

ISSUER RATING
Long termOUTLOOK
StableINSTRUMENT RATING
Senior Secured 10 M €**Date of Private
Rating****Contacts****Lead analyst**Benjamin Fazilleau
benjamin.fazilleau@ethifinance.com**Committee chair**Thomas Dilasser
thomas.dilasser@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma el rating de Substrate Artificial Intelligence S.A. en “B+” con tendencia Estable. Además, se asigna por primera vez el rating de “BB” al programa de pagarés garantizado de €10m.
- La calificación se apoya en i) una buena valoración del sector de servicios y programas informáticos que presenta altos márgenes y alto potencial de crecimiento; ii) una diversificación adecuada de las líneas de negocio; iii) una valoración satisfactoria de los accionistas que apoyan financieramente al grupo en su desarrollo y iv) una capitalización promedia óptima del grupo con ratios de PN/DFT por encima de un 300%.
- Sin embargo, la calificación se encuentra limitada por i) el pequeño tamaño de la empresa; ii) su carácter de startup que no permite confirmar el éxito de la comercialización del producto estrella “Serenity Star” y iii) un EBITDA y FFO históricos negativos calculados por EthiFinance Ratings que lastran los ratios de cobertura y apalancamiento.
- El plan de negocio 2024-2026 prevé un crecimiento exponencial en términos de facturación y EBITDA de la división de IA. Sin embargo, la tendencia Estable se explica por las incertidumbres del éxito comercial de los productos de inteligencia artificial de esta división, un potencial riesgo técnico asociado y un potencial retraso de la salida a bolsa de las divisiones de salud y de inteligencia artificial.
- En línea con nuestra metodología, el sector de servicios y programas informáticos presenta un riesgo medio en términos de ESG (sector heatmap entre 3 y 3,5). Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor. Por otro lado, la valoración ESG de la compañía se considera como neutra (ESG score de la compañía entre 3 y 3,5), resultando neutro a nivel del perfil financiero.
- El rating del programa de pagarés mejora en dos escalones respecto al corporativo en base a i) su carácter secured, ii) una estructura de covenants adecuada, siendo especialmente reseñable la estructura “ring-fence” que aísla a esas compañías respecto a obligaciones que pudiesen asumir con el resto de las empresas del grupo o con vinculadas, y iii) la ausencia de deuda financiera en las filiales, haciendo que la tasa de recuperabilidad bajo una situación de estrés sea sólida. A fecha de este informe, el programa de pagarés se encuentra pendiente del cierre definitivo.
- El rating del programa de pagarés se encuentra condicionado a que las compañías cuyas acciones vayan a ser pignoradas se beneficien de una estructura “ring-fence” que aisle a esas compañías respecto a obligaciones que pudiesen asumir con el resto de las empresas del grupo o con vinculadas. A efectos meramente aclaratorios, estas compañías no podrían garantizar financiación de otras firmas del grupo ni podrían otorgar préstamos intragrupo.
- Además, el valor de las garantías pignorativas deberá valorarse anualmente a efectos de mantener la cobertura del 150% respecto al programa de pagarés de forma previa a nuestro ejercicio de recobro.

Descripción de la Compañía

Substrate AI es un holding de inversión española que se focaliza principalmente en dos actividades: i) el desarrollo de sistemas de inteligencia artificial y su aplicación en distintos sectores para terceros o compañías del grupo, y ii) la compra de pequeñas compañías de distintos sectores para desarrollarlas a través de la digitalización y la integración de la inteligencia artificial. Se prevé salida a bolsa de filiales a corto y medio plazo. Fundada en España, su actividad de inversión empezó en 2021. El grupo se encuentra en fase de desarrollo. En 2023, facturó €8,6m con un EBITDA negativo calculado por EthiFinance Ratings de €3,7m. Cotiza en el BME Growth (España), Aquis (Reino Unido) y en el mercado OTC en Estados Unidos. Su capitalización se eleva a €10,6m al 11/10/2024 (BME Growth).

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Las actividades relacionadas con la inteligencia artificial se encuentran en alto crecimiento a pesar de la importante competencia.

La inteligencia artificial (IA) enmarca las actividades y negocios que el grupo desarrolla. Es un campo de la informática que permite la creación de sistemas capaces de realizar tareas que normalmente requieren inteligencia humana. En la década 2010 apareció la IA generativa que permite no solo analizar, sino crear contenido nuevo. La IA generativa se basa en 2 grandes arquitecturas posibles: los Redes Generativas Adversativas (GAN) y los Modelos de Lenguaje Grande (LLM).

Muy reciente y todavía no desarrollada en todas sus funciones posibles, se prevé que el mercado de la IA generativa crezca en un 42% anual entre 2022 y 2032 según Bloomberg Intelligence (*Generative AI to Become a \$1.3 Trillion Market by 2032*, 01/06/2023).

Las barreras de entradas son altas por el coste de inversión, el acceso a los datos y la regulación de su uso. La volatilidad depende de la evolución tecnológica (riesgo de obsolescencia) y de la alta competencia entre firmas establecidas y nuevos actores. El modelo de venta SaaS permite reducir la última. Finalmente, el margen EBIT del sector de programas informáticos es relevante debido a que se trata de una tipología de servicio de alto valor añadido. No obstante depende de las economías de escala para absorber los costes fijos.

- **Un impacto ESG neutro sobre el sector.**

La industria de tecnología de la información tiene riesgos ESG medios según nuestra metodología (puntuación en el mapa de calor del sector entre 3 y 3,5). Esto resulta en una evaluación del sector que no se ve afectada por consideraciones relacionadas con la industria. El sector tiene un impacto medio en el clima, pero el rápido crecimiento tanto de la infraestructura como del uso de TI aumenta el uso de energía y las emisiones relacionadas de GEI. Sin embargo, el impacto en términos de contaminación y biodiversidad es limitado, a pesar de algunos problemas crecientes relacionados con la generación de residuos y el reciclaje. En cuanto a la cadena de suministro, la industria depende en gran medida de proveedores basados en China, Taiwán y algunos países emergentes, lo que crea riesgos de dependencia e impactos laborales. La industria depende moderadamente de las elecciones de los consumidores mientras que puede sufrir violaciones de ciberseguridad con un impacto significativo en la divulgación de datos personales. La industria de TI se beneficia de un entorno de apoyo ya que los estados y regiones compiten por ser el hogar de un centro tecnológico, y la regulación es favorable, excepto para algunas corporaciones dominantes que pueden ser penalizadas por los estados por prácticas anticompetitivas.

Posicionamiento Competitivo

- **Un pequeño grupo que presenta ventajas competitivas que probar en 2024.**

La juventud y el pequeño tamaño de Substrate son desventajas relevantes especialmente ante grandes empresas como Google, Amazon o Microsoft que se benefician de una capacidad de inversión y de un reconocimiento que Substrate no posee aún.

El balance de productos de IA vendidos por Substrate permite limitar la obsolescencia, ofrecer un sistema generalista accesible y flexible, probar las IA especializadas y equilibrar el canal de venta entre el modelo SaaS (renta) y on-premise (seguridad para el cliente que permite también licitaciones del sector público). Sin embargo, el producto estrella "Serenity Star", una plataforma de acceso a más de 100LLMs se empezó a comercializar en febrero 2024, de modo que no hay por el momento histórico de su éxito comercial, solo proyecciones. Para favorecer su comercialización, Substrate tiene acuerdo de distribución con Telefónica, Amper y Tonic 3, así que de un espacio en el Marketplace de Microsoft Azure.

De manera adicional, el negocio no relacionada a la IA en las otras divisiones del grupo (Salud, RR.HH, Fintech, Agritech) son modelos maduros que sí tienen histórico.

