

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Software

Precio de Cierre: EUR 0,24 (21 dic 2022)
 Distribución informe: 22 dic 2022 (09:45h)

Inicio de cobertura
 Análisis Independiente de Compañías

Substrate AI (SAI), es una startup tecnológica española de inteligencia artificial basada en aprendizaje reforzado, con sede en Valencia. Desarrolla y comercializa sus propios productos y soluciones bajo un modelo SaaS. Cotiza en BME Growth desde mayo de 2022. El consejo de administración controla el 36% del capital.

Enrique Andres Abad – enrique.andres@lighthouse-ieaf.com
 +34 915 904 226

2023-2024: el momento de pasar “de las musas al teatro”. Y crecer en inteligencia artificial

APUESTA POR LA INTELIGENCIA ARTIFICIAL... El M&A ejecutado en 2020-2022 ha permitido crear una compañía tecnológica preparada para crecer en soluciones de IA. Un modelo de negocio teóricamente escalable a l/p y que aprovecha el “viento de cola” del sector (33% TACC 2022e-26e en Europa). Pero la fase en que la compañía se encuentra hoy en IA es todavía de “despegue” (c.20% s/ventas 2022e).

... GENERANDO LA OPORTUNIDAD DE CRECER A DOBLE DÍGITO (MUY) ALTO. El escenario planteado para los años 2022e-2024e contempla un crecimiento orgánico de los ingresos hasta los c. EUR 6,6Mn en 2024e (42,8% TACC 2022e - 24e). Apoyado en: el (i) desarrollo del negocio no derivado de la IA y (ii) la comercialización de las soluciones propias de IA bajo un modelo SaaS (multiplicando c.2x su peso en el mix de ingresos).

AUNQUE HABRÁ QUE ESPERAR HASTA DESPUES DE 2024E PARA SUPERAR EL BREAKEVEN EN EBITDA REC. No estimamos apalancamiento operativo significativo (al menos hasta 2024e), ya que, a nuestro juicio, la compañía continuará invirtiendo en su estructura para adaptarla a volúmenes de ingresos superiores. Y hasta que las soluciones de IA tengan un peso significativo en el mix de ingresos. Es decir, el salto en rentabilidad no será inmediato. Pero es un fuerte atractivo del modelo de negocio de SAI a l/p.

...LLEVANDO LA DEUDA NETA TEÓRICA HASTA EUR 4,6MN EN 2024E (AUNQUE ASEGURADA CON BONOS CONVERTIBLES). Todo lo anterior, nos conduce a un escenario central que no contempla FCF Rec. positivo hasta, al menos, después de 2024e. Una vez SAI hubiera consolidado un EBITDA rec. suficientemente elevado que le permita amortiguar el consumo de caja de esta fase de despegue de su negocio de IA.

UN EQUITY STORY DE NATURALEZA SECTORIAL. SAI es una startup de IA, donde el equity story apunta a una empresa tecnológica basada en el desarrollo de sus propias soluciones. La inversión y el crecimiento pivotan sobre un subsector del que se espera un potente y rápido desarrollo. Pero SAI también es una “apuesta”, ya que los ingresos por soluciones de IA son hoy (“todavía”) minoritarios (c.20% s/ventas 2022e). 2022e-24e es decisivo para ver qué será SAI en el l/p. Y mostrar su capacidad de crecer en IA. Recordando el verso de Lope de Vega, el momento de pasar “de las musas al teatro”, y aprovechar la oportunidad que ofrece el sector.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	5,5	5,9
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	6,1	6,5
Número de Acciones (Mn)	23,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,10 / 1,03 / 0,17	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,05	
Rotación ⁽²⁾	126,2	
Factset / Bloomberg	SAI-ES / SAI SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽⁶⁾

JMSAN Agentes Financieros	41,3
Bren Worth	7,6
D. Lorenzo Serratosa Gallardo	7,3
D. José Iván García Braulio	7,0
Free Float	26,2

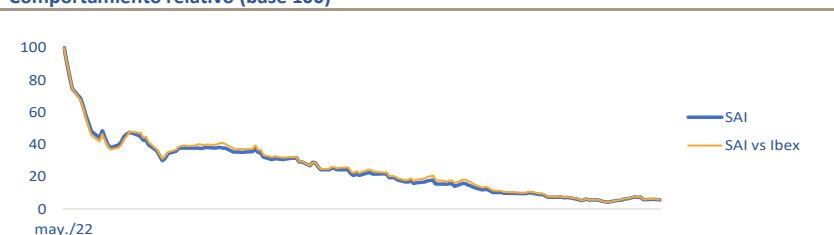
Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2021	2022e	2023e	2024e
Nº Acc. ajustado (Mn)	7,9	21,8	23,6	23,6
Total Ingresos	1,6	3,2	5,0	6,6
EBITDA Rec.	-1,1	-1,8	-1,1	-0,3
% Var.	n.a.	-66,2	40,0	70,8
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	32,5	20,2	11,5	17,0
Beneficio neto	-1,8	-15,8	-1,6	-1,4
BPA (EUR)	-0,23	-0,72	-0,07	-0,06
% Var.	n.a.	-217,1	90,8	13,7
BPA ord. (EUR)	-0,24	-0,71	-0,07	-0,06
% Var.	n.a.	-197,6	90,7	13,7
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	-2,2	-2,9	-1,9	-1,1
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	5,0	1,6	3,5	4,6
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROCE (%) ⁽⁴⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁵⁾

PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	0,2	0,3	0,3	0,4
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	3,76	1,90	1,21	0,93
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield (%) ⁽⁴⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-6,0	-67,4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs Ibx 35	-7,3	-69,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs Ibx Small Cap Index	-5,1	-68,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	-5,1	-70,6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs Índice del sector ⁽³⁾	-2,6	-70,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

(2) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.

(3) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.

(4) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

(5) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

(6) JMSAN Agentes Financieros está participada al 25% por: D. Lorenzo Serratosa Gallardo, D. José Iván García Braulio, D. Francisco Javier Muñoz Sanfeliu y D. Fernando Villar del Prado. Para más detalle ver página 22.

(*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Factset y Lighthouse.

Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.

Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

Substrate Artificial Intelligence (SAI) es una compañía de BME Growth

BME Growth es el segmento destinado a empresas medianas y pequeñas de BME MTF Equity, dirigido y gestionado por la Bolsa Española (BME), estando sujeto a la supervisión de la CNMV. BME MTF Equity no es un Mercado Regulado, estando considerado como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), tal y como se define en la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). En julio de 2020, BME Growth obtuvo el sello de SME Growth Market, nueva categoría de la normativa de la UE, en España denominada Mercado de Pymes en Expansión.

BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él c.140 compañías. Las empresas que cotizan en BME Growth pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

Conclusiones

La capacidad de expandir el negocio derivado de la IA es el verdadero equity story. Y el periodo 22e-24e es “clave” para demostrarlo

Start-up de Inteligencia artificial basada en aprendizaje reforzado...

Incorporada a BME Growth en mayo de 2022, SAI es una pequeña compañía tecnológica española de soluciones de inteligencia artificial basadas en aprendizaje reforzado. Cuenta con la propiedad intelectual de toda la tecnología, desarrollada por su CTO, Bren Worth, junto con el Rensselaer Polytechnic de Nueva York. Durante 2020 y 2021 se acomete una transformación societaria que da lugar al grupo actual: Substrate Artificial Intelligence (SAI).

...que presta servicios en las divisiones de fintech, rr.hh/publicidad, agritech, salud y energía

Actualmente desarrolla su actividad en los sectores de fintech, recursos humanos/publicidad, agritech, salud y energía. Un modelo generalista y sin especialización sectorial. Las operaciones societarias y la estrategia de crecimiento inorgánico han permitido a SAI diversificar su negocio. Esto nos lleva a plantearnos una serie de preguntas esenciales: ¿Qué es hoy en día SAI? ¿Qué podemos esperar para su futuro más próximo (2022e-2024e) en términos de resultado operativo y generación de caja? Y, por último, ¿Qué podemos esperar de un negocio como el de SAI en el más largo plazo?

A) 2020 - 2021: transformación societaria y creación del grupo tal y como hoy lo conocemos

El esfuerzo de SAI en los años 2020 y 2021, a través de la transformación societaria y estrategia de M&A, ha dado lugar a un grupo, tanto de empresas adquiridas como de startups de creación propia, sobre las que desarrollar sus soluciones de aprendizaje reforzado. En este período decisivo SAI se transforma en dos sentidos:

Transformación societaria, creación del grupo y, sobre todo, concreción del modelo de negocio para el largo plazo

- **Diversificación del negocio.** En 2020 SAI dependía principalmente del negocio de asesoramiento financiero, que en 2021 suponía el 64% s/ventas proforma. Con las adquisiciones de (i) las unidades de negocio de “Intefi School of Business” (dedicada a la formación online y presencial) y “Serenity Markets” (web que ofrece información financiera online) ambas dentro de la división de Fintech (ii) la unidad de negocio “Summon Press”, enfocada en edición, redacción de contenidos y publicidad web (iii) la adquisición en 2022 del 70% de las acciones de Cuarta Dimensión Médica (4D) y (iv) las startups Boalvet (agritech) y AIRENIA (energía), han reducido la dependencia del negocio de asesoramiento financiero. En las ventas del 1S de 2022 se confirma esto: (i) fintech (32% s/ventas 1S 2022) (ii) sector salud (29% s/ventas 1S 2022), (iii) RR. HH (28% s/ventas 1S 2022), (iii) agritech (11% s/ventas 1S 2022) y mercado energético (esperamos que aporte ventas en 2023).
- **Desarrollo de soluciones propias.** Creando un grupo de empresas (controladas, sin necesidad de ser al 100%) que comercialicen los productos y soluciones desarrollados por SAI, con el objetivo de que paguen en un futuro (no en el corto plazo) royalties a la matriz por el uso de su tecnología y soluciones de inteligencia artificial. Un modelo de negocio en el que SAI es propietario de la tecnología y comparte el riesgo/beneficio comercial de su explotación en los diferentes sectores.

En definitiva, 2020 - 2021 supone un claro punto de inflexión para SAI. Y en el arranque de 2022, la “foto” es la de una compañía que: (i) ha conseguido diversificarse como demuestran los resultados del 1S de 2022, aunque el peso del negocio derivado de las soluciones de inteligencia artificial sigue siendo bajo (c.20% del mix de ingresos), (ii) sin todavía alcanzar break-even en EBITDA Rec. (EUR -1,0Mn en 1S 2022) y (iii) ha reducido su deuda neta gracias a la ampliación de capital de marzo 2022 (EUR 7,7Mn) a EUR 0,3Mn (vs EUR 5,0Mn 2021, incluyendo pagos pendientes por M&A).

B) 2022e – 2024e: fuerte crecimiento en ingresos, aunque sin alcanzar break-even

La pregunta que nos debemos hacer es sólo una: ¿Qué podemos esperar de SAI para los próximos años, desde un punto de vista de crecimiento, rentabilidad y generación de FCF Recurrente?

Capacidad de crecer apoyada en soluciones propias de IA en un sector en pleno despegue (TACC 2022-2026 del 33%)

- **Un negocio con capacidad de crecer.** La estrategia ejecutada en los años previos ha permitido sentar las bases sobre las que apoyar el crecimiento de los próximos años, gracias a: (i) el desarrollo de soluciones de IA enfocadas a la optimización de procesos y tareas específicas (optimización de granjas lecheras, gestión integral de clínicas veterinarias...), (ii) un negocio escalable al estar basado en soluciones propias bajo modelo SaaS (desde 2018 se ha mejorado un 94,4% en la velocidad de

entrenamiento de los modelos de inteligencia artificial), y (iii) empujado por un sector (inteligencia artificial) en plena fase de crecimiento, y que se espera que crezca a una TACC 2022-2026 del 33% en Europa, llegando a los USD c.80 Bn en 2026.

Fuerte crecimiento en ingresos
 (42,8% TACC 2022e-2024e) ...

- **Ingresos, EUR 3,2Mn en 2022e (c.102% vs 2021) y posibilidad de alcanzar c. EUR 6,6Mn en 2024e (42,8% TACC 2022e-2024e).** En términos cuantitativos, el escenario que planteamos para el período analizado debiera permitir a SAI aspirar a continuar creciendo a doble dígito en ingresos (+42,8% TACC 2022e-2024e) gracias a (i) un fuerte crecimiento orgánico de los ingresos en las divisiones de salud, proyectos de I+D y agritech (la solución de gestión integral de granjas lecheras está ya desarrollada) y (ii) puesta en el mercado de las soluciones de aprendizaje reforzado que está desarrollando SAI, como por ejemplo la solución de ahorro energético o la solución para la gestión integral de clínicas veterinarias.

... aunque sin alcanzar
 breakeven en EBITDA
 recurrente hasta después de
 2024e

- **Aunque habrá que esperar hasta después de 2024e para superar el breakeven en EBITDA Recurrente.** Nuestras estimaciones en 2023e y 2024e asumen todavía un EBITDA por debajo de break-even (EUR -1,1Mn y EUR -0,3Mn respectivamente) que debería alcanzarse pasado 2024, cuando el peso de las soluciones de inteligencia artificial debería ser mayoritario. Lo que constituye en sí mismo uno de los pilares fundamentales del Equity Story de SAI.

Y sin capacidad de generar flujo
 de caja, que llevará la deuda
 neta hasta EUR 4,6 2024e...

- **Sin capacidad de generación de FCF positivo, lo que llevará a un incremento teórico de la Deuda Neta.** Nuestro escenario central no contempla FCF recurrente positivo hasta, al menos, después de 2024e. Una vez SAI hubiera consolidado un EBITDA Recurrente suficientemente elevado que le permita amortiguar el consumo de caja necesario para su actividad. Esto empujaría las necesidades de financiación hasta los EUR 4,6Mn en 2024e.

