, específicamente, el segmento de certificación donde está AENOR se caracteriza por su carácter maduro y concentrado, representando las cinco principales compañías una cuota de mercado conjunta en España del 42% en 2020. La principal barrera de entrada, de naturaleza legal, la constituye la obligación para las compañías certificadoras de contar con una acreditación para poder operar. Las certificaciones igualmente 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 o el consumidor final. El carácter no exigible y tipología de estos servicios hace que el sector presente una demanda con una moderada exposición al ciclo económico que podría condicionar su evolución estimada en un escenario desfavorable de

crecimiento.

- **En línea con nuestra nueva metodología, el sector TIC (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.** El riesgo potencial de los factores ESG en las empresas 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

- **Player de tamaño medio y de ámbito internacional que enfoca su actividad en la certificación, segmento donde ostenta una posición de líder en este mercado. La presencia de ciertas ventajas competitivas amortigua la concentración y exposición de su actividad en España.** AENOR presenta un tamaño medio y ámbito internacional, principalmente en el sur de Europa y Latam, que muestra una elevada concentración en España (74% de las ventas de 2021). Su posicionamiento competitivo de liderazgo en este mercado y dentro del segmento de certificaciones donde concentra su actividad (78,6% sobre facturación en 2021) se valora positivamente, completándose con otras áreas de menor peso sobre sus ventas (venta de normas, formación, laboratorio, etc.). Su concentración en España restringe en cualquier caso su posición respecto a otros players internacionales de mayor tamaño. No obstante, la presencia de ciertas ventajas competitivas (marca, expertise, trayectoria, innovación...) junto con una elevada capilaridad en su cartera de clientes (top 10 de clientes representaron el 5,34% de facturación en 2021) y contratos en firme por €112,7M a ejecutar entre 2022-23 favorece la visibilidad de ingresos.

#### Gobierno corporativo

- **Accionariado concentrado en UNE, con un equipo de gestión de amplia trayectoria y política financiera conservadora.** AENOR pertenece al 100% a Asociación Española de normalización (UNE) que conformaban la misma entidad hasta 2017, año donde se produjo la escisión funcional y jurídica por requerimientos normativos. Su accionista es valorado como adecuado, estando designado por el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad como único Organismo de Normalización en España ante la Comisión Europea. El equipo directivo se caracteriza igualmente por una amplia experiencia dentro de la compañía, desarrollando una política financiera prudente y fundamentada en el uso mínimo de deuda financiera a la vez que mantiene una estructura favorable de fondos propios

#### Perfil financiero

##### Flujo de caja y endeudamiento.

- **Recuperación de actividad en 2021, resultados reducidos y márgenes de rentabilidad adecuados en el segmento donde se concentra.** AENOR se caracteriza por una recuperación progresiva en términos de ventas y que se encontraban impactadas por la Covid-19, alcanzando su facturación total en €88,2M a cierre de 2021 (€76,1M en 2020) y que continuó en los primeros meses de 2022. No obstante, sus rentabilidades se valoran como adecuadas dentro del segmento operativo donde opera la compañía, con un EBITDA de €4,5M en 2021 (€1,9M en 2020) que representó un margen del 5,1% y que se eleva hasta 9,2% considerando el ajuste por los compromisos que mantiene por arrendamiento operativo. Sus resultados reducidos limitan su perfil crediticio, situándose su EBT en €1,6M a cierre de 2021 (-€0,5M en 2020).
- **Ratios de apalancamiento mínimos mostrando una adecuada cobertura de deuda e intereses.** La compañía mantiene un apalancamiento reducido, con un ratio DFN/EBITDA y FFO/DFN de 0,3x y 317,0% respectivamente en 2021 (1,4x y 52,7% en 2020). Adicionalmente, su reducida carga financiera se traslada a una óptima cobertura de intereses con su EBITDA que se situó en 19,6x en 2021 (23,4x incluyendo el ajuste por arrendamientos operativos). Considerando sus compromisos por arrendamiento, sus ratios se mantienen en niveles adecuados,

con un DFN/EBITDA y FFO/DFN ajustado de 1,2x y 78,8% respectivamente en 2021.

### Solvencia

- **Favorable estructura de fondos propios en relación a los bajos requerimientos de financiación externa para su actividad.** Su estructura financiera se caracteriza por un nivel de fondos propios que valoramos positivamente, con un ratio PN/DFT del 146,2% en 2021 (77,2% incluyendo ajuste por arrendamientos operativos) que se refuerza por las reducidas necesidades de financiación externa, disponiendo de distintas líneas de confirming, factoring y pólizas de crédito para el desarrollo de su actividad. Así, su deuda financiera total alcanzó €9,6M a cierre de ese ejercicio, conformada, principalmente, por préstamos con garantía ICOs sin disponer que favorecen su deuda financiera neta (DFN de €1,4M).