- **Una buena diversificación.**

A nivel de divisiones, no hay ninguna de las divisiones del grupo que representa más de la mitad de la facturación. Se prevé para 2024 un crecimiento fuerte de la facturación en las divisiones de Inteligencia Artificial, RR.HH. y Salud así que el peso quedará equilibrado entre ellas.

A nivel geográfica, España concentra 61% de las ventas en 2023, la Unión Europea 4% y el resto del mundo 36% (Inglaterra y América). Esta diversificación se explica por la compra de negocios que tienen presencia en América Latina, Estados Unidos e Inglaterra.

La concentración de cliente se limita a un cliente que representa +/-15% de la facturación 2023. Dado el fuerte crecimiento en las distintas divisiones del grupo en 2024, esta dependencia se va reduciendo con el amplio de la base de clientes. Asimismo, no hemos identificado riesgo de dependencia a proveedores en relación al data center.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Una política financiera adecuada con una gobernanza establecida sin política ESG.**

Substrate se encuentra en fase de desarrollo y por lo tanto no es rentable por el momento, lo que supone que financia sus adquisiciones y operaciones mediante aportaciones de capital, instrumentos de deuda convertibles en acciones o cambios de acciones. La deuda está principalmente a nivel de las filiales que tienen un negocio maduro. La política financiera de la compañía se mantiene sustentada por la elevada capitalización, aunque necesita de un mayor avance en la generación de EBITDA para presentar unos ratios de cobertura y endeudamiento menos débiles.

Por su carácter de empresa cotizada, la compañía presenta un sistema de gobernanza y una estructura interna que le beneficia en comparación con una empresa familiar o no listada. Sin embargo, Substrate no tiene política ESG establecida, lo que limita la valoración respecto a este factor.

- **Accionistas y equipos directivos comprometidos que contribuyen a las aportaciones de capital.**

Consideramos que el perfil accionarial es satisfactorio. Substrate cotiza en bolsa lo que favorece su acceso a capital, tiene histórico de ampliaciones, tiene como accionistas principales los miembros del equipo directivos o personas claves, permitiendo la retención de talentos y la reducción del riesgo de integración de filiales manteniendo de esta forma al equipo directivo de dichas filiales adquiridas. De forma adicional, firmó un acuerdo en mayo 2022 con el fondo ABO que le otorgó una línea de €20m hasta mayo 2025 de bonos obligatoriamente convertibles en acciones dentro de un año. Así que Substrate tiene una base accionarial que le permite seguir desarrollándose y tener liquidez adecuada.

- **Una calificación ESG neutro.**

La valoración ESG de la compañía se considera como neutra (ESG score de la compañía entre 3 y 3,5), resultando neutro en el Perfil Financiero. Esta calificación se base en los datos de gobernanza ya que algunos datos sociales y medioambientales no están disponibles.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Un negocio en crecimiento exponencial con rentabilidad esperada para 2024.**

Substrate lleva reportados tres años de crecimientos con pérdidas. En este sentido, si bien las adquisiciones de los últimos años favorecieron el crecimiento, el desarrollo de sus productos y los importantes deterioros del fondo de comercio (€13m en 2022, €2,6m en 2023) impactaron los costes.

Para 2024, se espera €18m de facturación y €3,9m de EBITDA que se prevé alcanzar en base a un año entero de consolidación de las compañías adquiridas en 2023 y el lanzamiento de productos de IA. La facturación y el EBITDA del 1S24 están alineados con el presupuesto. Para 2025 y 2026, se prevé seguir creciendo y ser rentable.

Endeudamiento y Cobertura

- **Ratios de DFN/EBITDA y de EBITDA/Intereses condicionados por el todavía negativo resultado operativo.**

La compañía, dada su fase de desarrollo, no ha sido capaz de generar EBITDA positivo en los últimos años lo que hace que la valoración de estos ratios sea muy débil. Para 2024, con el EBITDA positivo y con la conversión de €8m de deuda en patrimonio, se prevé ratios que mejorarán a niveles más satisfactorios, estimándose un DFN/EBITDA cerca de 1x y un ratio de EBITDA/Intereses cerca de 18x.

Análisis de Flujo de Caja

- **Una generación de caja negativa.**

En los últimos tres ejercicios, el FFO y el cash flow operativo calculados por EthiFinance Ratings fueron negativos, explicados por las adquisiciones, inversiones orgánicas y necesidades operativas que se financiaron con ampliaciones de capital o instrumentos convertibles. Para 2024 se prevé un cash flow operativo cerca de 0, un mínimo de €6,5m de ampliaciones de capital (€3,5 de ampliaciones ya realizadas, potenciales otras ampliaciones y €3m por la salida a bolsa de la división de Salud), inversiones de €8m y colocación de €5m de pagarés para financiar el capital de trabajo. La salida a bolsa de Subgen AI en 2025 podría aportar €15m de cash flow que permitiría reembolsar los pagarés. En caso de retraso, la tesorería existente o la utilización de la línea de bonos convertible podría asegurar el reembolso de los pagarés, que la compañía no prevé refinanciar por el momento.

Capitalización

- **Una excelente capitalización que seguirá en niveles elevados en 2024.**

El ratio de capitalización PN/DFT de 2023 se encuentra en un nivel excelente de 183% ya que el grupo no se financia con deuda, sino con capital o instrumentos similares. A destacar que sobre los €13m de deuda financiera a final de 2023, €8m se convirtieron en patrimonio en julio de 2024, lo que mejoró más aún la capitalización del grupo. Como resultado, se prevé una capitalización por encima del 400% en 2024. La colocación de pagarés (€5m estimada) será compensada por ampliación de €6,5m de capital.

Liquidez

- **Un nivel alto de liquidez.**

A final de 2023, el grupo cuenta con un nivel adecuado de caja (€4,4m), una reserva de liquidez a través de la línea de bonos convertibles no utilizada de €14,2m y una póliza de crédito no utilizada de €0,3m. En base a esto y a las exigencias y obligaciones financieras del grupo, no consideramos que Substrate pueda tener problemas de liquidez en el corto plazo.

Modificadores

Controversias

- No hemos encontrado controversias.

Riesgo País

- Gran parte del equipo de desarrolladores de soluciones informáticas pertenecen al subgrupo Binit y se encuentran en un centro en Buenos Aires. Argentina tiene el riesgo país más elevado según la clasificación CESCE (seguro de crédito). Sin embargo, se trata de una empresa de servicios con tecnología patentada en Estados Unidos. En EthiFinance Ratings, no consideramos que derivado de esto haya un riesgo país a tener en cuenta.

Perfil de emisión

Substrate Artificial Intelligence S.A. tiene como objetivo registrar un programa de pagarés de hasta €10m a un plazo de hasta 2 años con garantías de acciones de filiales en el MARF. Las pignoraciones de acciones consisten – tras operación de concentración y dilución de participación previstas – en el 90% del holding de la división de RR.HH. y el 62% del holding de la división de Salud. Estas filiales contarán con una separación patrimonial de Substrate AI (ring-fence) y una cláusula de no cesión de activos. Así que hemos considerado no solo los holdings, sino el perímetro de los subgrupos para nuestro análisis.