... aunque con la financiación
 asegurada, pero a expensas de
 una gran dilución

- **Fuente de financiación “resuelta”, algo clave para un negocio en fase de arranque y muy demandante en gastos operativos.** En 2022, SAI ha firmado un acuerdo para la emisión de bonos convertibles por un importe máximo de EUR 20Mn, a los que, adicionalmente, se han vinculado equity warrants, con exclusión del derecho preferente, con Alpha Blue Ocean, la única destinataria de la emisión. La duración del acuerdo es de 36 meses. (Ver pag 9 de este informe para más detalle). Este acuerdo podría evitar el incremento de la deuda neta, acudiendo a financiación vía equity que sería “inevitablemente” dilutiva para los accionistas.

Tabla 1. Principales indicadores

EUR Mn	2021	2022e	2023e	2024e	Tacc 21-24e
Total ingresos	1,6	3,2	5,0	6,6	59,3%
Cto. Total ingresos		98,2%	56,2%	30,6%	
Margen bruto	1,6	2,5	4,0	5,3	48,0%
Costes de explotación	(2,7)	(4,3)	(5,1)	(5,6)	27,0%
EBITDA Recurrente	(1,1)	(1,8)	(1,1)	(0,3)	-34%
EBITDA rec. / Ingresos	-68%	-57%	-22%	-5%	
Free Cash Flow	(2,4)	(4,2)	(1,9)	(1,1)	
Deuda financiera neta	5,0	1,6	3,5	4,6	

C) ¿Qué podemos esperar de SAI en el muy largo plazo?

Llegados a este punto y simplificando de manera extrema, hoy (diciembre 2022) estamos ante una startup de inteligencia artificial, en la que el equity story apunta a una empresa tecnológica basada en el desarrollo de sus propias soluciones de IA (reinforced learning).

Crecimiento a muy largo plazo
 apoyado en: soluciones propias,
 transformación digital y
 apuesta decidida del equipo
 gestor

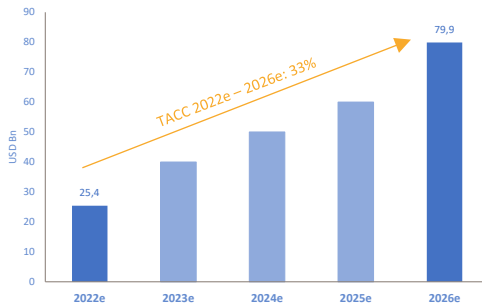
Sobre el papel, el sector de IA ofrece una gran oportunidad. Y, a nuestro juicio, SAI estaría posicionándose para aprovecharla: (i) Tecnología disruptiva de aprendizaje reforzado basada en la biología humana, aplicada en varios mercados. Es decir, un modelo de ingresos altamente diversificados por cliente/sector. No hay un enfoque de especialización. (ii) Con un negocio escalable sobre el papel, con capacidad de apalancar el negocio a medida que se vaya incrementando el peso en el mix de negocio de la IA.

El múltiplo EV/Vtas 2022e de SAI se sitúa en c. 2,1x (excluyendo las ventas no recurrentes de I+D) vs 3,9x de los comparables, reduciéndose hasta 1,0x en 2024e (vs unos comparables de IA que cotizarían a múltiplos EV/Vtas c. 2,5x). Dada la condición actual de startup de SAI, quizás lo más relevante sea elevar la vista y ver cuáles van a ser los principales drivers que explican el crecimiento en un plazo más largo: (i) soluciones propias de IA (algunas ya están desarrolladas) (ii) el tamaño y la capacidad de crecer del mercado de la inteligencia artificial los próximos años, aprovechando la transformación digital de las compañías.

En conclusión, y a nuestro juicio, SAI debe ser vista hoy como una “apuesta” teóricamente correcta: en la medida en que la inversión y el crecimiento pivotan sobre un subsector (inteligencia artificial) en el que se espera un potente y rápido desarrollo. También como una “apuesta” coherente: modelo de negocio claro y con la financiación resuelta. Pero también como una “apuesta” *stricto sensu*, en la medida en que los ingresos generados por soluciones de inteligencia artificial son hoy minoritarios (20% ingresos 2022e). Lo que enfatiza la naturaleza de start-up de SAI. Y la lógica lejanía de la generación de FCF positivo. En este contexto, los años 2022 y 2023 parecen decisivos para concretar qué será SAI en el largo plazo.

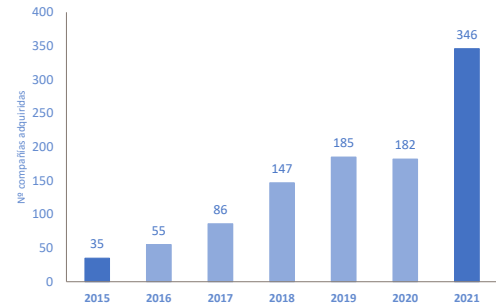
La compañía en 8 gráficos

Inteligencia Artificial: Un sector con alto potencial de crecimiento (33% TACC 2022e-2026e en Europa) ...



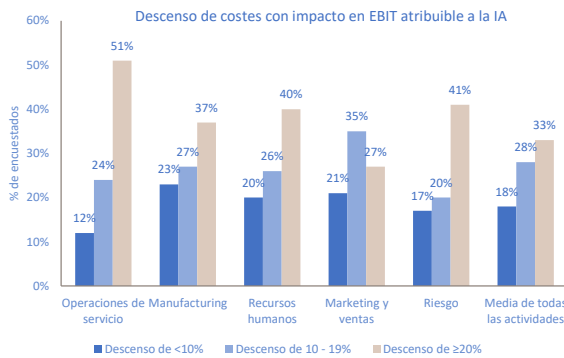
Fuente: IDC (International Data Corporation)

... y muy fragmentado, lo que ha impulsado el número de adquisiciones en el sector



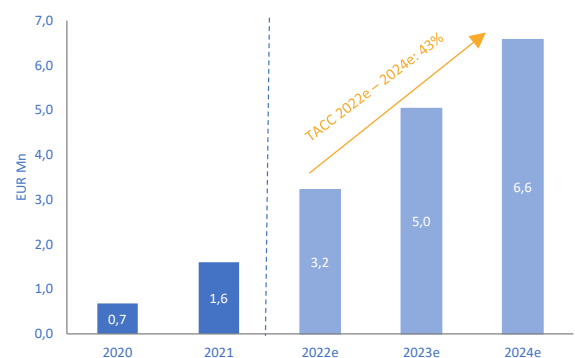
Fuente: Bakertilly

La IA cada vez tiene un mayor impacto en la cuenta de resultados de las compañías a nivel EBIT

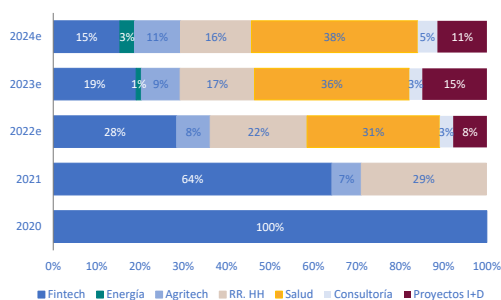


Fuente: McKinsey Technology Trends 2022. Nota: Ver pag 12 de este informe para más detalle

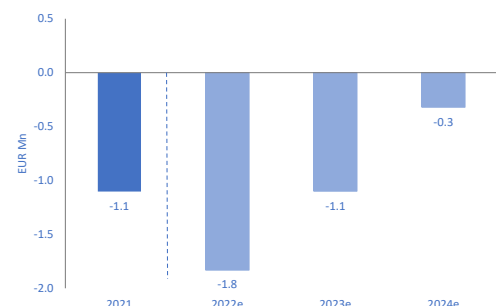
Substrate (SAI): Con la posibilidad de crecer a doble dígito alto en ingresos (42,8% TACC 2022e – 2024e) ...



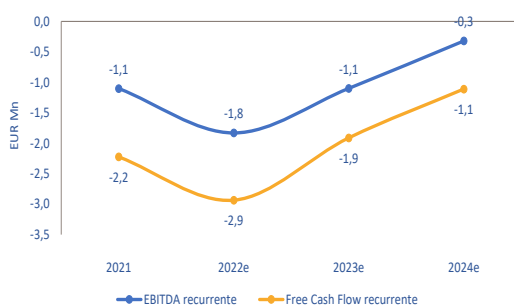
... gracias al M&A ejecutado en 2020 – 2022, que ha incrementado el peso del negocio derivado de la IA (c.20% ventas 2022e)



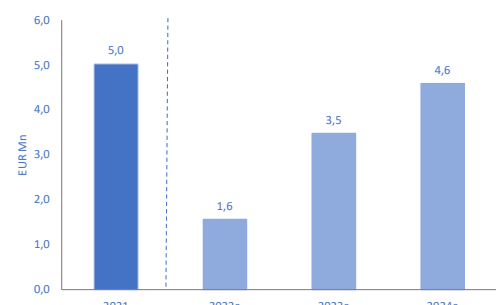
Aunque habrá que esperar para alcanzar break-even en EBITDA Rec., al menos, hasta 2024e



Y sin capacidad de generar flujo de caja recurrente positivo para los próximos años (2022e – 2024e) ...



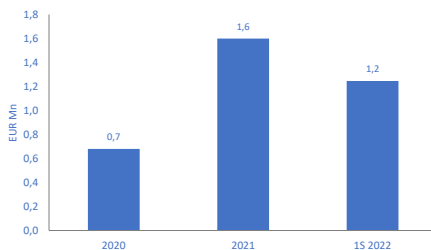
... situando la Deuda Neta "Teórica" 2024e en EUR 4,6Mn. Aunque "cubierta" vía bonos convertibles



Descripción del negocio

Start-up de “inteligencia artificial” con tecnología propia, orientada a nichos de mercado y sin especialización sectorial

Gráfico 1. Ingresos totales 2021 – 1S 2022



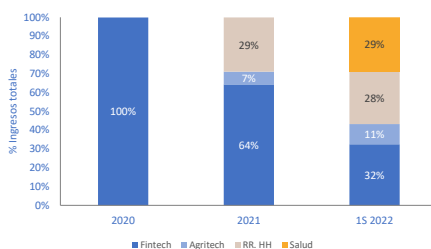
Nota: los ingresos de 2020 son de las cuentas anuales individuales de Zona Value S.L (actualmente Substrate AI S.A).

Substrate AI (SAI), es una pequeña compañía tecnológica española de inteligencia artificial (Mkt Cap de c. EUR 5,5Mn) con sede en Valencia, especializada en ingeniería de software basada en aprendizaje reforzado. En 2021 obtuvo unos ingresos de EUR 1,6Mn (100% en España). Cotiza en BME Growth desde mayo de 2022.

SAI cuenta con la propiedad intelectual de toda la tecnología, desarrollada por su CTO, Bren Worth, junto con el Rensselaer Polytechnic de Nueva York. Esta tecnología está basada en la toma de decisiones en entornos inciertos utilizando algoritmos complejos inspirados en la biología humana. Según McKinsey, el aprendizaje reforzado es una de las tendencias tecnológicas actuales más disruptivas, al ser más escalable por su capacidad de procesar más datos que la tecnología tradicional.

SAI desarrolla y comercializa sus propios productos y soluciones bajo un modelo SaaS, con un sistema mixto de partnerships y empresas propias (adquiridas o creadas como start-ups). Este sistema le proporciona los problemas reales a solucionar, los datos para poder entrenar a los agentes de inteligencia artificial y el tiempo para desarrollar las soluciones.

Gráfico 2. Mix de ventas por línea de negocio proforma (2021 – 1S 2022)



Nota En 2022 las ventas de intefi y actividades de fintech se empiezan a contabilizar en la división de Fintech. Estas ventas en 2021 fueron c.EUR 0,8Mn.

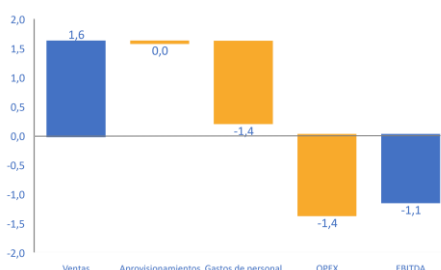
Dentro del segmento de compañías dedicadas a la inteligencia artificial, encontramos sobre todo compañías cotizadas en EE. UU de gran tamaño como Oracle, Palantir Technologies, Microsoft, AWS, IBM, C3.ai... No obstante, los principales comparables de SAI por mercado y tamaño se encuentran en Europa, como Sidetrade (IA para acelerar y asegurar el flujo de caja en el proceso Order-to-Cash), Median Technologies (servicios de imagen para ensayos oncológicos y capacidades de imagen médica de IA), BenevolentAI (IA avanzada para descifrar las enfermedades y descubrir intervenciones terapéuticas), Linedata Services (IA para invertir en mercados), Lectra (soluciones para los mercado de automoción y moda basadas en IA) y Artificial Solutions (chatbot basado en IA).

