



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Estable

Fecha de primer rating: 27/06/2022

Fecha de revisión: 28/07/2023

## 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 de AENOR Internacional, S.A. en "BB+", manteniendo la tendencia Estable.
- El rating se fundamenta en un favorable perfil financiero que se caracteriza por un reducido apalancamiento financiero y adecuados niveles de cobertura de deuda e intereses (DFN/EBITDA: 2,1x y EBITDA/Intereses:19,3x). Además, presenta un crecimiento sostenido de la facturación (CAGR<sub>18-22</sub> del 27,5%), alcanzando en el ejercicio 2022 una cifra récord para el grupo (€96,2m) y una favorable posición de liquidez donde valoramos positivamente el volumen de tesorería, capacidad para generar fondos con su actividad propia, y la visibilidad que aporta su backlog de contratos en firme.
- Sin embargo, su calidad crediticia está restringida por los reducidos márgenes operativos (margen EBIT: 1,4% y 2,2% en 2022 y 2021 respectivamente), así como 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. En cualquier caso, 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 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 y 4), teniendo esto también un efecto neutro en la calificación.

## Descripción

AENOR Internacional, S.A. y sus filiales participadas 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 y Latam y marruecos. La compañía alcanzó una facturación total y EBITDA de €96,2m y €8,7m (margen del 9,4%) en 2022, con un DFN/EBITDA de 2,1x (1,3x en 2021).

## Fundamentos

### Perfil de negocio

#### Análisis del sector

- Sector maduro, con elevada concentración en varios grupos de referencia, algunas barreras de entrada, cierto componente cíclico en su demanda y moderadas perspectivas de crecimiento. El sector Commercial & Professional Services (segmento Testing, Inspection & Certification) se caracteriza por su carácter maduro, alto grado de rivalidad y concentración, representando las cinco principales compañías una cuota de mercado conjunta en España del 43,3% en 2022. Además, el segmento de certificación donde AENOR desarrolla principalmente su actividad, presenta una concentración notablemente superior, al alcanzar las 10 primeras compañías una cuota de mercado conjunta del 82%. La principal barrera de entrada, es 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 las perspectivas de crecimientos sean moderadas y se encuentren expuestas al ciclo económico, pudiendo condicionar su evolución estimada en un escenario

desfavorable de crecimiento. Estos sectores desarrollan múltiples actividades con rentabilidades variadas, pero el mix de servicios ofrecidos típicamente desembocan en márgenes (del sector), de entre el 5% y el 11% a nivel de EBIT.

- **El sector tiene una exposición a ESG media.** En términos generales, se observa el uso limitado de recursos naturales en la prestación de servicios, con un impacto, mayoritariamente indirecto. Se destaca que la atención al cliente, así como la calidad del servicio y prestaciones recibidas son importantes en esta industria, siendo aspectos claves que junto al precio pueden afectar rápidamente a la reputación, ventas y rentabilidad.

#### Posicionamiento competitivo

- **Player de tamaño limitado en términos de facturación, que se posiciona como líder dentro del segmento de certificación.** AENOR si bien presenta un tamaño medio, y sostiene una reducida cuota de mercado dentro del segmento de Testing, Inspection & Certification, mantiene su posición de liderazgo dentro del segmento de certificación, donde concentra su actividad principal, y cuenta con una cuota de mercado estimada en torno al 28%. Además de su posicionamiento de liderazgo, cuenta con ventajas competitivas, como un elevado reconocimiento de marca y dilatada trayectoria, que son valoradas positivamente. Sin embargo, el margen operativo es limitado (margen EBIT:1,4%; -0,8pp), situándose en niveles inferiores a los de sus principales players.
- **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 2022), adecuado nivel de solvencia y creciente evolución de nuevos clientes. Adicionalmente, dispone de contratos en firme por importe de €131,1m a ejecutar entre 2023-24 que favorece la visibilidad de ingresos futuros. En cambio, a pesar de incluir en su porfolio otras áreas de negocio (formación, inspección, laboratorio, etc.) y mostrar en las mismas una positiva evolución, presenta una limitada diversificación, al concentrar el 76% 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, principalmente en Latam, Europa y China, la concentración de la facturación en España es elevada (71,4% de la facturación de 2022) aspecto que restringe su posición respecto a otros players internacionales de mayor tamaño.

#### 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 si bien en 2022, aumenta el uso de recursos ajenos debido al crecimiento inorgánico, presenta una estructura financiera con adecuados niveles de cobertura y capacidad de devolución de las obligaciones a su vencimiento, con la generación de recursos derivados de su actividad.
- **Política ESG.** Atendiendo a los datos ESG analizados, desde EthiFinance Ratings, AENOR tiene una exposición neutra a ESG (puntuación de 1,9). 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, como la evolución de la reconocida Marca N, hacia N sostenible.