En este sentido, el análisis de recuperabilidad se fundamenta en estresar la valoración de las compañías realizada por un tercero independiente de reconocido prestigio para simular un escenario de default. Este ejercicio, sumado a la hipótesis de que estas quedarán libres de deuda financiera y de deuda intragrupo, ha resultado en una tasa de recuperabilidad del 86% del programa de pagarés en un escenario hipotético de default. En base a ello, se ha mejorado en dos escalones la valoración del instrumento en relación con el rating corporativo.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de €					
	2022	2023	2024E ⁽¹⁾	2025E ⁽¹⁾	2026E ⁽¹⁾
Facturación	3.136	8.609	18.072	25.823	48.883
EBITDA ⁽²⁾	-1.986	-3.700	3.898	7.130	13.302
Margen EBITDA	-63,3%	-43,0%	21,6%	27,6%	27,2%
EBIT	-15.390	-7.475	3.441	5.495	10.804
Margen EBIT	-490,8%	-86,8%	19,0%	21,3%	22,1%
EBT	-15.643	-8.209	3.227	5.287	10.591
Total Activo	23.692	44.460	55.761	69.354	78.736
Patrimonio Neto	18.235	23.860	40.086	58.873	65.453
Deuda Financiera Total ⁽³⁾	4.018	13.022	9.000	3.147	3.992
Deuda Financiera Neta ⁽³⁾	2.395	8.601	3.637	-596	2.865
PN/DFT	453,8%	183,2%	445,4%	1870,8%	1639,6%
DFN/EBITDA	-1,2x	-2,3x	0,9x	-0,1x	0,2x
Funds From Operations ⁽²⁾	-1.944	-4.021	3.683	6.922	10.440
FFO/DFN	-81,2%	-46,8%	101,3%	-1161,6%	364,4%
EBITDA/Intereses	-12,7x	-4,6x	18,2x	34,2x	62,1x

⁽¹⁾ Proyecciones elaboradas por la compañía y ajustadas por EthiFinance Ratings.

⁽²⁾ Calculado por EthiFinance Ratings.

⁽³⁾ €8m de deuda 2023 se convirtieron en acciones en julio 2024.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB-
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BBB-</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>Neutro</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>B-</i>
<i>Gobernanza</i>	<i>BB</i>
Perfil Financiero	B
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>CCC</i>
<i>Solvencia</i>	<i>AAA</i>
<i>ESG Compañía</i>	<i>Neutro</i>
Anchor Rating	B+
<i>Modificadores</i>	<i>No</i>
Rating Corporativo	B+
Rating del programa de pagarés garantizado	BB

Análisis de Sensibilidad

Factores que pueden, colectivamente o individualmente impactar la calificación:

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

Incremento de la facturación que la situé por encima de €200m; confirmación del éxito comercial del producto Serenity Star que mejore los resultados y ventajas competitivas del grupo; implementación de una política ESG a nivel grupo; EBITDA y FFO calculados por EthiFinance Ratings positivos de forma regular que mejoren los ratios de cobertura y de apalancamiento del grupo.

Se podría considerar una mejora del rating del programa de pagarés si aumenta el rating corporativo o que las proyecciones 2024 se cumplen y así mejora la tasa de recuperabilidad.

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

Cancelación de la línea de bonos convertibles que podría impactar la liquidez; dificultad comercial o técnicas para la venta de Serenity Star; cambio de la política financiera hacia una financiación más centrada en la deuda y consiguiente deterioro del ratio PN/DFT por debajo de 120%; ciberataque, problema técnico o fuga de datos que podrían tener un impacto reputacional.

Se podría considerar una baja del rating del programa de pagarés si baja el rating corporativo, si las filiales no realizan las proyecciones esperadas, contraten deuda financiera o que se diluya más el porcentaje de acciones pignorada tras los IPOs.

Perfil de Empresa

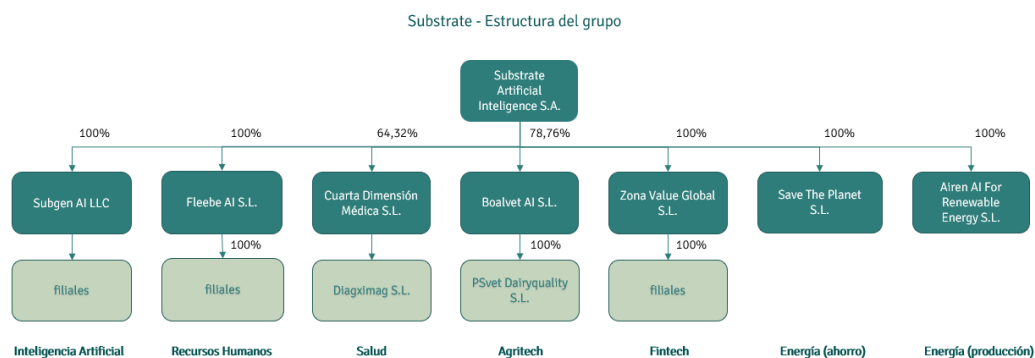
Actividad y Ámbito de Actuación

Substrate AI es un holding de inversión española que se dedica a dos actividades principalmente:

- El desarrollo de sistemas de inteligencia artificial y su aplicación en distintos sectores para terceros o compañías del grupo.
- La compra de pequeñas compañías de distintos sectores para impulsarlas con la digitalización y la integración de la inteligencia artificial.

Substrate Artificial Intelligence S.A. empezó su actividad como tal en 2021 tras el cambio de su nombre por el actual. Por ello se trata de una actividad de muy recién creación que se encuentra en fase de desarrollo. Cotiza desde mayo 2022 en el BME Growth y también en el Aquis (Reino Unido) y en el mercado OTC en Estados Unidos para tener mayor acceso a capital para financiar su crecimiento.

Estructura Empresarial



Fuente: Estados Financieros 2023

Tras las distintas compras realizadas entre 2021 y 2024, el grupo se estructura en las siguientes divisiones

- **Inteligencia Artificial:** encabezado por Subgen AI incorporado en Inglaterra, es el subgrupo dedicado al desarrollo de la inteligencia artificial. En 2021, Substrate AI compró por €15m una tecnología desarrollada en Estados Unidos por Bren Worth, Mei Si y 4 desarrolladores. Se fortaleció esta división en octubre 2023 con la compra del 70% del grupo Binit y Deltanova por €6m; y en marzo 2024 con 21% adicional por €2m mediante cambio de acciones de Subgen AI. Estas dos sociedades se dedican a la consultoría de transformación digital y tiene presencia en España, Latam y Reino Unido contando con un centro de desarrollo en Buenos Aires con más de 100 desarrolladores y una base de clientes. Se prevé una salida a bolsa del subgrupo Subgen AI en 2025.
- **Recursos Humanos:** esta división se dedica a prestación de servicios de selección de personal y subcontratación de trabajadores cualificados temporales para clientes globales. Se divide en dos grupos complementarios: Fleebe e IFIT. Fleebe es una plataforma desarrollada en España para la gestión de personal con la inteligencia artificial. Ifit se dedica a la contratación y tiene presencia en Estados Unidos, Reino Unido y Latam. La adquisición de Fleebe se hizo en julio 2023 mediante compra con acciones entre Yamro Holding (holding del grupo Fleebe) y Substrate AI por €4,1m. Se prevé una salida a bolsa a medio plazo de esta división.
- **Salud:** se incluye i) la venta de equipos de radiodiagnóstico y la prestación de servicios postventa para el ámbito humano y veterinario. Esta actividad se hace a través de Cuarta Dimensión Médica adquirida en un 70% en febrero 2022 por €1,4m en cash y €0,3m en acciones de Substrate AI; ii) la venta de equipos de radiología para hospitales y clínicas con acuerdo de distribución por parte de Samsung en España a través de Diagximag. Esta última adquirió una unidad de negocio a Equipos Hospitalarios en agosto 2023 por €2,6m, de los cuales €0,6m se abonan mediante acciones de Cuarta Dimensión Médica; iii) la venta de un sistema de radiología para seres humanos y animales gestionado con inteligencia artificial capaz de reducir la radiación que animales y humanos reciben en el proceso de diagnóstico y de mejorarlo. A final de 2023, Substrate AI es dueño de un 64,32% de Cuarta Dimensión Médica, la empresa que encabeza este subgrupo. Se prevé una salida a la bolsa francesa a final de 2024.
- **Agritech:** actúa a través de un programa informática propio que da servicios veterinarios a más de 100 granjas lecheras en España y Portugal, así como el desarrollo de un programa de inteligencia artificial para la detección temprana de enfermedades en granjas lecheras. Boalvet es la empresa encargada de desarrollar la IA y PSVet fue la empresa de programa informático que Boalvet compró en 2023 por €1,25m, cuyo €1m se hizo mediante la entrega de acciones de Boalvet y de Substrate AI, y €0,25m con un plazo aplazado de 18 meses por lograr cierto nivel de facturación.