Modelo de negocio descentralizado basado en soluciones propias de IA en mercados de nicho, para no competir con los principales players del mercado

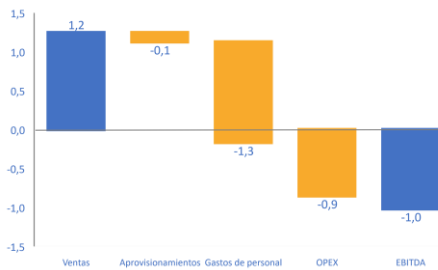
Cada una de las filiales de SAI cuenta con su propio CEO y plan de negocio independiente centrados en mercados de nicho. Actualmente, desarrolla su actividad a través de cinco líneas de negocio (sin especialización sectorial):

- Fintech (64% s/ingresos de 2021 y 32% s/ventas 1S 2022):** negocio de asesoramiento y formación financiera, que además cuenta con dos soluciones que ofrece a clientes particulares e institucionales: (i) Estrategias de inversión con inteligencia artificial para particulares que se ofrecen en EE. UU a través de la filial del grupo Saivers AI en el Marketplace Collective2 y en Europa por medio de la filial KAU Markets EAF. (ii) Alrededor de estas estrategias ha desarrollado una plataforma para clientes institucionales donde pueden invertir el dinero de sus clientes y conocer el estado de las inversiones. En la actualidad, está desarrollando una plataforma de marketing digital para fintech e insurtech. Pese a todo, hay que destacar que en 2021 y 1S 2022 casi el 100% de los ingresos obtenidos corresponden a negocio sin técnicas de IA. Por ejemplo, como proveedor de servicios en el ámbito de la inversión en fondos.
- Recursos humanos/Publicidad (29% s/ventas 2021 y 28% s/ventas 1S 2022):** Esta línea de negocio cuenta con dos soluciones, (i) Fleebe.com, solución a través de la cual ofrece un asistente virtual de IA gratuito para la formación (aunque, por el momento, solo obtiene ingresos de la venta de publicidad) (ii) Fleebe Corporate, plataforma de recursos humanos para ayudar a las empresas a retener el talento (su comercialización se espera para 2023). Engloba la unidad de negocio “Summon Press” adquirida en 2021. Tanto en 2021 como el 1S 2022 los ingresos provienen exclusivamente de venta de publicidad a Google en el portal Fleebe. Y por tanto no son ingresos vinculados a productos de IA.

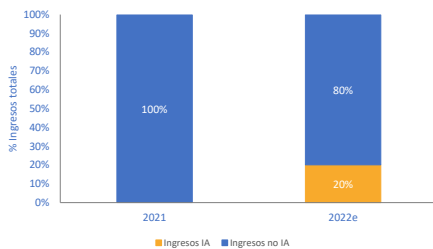
Gráfico 3. Bridge EBITDA Recurrente 2021



Nota La plantilla media a 31 de diciembre de 2021 fueron 34 empleados y la plantilla a cierre del periodo de 39.

Gráfico 4. Bridge EBITDA Recurrente 1S 2022


Nota: Hemos ajustado los costes de salida a bolsa (EUR c.0,2Mn). La plantilla media a 30 de junio de 2022 fueron 33 empleados y la plantilla a cierre del periodo de 54.

Gráfico 5. División ingresos 2021 – 2022e


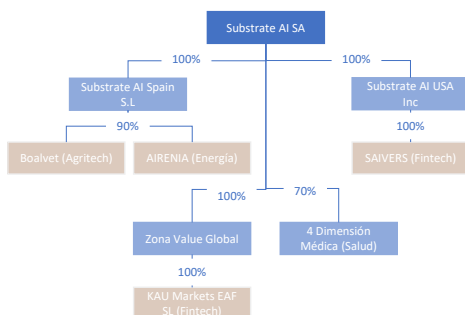
- **Agritech (7% s/ventas 2021 y 11% s/ventas 1S 2022):** también cuenta con dos soluciones: (i) Sistema de gestión de granjas lecheras con IA para mejorar la calidad y cantidad producida. Esta solución se comercializa por la filial del grupo Boalvet y (ii) un proyecto de I+D de sistemas para la mejora del rendimiento de los cultivos de cannabis para una compañía (su comercialización se espera para 2023), la cual pagará royalties a SAI por el uso de la tecnología. Los ingresos en 2021 y 1S 2022 se han generado a través de la venta de gestión de granjas lecheras con IA, venta de complementos alimenticios y acuerdos de I+D.
- **Salud (29% s/ventas 1S 2022, c. EUR 0,4Mn):** a través de su filial Cuarta Dimensión Médica S.L (adquirió el 70% en mayo de 2022) ofrece un servicio de comercialización y servicio de postventa de maquinaria de diagnóstico por imagen. Actualmente, están desarrollando soluciones de IA para (i) el mantenimiento predictivo para esta maquinaria (ii) la gestión integral de clínicas veterinarias (automatizar la gestión de una clínica) y (iii) de diagnóstico por imagen en el sector veterinario (por ejemplo, resonancias). Las ventas del 1S 2022 se obtuvieron de la venta de hardware (y por tanto sin conexión con la IA).
- **Energía:** está previsto que empiece a aportar negocio en 2023. SAI está desarrollando (i) una solución de mantenimiento predictivo de plantas solares con IA con Canadian Solar como partner (la comercialización se realiza a través de la filial AIRENIA), y (ii) un sistema de gestión energética de edificios para optimizar el consumo y la compra de energía. Esta solución se encuentra en fase de desarrollo.
- **Consultoría de IA y Proyectos de I+D.** Aunque no son una división de negocio, SAI desarrolla proyectos de consultoría en inteligencia artificial para empresas en diferentes sectores y proyectos de I+D.

Para 2022e esperamos que el c.20% de los ingresos de SAI provengan de productos/servicios directamente vinculados a la IA.

2020-2021: Transformación societaria, creación del grupo y, sobre todo, concreción del modelo de negocio para el largo plazo

SAI se constituyó bajo la denominación social de KAU Finanzas S.L en 2010. En 2018 pasó a llamarse Zona Value S.L. Durante el 2020 y 2021 se producen una serie de operaciones societarias para la constitución de lo que es el grupo hoy en día. En julio de 2021 se convierte en S.A, para pasar más tarde a llamarse Substrate Artificial Intelligence S.A.

Ese mismo año, se realizan una serie de adquisiciones: (i) las unidades de negocio “Intefi School of Business” (dedicada a la formación online y presencial) y “Serenity Markets” (web que ofrece información financiera online), (ii) la unidad de negocio “Summon Press”, enfocada en edición, redacción de contenidos y publicidad web, (iii) la adquisición de las startups Boalvet y AIRENIA por su capital social (EUR 3.000) y (iv) en 2022 se adquiere el 70% de las acciones de Cuarta Dimensión Médica (4D).

Gráfico 6. Estructura Societaria actual


Nota: A fecha de este informe SAI está constituyendo la sociedad para la rama de actividad de RR. HH/Publicidad.

En conclusión, esta intensa actividad de M&A ha permitido a SAI cambiar en dos direcciones:

- **Diversificación.** Reduce la dependencia del negocio de asesoramiento financiero al entrar en nuevos mercados: (i) salud (29% s/ventas 1S 2022), (ii) RRHH/Publicidad (28% s/ventas 1S 2022), (iii) agritech (11% s/ventas 1S 2022), y (iv) energía.
- **Cambio de su modelo de negocio.** Permite crear un grupo de empresas (controladas, sin necesidad de ser al 100%) para que vendan los productos y soluciones desarrollados por SAI, con el objetivo de que paguen en un futuro (no en el corto plazo) royalties a la matriz por el uso de la tecnología. Un modelo de negocio en el que SAI es propietario de la tecnología y comparte el riesgo/beneficio comercial de su explotación en los diferentes sectores en los que el grupo desarrolla su actividad.

Derivado de las operaciones societarias y adquisiciones de los últimos dos años, el grupo ha generado un Fondo de Comercio de EUR 30,7Mn. A junio de 2022 se ha reconocido un

deterioro de EUR 11,5Mn por la compra de la unidad de negocio Summon Press y de la fusión de las sociedades Zona Value SL y Substrate AI LLC (actual Substrate AI S.A).

Tabla 2. Actividad de M&A

Compañía/unidad de negocio	Fecha	% control	Precio (EUR Mn)
Intefi School of Business y Serenity Markets	abr-21	100%	0,60
Summon Pres	may-21	100%	5,50
Cuarta Dimensión Médica	may-22	70%	1,40
Total			7,5

¿Como se ha financiado este crecimiento?

El capital necesario para llevar a cabo todas estas adquisiciones ha procedido de 3 fuentes:

- **Efectivo:** se pagó en efectivo (i) parte del precio de Summon (EUR 2,5Mn); con una ampliación de capital el resto y (ii) de Cuarta Dimensión (EUR 1,1 Mn). El resto del precio de 4D se pagó en acciones (autocartera) de SAI por valor de EUR 0,3Mn.
- **Aplazamientos de pagos:** el pago en efectivo de EUR 0,6 Mn de “Intefi School of Business” y “Serenity Markets” se aplazó a los primeros meses de 2022. Y por tanto ya ha sido liquidado.
- **Ampliaciones de capital:** en marzo de 2022 se realizó una ampliación por un importe de EUR 7,7Mn por (i) compensación de créditos (EUR 5,0Mn), de los cuales EUR 3Mn corresponden a Summon y (ii) por aportación dineraria de EUR c.2,7Mn (suscrita por 69 accionistas).

Tabla 3. Deuda neta 2021 – 1S 2022

EUR Mn	2021	1S 2022
Prestamos y otras deudas LT	0,4	1,0
Préstamos y otras deudas ST*	4,9	0,4
Caja	(0,3)	(1,0)
Deuda neta	5,0	0,3

*Nota: incluye los pagos aplazados de las adquisiciones realizadas en 2021. Se han pagado en los primeros meses de 2022.

Una compañía controlada/dirigida por los fundadores. Lo que asegura la alineación de intereses del management con los accionistas minoritarios

Sin participaciones significativas de inversores institucionales. Los miembros del Consejo de Administración, Lorenzo Serratosa (presidente ejecutivo) y José Iván García (secretario y CEO) controlan el 18,7% y el 17,3% respectivamente. El actual CTO del grupo, Bren Worth, posee el 7,6% del capital. Todo ello asegura una plena alineación de intereses del management con los accionistas minoritarios (free float del 26,2%, mayoritariamente inversor retail).

Tabla 4. Principales accionistas

Nombre	Directa	Indirecta	Total
JMSAN Agentes Financieros Globales, S.L. (*)	41,3%		41,3%
D. Lorenzo Serratosa Gallardo	7,3%	11,4%	18,7%
D. José Iván García Braulio	7,0%	10,4%	17,3%
D. Francisco Javier Muñoz Sanfeliu	0,2%	10,4%	10,5%
D. Fernando Villar del Prado	0,2%	10,4%	10,5%
Bren Worth	7,6%		7,6%
Ijana Films (**)	2,1%		2,1%
Alpha Blue Ocean	6,5%		6,5%
Autocartera	1,7%		1,7%
Free Float		26,2%	26,2%
Total	100,0%	42,5%	

(*) Participada al 25% por D. Lorenzo Serratosa Gallardo, al 25% por D. José Iván García Braulio, al 25% por D. Francisco Javier Muñoz Sanfeliu y al 25% por D. Fernando Villar del Prado.

(**) Sociedad participada al 50% por D. Lorenzo Serratosa Gallardos.

Adicionalmente, en 2022 SAI ha firmado un acuerdo para la emisión de bonos convertibles por un importe máximo de EUR 20Mn, a los que, adicionalmente, se han vinculado equity warrants, con exclusión del derecho preferente, siendo Alpha Blue Ocean (ABO) la única destinataria de la emisión. La duración del acuerdo es de 36 meses.

El importe se divide en un primer tramo de EUR 1Mn o dos de EUR 0,5Mn seguido de 38 tramos de EUR 0,5Mn, pudiendo disponer de hasta 5 tramos a la vez. El valor nominal de cada bono es de EUR 0,01Mn, no devengando intereses, con una duración de 12 meses desde su emisión y pudiendo convertirse durante este periodo. El precio de conversión será el 95% del Precio Medio Ponderado (PMP) de las 5 sesiones previas a la fecha de conversión. No se pueden convertir acciones a un precio inferior al valor nominal de las acciones de la sociedad (EUR 0,1).

Con los equity warrants ABO puede adquirir hasta un número de acciones equivalente al 20% del valor nominal de cada uno de los tramos de bonos convertibles emitidos durante 3 años, al precio más bajo de (i) EUR 4,12 o 120% del PMP de cierre de las 10 sesiones previas a la fecha de la firma del contrato (15 de junio 2022) para el primer tramo y (ii) 120% del PMP de cierre de las 10 sesiones previas a fecha de solicitud de suscripción para el resto de tramos.

Para poder entender mejor como podría afectar a la estructura accionarial la emisión de los bonos convertibles hemos llevado a cabo un ejercicio teórico (ver tabla 5). Las principales hipótesis que hemos considerado son: (i) Hemos asumido que se convierten bonos adicionales por EUR c.0,6Mn de valor nominal correspondientes al primer tramo. Los equity warrants correspondientes al primer tramo están “out of the money”, ya que el precio de ejercicio es el menor de EUR 4,12 y 2,6, y actualmente la acción cotiza muy por debajo (ii) Que se emiten y se convierten bonos por un valor nominal de EUR 1,5Mn y los equity warrants correspondientes a dicha emisión (20% del valor nominal de la emisión de bonos) (iii) El rango de precio por

acción que hemos considerado para la conversión de los bonos se sitúa entre EUR 0,5 – 0,1. Para los equity warrants hemos considerado el 120% del precio de conversión de los bonos.