## Perfil financiero

### Flujo de caja y endeudamiento

- **Tendencia positiva en términos de facturación, que contribuyen al crecimiento de los FFOs y del EBITDA, aunque con resultados y márgenes operativos reducidos.** En 2022, AENOR continúa con la progresiva recuperación en términos de facturación (+9,1% en 2022 y +15,9% en 2021). Por su parte, el EBITDA, alcanzó €8,7m, lo que permitió al grupo alcanzar un margen del 9,4% (+0,2pp). No obstante, los resultados (EBIT: €1,3m y €1,8m en 2022 y 2021 respectivamente), al igual que el margen EBIT (1,4%; -0,8pp) continúan siendo reducidos, y empeoran respecto al pasado ejercicio. De este modo, a pesar del crecimiento del volumen de negocio, AENOR redujo sus márgenes operativos debido a que mantuvo los precios a toda su cartera, en cambio experimentó un incremento del coste de personal fijado por convenio y de las tarifas de precios de los proveedores como consecuencia del efecto de la inflación. En cualquier caso, cabe indicar que los resultados del primer semestre de 2023, arrojan resultados operativos con márgenes superiores, en torno al 4,2%.
- **Incremento del endeudamiento financiero en 2022, derivado del crecimiento inorgánico, pero manteniendo ratios de apalancamiento adecuados.** Ante el crecimiento inorgánico llevado a cabo por el grupo, el volumen de deuda financiera neta se elevó hasta los €18,4m (€10m en 2021). En esta línea, durante el ejercicio 2022, para amortizar el préstamo ICO mantenido con Bankinter y financiar la adquisición de las participaciones en las sociedades Pryisma calidad y medio ambiente S.A.U y su filial Pryisma consultoría y tecnología S.L.U, AENOR accedió por primera vez a los mercados financieros mediante la emisión de pagarés en el MARF por un total de €5,9m, y redujo el volumen de efectivo (€3,4m en 2022 y 5,0m en 2021). El ratio DFN/EBITDA se situó en 2,1x valores considerados muy adecuados, a pesar de empeorar respecto a 2021, donde alcanzó unos niveles óptimos (DFN/EBITDA:1,3x). Adicionalmente, su reducida carga financiera se traslada a una óptima cobertura de intereses con su EBITDA, que se situó en 19,3x en 2022 (22,5x en 2021).

### Solvencia

- **Autonomía financiera se mantiene adecuada, a pesar del incremento de los requerimientos de financiación externa para el desarrollo de su negocio.** AENOR ha mantenido una estructura de financiación caracterizada por unos niveles de autonomía financiera adecuados. En 2022, a pesar del incremento del endeudamiento, la relación entre el patrimonio neto y deuda total continúa en niveles favorables (58,4%; 77,2% en 2021).

### Liquidez

- **A pesar de tener un favorable nivel de liquidez, presenta cierto grado de exigibilidad en sus vencimientos a corto plazo, estando por tanto la liquidez condicionada al mantenimiento y mejora de los flujos de caja operativos.** Si bien en 2022 el volumen de efectivo (€3,4m; €5m en 2021) e inversiones financieras (€2,9m; 3,2en 2021) se vieron minoradas, el importe de recursos líquidos, junto a la positiva generación de caja operativa y la disposición de líneas de circulante disponibles, favorecen los fundamentos de liquidez de la compañía. Por otra parte, aunque AENOR presenta una adecuada capacidad para acometer sus compromisos de deuda, la exigibilidad de los vencimientos inferiores al año es elevada (€13,3m), al suponer 53,8% de la deuda financiera total. En cualquier caso, dado el carácter renovable de las obligaciones a corto plazo (líneas de crédito, préstamos con Bankinter y emisión de pagarés en el MARF) y la presencia de contratos en firme con clientes por €131m a ejecutar entre 2022-2023, la amortización de los vencimientos de deuda los valoramos como asumibles, pero condicionados a la generación de flujos operativos.

## Modificadores

### Controversias

- Actualmente el grupo no presenta ninguna controversia.

### Riesgo país

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

## Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras. Miles de €.				
	2020	2021	2022	22vs21
Facturación <sup>(1)</sup>	76.156	88.231	96.228	9,1%
EBITDA <sup>(2)</sup>	4.623	7.835	8.707	11,1%
Margen EBITDA <sup>(2)</sup>	6,3%	9,2%	9,4%	0,2pp
EBIT	7	1.848	1.268	-31,4%
Margen EBIT	0,0%	2,2%	1,4%	-0,8pp
EBT	-497	1.579	578	-63,4%
Total Activo	46.340	45.872	57.279	24,9%
Patrimonio Neto	13.105	14.062	14.463	2,9%
Deuda Financiera Total <sup>(2)</sup>	18.069	18.219	24.761	35,9%
Deuda Financiera Neta <sup>(2)</sup>	10.612	9.965	18.416	84,8%
PN/DFT <sup>(2)</sup>	72,5%	77,2%	58,4%	-18,8pp
DFN/EBITDA <sup>(2)</sup>	2,3x	1,3x	2,1x	0,8x
Funds From Operations <sup>(2)</sup>	4.320	7.853	8.939	13,8%
FFO/DFN <sup>(2)</sup>	40,7%	78,8%	48,5%	-30,3pp
EBITDA/Intereses <sup>(2)</sup>	13,5x	22,5x	19,3x	-3,3x

<sup>(1)</sup> Facturación incluye otros ingresos de explotación (€2,5m en 2020, €3,1m, en 2021 y €3,3m en 2022); <sup>(2)</sup> Incluye impacto por ajustes asociados a los compromisos por arrendamientos operativos y según metodología. Ebitda sin ajustes (€3,0m en 2020, €1,7m en 2021 y €4,2m en 2022); DFT sin ajustes (€10,8m en 2020, €9,6m en 2021 y €13,0m en 2022), DFN sin ajustes (€2,7m en 2020, €1,4m en 2021 y €6,7m en 2022), FFO sin ajustes (€1,5m en 2021, €4,3m en 2021 y 4,7m en 2022).

## Análisis de sensibilidad

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

### Factores positivos (↑).

Incrementar el margen operativo (margen EBIT>4%). Aumento del tamaño, portfolio de servicios y de la diversificación geográfica.

### Factores negativos (↓).

Deterioro del margen EBITDA (<6%) y margen EBIT (<1,3%). Empeoramiento del EBITDA/Intereses (<15x) y deterioro de ratios de endeudamiento (DFN /EBITDA por encima de 2x y FFO/DFN<40%) y PN/DFT (<50%).

## Credit Rating

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