- **Fintech:** división dedicada a ofrecer servicios de formación financiera, de información financiera y de desarrollo de proyectos web. Esta unidad de negocio se hace a través de cuatro empresas adquiridas en 2021: Zona Value Global, Kau Market EAFI (80k€), Hexenebel y Summon Press. La adquisición de estas dos últimas generaron un fondo de comercio de €6,1m.
- **Energía (ahorro):** servicio de prestación de ahorro y eficiencia energética. Este negocio empezó en 2022 cuando Substrate recibió una subvención pública de RED.ES de €600k para la financiación de un proyecto experimental de inteligencia artificial para la gestión energética de hoteles. Esta subvención se cobró entre 2022 y 2023. En 2023 se fundó Save The Planet para desarrollar este proyecto que se terminó en mayo 2024.
- **Energía (producción):** a través de Airen AI, se investigan programas para mejorar la producción de energía renovable en las plantas fotovoltaicas y eólicas. Esta actividad es muy marginal por el momento.

Análisis Cualitativo

Sector

Substrate AI es un holding de inversión con un portfolio de actividad diversificadas. Cómo actúa en el ámbito la inteligencia artificial (IA), tanto en los negocios relacionados con la venta de soluciones propias como a través de implementarlas en su portfolio de inversión, el siguiente análisis sectorial se enfoca sobre esta industria.

¿Qué es la inteligencia artificial?

La inteligencia artificial (IA) es un campo amplio de la informática que se centra en la creación de sistemas capaces de realizar tareas que normalmente requieren inteligencia humana. Fue en los años 50 que se desarrollaron los primeros programas como el "Logic Theorist" (1955) de Allen Newell y Herbert A. Simon, que fue capaz de probar teoremas matemáticos.

En la década de 2010 apareció la inteligencia artificial generativa, que se especializa en la creación de contenido nuevo y original. Por ejemplo, mientras la IA tradicional puede ser utilizada para la automatización de procesos y diagnóstico médico, la IA generativa se puede utilizar en la generación de textos, imágenes o música.

Existen dos grandes tipos de arquitectura para la IA generativa:

- **Redes Generativas Adversativas (GAN, por sus siglas en inglés):** Las GANs consisten en dos redes neuronales que compiten entre sí para generar datos que parecen reales. Las GANs se utilizan para generar imágenes, arte y música.
- **Modelos de Lenguaje Grande (LLM, por sus siglas en inglés):** Estos modelos se basan en su gran mayoría en la arquitectura de transformadores, que utiliza cuatro capas de atención. Los LLMs permiten generar texto y realizar tareas como traducción, generación de texto (como ChatGPT), resumen de texto y análisis de sentimientos. Con aplicaciones adicionales, los LLMs pueden encontrarse en una gran variedad de campos como los motores de búsqueda en Internet, el sector médico (desarrollo de vacunas, diagnósticos médicos), servicio al cliente (chatbots o IA conversacional), marketing (análisis de sentimientos) y el ámbito jurídico (ayudar a los abogados). A destacar que un sistema de IA puede tener distintos LLMs incorporados para operar distintas aplicaciones. Es esta arquitectura de LLM que utiliza Substrate para la inteligencia artificial.

¿Cuáles son las características del sector de la IA?

Las barreras de entradas son elevadas en base i) al coste de inversión inicial que requiere el equipamiento informático, programas y personal calificado; ii) al acceso a datos: la inteligencia artificial depende en gran medida de la cantidad de datos disponibles para entrenar modelos y iii) a la regulación en torno al uso de datos (RGPD en la Unión Europea, por ejemplo), privacidad y seguridad de datos.

El potencial de crecimiento es considerable ya que se trata de una nueva tecnología cuya utilización se despliegue en las empresas. Según una encuesta de McKinsey (*The State of AI in early 2024, 30/05/2024*), la adopción de la IA en al menos una función operativa era de un 20% en las empresas en 2017 y de 72% en 2024. En 2024, solo la mitad de las empresas interrogadas implementaron la IA en dos de sus funciones operativas, lo que da perspectivas de crecimiento. Según Bloomberg Intelligence (*Generative AI to Become a \$1.3 Trillion Market by 2032, 01/06/2023*) el mercado de la IA generativa valía \$40bn en 2022 y se espera que crezca en un 42% anual para lograr \$1.300bn en 2032. Este crecimiento se apoyará en el aumento de la capacitación en las organizaciones, el mayor uso de LLMs, publicidad digital y programas informáticos, y servicios especializados.

A nivel de la volatilidad, la rápida evolución tecnológica y la alta competencia entre las grandes firmas (Google, Amazon, Microsoft) y las startup pueden generar obsolescencia de algunos productos de IA vendidos por las empresas. De modo que las empresas tienen que invertir constantemente y tener el personal calificado. A destacar que existen dos modelos económicos de ventas de programas informáticos: "SaaS" o "on-premise". En el modelo SaaS, la empresa alquila su programa a su cliente y los datos se conservan en la nube. El modelo SaaS es un modelo de renta: se firma un contrato con duración conocida, el cliente paga cada mes/trimestre su plan y es muy difícil para él de cambiar de

proveedor dado el impacto en su organización. Los ingresos son estables y predecibles. Al contrario, en el modelo on-premise, el cliente compra el programa, es dueño y los datos se guardan por la empresa cliente. Es más volátil, pero asegura la seguridad de los datos para el cliente.

Los márgenes EBIT dependen en gran parte de la economía de escala para absorber los costes de desarrollo y de mantenimiento de un producto. Según estudios internos de EthiFinance Ratings, los márgenes EBIT se sitúan en un 29% en el sector de las empresas de programas informáticos, nivel considerado elevado.

A pesar de los favorables fundamentos de la industria, cabe señalar que los retos son numerosos para este sector. Según la misma encuesta de McKinsey, los tres primeros riesgos considerados como relevante para las organizaciones son las exactitudes de las respuestas, el incumplimiento de la propiedad intelectual y la ciberseguridad. Así, los productos de las empresas tienen que adaptarse a estas preocupaciones, además de cumplir con el cuadro legislativo.

Posicionamiento Competitivo

- **Un grupo de pequeño tamaño.**

Substrate es un grupo joven en fase de desarrollo que opera en un entorno global muy competitivo de la inteligencia artificial. Entre sus competidores, figuran las multinacionales Microsoft, Amazon y Google que ofrecen servicios de IA y otras startup europeas como Alep Alpha, Mistral AI o Hugging Face. El pequeño tamaño de Substrate es una desventaja para tener recursos propios de inversión y reconocimiento para el consumidor.

- **Unas ventajas competitivas claras limitadas por encontrarse en fase inicial de desarrollo.**

Substrate AI ofrece tres productos/servicios: i) una plataforma de acceso a 100LLMs con opciones de desarrollos propios (LLM de conformidad, de salud, posibilidad de añadir LLMs on-premise o en SaaS). Se trata del producto estrella "Serenity Star" comercializado en febrero 2024; ii) servicios de IA especializados para sectores, vendido a través de las otras divisiones y iii) ventas no relacionadas a la IA en las 5 otras divisiones.