Tabla 5. Ejemplo teórico del potencial impacto en la estructura accionarial de la conversión de bonos convertibles

Accionistas	% Capital Actual*	Precio de conversión (€)				
		0,50	0,40	0,30	0,20	0,10
JMSAN Agentes Financieros Globales, S.L. (**)	41,3%	33,2%	31,7%	29,4%	25,7%	18,6%
D. Lorenzo Serratoso Gallardo	7,3%	5,9%	5,6%	5,2%	4,5%	3,3%
D. José Iván García Braulio	7,0%	5,6%	5,3%	4,9%	4,3%	3,1%
D. Francisco Javier Muñoz Sanfeliu	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
D. Fernando Villar del Prado	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Bren Worth	7,6%	6,1%	5,8%	5,4%	4,7%	3,4%
Ijana Films (***)	2,1%	1,7%	1,6%	1,5%	1,3%	1,0%
Alpha Blue Ocean	6,5%	24,8%	28,4%	33,5%	41,9%	57,9%
Autocartera	1,7%	1,3%	1,3%	1,2%	1,0%	0,7%
Free Float	26,2%	21,0%	20,0%	18,6%	16,2%	11,8%

(* A mero título de ejemplo, se plantea un posible escenario de conversión, y se da la Estructura accionarial actual después de la conversión de 45 bonos (c.EUR 0,5Mn de valor nominal). (**) Participada al 25% por D. Lorenzo Serratoso Gallardo, al 25% por D. José Iván García Braulio, al 25% por D. Francisco Javier Muñoz Sanfeliu y al 25% por D. Fernando Villar del Prado (***) Participada al 50% por D. Lorenzo Serratoso Gallardo.

Desde un punto de vista de financiación (un elemento clave/decisivo en toda start-up) puede decirse que el plan de negocio estaría resuelto. Aun a costa de una importante dilución (que pudiera llegar a superar el 50% para los accionistas actuales). Pero resuelto.

En conclusión, ¿Qué es SAI hoy?

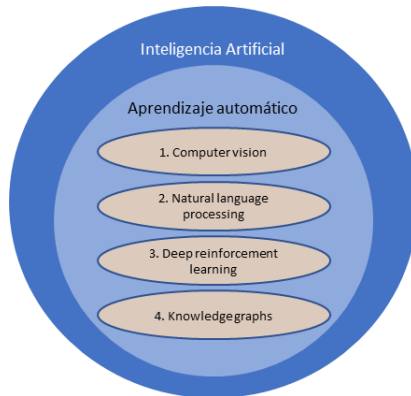
Hoy en día, podemos decir que SAI es una pequeña empresa de asesoramiento financiero, formación, publicidad, y con una parte de negocio (todavía minoritaria en su mix de ingresos) generada con productos de IA. Pero, en el medio y largo plazo, el equity story apunta a una empresa tecnológica basada en el desarrollo de sus propias soluciones de IA (reinforced learning) y apoyada en:

- Una estrategia de inversión y desarrollo de negocio a largo plazo del equipo gestor (que controla el c.44% del accionariado de la compañía) centrada en la inteligencia artificial. Lo que requiere inversión, visión decidida y constante del equipo directivo.
- Negocio incipiente o start-up, que está desarrollando diferentes soluciones en varios mercados. Es decir, un modelo de ingresos altamente diversificados por cliente/sector. No hay un enfoque de especialización en un único sector. Sino una tecnología aplicable a una gran diversidad de clientes/sectores.
- Negocio descentralizado, en el que cada filial (sin control 100% de SAI) comercializa a un sector diferente, tiene su propio CEO (especialista en su campo) y plan de negocio independiente.
- Escalabilidad: una vez desarrollados los productos (soluciones en base a AI) y comprobada su eficacia el negocio es escalable, con efecto teóricamente en márgenes y rentabilidad.
- Financiación “resuelta”, algo clave en un negocio que en su fase de arranque (el momento actual de SAI) es muy demandante (gastos operativos) y por tanto exige una fuente de financiación fácilmente accesible, aun a costa de ser muy dilutiva. Este es el papel que representa Alpha Blue Ocean.

En definitiva, y de modo muy simple, SAI debe ser vista hoy como una “apuesta” teóricamente correcta: en la medida en que la inversión y el crecimiento pivotan sobre un subsector (inteligencia artificial) en el que se espera un potente y rápido desarrollo. También como una “apuesta” coherente: modelo de negocio claro y financiado. Pero también como una “apuesta” *stricto sensu*, en la medida en que los ingresos generados por soluciones de inteligencia artificial son hoy minoritarios (c.20% ingresos 2022e). Lo que enfatiza la naturaleza de start-up de SAI. Y la lógica lejanía de la generación de FCF positivo.

Inteligencia Artificial, impulsando la transformación digital

Gráfico 7. Inteligencia Artificial



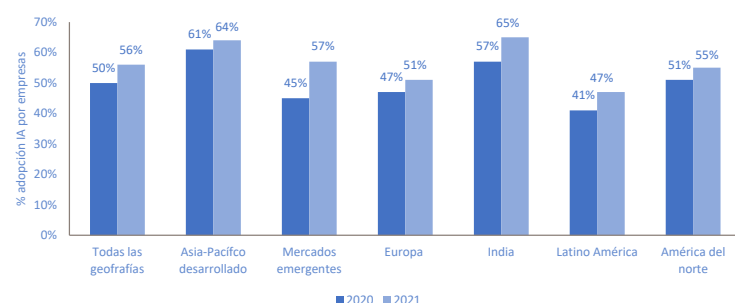
SAI desarrolla su actividad en la industria de la inteligencia artificial, en el subsector del aprendizaje automático, con el desarrollo de tecnología basada en *deep reinforcement learning* (Gráfico 7) para el sector fintech, recursos humanos, agritech, salud y energía. El aprendizaje automático se basa en un conjunto de algoritmos que pueden aprender de datos registrados y hacer predicciones a partir de ellos. Dentro del aprendizaje automático las cuatro tecnologías más disruptivas son:

- **Computer Vision:** se refiere al uso de datos visuales, como imágenes, videos y señales 3D, extrayendo información compleja y obteniendo interpretaciones. Se aplica en el control de calidad, por ejemplo, detectando aquellos productos que están dañados.
- **Natural – language processing:** consiste en el procesamiento, generación y comprensión de datos basados en el lenguaje escrito y hablado. Un caso de uso son los asistentes inteligentes como Siri o Alexa.
- **Deep reinforcement learning:** esta es la tecnología empleada por SAI. Se basa en la toma de decisiones en entornos inciertos utilizando algoritmos complejos inspirados en las redes neuronales del cerebro. Las ventajas de esta rama son: (i) pueden funcionar a partir de un conjunto de datos de entrenamiento sin intervención humana lo que se traduce en una implantación más rápida (ii) funciona bien con datos no estructurados (iii) modelos de procesamiento mejores y más efectivos aportando resultados más fiables y precisos (iv) mayor escalabilidad al tener la capacidad de procesar más datos. Esta tecnología se puede usar en el mantenimiento predictivo de maquinaria.
- **Knowledge graphs:** se basa en la recopilación de puntos de datos estructurados en una red para mostrar relaciones complejas entre sí. El *Knowledge graph* de Google, que permite simplificar las búsquedas de los usuarios, es un ejemplo de uso.

La inteligencia artificial se ha convertido en un factor crucial para las compañías en su proceso de transformación digital. Además, el enorme crecimiento en la cantidad de datos disponible, los avances en la potencia y capacidad de los sistemas de computación y almacenamiento, como el aumento en la investigación y desarrollo con éxito de nuevos algoritmos y métodos de aprendizaje han contribuido a una adopción más rápida por parte de las compañías de la IA.

En 2020 una encuesta realizada por McKinsey sobre el nivel de adopción de la inteligencia artificial mostraba que el 50% de los participantes estaban adoptando la IA y que planeaban invertir aún más en respuesta a la pandemia de COVID-19. En 2021 la misma encuesta mostraba que el nivel de adopción se había incrementado al 56% (Gráfico 8) (vs 20% en 2017) y que el número de patentes solicitadas había crecido un 77% anualmente desde 2015.

Gráfico 8. % de Adopción de la IA en diferentes geografías 2020 - 2021



Fuente: McKinsey Technology Trends 2022

Revolución Industrial 4.0: la industrialización del aprendizaje automático

La industrialización de las soluciones de aprendizaje automático (machine learning, ML) hace referencia a la aplicación de la inteligencia artificial (software y hardware) en casos de uso en la vida real. Estas soluciones aumentan la capacidad de las compañías para responder más rápido a problemas o cambios que puedan surgir en la cadena de producción y suministros, gestión del stock, predicción de la demanda o reducir los tiempos de entrega...

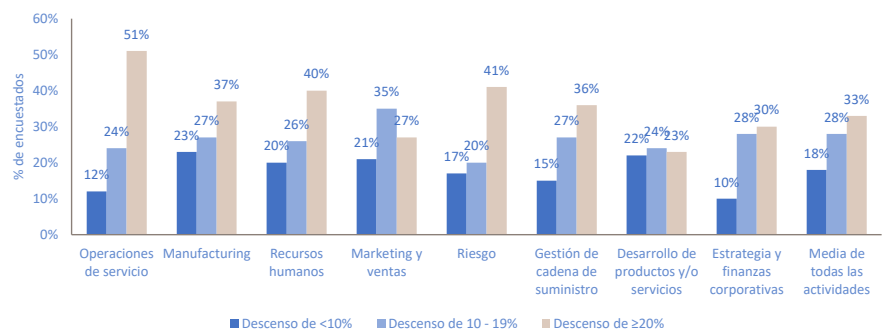
Para ayudar a visualizar el potencial que tiene la industrialización de ML, algunos ejemplos son: (i) su aplicación en la gestión de riesgo o la detección de fraudes con tarjetas de crédito en el sector financiero, (ii) en la producción de bienes de consumo mediante la obtención de información de la oferta y demanda de proveedores y clientes e integrarlo con la planificación de ventas y operaciones, (iii) sistemas de monitoreo de equipos para ajustar parámetros operativos de máquinas y procesos.

Para poder aprovechar todo el potencial de estas soluciones, las compañías tienen que enfocarse en las necesidades reales del negocio (desafíos actuales) y diseñar una hoja de ruta clara para escalar la solución, ya que numerosos retos persisten. De acuerdo con McKinsey, el 72% de las compañías encuestadas por la consultora no lograron adoptar y escalar las soluciones, al estancarse en la fase de prueba o al intentar escalar la solución.

Inteligencia Artificial: mercado atractivo y en pleno crecimiento

El mercado de inteligencia artificial ha sido identificado como una de las industrias de mayor crecimiento, gracias a la fuerte inversión, las mejoras tecnológicas y el impacto positivo en los resultados de las compañías (Gráfico 9). Según McKinsey, (i) la inversión privada en 2021 en compañías relacionadas con la IA alcanzó los USD 93.5 Bn a nivel global (c. 2x 2020) (ii) desde 2018 se ha mejorado un 94,4% en la velocidad de entrenamiento de los modelos de inteligencia artificial, (iii) el 27% de los encuestados por McKinsey en 2021 reportó al menos un 5% de mejora en EBIT atribuible a la IA.

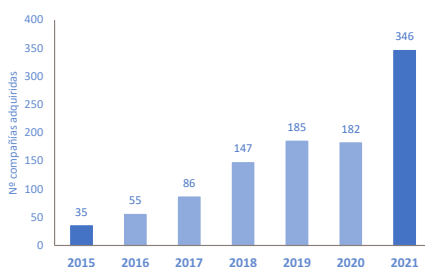
Gráfico 9. Descenso de costes con impacto en EBIT atribuible a la IA



Fuente: Encuesta McKinsey "The State of artificial intelligence in 2021"

Según International Data Corporation los ingresos del mercado de la inteligencia artificial en 2021 a nivel global alcanzaron los USD 383Bn (20,7% vs 2020). Para 2022 y 2023, IDC espera que los ingresos alcancen los c.USD 433Bn y sobrepasen USD 500Bn respectivamente.

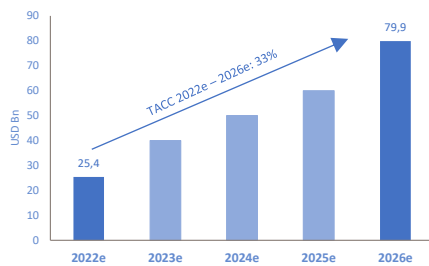
Gráfico 10. Número de compañías de IA adquiridas (2015 – 2021)



Fuente: Bakertilly.

Las fusiones y adquisiciones en el sector de inteligencia artificial aumentaron un 33,5% en 2021, con un valor promedio de USD 159 Mn según datos de Globaldata. Las numerosas posibilidades para aplicar el aprendizaje automático y la escasez de talento están acelerando la carrera por hacerse con las mejores startups de IA. Las grandes tecnológicas han adquirido muchas compañías en los últimos años, como Apple (29), Google (15), Microsoft (13), Intel (12), Meta (12) ... según CBInsights, reflejando el creciente interés por el sector y la tendencia a la concentración. En 2021 según Bakertilly el número de compañías adquiridas fue de 346 vs 182 en 2020 (Gráfico 10), y el número de compañías adquirentes fue de 255 vs 123.

En Europa, de acuerdo con los datos de IDC el gasto en sistemas de inteligencia artificial alcanzará los USD 25,4 Bn en 2022, creciendo un 27,8% con respecto al año anterior y alcanzando los USD 79,9 Bn en 2026 (Gráfico 11). Alemania, España y Reino Unido son los mercados donde se proyecta un mayor crecimiento, esperando un TACC 2021 - 2026 conjunto

Gráfico 11. USD Bn en Gasto en inteligencia artificial en Europa 2022 - 2026


Fuentes: IDC (International Data Corporation).

del 29,6%. Dentro de los sectores que se espera que inviertan más en IA son el bancario, manufacturero y retail (casi la mitad de la inversión), aunque los sectores más prometedores resaltan desde IDC son el asegurador, salud y servicios profesionales.

El fuerte crecimiento experimentado durante los últimos años se ha traducido en un mercado muy fragmentado y geográficamente disperso en Europa, en comparación con la centralizada Silicon Valley, como ya resaltaba Roland Berger en 2018.