### Modifiers

#### Factores ESG.

- **El grupo no presenta ninguna controversia.** Nuestra evaluación de controversias determina que no hay noticias o eventos que constituyan un problema real que apunten a una debilidad en las operaciones u organización de AENOR y que requieran seguimiento.

### Liquidez

- **No existe riesgo de liquidez.** Adecuado perfil de liquidez, con una elevada posición de tesorería disponible y calendario de vencimientos asumible. La posición de tesorería disponible de €11,3M a cierre del primer trimestre de 2022 junto con la positiva generación de caja operativa y sus líneas de circulante disponibles favorecen los fundamentos de liquidez de la compañía. De este modo, AENOR presenta una adecuada capacidad para acometer sus compromisos de deuda, con vencimientos por €5,8M en 2022 (64% de la deuda financiera total) dada la amortización de dos de sus préstamos bancarios con garantía del ICO que valoramos como asumibles en el momento actual y cuya capacidad se refuerza por la presencia de contratos en firme con clientes por €113M a ejecutar entre 2022-2023.

### Riesgo país.

- **No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante y que por lo tanto tenga un impacto negativo en la calificación.** La entidad, concentra el 74,7% del negocio en España y el resto en el sur de Europa y Latam.

## Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras. Miles de €.				
	2019	2020	2021	21vs20
Facturación <sup>(1)</sup>	80.304	76.156	88.231	15,9%
EBITDA ajustado <sup>(2)</sup>	6.525	4.869	8.130	66,9%
Margen EBITDA	4,1%	2,5%	9,2%	6,7pp
EBT	2.260	-497	1.579	417,8%
Total Activo	40.676	46.340	45.872	-1,0%
Patrimonio Neto	13.604	13.105	14.062	7,3%
Deuda Financiera Total ajustada <sup>(2)</sup>	11.226	18.075	18.225	0,8%
Deuda Financiera Neta <sup>(2)</sup>	8.394	10.029	9.972	-0,6%
PN/DFT	121,18%	72,51%	77,16%	4,7pp
DFN/EBITDA	1,29x	2,06x	1,23x	-0,8x
Funds From Operations <sup>(2)</sup>	6.087	4.310	7.853	82,2%
FFO/DFN	72,5%	43,0%	78,8%	35,8pp
EBITDA/Intereses <sup>(2)</sup>	46,8x	14,2x	23,4x	9,2x

<sup>(1)</sup> Facturación incluye otros ingresos de explotación; <sup>(2)</sup> Incluye impacto por ajustes asociados a los compromisos por arrendamientos operativos y según metodología.

## Análisis de sensibilidad

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

- **Factores positivos (↑).**

Entorno económico favorable, evolución positiva del sector. Mejora de los niveles de endeudamiento (DFN/EBITDA y FFO/NFD) y autonomía financiera (PN/DFT).

- **Factores negativos (↓).**

Agravamiento del entorno económico. Deterioro de los ratios DFN/EBITDA, FFO/NFD y PN/DFT. Deterioro de métricas ESG.

## Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB-
Análisis Sectorial	BB-
Posicionamiento Competitivo	B+
Governance	BBB
ESG Compañía	No impacta
Perfil Financiero	A+
Cash flow y endeudamiento	AA-
Solvencia	BBB
<b>Anchor Rating</b>	<b>BB+</b>
Modificadores	No impacta
<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 y Metodología de Perspectivas que puede consultarse en <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/methodologies>; y bajo la Escala Corporate largo plazo disponible en <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/ratingScale>
- EthiFinance Ratings publica los datos sobre las tasas históricas de incumplimiento de las categorías de calificación, que se alojan en el repositorio central de estadísticas CEREP, del regulador European Securities and Markets Authority (ESMA).
- De acuerdo con lo estipulado en el Artículo 6, apartado 2, en relación con el anexo I, sección B, punto 4, del Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, se informa que en el transcurso de los últimos 12 meses EthiFinance Ratings no ha prestado servicios auxiliares a la entidad calificada ni a terceros vinculados.
- El rating otorgado ha sido notificado a la entidad calificada, no siendo modificado desde entonces.

**Condiciones de uso de este documento y su contenido:**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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