Este modelo de negocio le permite:

- **Limitar la obsolescencia.** Ofreciendo una plataforma de LLMs externos, Substrate no depende de un solo LLM desarrollado internamente. Al contrario, su plataforma se actualiza de manera continua con las últimas tecnologías de los competidores. En caso de que un proveedor decide cortar los accesos, dado la cantidad de LLMs disponible, existe medios de sustitución.
- **Ofrecer un sistema accesible y flexible** con un único acceso y que permite a un usuario que no tenga conocimiento de código poder trabajar con la IA. Al contrario, Hugging Face ofrece una plataforma similar, más especializado para usuarios que tienen conocimiento de código (Python por ejemplo).
- **Probar las IA especializadas** en las filiales (Agritech, Salud) para conocer las necesidades de los clientes existentes antes de gastar en desarrollo.
- **Equilibrar entre el modelo SaaS y on-premise.** El modelo SaaS de Serenity Star permite tener ingresos estables y predecibles y el modelo on-premise de LLMs adicionales permite asegurar la seguridad y conservación de datos para poder licitar proyectos a carácter público como en el sector de la defensa o de la salud.

Por otro lado, los principales riesgos y mitigantes que identificamos son los siguientes:

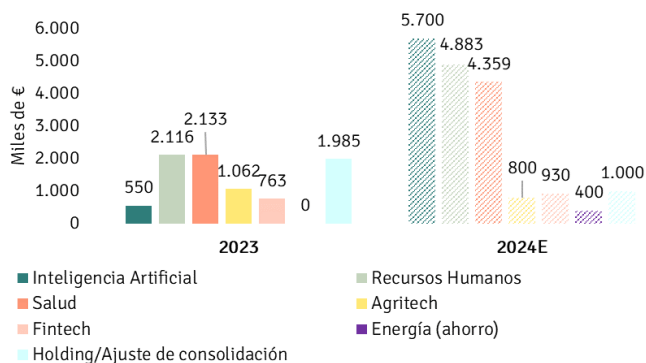
- **La retención de la tecnología y el talento.** Para proteger potencial robo de tecnología, Substrate registra todas sus patentes en Estados Unidos. Esta patente vale para cualquier país del mundo. En relación a la potencial salida de personal clave como Bren Worth, este último es accionista de Substrate AI, lo que limita el riesgo de salida.
- **El riesgo de integración de filiales.** Cuando se hace una adquisición de un negocio, el management operativo se queda y se beneficia de incentivos (acciones o bonus ligado a resultados). Las adquisiciones no se hacen de manera hostil y las empresas adquiridas tienen un perfil financiero sano.
- **El coste de uso.** Potencialmente, es posible que Substrate gaste más para ofrecer los accesos de LLMs a sus clientes sin tener el volumen de cliente necesario para absorberlo. Este riesgo se mitiga por una política de precio "pay as you go": Substrate refactura al usuario su consumo en los LLMs según ciertas modalidades.
- **La comercialización de los productos de IA.** Las grandes empresas se benefician de un reconocimiento y capacidad de promoción vía marketing más amplia. Por ejemplo, Hugging Face se apoya en un acuerdo con Amazon Web Services para vender su producto. Substrate, por su parte, ha venido firmando acuerdos de distribución con compañías para fomentar el desarrollo comercial: Telefónica, Amper y una más pequeña Tonic 3 (consultoría de transformación digital). Además, en 2022 firmó un acuerdo con Microsoft para vender su solución en el Marketplace de Microsoft Azure.

En conjunto, si bien desde EthiFinance Ratings, el modelo de negocio se valora adecuadamente, cabe señalar que, la juventud de la empresa, sus productos de IA recién comercializados y el entorno competitivo crean incertidumbre sobre la reacción del mercado a su oferta de producto. Un año 2024 con un presupuesto de ventas logrado permitirá la demostración de la solidez comercial.

- Una buena diversificación.

Substrate no muestra dependencia ni a nivel geográfico, de concentración de clientes o de áreas de negocio.

Substrate - Facturación por división



A nivel de ventas, las tres principales divisiones generan la mayoría de los ingresos.

A nivel geográfico, además de España como principal mercado (61%), una parte del negocio se genera en Estados Unidos y en Inglaterra a través de la presencia de filiales en estos países. El principal cliente cuenta con +/-15% de las ventas totales. Se trata de NTT Data en Estados Unidos, una compañía de consultoría y de implementación tecnológica. No hay otro cliente que representa más de un 10% de las ventas.

A nivel de proveedores, Amazon Web Services opera el data center de Substrate. En caso de cese de contrato, existen otras compañías de data center por lo que desde EthiFinance Ratings no consideramos esto un riesgo significativo.

Accionariado, Gestión y Política Financiera

- Accionistas y equipo directivo comprometidos con el grupo.

Substrate AI cotiza en el BME Growth desde 2022 lo que favorece su acceso a capital para financiarse. Existen dos tipos de acciones: las ordinarias (A), que dan derecho de voto y dividendo; y desde 2023, las preferentes (B) que no dan derecho de voto, sino que ofrecen un dividendo mínimo anual de 0,01€. Este mecanismo permite limitar la dilución.

A final de junio de 2024, existían 100.611.739 acciones de clase A y 138.638.460 acciones de clase B. Los principales accionistas son los siguientes:

Clase A		Clase B	
Nombre	% (directo e indirecto)	Nombre	% (directo)
Yaro Investment Holding, Ltd	12,93%	D. Juan José Esteve Pous	27,04%
Leandro Daniel Harillo	8,21%	United General, Ltd	9,37%
Juan Pablo Di Pietro	8,21%	D. Francesc Xavier Ramos	9,04%
Lorenzo Serratosa Gallardo	8,02%	Indico Investments and Managements, S.L.	7,56%
Iván García Braulio	7,72%	Yaro Investment Holding, Ltd	7,56%
United General, Ltd	6,46%		

Accionistas con más de un 5% al 30/06/2024

El equipo directivo de Substrate y de algunas compañías adquiridas forma parte de los principales accionistas. Esta estrategia permite comprometerlos y también actúa como modelo de retención.

- Yaro Investment Holding: controlado por Yann Roche, el consejero delegado de Fleebe (división de RR.HH.).
- Leandro Daniel Harillo y Juan Pablo Di Pietro: co-fundadores de Binit (división de Inteligencia Artificial). Son respectivamente consejero delegado y responsable tecnológico de Binit.
- Lorenzo Serratosa Gallardo e Iván García Braulio: fundadores de KAU Finanzas (actualmente Zona Value Global, división de Fintech). Son respectivamente presidente del consejo de administración y consejero delegado de Substrate AI.
- Indico Investment Holding es un fondo controlado por D. Juan José Esteve Pous, el consejero delegado de Zona Value Global (división Fintech).
- Francesc Xavier Ramos, el consejero delegado de Cuarta Dimensión (división de Salud).
- United General Ltd es externo a la empresa.

Desde 2022, Substrate AI levantó recurrentemente capital. En mayo 2022, firmó un contrato de tres años con el fondo Alpha Blue Ocean (ABO) que le otorga una línea de €20m de bonos obligatoriamente convertibles en acciones en un

plazo de un año, con 0% de interés. Entre 2022 y el final de 2023, se utilizaron y convirtieron €5,8m. Además, desde el inicio de 2024, Substrate AI realizó €3,5m de ampliaciones de capital.

Todo ello hace que desde EthiFinance Ratings se valore como satisfactorio el acceso al capital y el soporte de los accionistas.