Poniendo ahora el foco en España, donde SAI desarrolla su actividad, se espera un TACC 2020 – 2025 del 27%, alcanzando los EUR 1.400 Mn de inversión en 2025. La estrategia nacional de inteligencia artificial (España Digital 2025) prevé una inversión de EUR 600Mn en IA en el periodo de 2021 – 2023.

En una encuesta de IDC a 150 grandes empresas en España el 41% de los encuestados ya están en fase de prueba o utilizando tecnologías basadas en IA, mientras que el 50% está evaluando su potencial para uso futuro. Esto resalta aún más el potencial del sector. Las principales razones para el uso de la IA son la automatización de tareas repetitivas (71%), mejorar la calidad de productos y soluciones (48%), diseñar nuevos modelos de negocio (44%) y mejor gestión comercial o de ventas (41%). Aunque también destacan una serie de barreras, como la fuerte inversión necesaria (58%), falta de habilidades o recursos (47%), falta de datos (38%) y falta de confianza (30%) entre otro.

Acompañado de una regulación incipiente en Europa

En abril de 2021, la Comisión Europea publicó una nueva normativa con el objetivo de abordar los riesgos de la inteligencia artificial relacionados con la seguridad de los usuarios y derechos fundamentales. También resaltó la importancia estratégica de la inteligencia artificial para Europa. Este nuevo marco jurídico será aplicable a agentes tanto públicos como privados de dentro y fuera de la UE en la medida en que el sistema de IA se introduzca en el mercado de la Unión o su uso afecte a personas establecidas en ella.

El planteamiento de la normativa está basado en el riesgo, con cuatro niveles: (i) riesgo inadmisibles, aquellos que violen los derechos fundamentales (por ejemplo, clasificación social por parte de los gobiernos con IA de los ciudadanos), (ii) alto riesgo, aquellos que tengan impacto en la seguridad y derechos fundamentales (por ejemplo, tecnologías defectuosas en un vehículo autónomo), (iii) riesgo limitado, obligaciones específicas de transparencia (por ejemplo, los robots conversacionales están sujetos a unas obligaciones mínimas de transparencia, para que quienes interactúen con los contenidos tomen decisiones con conocimiento de causa) y (iv) riesgos mínimos, todos los demás sistemas que pueden usarse con arreglo a la legislación vigente sin obligaciones adicionales.

La Comisión Europea planea invertir EUR 1.000Mn y atraer otros EUR 20.000Mn de inversión al año en IA. Un sector en el que hay regulación, pero no riesgo regulatorio (que vaya a afectar al crecimiento de la IA a largo plazo). Lo que explica la apuesta decidida de la UE por invertir en el desarrollo de la IA.

En definitiva, el mercado de la inteligencia artificial se espera que crezca a un TACC del 33% 2022 – 2026 en Europa

Las nuevas tecnologías se encuentran en un punto crucial del proceso de digitalización, propiciado por la pandemia y, con ella, la irrupción de nuevas necesidades tanto en las empresas como en la vida cotidiana. Cualquier sistema nuevo, implementación o cambio de procesos internos lleva de una u otra manera una capa de inteligencia artificial. Desde el punto de vista del sector, las principales tendencias y retos que marcarán su evolución son tres:

- **Transformación digital:** la pandemia ha acelerado la adopción de la IA en las organizaciones (56% en 2021 vs 50% en 2020), que junto a los avances de los sistemas de computación y almacenamiento (mejora de un 94,4% en la velocidad de entrenamiento de los modelos desde 2018), el aumento en la investigación (30x el número de patentes solicitadas desde 2015) y el descubrimiento por parte de las compañías de los beneficios de la inteligencia artificial (el 27% de los encuestados por McKinsey en 2021 reportó al menos un 5% de mejora en EBIT atribuible a la IA) ayudarán a apuntalar el crecimiento en el sector para los próximos años.

- **La privacidad y el aumento de la regulación:** la necesidad creciente para responder a las preocupaciones sobre la ética, la privacidad, la seguridad y la gobernanza (la vulnerabilidad de los datos se da en todo el flujo de trabajo técnico de la IA), así como el aumento de la regulación y el cumplimiento (nueva regulación por parte de la Comisión Europea) pueden ralentizar el desarrollo de la IA (aunque, en base al crecimiento esperado, no de manera significativa).
- **Barreras de entrada:** la inversión requerida para desarrollar la inteligencia artificial y los recursos necesarios (computación, conocimiento...) supondrán una barrera de entrada para nuevos competidores y permitirá desarrollar ventajas competitivas a aquellos players que hayan gastado recursos y tiempo en su desarrollo.

Es decir, estamos en un sector de alto crecimiento. Y beneficiado por dos drivers claros y convergentes: el interés del sector privado por aprovechar las ventajas de incorporar la IA a la gestión de los negocios. Y el interés del sector público por potenciar la IA como medio de generar crecimiento económico, beneficiando a la macro a largo plazo. La regulación tendrá que acotar y controlar un sector emergente como la IA. Pero el crecimiento de este parece “imparable”. Y beneficiará especialmente a los actuales “jugadores” (antes que a los posibles nuevos entrantes).

Despegue en ingresos (2023e, +56%), aunque habrá que esperar para alcanzar el break-even

SAI cuenta con una tecnología de inteligencia artificial basada en el aprendizaje reforzado. Su modelo de negocio se centra en el desarrollo de soluciones propias. Actualmente desarrolla su actividad en los sectores de Fintech, Recursos Humanos/Publicidad, Agritech, Salud y Energía. Lo que implica que en SAI no hay especialización sectorial sino un modelo generalista.

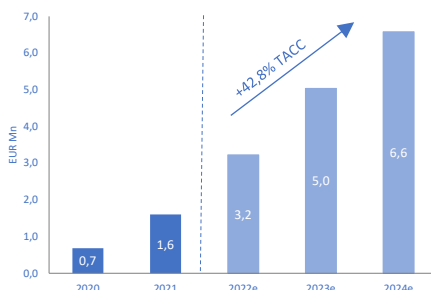
La industria de IA en Europa y España se caracteriza por su elevada fragmentación, con un gran número de empresas de tamaño reducido. En este contexto, en el año 2021 se lleva a cabo una serie de operaciones societarias, una estrategia de crecimiento inorgánico, y se crea el grupo actual, permitiendo a SAI diversificar su negocio. El cambio de perímetro limita la comparabilidad con los años previos a 2021. A lo largo de este informe trabajaremos con datos proforma del 2021 para las líneas de negocio de Fintech y RR. HH./Publicidad, ya que en 2022 se incluyen ventas en Fintech que en 2021 estaban en RR. HH./Publicidad.

Ahora, tras el cambio experimentado, nos tenemos que hacer las siguientes preguntas: ¿Cuál es la capacidad de crecimiento orgánico del negocio? ¿Qué niveles de rentabilidad podrían alcanzarse en un escenario de alto crecimiento? ¿y en un escenario estresado? ¿Cuál es la capacidad de generación de caja del negocio? ¿cuál es la capacidad de hacer crecer los ingresos por IA, hoy todavía marginales en el mix de ingresos? Para poder contestar a estas preguntas haremos un análisis financiero y estratégico de SAI.

Capacidad de seguir creciendo en ingresos (42,8% TACC 2022e – 2024e) ...

La estrategia de M&A ejecutada en 2021 aporta los “mimbres” necesarios para crecer los próximos años. En general, destacamos:

Gráfico 12. Evolución Ingresos (2020 – 2024e)



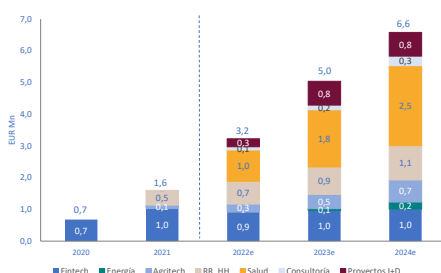
Nota: los ingresos de 2020 son de las cuentas anuales individuales de Zona Value S.L (actualmente Substrate AI S.A).

- **Empezar a generar una base de ingresos recurrentes...** las soluciones que ha desarrollado o está desarrollando SAI están enfocadas en la optimización de procesos y tareas muy específicas (optimización de granjas lecheras, mantenimiento predictivo de plantas solares...), desarrolladas junto a partners o empresas propias que garanticen el acceso a los casos de uso reales.

Aunque no debe olvidarse que a cierre 2022e, el peso en el mix de ingresos de las soluciones basadas en IA es todavía menor (c.20%). Lo que implica que estamos ante una oportunidad o palanca para crecer con fuerza. Pero también ante el reto de materializar “de verdad” esta teórica oportunidad.

- **...sobre un negocio escalable.** El negocio de producto de SAI cuenta con soluciones de software propio (bajo modelo SaaS). Algunas soluciones están ya desarrolladas (por ejemplo, sistema de gestión de granjas lecheras) y para otras se espera su lanzamiento en el corto/medio plazo. Por tanto, una vez estén desarrolladas, no necesitarán de inversiones significativas adicionales para seguir creciendo.

Gráfico 13. Evolución Ingresos por línea de negocio (2020 – 2024e)



- **Empujado por un sector en plena fase de crecimiento,** la transformación digital se ha acelerado desde la pandemia, convirtiendo la inteligencia artificial en un común en el conjunto de las tecnologías (TACC 2022-2026 del 33% en Europa).

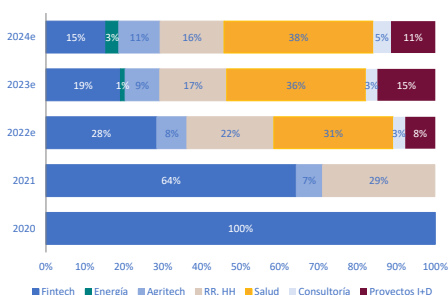
El escenario que hemos planteado para los años 2022e-2024e contempla un crecimiento orgánico de los ingresos hasta los c. EUR 6,6Mn en 2024e. (Gráfico 12 y 13). ¿Cuáles creemos que van a ser las principales palancas que sustenten este crecimiento? Por línea de negocio:

- **Consolidación de la división de Salud (c.60% TACC 2022e-2024e).** Estimamos que el negocio de salud (derivado de la adquisición de Cuarta Dimensión Médica (4D) en mayo 2022) alcance un volumen de negocio EUR c.1Mn 2022e. Proyectamos un fuerte crecimiento en ingresos principalmente por dos razones (i) crecimiento del negocio de hardware gracias a poder empezar a vender maquinaria de diagnóstico

por imagen en humanos en 2024 (antes no era posible por una cláusula de no competencia) y (ii) comercialización de las soluciones de software de IA que se están desarrollando para 4D y donde será importante ver su escalabilidad. Esperamos que alcancen un nivel de ingresos de EUR 2,5Mn en 2024e (c.60%TACC 2022e – 2024e). Lo que elevará el peso del negocio de salud, de mayores márgenes, hasta c.38% (vs 31% en 2022, Gráfico 13 y 14). En 2022 estimamos que el negocio derivado de IA todavía sea cero en esta división. Lo que debiera empezar a cambiar en 2023.

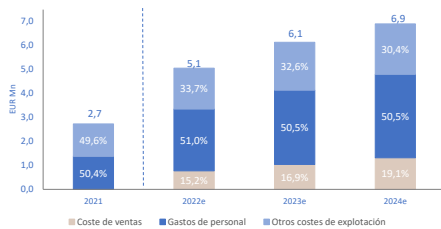
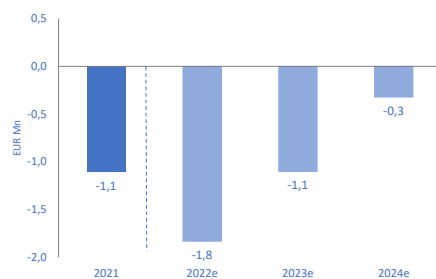
- **Fuerte crecimiento en RR.HH./Publicidad (c.33% TACC 2021 – 2024e).** Las ventas proforma de 2021 alcanzaron los EUR c.0,5Mn. Para 2022e estimamos EUR 0,7Mn de volumen de negocio por la venta de publicidad a Google. A nuestro juicio, los principales drivers que empujarán esta división van a ser: (i) crecimiento de los ingresos en publicidad (seguirán siendo mayoritarios en las ventas); en mayo 2022 Fleebe contaba con 180 millones de usuarios anuales según Google Analytics y (ii) lanzamiento de Fleebe Corporate a finales de 2023. Se alcanzarían unas ventas de EUR 1,1Mn en 2024e y pasaría a representar el 16% de las ventas totales (vs 29% en 2021).
- **Bajo crecimiento en el negocio de Fintech (-0,6% TACC 2021 – 2024e), “lastrado” por el año 2022e.** Las ventas proforma 2021 alcanzaron los EUR 1,0Mn. Para 2022e estimamos un descenso hasta los EUR 0,9Mn (c. -11%), por el descenso del negocio de asesoramiento financiero. El negocio de IA en 2022e estimamos que represente c.5% s/ventas. Para el resto del periodo, proyectamos un 5% TACC 2022e – 2024e apoyado en (i) impulso de la escuela de negocio Intefi en España y entrada en Perú, aunque la práctica totalidad del negocio seguiría estando en España y (ii) negocio de asesoramiento y de estrategias de IA en España y en USA, aunque se requerirá inversión para impulsar estas áreas de negocio. Las ventas volverían a situarse en EUR 1,0Mn en 2024e, pasando a representar el 15% del negocio (vs 64% en 2021).
- **Agritech gana peso en el mix de negocio (85% TACC 2021 – 2024e).** Estimamos un fuerte crecimiento alcanzando un volumen de negocio de EUR 0,7Mn en 2024e (vs EUR 0,1Mn en 2021). En 2022e prevemos unos ingresos de EUR c.0,3Mn (todo derivado de IA). El principal driver de crecimiento es la venta de licencias de la solución PAM (sistema de gestión de granjas lecheras con IA), que ya está desarrollada. En esta división SAI está abierta a obtener financiación alternativa para escalar el negocio. En 2024e el peso de Agritech sería del 11% (vs 7% en 2021).
- **Energía. Estimamos que en 2023 empiece a contribuir mínimamente en el mix de negocio.** Para 2023e y 2024e estimamos que se alcancen unas ventas de EUR 0,1Mn y EUR 0,2Mn respectivamente, por la comercialización de la solución de ahorro energético con IA. En 2024e representaría el 3% de las ventas totales.
- **Consultoría.** Aunque no es una división de negocio de SAI, la compañía obtiene ingresos por servicios de consultoría de IA. Estimamos que para 2022e el volumen de negocio sea de EUR 0,1Mn, llegando, a EUR 0,3Mn en 2024e (5% s/ventas 2024e).
- **Proyectos de I+D.** A nuestro criterio, ingresos explicados por la monetización de la deducibilidad fiscal de la inversión en I+D y sin recurrencia una vez la compañía genere beneficios. Las ventas estimadas por año son de EUR 0,25Mn en 2022e, EUR 0,75Mn para 2023e y EUR 0,75 Mn para 2024e. En 2022e estimamos que represente el c.8% del mix de negocio llegando hasta el 11% en 2024e.

Gráfico 14. Evolución mix de Ingresos (2021 – 2024e)



Nota: % s/ventas proforma del año 2021.

En definitiva, en base a nuestras estimaciones el peso del negocio derivado de la IA pasaría del c.20% en 2022e al c.36% s/ventas en 2024e. Por otro lado, la foto del mix de negocio en 2024e sería: salud 38% (vs 31% 2022e), RR. HH./Publicidad 16% (vs 29% 2021), Fintech 15% (vs 64% 2021), agritech 11% (vs 7% 2021), energía 3% (vs 0% 2021), consultoría 5% (vs 3% 2022e) y Proyectos I+D 11% (VS c.8% 2022e).

Gráfico 15. Estructura de costes (2021-2024e)

Gráfico 16. EBITDA Recurrente (2021-2024e)


Nota: En el EBITDA Recurrente 2022e hemos ajustado los gastos de incorporación al BME Growth (EUR c.0,2Mn).

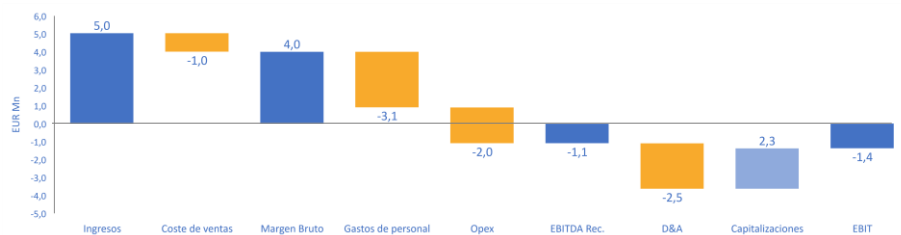
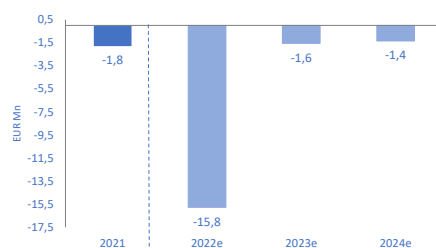
... para una mejora progresiva del Mg. EBITDA recurrente, aunque sin alcanzar el break-even antes de 2024...

En 2022 estimamos un incremento de los gastos de estructura hasta los EUR 4,3Mn (+57% vs 2021), derivados de un gasto de personal de EUR c.2,6Mn (c.+88% vs 2021, 80% s/ventas 2022e), relacionados con mano de obra indirecta y EUR 1,7Mn de otros costes de explotación (+26% vs 2021, c.53% s/ventas). Los gastos extraordinarios de la incorporación a BME Growth se han excluido del cálculo del EBITDA Recurrente.

Pese a que una de las principales fortalezas de un negocio de software es su elevado apalancamiento operativo, no estimamos economías de escala significativas (al menos hasta 2024e), ya que, a nuestro juicio, la compañía continuará invirtiendo en el desarrollo de su estructura para adaptarla a volúmenes de ingresos superiores a los actuales. Por otro lado, las soluciones de IA deberían ir ganando peso en el medio plazo.

Las principales partidas estimadas por debajo de la línea de EBITDA en 2022e son: (i) la amortización del fondo de comercio y activos tangibles e intangibles con un impacto de EUR 2,7Mn (1,5x s/EBITDA Rec. 2022e) (ii) gastos extraordinarios derivados de la incorporación a BME Growth de EUR c.0,2Mn (c.10% s/EBITDA Rec. 2022e) y (iii) la activación de gastos por trabajos realizados para el activo intangible (I+D) c.0,8Mn (41% s/EBITDA Rec. 2022e).

Para los años 2023e y 2024e, nuestras estimaciones asumen todavía un EBITDA por debajo de break-even (EUR -1,1Mn y EUR -0,3Mn respectivamente) que debería alcanzarse pasado 2024, cuando el peso de las soluciones de IA pase a ser mayoritario. Lo que constituye en sí mismo uno de los pilares fundamentales del Equity Story de SAI: el impacto en EBITDA del crecimiento y escalabilidad de las soluciones basadas en IA.

Gráfico 17. De ingresos hasta EBIT 2023e

Gráfico 18. Beneficio neto (2021-2024e)


Nota: El BN de 2021 los hemos ajustado con la amortización adicional del fondo de comercio que no se reconoció en las cuentas 2021. El BN de 2022e esta impactado por un deterioro de EUR 11,5Mn.

... retrasando alcanzar beneficio neto positivo hasta después de 2024e

Por otro lado, nuestros números no contemplan impactos adicionales por extraordinarios. Aunque estimamos un coste de la deuda en niveles de c. 7% (el coste a fecha de este informe). Lo que implicaría un incremento progresivo del gasto financiero hasta niveles de EUR 0,3Mn en 2024e. Para 2022e estimamos un gasto financiero de c. EUR 0,2Mn.

La mejora en EBITDA recurrente estimado se vería contrarrestada por el incremento de la amortización (por las activaciones de activo intangible) y el incremento en el gasto financiero. El Beneficio Neto estimado para 2022e es de EUR -15,8Mn (impactado por el deterioro del fondo de comercio por valor de EUR 11,5Mn). Para 2023e y 2024e proyectamos un beneficio neto de EUR c.-1,6Mn y EUR c.-1,4Mn respectivamente.

Y sin capacidad de generación de caja hasta, al menos, 2024...

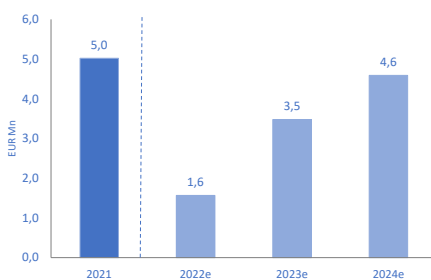
Todo lo anterior, nos conduce a un escenario central que no contempla FCF recurrente positivo hasta, al menos, después de 2024e. El comportamiento del FCF será muy sensible a la mejora en márgenes de la compañía, y en menor medida a: (i) CAPEX en inmovilizado material, (ii) la gestión de la inversión en circulante y (iii) los gastos financieros con impacto en cash flow. Por otro lado, las necesidades financieras y de negocio a medio/largo plazo, exigen mantener un pay-out "cero".

Gráfico 19. Free Cash Flow 2022e


Nota: El FCF de 2022e está impactado por la adquisición de Cuarta Dimensión (4D) y por los gastos de incorporación a BME Growth.

... lo que se traduciría en un incremento de la deuda neta hasta c.4,6Mn en 2024e

El consumo de caja previsto en nuestras estimaciones se traducirá en un gradual incremento a medio plazo de la deuda. A cierre del 2021, la Deuda Neta de SAI se situó en EUR c.5,0Mn (91% s/Mkt Cap actual). Lo que a nuestro juicio reduce la capacidad de acometer nuevas inversiones significativas en el corto plazo.

Gráfico 20. Evolución deuda neta


Nota: la deuda neta de 2021 incluye los pagos aplazados del M&A.

Nuestras estimaciones contemplan (i) una entrada neta de caja de EUR c.3,5Mn en 2022e por la ampliación de capital de marzo 2022 (EUR 7,7Mn) (ii) un consumo de caja para los años 2023e y 2024e de EUR 1,9Mn y EUR 1,1Mn respectivamente, lo que llevaría la deuda neta a 4,6Mn (83% s/Mkt Cap actual). Este consumo de caja se divide en: (i) EUR 1,4Mn para cubrir el “consumo de caja” operativo (EBITDA Rec.), (ii) EUR c.0,3Mn en CAPEX, (iii) EUR c.0,9Mn en inversión en circulante (excluyendo salidas de caja no recurrentes) y (iv) EUR c.0,5Mn en gastos financieros con impacto en cash Flow.

En 2022 SAI ha firmado un acuerdo para la emisión de bonos convertibles por un importe máximo de EUR 20Mn, a los que, adicionalmente, se han vinculado equity warrants, con exclusión del derecho preferente, con Alpha Blue Ocean, la única destinataria de la emisión. La duración del acuerdo es de 36 meses.

El acuerdo de financiación vía equity con Alpha Blue Ocean abre la vía a cubrir sin deuda las necesidades de financiación que prevemos para los próximos dos años. Aunque el actual precio de la acción implicaría una alta dilución para los actuales accionistas (ver pg 10 de este informe) y, por tanto, deja abierta la posibilidad de que la financiación sea total o parcialmente con deuda. Nuestro modelo, sin poder estimar la entrada de nuevo equity, asume el impacto “matemático” de una financiación solo con deuda de las necesidades anuales de fondos en 2023 y 2024.

¿Qué pasaría si...?

Dado el tamaño de la compañía, nos tenemos que preguntar cuál sería la foto de ventas, margen EBITDA recurrente, generación de caja y la deuda neta en 2024e (Tabla 6) si se ralentiza el negocio o si lograra crecer a un TACC superior al que hemos proyectado (+/- 15% anual en ingresos).

En el caso de que SAI lograra crecer a un TACC c.58% 2022e – 2024e (vs c.43% escenario actual) sin la necesidad de incrementar los costes de estructura alcanzaría un EBITDA Rec de EUR 0,8Mn en 2024e, aunque todavía sin generar FCF positivo. Por otro lado, en el caso crecer a un ritmo inferior (TACC c.28% 2022e – 2024e) SAI se quedaría muy lejos de alcanzar el breakeven en EBITDA recurrente y en la generación de caja, llevando las necesidades de financiación hasta los EUR 5,8Mn en 2024e.

Tabla 6. Situación a 2024e dependiendo del crecimiento en ingresos

Nombre	Menor Crecimiento	Escenario Actual	Mayor Crecimiento
Ventas 2024e	5,3	6,6	8,0
TACC 2022e - 2024e	28%	43%	58%
EBITDA Rec. 2024e	(1,4)	(0,3)	0,8
Mg EBITDA Rec	-26,1%	-4,9%	10,5%
FCF 2024e	(2,0)	(1,1)	(0,1)
DN 2024e	5,8	4,6	3,3

En conclusión, una compañía de “teórico” alto crecimiento (+42,8% TACC 2022e – 2024e), donde será clave “demostrar” en soluciones IA y apalancar la estructura para superar el break even

La “foto” actual es la de una compañía situada en un sector en pleno crecimiento, gracias al empuje de la transformación digital, acentuada por la pandemia. Nuestras estimaciones (2022e - 2024e) pivotan sobre:

- Crecimiento de 4x ingresos 2021 en 2024e. Las divisiones clave serán: salud (c.60% TACC 2022e-2024e), agritech (85% TACC 2021 – 2024e) y proyectos de I+D (73% TACC 2022e – 2024e). Este crecimiento se verá reforzado y empujado por comercialización bajo un modelo SaaS de las soluciones de aprendizaje reforzado en las distintas divisiones.
- Break-even pasado 2024e, apoyado en la capacidad de apalancar su estructura de costes y el aumento del peso del negocio de IA, que pasaría del 20% en el mix de ingresos actual a un c36% en 2024e.
- Sin generación de caja positiva, al menos, hasta después del 2024e y con un nivel de endeudamiento “a priori” muy elevado (83% s/Mkt Cap actual).

En definitiva, el éxito del modelo de negocio de SAI estará ligado a una política acertada de asignación de recursos (apostando por el desarrollo de soluciones de IA para los sectores correctos: tanto por potencial de compra de soluciones IA, como por la escalabilidad de esos productos). Y a la capacidad de generación de un nivel sólido de ingresos en el medio/largo plazo, lo que hoy, representa oportunidad. Pero también riesgo (ambos en la misma medida) ya que, en este caso, el éxito es hiperdependiente de lograr altos crecimientos en un producto (soluciones IA) que hoy es todavía marginal en el mix de ingresos de la compañía.

Pero dado el tamaño y momento del sector de SAI, quizás lo más interesante sea levantar la vista y preguntarnos qué cabe esperar de la compañía en un plazo más largo, más allá de 2024. Sobre el papel, el sector de la inteligencia artificial ofrece una oportunidad. Y SAI estaría preparándose para poder aprovecharla: (i) una tecnología disruptiva de aprendizaje reforzado basada en la biología humana y (ii) con un negocio escalable a medida que se vaya incrementando el peso en el mix de negocio de la IA. Es decir, y más allá de su ejecución final, una apuesta estratégica correcta.