- **Una política financiera en sustentada por el capital, una gobernanza establecida pero una política ESG por definir.**

Substrate AI no es rentable por el momento. Se encuentra en una fuerte fase de desarrollo tecnológico y de adquisiciones. Esta fase la está financiando vía capital, intercambios de acciones o deuda convertible, lo cual se valora como adecuado dado que, a nivel consolidado, el grupo no genera flujo de caja positivo. Al revés, las compañías adquiridas cuentan con un modelo de negocio maduro y pueden acudir financiación por deuda bancaria.

En 2024, Substrate AI anunció la distribución de dividendos de un total de €1,5m. Los accionistas tienen opción de percibir el dividendo en efectivo o en acciones de Subgen AI. Esta opción permite a los accionistas invertir directamente en Subgen AI cuya salida en bolsa se prevé en 2025 y potencialmente obtener una plusvalía.

La cotización a bolsa con todas las reglas de control y de transparencia aseguran que el grupo tiene un modelo definido de gobernanza y una estructura interna existente que da más valor al management que otra empresa en desarrollo o con accionista familiar.

A nivel ESG, el grupo no cuenta con una política ESG. Entendemos que, dado su pequeño tamaño, su fuerte fase de crecimiento y potencial salida a bolsa de filiales, no es la prioridad. La valoración ESG calculada por EthiFinance Ratings es neutra, principalmente apoyado por la gobernanza establecida y limitado por los datos sociales y medioambientales faltantes.

Análisis Cuantitativo

El presente análisis se basa en las cuentas consolidadas auditadas a cierre del 31 de diciembre 2023 por EY.

Resultados y Rentabilidad

Rentabilidad. Miles de €						
	2021	2022	2023	23vs22	1S23	1S24
Facturación	1.600	3.136	8.609	174,5%	2.553	9.089
Mg Bruto	99,9%	84,5%	66,9%	-17,6pp	n.a.	n.a.
EBITDA ⁽²⁾	-695	-1.986	-3.700	-86,3%	-774	1.703 ⁽¹⁾
Mg EBITDA	-43,4%	-63,3%	-43,0%	20,4pp	-30,3%	18,7%
EBIT	-1.991	-15.390	-7.475	51,4%	n.a.	n.a.
Mg EBIT	-124,4%	-490,8%	-86,8%	403,9pp	n.a.	n.a.
Gastos Financieros	-6	-156	-806	-416,7%	n.a.	n.a.
EBT	-1.889	-15.643	-8.209	47,5%	n.a.	n.a.

⁽¹⁾ En proceso de revisión por la compañía.

⁽²⁾ Calculado por EthiFinance Ratings.

Substrate presenta una facturación exponencial (€8,6m en 2023; +174,5% YoY) que se explica por encontrarse en fase de desarrollo y por las distintas adquisiciones realizadas desde 2021.

A nivel de rentabilidad operativa, la compañía reportó un EBITDA negativo calculado por EthiFinance Ratings de -€3,7m en 2023, cifra que se considera entendible en base a un modelo de negocio de startup aún en pérdidas. Este EBITDA se encuentra mejorado de €5,2m en 2023 (€1,5m en 2022) por gastos de I+D capitalizados. Los gastos de investigación y de desarrollo corresponden a sistema de inteligencia artificial para: i) granjas lecheras; ii) gestión energética de hoteles y iii) ciencia médica.

Además de ello, cabe señalar que el grupo cuenta con importantes deterioros de su fondo de comercio que explican el EBIT negativo. En 2022, dado el contexto inflacionista y de subida de los tipos de interés, el grupo revisó la recuperabilidad del fondo de comercio y registro un deterioro de €13m mientras que, en 2023, el grupo registró un deterioro de €2,6m por parte de su participación en Summon Press (división de Fintech). El año anterior, el grupo lanzó reclamaciones interpuestas al vendedor por incumplimiento contractual que generó pérdida de valor en el fondo de comercio. La decisión está todavía pendiente.

Los gastos financieros aumentaron en 2023 dado la financiación por instrumentos de deuda convertible de €8m que supusieron €0,6m de intereses capitalizados. En 2024 se convirtió estos instrumentos en acciones.

El primer semestre 2024 muestra un alto nivel de crecimiento por la consolidación total de los negocios adquiridos en 2023 y crecimiento interno. El EBITDA es positivo, lo que se valora favorablemente.

Estructura de Activo y Endeudamiento

Estructura de activo y financiación. Miles de €				
	2021	2022	2023	23vs22
Total Activo	32.188	23.692	44.460	87,7%
Activo No Corriente	30.865	20.529	34.393	67,5%
Activo Corriente	1.323	3.163	10.067	218,3%
NOF	124	482	3.053	533,4%
Patrimonio Neto	26.632	18.235	23.860	30,8%
Deuda Financiera Total	5.286	4.018	13.022	224,1%
Deuda Financiera Neta	5.018	2.395	8.601	259,1%
PN/DFT	503,8%	453,8%	183,2%	-270,6pp
DFN/EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EBITDA/Intereses	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

El 69% del activo se compone de activos intangibles que son principalmente fondo de comercio (€22,5m), lo que refleja la activa política de adquisiciones del grupo. La relevancia del inmovilizado intangible supone un riesgo significativo ante potenciales deterioros que puedan afectar la situación patrimonial del grupo. No obstante, dado el nivel de capitalización, desde EthiFinance Ratings consideramos este riesgo mitigado.

El ratio PN/DFT es excelente pese a dos años consecutivos de deterioros importantes del fondo de comercio que impactaron el resultado neto.

DFN/EBITDA . Miles de €	
	2023
Deuda bancaria, arrendamientos y otros	2.663
Deuda del fondo Impulse	2.000
Deuda de adquisición del grupo Binit	6.000
Obligación de dividendos	2.359
Deuda Financiera Total (DF)	13.022
Caja	4.421
Deuda Financiera Neta (DFN)	8.601
EBITDA calculado por EthiFinance Ratings	-3.700
DFN/EBITDA	n.a.

Dado que el grupo tiene acciones B que dan derecho a un dividendo mínimo, se registra una obligación financiera. La deuda de €6m que permitió adquirir el grupo Binit y la deuda de €2m del fondo Impulse se convirtieron en patrimonio en julio 2024. Así que para 2024, se espera un nivel de capitalización óptima superior al 400%.

Los ratios de DFN/EBITDA y EBITDA/intereses se encuentran condicionados por los negativos resultados, mostrando una situación debilitada a nivel de apalancamiento y cobertura. Para 2024 se espera un EBITDA positivo lo que mejorará estos ratios, respectivamente cerca de 1x y 18x, niveles que mostrarán una situación más adecuada.