El múltiplo EV/Vtas en 2024e se situaría en 0,9x, excluyendo las ventas de I+D (dada la naturaleza del ingreso no consideramos que haya que considerarlos) sería de 1,0x (vs unos comparables que cotizarían a múltiplos EV/Vtas c.2,5x). Todo ello, apunta a una oportunidad de poder aprovechar el driver que la transformación digital de las compañías ya supone para el sector tecnológico.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2022e	2023e	2024e	Perpetuo ⁽¹⁾		
Free Cash Flow "To the Firm"	(3,8)	(1,7)	(0,8)	n.a.		
Market Cap	5,5	A la fecha de este informe				
Deuda financiera neta	0,3	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2022)				
					Inputs favorables	Inputs desfavorables
Coste de la deuda	6,6%	Coste de la deuda neta			6,4%	6,9%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=
Coste de la deuda neta	5,3%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			5,1%	5,5%
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%
Beta (B)	1,3	B (estimación propia)			1,2	1,4
Coste del Equity	11,2%	Ke = Rf + (R * B)			10,0%	12,5%
Equity / (Equity + Deuda Neta)	94,2%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	5,8%	D			=	=
WACC	10,8%	WACC = Kd * D + Ke * E			9,7%	12,1%
G "Razonable"	3,0%				3,0%	2,0%

(1) El valor perpetuo calculado a partir del último FCF estimado no reflejaría las expectativas de crecimiento (positivas/negativas) de la compañía a fecha de emisión de este informe.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Mkt. Cap	PER 22e	BPA 22e-24e	EV/EBITDA 22e	EBITDA 22e-24e	EV/Vtas. 22e	Ingresos 22e-24e	EBITDA/Vtas. 22e	FCF Yield 22e	FCF 22e-24e
Sidetrade SA	ALBFR-FR	206,1	76,1	57,0%	44,3	50,8%	5,0	21,9%	11,4%	1,1%	68,7%
Median Technologies	ALMDT-FR	123,1	n.a.	23,3%	n.a.	25,2%	4,7	40,7%	n.a.	n.a.	26,4%
Linedata Services	LIN-FR	269,1	9,7	-7,9%	6,2	0,1%	1,8	2,1%	29,4%	10,1%	-29,2%
Lectra	LSS-FR	1.288,5	24,1	13,3%	13,3	9,2%	2,5	5,1%	18,9%	4,8%	17,1%
Artificial Solutions	ASAI-SE	4,1	n.a.	1,6%	n.a.	37,4%	5,7	56,7%	n.a.	n.a.	27,8%
Europa			36,6	17,5%	21,3	24,5%	4,0	25,3%	19,9%	5,3%	22,2%
C3.ai	ALBFR-FR	1.224,6	n.a.	64,4%	n.a.	52,9%	1,9	17,6%	n.a.	n.a.	61,7%
Palantir Technologies	PLTR-US	12.738,2	n.a.	n.a.	28,4	35,4%	5,9	21,6%	20,9%	1,8%	74,2%
Estados Unidos			n.a.	64,4%	28,4	44,2%	3,9	19,6%	20,9%	1,8%	68,0%
SAI	SAI-ES	5,5	n.a.	71,9%	n.a.	60,0%	1,9	42,8%	n.a.	n.a.	48,6%

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el free cash flow:

- 1. Competencia y riesgo comercial:** la industria de inteligencia artificial se encuentra de por sí muy fragmentada, lo que puede suponer para SAI un riesgo comercial de pérdida de clientes y de aparición de competidores con una tecnología más atractiva que puede conllevar una reducción en la actividad esperada. Una desaceleración del 5% del crecimiento orgánico esperado en ingresos en 2023e implicaría una reducción del c.15% en EBITDA recurrente.
- 2. Retraso en la puesta en marcha o fallo a la hora de escalar los productos en desarrollo:** Dado el momento actual del negocio, la generación de EBITDA y FCF depende en gran medida de la capacidad de SAI de poner en el mercado su pipeline de productos. Y de alcanzar un volumen significativo de ventas.
- 3. Elevada presencia de fondo de comercio y activos intangibles:** A junio de 2022, SAI tiene registrados EUR c.16,3Mn en concepto de Fondo de Comercio neto y EUR 1,0Mn en activos intangibles netos (c. 90% del activo no corriente y c.6% en activos intangibles activados). El riesgo inherente al Fondo de Comercio y a la activación del I+D expone a SAI a sus potenciales deterioros por falta de viabilidad impactando en su P/L, como se ha visto en 1S 2022 (deterioro de EUR 11,5Mn).
- 4. Un menor apalancamiento operativo del esperado:** Nuestras estimaciones consideran una reducción en los gastos de estructura sobre ingresos hasta niveles de c.133% en 2022e (vs 168% en 2021). Mantener los gastos de estructura en el 168% reduciría el margen EBITDA rec. 2022e hasta el -91% (vs c.-57% estimado). Lo que implicaría una contracción del EBITDA rec. 2022e estimado del 61%.
- 5. Riesgo de dilución:** Dado el tamaño y momento de negocio, SAI cerró un acuerdo con Alpha Blue Ocean para la emisión de bonos convertibles por un importe máximo de EUR 20Mn, a los que, adicionalmente, se han vinculado equity warrants. El acceso a esta fuente de financiación implicaría una fuerte dilución para los actuales accionistas, más si cabe, con el actual precio de la acción (ver tabla 5, página 10 de este informe).
- 6. Disrupción tecnológica:** el negocio de SAI depende directamente de productos y servicios esencialmente tecnológicos de aprendizaje reforzado, lo que se traduce en la necesidad permanente de actualización del producto para hacer frente a su obsolescencia. Los cambios tecnológicos anticipados por los cliente y reguladores pueden afectar a la demanda en el medio y largo plazo. Y la capacidad de respuesta de SAI a los mismos es en sí misma, un riesgo.
- 7. Regulación:** los datos utilizados para el desarrollo de las soluciones de inteligencia artificial son considerados información de carácter sensible, por lo que su regulación jugará un papel fundamental en el desarrollo del negocio de SAI (ver página 13 de este informe).
- 8. Retraso en el logro de FCF positivo:** nuestras estimaciones no recogen generación de FCF recurrente positivo hasta, al menos, 2025. Esto situaría las necesidades de financiación en EUR 4,6Mn 2024e (83% s/Mkt Cap actual), ya sea por vía equity, lo que implicaría una elevada dilución (ver tabla 5, página 10 de este informe) o vía deuda.

Control “a pocas manos”, pero con el contrapeso de un Consejo “muy independiente”

Tabla 7. Consejo de administración

Nombre	Fecha	Naturaleza	% Capital*
Lorenzo Serratosa	2021	Ejecutivo	18,7%
José Iván García	2021	Ejecutivo	17,3%
Christopher Dembik	2021	Independiente	-
Cyrille Restier	2022	Independiente	-
Jesús Mota Robledo	2022	Independiente	-
Total			36,0%

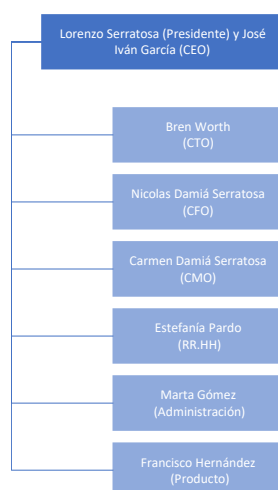
*El % de capital incluye las participaciones indirectas.

Tabla 8. Principales accionistas

Nombre	Directa	Indirecta	Total
JMSAN Agentes Financieros Globales, S.L. (*)	41,3%	-	41,3%
D. Lorenzo Serratosa Gallardo	7,3%	11,4%	18,7%
D. José Iván García Braulio	7,0%	10,4%	17,3%
D. Francisco Javier Muñoz Sanfelix	0,2%	10,4%	10,5%
D. Fernando Villar del Prado	0,2%	10,4%	10,5%
Bren Worth	7,6%	-	7,6%
Ijana Films (**)	2,1%	-	2,1%
Alpha Blue Ocean	6,5%	-	6,5%
Autocartera	1,7%	-	1,7%
Free Float	26,2%	-	26,2%
Total	100,0%	42,5%	

(*) Participada al 25% por D. Lorenzo Serratosa Gallardo, al 25% por D. José Iván García Braulio, al 25% por D. Francisco Javier Muñoz Sanfelix y al 25% por D. Fernando Villar del Prado.

(**) Sociedad participada al 50% por D. Lorenzo Serratosa Gallardo.

Gráfico 21. Equipo directivo actual


El grupo Substrate se crea en 2021. El capital de la compañía está controlado por 5 accionistas, entre los que destacan Lorenzo Serratosa (presidente ejecutivo), José Iván García (secretario y CEO) y Bren Worth (CTO) (Tabla. 8). SAI cotiza en BME Growth desde mayo de 2022.

Un consejo de administración con alta exposición al precio de la acción, controlando un 36,0% de la compañía (c.14,3%, directo; c.21,8% indirecto), lo que asegura una clara alineación de intereses con los accionistas minoritarios. El Consejo de Administración estará compuesto por un mínimo de 3 miembros y un máximo 12. Actualmente, está formado únicamente por 5 miembros (Tabla 7), dos ejecutivos (presidente ejecutivo y CEO) y tres independientes (sin participación significativa en el capital), dos de los cuales componen la comisión de auditoría. Los miembros del consejo tienen un perfil financiero. La duración del cargo de consejero está limitada a 6 años, pudiendo ser reelegidos sin límite de mandatos.

Retribución del consejo de administración. Los consejeros tienen derecho a percibir una cantidad anual fija, entre 12k a 100k€. Esta horquilla se mantendrá mientras no sea modificada por la Junta General. La retribución en el 1S 2022 del consejo de administración ascendió a EUR 0,2Mn lo que equivaldría a EUR 0,4Mn anuales (c.17% gasto de personal 2022e).

Plan de incentivos. En el consejo de administración en abril de 2022 se aprobó un plan de incentivos para (i) 11 empleados, con una remuneración asociada al plan de EUR c.0,5Mn pagaderos en acciones por cumplimiento del plan de negocio de 2022 (objetivos de cifra de negocio y EBITDA). Fecha de devengo (31 de diciembre 2022) y fecha de ejecución (31 de marzo de 2023), (ii) 20 accionistas, con una remuneración total de EUR 0,7Mn pagaderos en acciones, condicionado a mantener su inversión hasta el 31 de diciembre de 2022). Fecha de devengo (31 de diciembre 2022) y fecha de ejecución (15 de enero de 2023) y (iii) 58 accionistas incluidos en el plan con una remuneración de EUR 0,4Mn, con la condición de mantener la inversión un mes a contar desde el momento de la salida a Bolsa. Fecha devengo 1 mes a contar desde la incorporación a BME Growth y fecha de ejecución 15 días después de la fecha de devengo.

Retribución de la alta dirección. La alta dirección de SAI recibió durante el ejercicio 2021 una remuneración en concepto de sueldos y salarios por importe de EUR c.0,2Mn. A excepción de los planes de incentivos del punto anterior, la compañía no ha acordado para los consejeros y/o los miembros de la alta dirección (i) sistemas de retribución basados en entrega de acciones, en opciones sobre acciones o referenciados a la cotización de las acciones ni (ii) cláusulas de garantía o “blindaje” para casos de extinción de sus contratos, despidos o cambio de control de la compañía.

Bonos convertibles y nuevos accionistas. En junio de 2022 se firmó un acuerdo de inversión con Alpha Blue Ocean (ABO) para la emisión de obligaciones convertibles por un importe máximo de EUR 20Mn, a los que, adicionalmente, se han vinculado warrants convertibles, con exclusión del derecho preferente de suscripción. El acuerdo de compromiso de inversión se realizará a través de tramos de EUR 0,5Mn que la sociedad puede pedir cada 40 días de cotización. A fecha de este informe, ABO tiene el 6,5% del capital (ver tabla 5, página 10 de este informe).

No se prevé retribución a los accionistas. No existe compromiso de la compañía con relación al pago de dividendo. El principal foco de atención está en la consolidación del crecimiento orgánico del negocio. Y en ese contexto prevemos un pay-out del 0% para, al menos, los próximos 3 años.

Conflictos de interés. El grupo mantiene saldos en el balance de situación con partes vinculadas a junio de 2022 (1S 22: últimos resultados publicados). El total de los saldos deudores asciende a EUR 0,3Mn (vs c. EUR 0,6Mn en 2021).

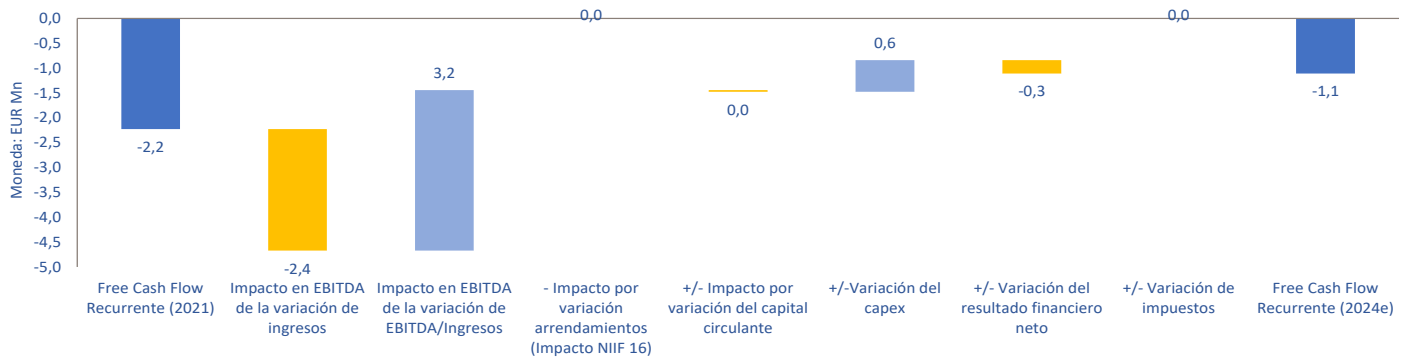
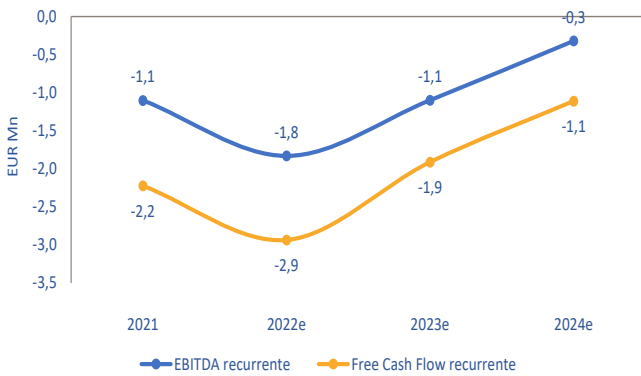
Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e		
Inmovilizado inmaterial					1,3	1,6	3,0	4,0		
Inmovilizado material					0,1	0,2	0,3	0,3		
Otros activos no corrientes					0,3	0,3	0,3	0,3		
Inmovilizado financiero					1,4	1,4	1,4	1,4		
Fondo de comercio y otros intangibles					28,2	15,5	13,8	12,2		
Activo circulante					0,6	1,5	2,1	2,6		
Total activo					31,9	20,5	21,0	20,8		
Patrimonio neto					26,7	18,5	17,0	15,6		
Minoritarios					(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Provisiones y otros pasivos a LP					-	-	-	-		
Otros pasivos no corrientes					-	-	-	-		
Deuda financiera neta					5,0	1,6	3,5	4,6		
Pasivo circulante					0,3	0,4	0,5	0,6		
Total pasivo					31,9	20,5	21,0	20,8		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	17-21	21-24e
Total Ingresos					1,6	3,2	5,0	6,6	<i>n.a.</i>	59,3%
<i>Cto. Total Ingresos</i>					<i>n.a.</i>	<i>98,2%</i>	<i>56,2%</i>	<i>30,6%</i>		
Coste de ventas					(0,0)	(0,8)	(1,0)	(1,3)		
Margen Bruto					1,6	2,5	4,0	5,3	<i>n.a.</i>	48,0%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>					<i>99,9%</i>	<i>76,1%</i>	<i>79,4%</i>	<i>80,0%</i>		
Gastos de personal					(1,4)	(2,6)	(3,1)	(3,5)		
Otros costes de explotación					(1,4)	(1,7)	(2,0)	(2,1)		
EBITDA recurrente					(1,1)	(1,8)	(1,1)	(0,3)	<i>n.a.</i>	33,7%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>					<i>n.a.</i>	<i>-66,2%</i>	<i>40,0%</i>	<i>70,8%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>					<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.					0,0	(0,2)	-	-		
EBITDA					(1,1)	(2,0)	(1,1)	(0,3)	<i>n.a.</i>	33,6%
Depreciación y provisiones					(1,3)	(2,7)	(2,5)	(3,0)		
Gastos capitalizados					0,4	0,8	2,3	2,3		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)					-	-	-	-		
EBIT					(2,0)	(4,0)	(1,4)	(1,1)	<i>n.a.</i>	18,8%
<i>Cto. EBIT</i>					<i>n.a.</i>	<i>-101,0%</i>	<i>65,5%</i>	<i>22,7%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>					<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
Impacto fondo de comercio y otros					-	(11,5)	-	-		
Resultado financiero neto					0,1	(0,2)	(0,2)	(0,3)		
Resultados por puesta en equivalencia					-	-	-	-		
Beneficio ordinario					(1,9)	(15,8)	(1,6)	(1,4)	<i>n.a.</i>	10,6%
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>					<i>n.a.</i>	<i>-734,8%</i>	<i>90,1%</i>	<i>13,7%</i>		
Extraordinarios					-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos					(1,9)	(15,8)	(1,6)	(1,4)	<i>n.a.</i>	10,6%
Impuestos					0,1	-	-	-		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>					<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
Minoritarios					-	-	-	-		
Actividades discontinuadas					-	-	-	-		
Beneficio neto					(1,8)	(15,8)	(1,6)	(1,4)	<i>n.a.</i>	9,1%
<i>Cto. Beneficio neto</i>					<i>n.a.</i>	<i>-776,9%</i>	<i>90,1%</i>	<i>13,7%</i>		
Beneficio ordinario neto					(1,9)	(15,6)	(1,6)	(1,4)	<i>n.a.</i>	10,6%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>					<i>n.a.</i>	<i>-722,9%</i>	<i>90,0%</i>	<i>13,7%</i>		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	17-21	21-24e
EBITDA recurrente						(1,8)	(1,1)	(0,3)	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var. capital circulante						(0,7)	(0,5)	(0,4)		
Cash Flow operativo recurrente						-2,5	-1,6	-0,7	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
CAPEX						(0,2)	(0,2)	(0,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,2)	(0,2)	(0,3)		
Impuestos						-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						(2,9)	(1,9)	(1,1)	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(0,2)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(1,1)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(4,2)	(1,9)	(1,1)	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Ampliaciones de capital						7,7	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(3,5)	1,9	1,1		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
								18-21	21-24e
EBITDA recurrente					(1,8)	(1,1)	(0,3)	n.a.	n.a.
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>					-66,2%	40,0%	70,8%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>					n.a.	n.a.	n.a.		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)					-	-	-		
+/- Var. Capital circulante					(0,7)	(0,5)	(0,4)		
= Cash Flow operativo recurrente					(2,5)	(1,6)	(0,7)	n.a.	n.a.
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>					-72,8%	38,1%	53,9%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>					n.a.	n.a.	n.a.		
- CAPEX					(0,2)	(0,2)	(0,1)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow					(0,2)	(0,2)	(0,3)		
- Impuestos					-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente					(2,9)	(1,9)	(1,1)	n.a.	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>					-31,9%	34,8%	41,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>					n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros					(0,2)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones					(1,1)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow					-	-	-		
= Free Cash Flow					(4,2)	(1,9)	(1,1)	n.a.	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow</i>					-78,4%	54,6%	41,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>					n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>					n.a.	n.a.	n.a.		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)					(2,2)	(2,9)	(1,9)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos					(1,1)	(1,0)	(0,3)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos					0,4	1,8	1,1		
= Variación EBITDA recurrente					(0,7)	0,7	0,8		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)					-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante					(0,3)	0,2	0,1		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente					(1,1)	1,0	0,9		
+/- Variación del CAPEX					0,6	-	0,1		
+/- Variación del resultado financiero neto					(0,2)	0,1	(0,1)		
+/- Variación de impuestos					-	-	-		
= Variación del Free Cash Flow recurrente					(0,7)	1,0	0,8		
Free Cash Flow Recurrente					(2,9)	(1,9)	(1,1)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
EBIT					(4,0)	(1,4)	(1,1)	n.a.	n.a.
<i>* Tasa fiscal teórica</i>					0,0%	0,0%	0,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)					-	-	-		
EBITDA recurrente					(1,8)	(1,1)	(0,3)	n.a.	n.a.
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)					-	-	-		
+/- Var. Capital circulante					(0,7)	(0,5)	(0,4)		
= Cash Flow operativo recurrente					(2,5)	(1,6)	(0,7)	n.a.	n.a.
- CAPEX					(0,2)	(0,2)	(0,1)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)					-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente					(2,7)	(1,7)	(0,8)	n.a.	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>					-22,1%	36,0%	52,1%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>					n.a.	n.a.	n.a.		
- Adquisiciones / + Desinversiones					(1,1)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow					-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"					(3,8)	(1,7)	(0,8)	n.a.	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>					-61,5%	54,5%	52,1%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>					n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>					n.a.	n.a.	n.a.		

Nota: Para el periodo 2017 – 2020 no se dispone de la información histórica, ya que el grupo se constituyó en 2021.

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2024e)

Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente

Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	5,5	
+ Minoritarios	0,1	Rdos. 6m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,6	Rdos. 6m 2022
+ Deuda financiera neta	0,3	Rdos. 6m 2022
- Inmovilizado financiero	0,4	Rdos. 6m 2022
+/- Otros		Rdos. 6m 2022
Enterprise Value (EV)	6,1	

Anexo 4. Principales comparables 2022e

		Europa					Estados Unidos			SAI	
EUR Mn		Sidetrade SA	Median Technologies	Linedata Services	Lectra	Artificial Solutions	Average	C3.ai	Palantir Technologies	Average	SAI
Datos Mercado	Ticker (Factset)	ALBFR-FR	ALMDT-FR	LIN-FR	LSS-FR	ASAI-SE		AI-US	PLTR-US		SAI-ES
	País	France	France	France	France	Sweden		United States	United States		Spain
	Market cap	206,1	123,1	269,1	1.288,5	4,1		1.224,6	12.738,2		5,5
	Enterprise value (EV)	186,0	119,4	313,4	1.332,3	23,8		460,1	10.624,0		6,1
Información financiera básica	Total Ingresos	36,9	25,4	172,9	529,1	4,2		246,4	1.791,6		3,2
	Cto.Total Ingresos	13,1%	23,8%	7,9%	36,5%	18,4%	19,9%	3,5%	23,3%	13,4%	98,2%
	2y TACC (2022e - 2024e)	21,9%	40,7%	2,1%	5,1%	56,7%	25,3%	17,6%	21,6%	19,6%	42,8%
	EBITDA	4,2	(18,6)	50,8	100,0	(6,7)		(80,1)	374,3		(2,0)
	Cto. EBITDA	21,5%	-71,4%	n.a.	77,3%	-19,7%	1,9%	54,5%	200,3%	127,4%	-83,2%
	2y TACC (2022e - 2024e)	50,8%	25,2%	0,1%	9,2%	37,4%	24,5%	52,9%	35,4%	44,2%	60,0%
	EBITDA/Ingresos	11,4%	n.a.	29,4%	18,9%	n.a.	19,9%	n.a.	20,9%	20,9%	n.a.
	EBIT	3,2	(19,4)	34,5	75,5	(8,0)		(86,1)	365,4		(4,0)
	Cto. EBIT	13,2%	-69,3%	-10,2%	111,8%	-18,5%	5,4%	53,4%	194,4%	123,9%	-101,0%
	2y TACC (2022e - 2024e)	58,9%	23,3%	0,0%	11,7%	26,1%	24,0%	57,4%	27,0%	42,2%	48,3%
	EBIT/Ingresos	8,5%	n.a.	20,0%	14,3%	n.a.	14,3%	n.a.	20,4%	20,4%	n.a.
	Beneficio Neto	2,7	(20,6)	24,7	41,7	(7,9)		(285,2)	88,3		(15,8)
	Cto. Beneficio Neto	-42,8%	-7,0%	-12,9%	47,7%	-25,2%	-8,0%	-57,6%	118,0%	30,2%	-776,9%
	2y TACC (2022e - 2024e)	56,9%	23,5%	-2,5%	14,5%	1,2%	18,7%	41,5%	n.a.	41,5%	70,7%
CAPEX/Ventas	2,6%	2,0%	7,8%	1,5%	2,2%	3,2%	18,5%	1,8%	10,1%	4,7%	
Free Cash Flow	2,3	(12,8)	27,2	61,6	(8,5)		(147,3)	229,5		(4,2)	
Deuda financiera Neta	(7,2)	5,8	62,3	(12,9)	21,9		1.942,2	(2.252,8)		1,6	
DN/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	1,2	n.a.	n.a.	1,2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Pay-out	0,0%	0,0%	39,0%	46,3%	n.a.	21,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	76,1	n.a.	9,7	24,1	n.a.	36,6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	P/BV (x)	8,1	n.a.	2,0	3,0	n.a.	4,4	1,5	5,6	3,5	0,3
	EV/Ingresos (x)	5,0	4,7	1,8	2,5	5,7	4,0	1,9	5,9	3,9	1,9
	EV/EBITDA (x)	44,3	n.a.	6,2	13,3	n.a.	21,3	n.a.	28,4	28,4	n.a.
	EV/EBIT (x)	n.a.	n.a.	9,1	17,6	n.a.	13,4	n.a.	29,1	29,1	n.a.
	ROE	10,6	n.a.	21,1	12,5	n.a.	14,7	n.a.	3,9	3,9	n.a.
	FCF Yield (%)	1,1	n.a.	10,1	4,8	n.a.	5,3	n.a.	1,8	1,8	n.a.
	DPA	0,00	0,00	1,6	0,54	n.a.	0,53	0,00	0,00	0,00	0,00
	Dvd Yield	0,0%	0,0%	3,5%	1,6%	n.a.	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

LIGHTHOUSE

Calle Basílica, 17, 1ª Planta, Oficinas
28020 Madrid
T: +34 915 904 226
www.ieaf.es/lighthouse

Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

David López Sánchez

Equity research

david.lopez@lighthouse-ieaf.com

Luis Esteban Arribas

Equity research

luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

Enrique Andrés Abad

Equity research

enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

Jesús López Gómez

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (www.ieaf.es/lighthouse) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que pueden cotizar o no en los mercados secundarios oficiales, y especialmente (pero no exclusivamente) de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros, asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@ieaf.es o consulte el contenido de este Código en www.ieaf.es.

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF

Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

Principales inversores institucionales de EE.UU. Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU." según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
22-Dic-2022	n.a.	0,235	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Enrique Andres Abad