Generación de Caja y Liquidez

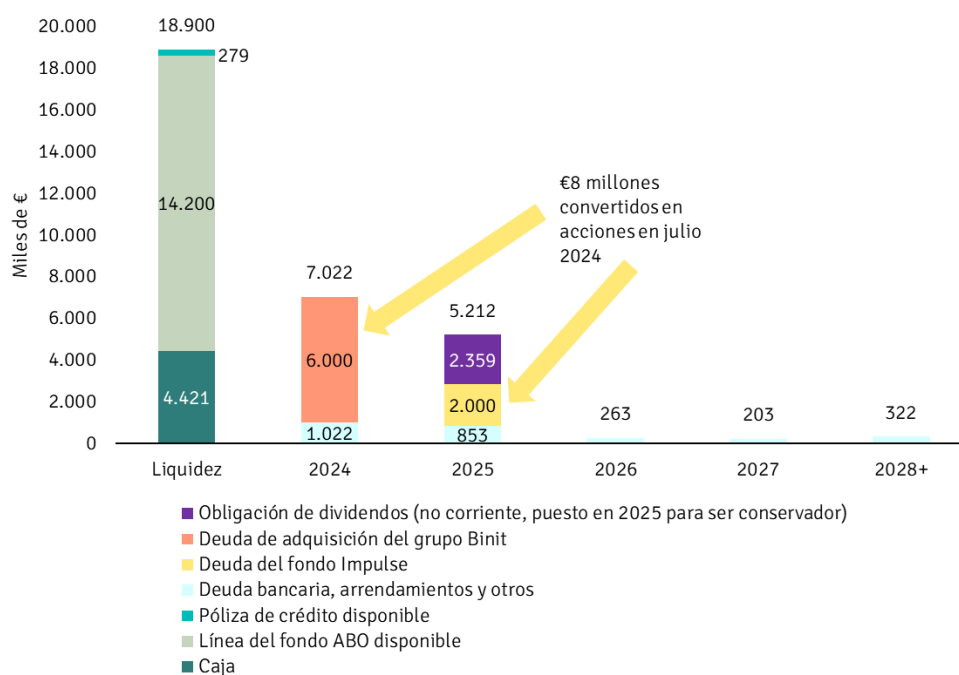
Cash flow. Miles de €				
	2021	2022	2023	23vs22
EBT	-1.889	-15.643	-8.209	47,5%
+/- ajustes de resultado	1.367	13.854	4.426	-68,1%
+/- otros flujos de explotación	-14	-155	-238	-53,5%
Funds From Operations	-536	-1.944	-4.021	-106,8%
+/- variación WK	-404	-682	380	155,7%
Cash Flow Operativo	-940	-2.626	-3.641	-38,7%
Cash Flow Inversión	-876	-937	-632	32,6%
Cash Flow Libre	-1.816	-3.563	-4.273	-19,9%
+/- variación patrimonio	2.026	2.845	4.500	58,2%
- Dividendos	0	0	0	n.a.
Cash Flow Final Generado Internamente	210	-718	227	131,6%
+/- variación de deuda	29	2.073	2.571	24,0%
+/- variación por tipo de cambio	0	0	0	n.a.
Variación de caja final	239	1.355	2.798	106,5%
Caja inicial	29	268	1.623	505,6%
Caja final	268	1.623	4.421	172,4%

El cash flow operativo es negativo por la fase de desarrollo en la que se encuentra Substrate.

Pese a las adquisiciones y a las ampliaciones sucesivas de capital, el cash flow de inversión y la variación de deuda se encuentran minorados por operaciones no dinerarias como la conversión de deuda en capital o la compra por cambio de acciones.

El cash flow libre estructuralmente negativo se compensa por ampliaciones de capital o contratación de instrumentos de deuda convertible. Así, el grupo tiene la liquidez necesaria para seguir operando e invertir.

Substrate - Vencimiento de la deuda financiera al 31/12/2023



Substrate se beneficia de un excelente acceso a la liquidez y no se enfrenta a vencimiento importante de deuda.

La liquidez se caracteriza por i) un nivel elevado de caja representando la mitad de la facturación 2023; ii) una pequeña

póliza de crédito de €300k€ (€21k utilizado) hasta septiembre 2024 y iii) una línea de bonos convertibles hasta mayo 2025 con el fondo ABO.

Dado un nivel de liquidez alto y a pesar del perfil de refinanciamiento débil (ratio de apalancamiento y cobertura todavía significativa limitados por el negativo EBITDA) en EthiFinance Ratings no consideramos que el grupo tenga problemas de liquidez en el corto plazo.

Proyecciones Financieras

Principales magnitudes. Miles de €				
	2023	2024E ⁽¹⁾	2025E ⁽¹⁾	2026E ⁽¹⁾
Facturación	8.609	18.072	25.823	48.883
EBITDA ⁽²⁾	-3.700	3.898	7.130	13.302
Margen EBITDA	-43,0%	21,6%	27,6%	27,2%
EBIT	-7.475	3.441	5.495	10.804
Margen EBIT	-86,8%	19,0%	21,3%	22,1%
EBT	-8.209	3.227	5.287	10.591
Total Activo	44.460	55.761	69.354	78.736
Patrimonio Neto	23.860	40.086	58.873	65.453
Deuda Financiera Total ⁽³⁾	13.022	9.000	3.147	3.992
Deuda Financiera Neta ⁽³⁾	8.601	3.637	-596	2.865
PN/DFT	183,2%	445,4%	1870,8%	1639,6%
DFN/EBITDA	-2,3x	0,9x	-0,1x	0,2x
Funds From Operations ⁽²⁾	-4.021	3.683	6.922	10.440
FFO/DFN	-46,8%	101,3%	-1161,6%	364,4%
EBITDA/Intereses	-4,6x	18,2x	34,2x	62,1x

⁽¹⁾ Proyecciones elaboradas por la compañía y ajustadas por EthiFinance Ratings.

⁽²⁾ Calculado por EthiFinance Ratings.

⁽³⁾ €8m de deuda 2023 se convirtieron en acciones en julio 2024.

El plan de negocio remitido por Substrate incluye crecimiento orgánico. En este sentido, se contempla un fuerte crecimiento de la facturación para 2024-2026, una mejora del EBITDA, una fuerte política de inversión (adquisiciones) que se acompaña de financiación por capital y pagarés.

Para 2024, se prevé más del doble de la facturación, un EBITDA de €3,9m y un resultado neto positivo. La facturación y el EBITDA del 1S24 confirman esta tendencia. El incremento de la facturación se explica por i) un año entero de facturación de las empresas adquiridas en 2023 (principalmente la división de RR.HH.), ii) la comercialización de herramientas de IA en la división de Salud para atraer y mantener clientes; y iii) el lanzamiento de producto en la división de Inteligencia Artificial (Serenity Star) que permitirá generar ingresos adicionales.

El EBITDA de €3,9m se prevé alcanzar por i) mayor facturación que permite absorber los costes fijos y también ii) ingresos de R&D tras AEI de €1m, estos ingresos vayan generando un flujo de caja positivo en 2025 y iii) €3m de capitalización de gastos de I+D.

A nivel del flujo de caja, consideramos:

- €3,7m de variación negativa de capital de trabajo. Dado las adquisiciones realizadas en 2023, el monto del capital de trabajo a final del año de 129 días no era representativo. Hemos considerado el nivel de 2022 de 56 días que enera una variación positiva de €0.3m de la cual hemos deducido €4m de flujo de caja por los €3m de gastos de I+D capitalizados; y €1mde ingresos de R&D con los AIE cuyo flujo de caja se materializará en 2025.
- €8m de inversión divididos entre adquisiciones e inversiones orgánicas.
- €3,5m de ampliaciones de capital ya realizadas en julio 2024 (€2,5m de ampliación en acciones y €1m con la línea de bono convertible del fondo ABO). Consideramos estos bonos como patrimonio dado su conversión obligatoria dentro de un año.
- €3m por la salida a bolsa de Cuarta Médica (división de Salud) en Francia por la cual Substrate AI quedará con una participación mayoritaria.
- €5m de pagarés para financiar el capital circulante.
- €1m de amortización de préstamos, arrendamientos y otros pasivos financieros según el calendario de vencimiento de deuda para tener una visión conservadora.
- €1,5m de distribución de dividendos. En EthiFinance Ratings, hemos considerado el escenario más conservador de que la totalidad de los dividendos se pagarían en dinero, y no en acciones.

Al final, se convirtió €8m de deuda en patrimonio en julio 2024, lo que explica la mejor estructura del balance.

Para 2025, se prevé incremento de la facturación y del EBITDA impulsado principalmente por las divisiones de

Inteligencia Artificial, Salud y RR.HH. A nivel del cash flow:

- €0,2m de variación negativa de capital de trabajo (56 días) compensado por el flujo del ingreso de R&D (€1m registrado en 2024 en el cuadro de P&G, flujo por recibir en 2025).
- €16m de inversiones orgánicas e inorgánicas.
- €15m de ampliación de capital por la salida a bolsa de Subgen AI (división de IA).
- €0,9m de amortización de préstamos, arrendamientos y otros pasivos financieros según el calendario de vencimiento de deuda para tener una visión conservadora.
- €5m de amortización de los pagarés.
- €1,5m de dividendos, monto que hemos estimado en EthiFinance Ratings.

No se prevé la utilización de la línea de bonos convertibles en las proyecciones de la compañía, así que en caso de que la salida a bolsa de Subgen AI se retrase, Substrate podrá i) amortizar pagarés con colocación de bonos convertibles o tesorería existente o ii) refinanciarlos.

El año 2026 se prevé seguir con esta tendencia de crecimiento, con inversiones previstas de €9m, una potencial deuda adicional de €1m para mantener el nivel de tesorería arriba de €1m y sin otra salida a bolsa por el momento.

Perfil de emisión

Substrate Artificial Intelligence S.A. tiene como objetivo registrar un programa de pagarés de hasta €10m a un plazo de hasta 2 años con garantías de acciones de filiales en el MARF.

Estructura legal y características del programa

Principales términos y condiciones previstos

Emisor	Substrate Artificial Intelligence SA
Instrumento	Pagarés
Montante	Hasta €10.000.000
Plazo	Hasta 2 años
Garantía	Pignoración de acciones de las distintas compañías: - Fleebe AI (nuevo nombre de Yaro, subgrupo IFIT) - 90% de las acciones post IPO - división de RR.HH. - Cuarta Dimensión - 62% de las acciones post IPO - división de Salud
Covenants	Para las filiales cuyas acciones son pignoradas: - No cesión de activos ("negative pledge") - Separación patrimonial ("ring-fence structure")

Las garantías se caracterizan por la pignoración de acciones de dos holdings que constituyen las divisiones de RR.HH. y Salud. Dado la cláusula de no cesión de activos, se pignora indirectamente las filiales y así toda la división. La pignoración se hará sobre las acciones existentes y la salida a bolsa se prevé hacer con emisión de nuevas acciones, así que no habría pignoración de acciones previstas por salir a bolsa.

Para la división de RR.HH., se prevé pignorar un 100% de las acciones. Con una salida a bolsa con colocación de un 10% de nuevas acciones, representaría tras esta salida un 90%.

Para la división de Salud, tras la conversión de préstamos intragrupo de Substrate AI en capital en 2024, una compensación de crédito y la salida a bolsa, se prevé que las acciones pignoradas representen un 62% post IPO.

Cabe destacar que una revisión de la valoración de las garantías otorgadas anual será necesaria para asegurar que la operación está cubierta con al menos 150% del valor programa de pagarés de forma previa al escenario de estrés realizado por EthiFinance Ratings. En el caso de que hubiera deterioros de valor por debajo de ese umbral, se deberá de estudiar la aportación de garantías complementarias con valor suficiente para recuperar siempre ese umbral mínimo de cobertura del 150%. En este sentido, la compañía indicó que podría aportar acciones de Subgen AI en caso de que sea necesario.

Análisis de recuperación

Fijación del valor de las acciones pignoradas y de la tasa de cobertura por un tercero

Nuestro análisis de recuperación consiste primero en calcular el valor de las acciones pignoradas.

En este sentido, hemos contado con un informe privado de valoración de Cuarta Dimensión y de Fleebe AI. Esta valoración se hizo por un tercero independiente con la metodología del DCF ("Discounted Cash Flow" o Flujo de Caja Actualizado) en base a las proyecciones proporcionadas por Substrate AI.

Cálculo del valor de las filiales. Miles de €

Compañía (División)	EBITDA 1S24	Valor de la compañía establecida por un tercero por el 100% de las acciones	Acciones pignoradas para el programa de pagarés	Valor de las acciones pignoradas establecida por un tercero
Cuarta Dimensión (Salud)	1.370	20.076	62%	12.447
Fleebe AI (RR.HH.)	398	18.174	90%	16.357
Total				28.804
Tasa de cobertura para el programa de pagarés de 10.000				288%

A pesar de que la compañía puede colocar menos de €10m de pagarés, dado que el programa es de una cuantía máxima de €10m, hemos utilizado este valor como el valor a recuperar.

La valoración de un tercero independiente muestra que el valor de las acciones pignoradas representa un 288% del valor del programa de pagarés lo que significa que la tasa de cobertura cumple el umbral del 150%.

Cálculo de la tasa de recobro en un escenario de default

Este cálculo se hace en tres etapas y permite determinar el valor final del instrumento en comparación del rating corporativo.

1/Calculamos el valor de las compañías en un escenario de default.

El valor de las compañías determinado por el tercero no se llevó a cabo bajo un escenario de estrés. En EthiFinance Ratings, hemos aplicado un descuento de un 70% para estresar este valor y simular un escenario de default en base a:

- Un hipotético caso de que las filiales no cumplen sus proyecciones, lo que afecte a la valoración de estas.
- En un escenario de estrés que derive en que Substrate AI tenga que aceptar un precio menor de venta de sus participaciones por disponer rápidamente de liquidez para el repago de los pagarés.
- Que la garantía consiste en pignoraciones de filiales cuyos activos son principalmente intangibles.
- Que estas compañías no presentan una extensa trayectoria.

2/ Retiramos el valor de las deudas prioritarias.

Consideramos que la deuda financiera a nivel de las filiales tiene un mejor orden de prelación que la deuda garantizada de Substrate AI.

Las dos divisiones están libres de deuda bancaria al 31/12/2023 (<€120k). No obstante, a cierre de 2023, Diagximag (filial de Cuarta Dimensión) tiene €2m de deuda intragrupo con Substrate AI. La compañía nos confirmó que estos préstamos intragrupo se cancelaron por compensación de créditos y/o conversión en patrimonio en 2024. Asimismo, la política financiera para estas filiales consiste en mantenerlas libres de deuda.

De este modo, nuestro análisis de recuperabilidad se base en un escenario en el que las filiales quedan libres de deudas.

3/ Aplicamos % de pignoración de las acciones al monto restante.

Una vez calculado el valor de las compañías en un escenario de estrés y haber aplicado el orden de prelación de deuda, aplicamos el porcentaje de acciones pignoradas para cada compañía (ie 62% y 90%) al monto final.

Cálculo de la tasa de recobro en caso de default

Compañía (división)	Cuarta Dimensión (Salud)	Fleebe AI (RR.HH.)
1/Valor de las compañías en un escenario de default para el 100% de las acciones	6.023	5.452
2/Deuda prioritaria	113	0
Valor disponible para el 100% de las acciones	5.910	5.452
Acciones pignoradas	62%	90%
3/Valor disponible para el recobro del programa de pagarés	3.664	4.907
Valor total disponible para el recobro del programa de pagarés	8.571	
Montante del programa de pagarés	10.000	
Tasa de recobro en %	86%	

Al final, consideramos que la estructura del programa de pagarés permitiría recuperar el 86% de los pagarés en un escenario de default, siendo esta tasa de recobro valorada como “superior”. Como resultado, se mejoran dos escalones sobre el rating corporativo (B+) para el instrumento. **Así, en EthiFinance Ratings asignamos una calificación de BB para el programa de pagarés previsto.**

Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
 - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
 - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via www.ethifinance.com shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are consider to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bare any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or

reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid