



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Stable



INSTRUMENT RATING
Senior Secured 10 M €

Initiation date 14/01/2025
Rating Date 22/07/2025

Contacts

Lead analyst

Claudia Berrios
claudia.berrios@ethifinance.com

Committee chair

Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings sube la calificación de Substrate Artificial Intelligence S.A., pasando de "B+" a "BB-", manteniendo la tendencia Estable. Además, EthiFinance Ratings sube la calificación al programa de pagarés garantizado, pasando de "BB" a "BB+".
- La actividad principal del grupo consiste en la creación y desarrollo de sistemas de inteligencia artificial de última generación así como la inversión en empresas de diferentes sectores.
- La subida de rating se fundamenta en la evolución positiva del grupo durante el 2024, alcanzando el primer año con niveles de rentabilidad positivos vs pérdidas en los anteriores ejercicios. Lo que ha permitido reducir el impacto de los años previos en el rating final.
- El rating se apoya en las características propias del sector (altos márgenes de rentabilidad con cierta predictibilidad y buenas perspectivas de crecimiento) junto a un excelente nivel de capitalización (PN/DFT por encima de 200%).
- Por otro lado, la calificación se ve limitada por el tamaño actual del grupo en un contexto de elevada competitividad y ventajas competitivas aún en proceso de consolidación. El carácter de startup y su reflejo en los ratios históricos de la compañía, lastran nuestra visión de los ratios de cobertura y apalancamiento.
- Se ha aplicado la escala de 'high volatility' para el negocio de 'Software & Services' con el fin de reflejar las fluctuaciones propias de un negocio altamente disruptivo, con tecnologías aún en fase de adopción inicial, donde los ciclos de producto son generalmente cortos y la competencia es intensa.
- En línea con nuestra metodología, la industria de tecnología de la información tiene un riesgo ESG medio (puntuación en el sector heatmap entre 3,0 y 3,5). Esto resulta en un impacto neutro en la calificación del sector debido a consideraciones de ESG relacionadas con la industria. En cuanto al análisis de ESG de la empresa, cabe destacar que las políticas del grupo se consideran adecuadas (puntuación ESG entre 1,5 y 3,5), teniendo esto un efecto neutro en la calificación.
- El rating del programa de pagarés mejora en dos escalones respecto al rating corporativo en base a su carácter secured y el correspondiente análisis de recuperabilidad. Las garantías están representadas por prenda sobre las acciones de Fleebe AI Ltd (íntegramente participada al 100%) y Cuarta Dimensión Médica, S.L (participada al 65,27% del capital social), **empresas no cotizadas** cuya última valoración se realizó en septiembre del 2024. Se destaca la estructura de la financiación con cláusulas de '**negative pledge**', por lo que las garantías suscritas no podrán ser usadas ante otros tipos de endeudamiento.

Descripción de la Compañía

Substrate AI es una empresa española que se dedica a la creación y desarrollo de sistemas de inteligencia artificial y su aplicación en distintos sectores para terceros y propios, así como a la compra de pequeñas compañías con el objetivo de impulsarlas con la digitalización y la integración de la inteligencia artificial.

Substrate AI opera bajo un modelo con varias líneas de negocio, organizadas por segmentos y filiales específicas:

1. Enterprise AI (Subgen AI / Serenity Star)

- Serenity Star es el producto central, es una suite de soluciones IA para empresas. Incluye los productos Serenity AI Chat (chat empresarial seguro), Serenity Compliance (cumplimiento normativo).
- Capacidad para generar y gestionar múltiples agentes sobre más de 100 LLMs.
- Aplicación transversal en industrias reguladas, asegurando privacidad, trazabilidad y cumplimiento.

1. Smart Clinics y Salud (4D Médica, DIAGXIMAG)

- Comercialización de hardware de diagnóstico por imagen (Rx, resonancias) y software médico con módulos IA para gestión clínica, diagnóstico y compliance.
- Aplicación en hospitales humanos y veterinarios (smart hospitals & smart vet clinics).

3. Recursos Humanos (Fleebe AI, Grupo IFIT)

- Software y servicios para la gestión del talento, selección y control horario.
- IA aplicada a procesos de RRHH para grandes clientes en Europa, Latam y EE. UU.

4. Infraestructura (Sovereign AI Factories / Substrate Cloud)

- Desarrollo de centros de computación (ej. Talavera de la Reina, 5+5 MW).
- Servicio GPU-as-a-Service para IA soberana, alineado con estrategias de autonomía tecnológica de la UE.

5. Otras inversiones transformadas con IA

- Startups en diversos sectores con el objetivo de transformarlas a través de la integración de inteligencia

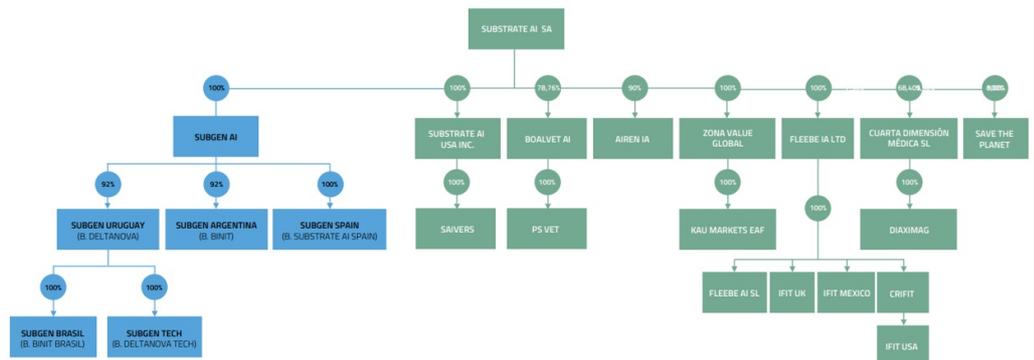
artificial.

El ámbito geográfico operativo del Grupo Substrate AI es fundamentalmente España, Reino Unido, Estados Unidos y varios países de Latinoamérica.

Grupo Substrate AI cotiza en el BME Growth y OTC Market. La cotización bursátil al 16/07/2025 se situó en €15,7m (vs €10,9m en 2024).

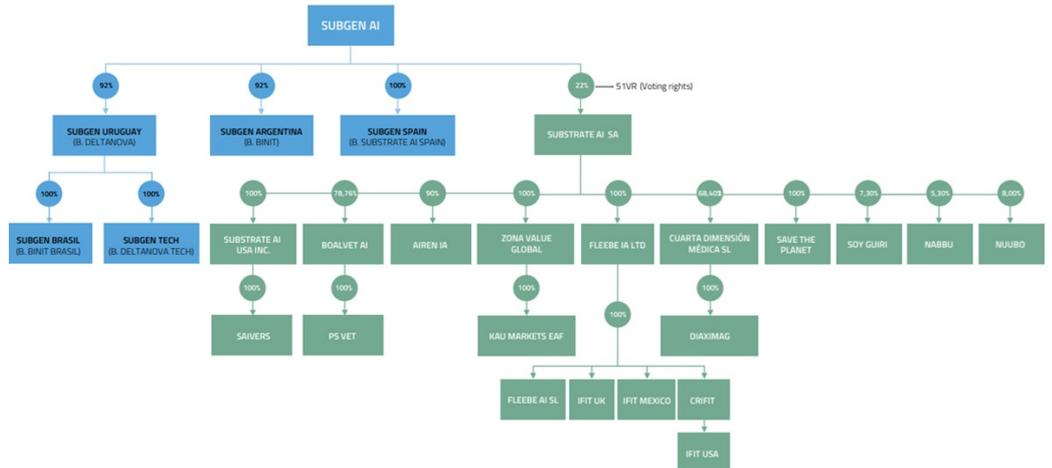
Estructura empresarial

Estructura empresarial en el 2023



Estructura empresarial en 2024

Con fecha 3 de diciembre de 2024 Subgen AI Ltd adquiere un 26,78% de las acciones de la Substrate Artificial Intelligence, S.A. Todo esto resulta en la reorganización del grupo pasando Subgen AI Ltd a ser la Sociedad dominante del mismo grupo con el control del 52,29% de Substrate Artificial Intelligence, S.A. y una participación efectiva del 26,78%.



Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Elevados márgenes de rentabilidad con cierta predictibilidad, reducidas barreras de entrada y buenas perspectivas de crecimiento.

Substrate AI está clasificada en el sector tecnologías de la información, especialmente en el subsector de software y servicios con el desarrollo y comercialización de soluciones de inteligencia artificial aplicadas a diversos sectores como salud, energía, fintech, recursos humanos, etc. Los márgenes de rentabilidad del sector se consideran elevados (EBIT mg entre 13% y 18%) aunque varían según el modelo de negocio y el grado de madurez de la empresa. La

recurrencia y predictibilidad de los ingresos: los modelos de negocios basados en SaaS – Software as a Service y AlaaS – Artificial Intelligence as a Service” funcionan bajo suscripciones mensuales o anuales por lo que los ingresos son bastante estables en el tiempo.

Las barreras de entrada en el sector de inteligencia artificial se consideran bajas dado que las herramientas de IA y la infraestructura en la nube son ampliamente accesibles y muchas veces de código abierto, lo que permite que nuevos competidores entren al mercado sin necesidad de grandes inversiones. Además, si la empresa no cuenta con tecnología propia, patentes ni ventajas competitivas sólidas, su modelo de negocio puede ser fácilmente replicado por otros actores, lo que reduce aún más las barreras de entrada. Sin embargo, aquellos competidores en busca de diferenciarse y alcanzar mejores márgenes de rentabilidad, generalmente deben realizar importantes inversiones en infraestructura tecnológica robusta y cumplir con estrictas regulaciones de privacidad y seguridad.

El sector de las tecnologías de la Información, y especialmente el de la inteligencia artificial, presenta unas perspectivas de crecimiento muy sólidas a nivel global. La creciente demanda de automatización y optimización de operaciones empresariales, el avance de la IA generativa, la digitalización de las empresas y la expansión del software en la nube están impulsando su adopción en múltiples industrias como salud, finanzas, logística y educación. Aunque la industria enfrenta desafíos como la regulación, las exactitudes de las respuestas, ciberseguridad, la privacidad y la escasez de talento, se espera que este sector continúe expandiéndose rápidamente en la próxima década.

- **El sector tiene un impacto neutro por factores ESG.**

La industria de tecnología de la información tiene riesgos ESG medios según nuestra metodología (puntuación en el sector heatmap entre 3,0 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. 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

- **Empresa de pequeño tamaño en fase de crecimiento.**

Substrate es un grupo joven en fase de crecimiento 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. Las principales ventajas del grupo se centran en:

- Propiedad tecnológica diferenciadora con activos intangibles protegidos: Subgen AI ha desarrollado una suite de soluciones de inteligencia artificial generativa llamada Serenity Star, apoyada en más de 17 patentes registradas en EE.UU., lo que refuerza su posición frente a la competencia. Esta tecnología además de dar acceso a más de 100 LLMs, también incluye herramientas como Serenity Compliance, enfocada en cumplimiento normativo, lo cual refuerza su alineación con marcos regulatorios y a sectores sensibles como el legal y el financiero.
- Integración vertical mediante infraestructura propia (Sovereign AI): destaca el desarrollo de soluciones IA para empresas y entidades del sector público, junto con infraestructura de IA para atender a sus clientes. Incluye el desarrollo de centros de datos propios (como el proyecto de 50 MW en Talavera de la Reina), en colaboración con empresas como Lenovo, Dell, Nvidia y Acciona, y con el apoyo de las administraciones locales; así como la plataforma Substrate Cloud para ofrecer computación como servicio (GPUaaS). Esto posiciona a Subgen AI en una situación de independencia tecnológica frente a proveedores externos y responde a la demanda creciente de "soberanía tecnológica" por parte de administraciones públicas europeas. La participación activa en proyectos piloto con administraciones autonómicas, como el caso de Castilla-La Mancha, se espera pueda posicionar al grupo como referente para la digitalización del sector público, con potencial acceso a contratos recurrentes y mayor financiación institucional.
- Modelo híbrido de crecimiento: el grupo invierte y transforma compañías tradicionales mediante la incorporación de tecnologías de IA. Esta estrategia no solo diversifica el riesgo operativo, sino que amplifica la escalabilidad del modelo y consolida su posicionamiento como proveedor integral de soluciones AI en sectores como salud, RRHH y servicios financieros. Este enfoque permite a Substrate AI adaptar tecnologías a distintas industrias y validar sus soluciones de IA directamente en sus filiales antes de realizar inversiones significativas en desarrollo.

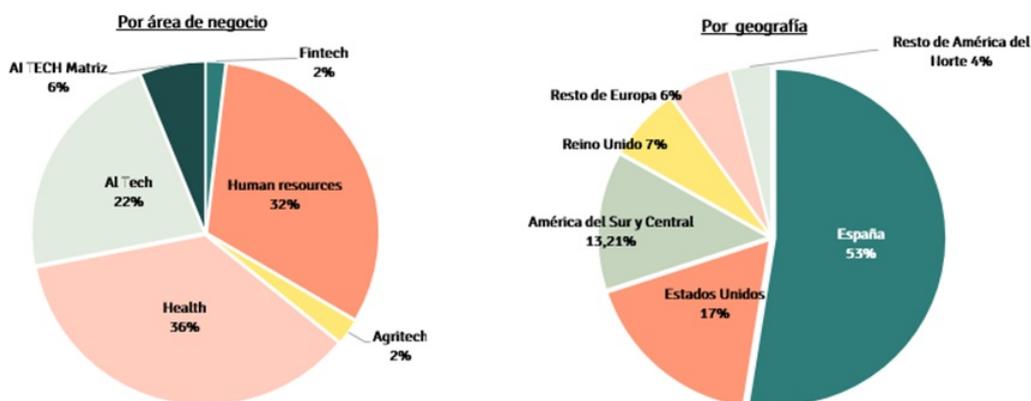
Aunque el grupo cuenta con ciertas ventajas competitivas, cabe señalar que, la juventud y tamaño actual de la empresa, junto con productos de IA de reciente creación y comercialización en un sector dinámico de alta competitividad, mantienen las incertidumbres sobre la evolución futura del grupo, el cual estará condicionado al acceso continuo a capital, la validación de producto en clientes grandes, y su capacidad de cerrar contratos relevantes

en el corto plazo.

- Modelo de negocio diversificado por áreas de negocio y geografías, aunque con cierta concentración a nivel de clientes.

Substrate AI está creciendo rápidamente invirtiendo en empresas o startups transformándolas con su tecnología de inteligencia artificial y sirviendo a clientes en diferentes sectores como la salud o los recursos humanos, siendo estos los más representativos, concentrando el 69% de los ingresos del 2024. Esta diversificación por sectores le permite al grupo adaptar tecnologías a distintas industrias rápidamente, mitigando riesgos específicos y generar sinergias operativas entre software propio, infraestructura tecnológica y servicios de aplicación sectorial.

Diversificación de la cifra de negocios FY24



A nivel geográfico, aunque España se consolida como el principal mercado del grupo, se destaca la generación del 48% de los ingresos en otras geografías: EEUU, América del Sur y Centras, Reino Unido, Resto de Europa. Sin embargo, la diversificación se ve penalizada por una concentración media a nivel de clientes, con el top 20 representando el 48,5% de los ingresos y el top 1 el 16,1%.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- Estructura accionarial con apertura a mercados de capital.

Al 31 de diciembre de 2024 el accionista mayoritario del Grupo Substrate AI es la sociedad Subgen AI, Ltd que al 31 de diciembre de 2023 era una sociedad dependiente del Grupo Substrate AI, ostentando el 20,07% de las acciones de clase A de Grupo Substrate AI. A continuación, se indican aquellos accionistas cuyo porcentaje de participación, directo y/o indirecto, en la Sociedad a 20 de junio de 2025 es igual o superior al 5%:

Clase A		Clase B	
Nombre	% (directo)	Nombre	% (directo e indirecto)
Subgen AI Ltd ¹	20,07%	Indico Investments and Managements, S.L.	18,13%
		JMSAN Agentes Financieros SL ²	12,17%
		Fernando Villar del Prado	10,63%
		Francesc Xavier Ramos	9,04%
		United General, LTD	9,37%
		Fco. Javier Muñoz Sanfeliu	10,40%
		Yaro Investment Holding, LTD	7,57%

¹Entidad participada al 19,93% por Substrate AI, al 8,07% por Yaro Investment Holding, Ltd (entidad participada al 100% por D. Yann Roche), al 5,66% por Jmsan Agentes Financieros Globales, S.L. (entidad participada al 50% por D. Lorenzo Serratosa Gallardo y al 50% por D. José Iván García Braulio). La participación de la entidad pasa a ser del 7,78% teniendo en cuenta las 18.758.919 acciones prestadas en garantía por Subgen AI Ltd a Atlas Capital Markets según OIR de 19/06/2025.² Entidad participada al 50% por D. Lorenzo Serratosa Gallardo, al 50% por D. José Iván García Braulio.

Grupo Substrate AI cotiza en el BME Growth y OTC Market. Todas las acciones están sujetas a cotización en el BME Growth (durante 2024 la dirección ha sacado las acciones del mercado Aquis de Londres). La incorporación al mercado le facilita el acceso a capital para financiar su plan de crecimiento.

- **Equipo directivo cuya política financiera queda marcada por un endeudamiento controlado en base a la capitalización continuada de deudas.**

Substrate AI 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 permite mantener niveles controlados de endeudamiento. Sin embargo, la expansión del grupo vía aportaciones de capital y conversión de deuda en patrimonio, en lugar de flujos operativos recurrentes o financiación estructurada, refleja un modelo de negocio dependiente de la confianza del mercado, con riesgo de dilución y menor visibilidad sobre sostenibilidad financiera si los mercados no acompañan.

La empresa planea sacar a bolsa algunas de las empresas que forman parte del grupo, como Subgen AI, Fleebe.ai y 4D Médica, antes de 2028, con el objetivo de potenciar su crecimiento y aumentar su valor de mercado. En este sentido, la compañía anunció a finales de mayo del 2025 que sacará a cotizar su filial de salud Cuarta Dimensión Médica SL (4D Médica) en el London Stock Exchange (LSE) británico. Está previsto que dicha salida a bolsa se realice en un plazo aproximado de tres meses. Por su parte, Subgen AI, sociedad participada en un 20% por Substrate AI, ha firmado una LOI (letter of interest) para salir a cotizar en Suecia, en el Nasdaq First North Growth Market.

- **Neutra política ESG a nivel compañía.**

Se destaca las estrategias del Grupo Substrate en materia de gobierno corporativo, con la presencia de un Consejo de Administración que cuenta con miembros independientes, así como la separación de funciones (CEO y Presidente). Sin embargo, la empresa tiene una nota inferior a nivel de políticas sociales y medio ambientales, donde la falta de reporting de las principales métricas en materia de ESG y de certificaciones externas (eg. ISO 14001, 9001 Y 45001) penalizan el score. La combinación de estos factores resulta en una puntuación media (entre 1,5 y 3,5), teniendo esto un efecto neutro en la calificación.

Perfil Financiero

El presente análisis se basa en las cifras a cierre 31 de diciembre 2024 de Subgen AI Ltd y sociedades dependientes. Cifras sin auditar.

La junta General de Accionistas de Substrate AI SA aprobó la distribución de una reserva por prima de emisión en especie mediante la entrega de acciones ordinarias de su filial Subgen AI Ltd o el pago en efectivo equivalente. Esta operación finalizó con la entrega de 115.276.486 acciones de Subgen AI, LTD representativas del 76,85% de su capital y €80,4k en efectivo. La reorganización del grupo incluyó la adquisición del 26,78% de las acciones de Substrate AI SA por parte de Subgen AI LTD por importe de €4,2m. Todo ello llevó a Subgen AI Ltd a ser la sociedad dominante, la cual realiza la consolidación global y por ende objeto del presente análisis financiero.

Ventas y Rentabilidad

- **El grupo dobla el volumen de facturación y registra márgenes de rentabilidad positivos en el 2024.**

Rentabilidad. Miles de €.				
	FY22	FY23	FY24	24vs23
Facturación	3.136	8.609	17.823	107,0%
Mg Bruto	84,5%	66,9%	76,7%	9,8pp
EBITDA	-1.986	-3.701	5.945	260,7%
Mg EBITDA	-63,3%	-43,0%	33,4%	76,3pp
EBIT	-15.390	-7.616	3.207	142,1%
Mg EBIT	-490,8%	-88,5%	18,0%	106,5pp
Gastos Financieros	156	806	837	3,8%
EBT	-15.643	-8.350	3.643	143,6%

La compañía ha doblado su volumen de facturación en los últimos dos años (+174,5% 23vs22 y +107% 24vs23) beneficiado en 2024 por la consolidación de 12 meses de las empresas adquiridas durante el 2023: Diagximag (mayo-2023), Grupo IFIT (julio-2023), Psvet Dairyquality (agosto-2023), y Binit y de Deltanova (Octubre-2023) junto con el lanzamiento de Serenity Star a principios de año.

En 2024, el grupo alcanzó un hito significativo al alcanzar márgenes de rentabilidad positivos. La compañía alcanzó un EBITDA de €5,9m (vs -€3,7m) en base al crecimiento de la cifra de negocios frente a una estructura de costes que se mantuvo más estable (gastos de personal de €5,9m en 2024 vs €4m en 2023 y gastos operativos de €9,9m en 2024 vs €10,7m en 2023).

El EBIT se situó en €3,2m vs -€7,6m el año previo. Cabe señalar que el grupo tuvo importantes deterioros de su fondo de comercio que incrementaron el saldo negativo del EBIT en el año previo. 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.

Durante el ejercicio 2024 algunas de las incertidumbres mencionadas anteriormente se han suavizado, por lo que no se registró ningún deterioro significativo.

El resultado financiero se situó en €0,2m. Este saldo incluye la ganancia por el resultado por enajenaciones de instrumentos financieros por un saldo de €0,9m como resultado de la operación de restructuración del grupo. Por su parte, los gastos financieros se mantuvieron relativamente estables, situándose en €0,8m (+3,8% interanual). La empresa incluye un ajuste de hiperinflación en la cuenta de resultado consolidado por +€0,3m (+€0,1m en 2023) derivado de la reexpresión de los estados financieros de la sociedad argentina Binit Srl a valores corrientes aplicando el índice general de precios correspondiente (NIC 29). Consecuentemente, el grupo logró alcanzar un EBT positivo, situándose en €3,6m vs -€8,4m en el año anterior.

Endeudamiento y Cobertura

- **Endeudamiento controlado y una buena cobertura de intereses a cierre 2024.**

En la composición de la deuda financiera del grupo destaca la presencia de otros pasivos financieros (86% s/DFT) el cual incluye principalmente: i) la deuda de la sociedad dominante por la adquisición del 26,78 % de las acciones de Substrate AI SA (por importe de €4,3m clasificados como otras deudas), ii) deudas por adquisiciones de compañías que serán saldadas principalmente vía ampliaciones de capital (€2,1m a cierre 2024) y por los tramos pendiente de convertir en capital relacionados con el fondo Alpha Blue Ocean (ABO) (€0,5m a cierre de diciembre-2024). El Grupo firmó en 2022 un contrato, de tres años de duración, de bonos obligatoriamente convertibles en acciones en un plazo de un año, de hasta €20m firmado con el fondo Alpha Blue Ocean (ABO) para el desarrollo de su plan de negocio; y iii) pasivo ligado a las acciones B emitidas durante 2023 por importe de €2,4m. El resto de la deuda financiera se refiere a deuda con entidades de crédito (€1m), principalmente asociado con préstamo recibido en 2024 para financiar la adquisición de equipos ecógrafos suministrados al Servicio de Salud del Principado de Asturias (saldo al 31 de diciembre del 2024 de €0,8m, siendo cancelado en febrero de 2025); y arrendamientos financieros por €0,7m.

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €.

	FY23	FY24
Deudas con entidades de crédito	658	1.033
Acreedores por arrendamiento financiero	572	668
Otros pasivos financieros	11.792	10.473
Deudas con características especiales ¹	2.359	2.359
Deuda de adquisición de empresas ²	6.000	2.600
Deuda Impulse	2.000	-
Otras deudas ²	1.433	5.513
DFN Reportada	13.022	12.174
Caja	4.515	1.489
DFN	8.507	10.685
EBITDA	-3.701	5.945
DFN/EBITDA	-2,3x	1,8x

El aumento de la deuda financiera neta ajustada en 2024 (+25,6 interanual) responde principalmente a la reducción de la posición de efectivo y equivalentes (ver apartado 'Análisis de Flujo de Caja'). A pesar de este incremento, se destaca positivamente el primer año de generación en términos de EBITDA, la cual ha permitido al grupo reportar un apalancamiento muy controlado (DFN/EBITDA ajustado de 1,8x en 2024).

El favorable nivel de EBITDA permitió reportar una elevada cobertura de interés, situándose en 7,1x (tipo de interés estimado en 6,6% en promedio).

Análisis de Flujo de Caja

- Buena generación de caja operativa derivado del alcance observado en el EBITDA.

Cash flow. Miles de €.			
	FY23	FY24	24vs23
FFO	-4.068	4.959	221,9%
+/- variación WK	381	-804	-311,3%
CF Operativo	-3.687	4.154	212,7%
CF Inversión	-492	-12.268	-2394,1%
Arrendamientos operativos	-548	-298	45,7%
CF Libre	-4.727	-8.411	-77,9%
+/- variación patrimonio	4.500	4.000	-11,1%
- Dividendos	-	-	-
CF Final Generado Internamente	-227	-4.411	-1839,9%
+/- variación deuda	3.119	1.385	-55,6%
Variación neta en caja	2.892	-3.026	-204,7%
Caja inicial	1.623	4.515	178,2%
Caja final	4.515	1.488	-67,0%

La capacidad de generación de EBITDA del grupo durante el 2024, permitió la generación de FFO positivo de €4,9m (vs -€4,1m en el 2023) y de CFO de €4,1m tras los movimientos de capital circulante. La empresa alcanzó un CFI de -€12,3m repartido principalmente entre i) altas en los proyectos de desarrollo realizados internamente por el grupo destacando principalmente el proyecto de diseño y desarrollo de un nuevo sistema de inteligencia artificial para el sector de la salud y ii) otros activos financieros referidos principalmente con inversiones en startups. Estas inversiones realizadas por la compañía han sido cubiertas vía ampliación de capital (+€4m), variación de deuda (+€1,4m) y la caja existente. Todo ello derivó en una reducción de caja de €3m, cerrando en €1,5m (-67% vs el año previo)

Capitalización

- Excelente niveles de capitalización apoyados en la dependencia significativa a la capitalización de deudas para financiar el crecimiento.

El total activo alcanzó la cifra de €52,8m, +16,6% interanual, mostrando un incremento significativo del activo no corriente (+27% interanual) principalmente asociado con el incremento del activo intangible (+22,8% interanual), explicado por los proyectos de desarrollo realizados internamente por el grupo (+€7,5m) destacando como proyecto principal el proyecto de diseño y desarrollo de un nuevo sistema de inteligencia artificial para el sector de la salud por importe (€7,1m). Por su parte, el activo corriente disminuyó un 21,4%, principalmente tras la reducción de la posición de efectivo y equivalentes. La empresa mantiene un elevado volumen de activo intangible (74% s/total activo) principalmente asociado con el fondo de comercio de las empresas adquiridas (€20,4m) y los activos intangibles (€18,7m) descritos anteriormente. El restante volumen de activos se encuentra distribuido en distintas partidas representando de forma individual menos del 10% sobre el total activo.

Durante el 2024, el grupo completó una serie de transacciones entre las que se destaca: i) ampliación de capital por €5m, ii) capitalización de deudas (+€7,1m, principalmente asociados con el saldo pendiente al 31 de diciembre 2023 del fondo ABO que ascendía a €6m, que han sido capitalizados durante el ejercicio 2024), y iii) reorganización del grupo (+€8,4m). Todo ello permitió situar el patrimonio en €30,1m, +26,6% por encima del año anterior. Consecuentemente, la empresa mantiene un excelente nivel de capitalización siendo reforzado durante el 2024 (PN/DFT de 247%). La relevancia del inmovilizado intangible supone un riesgo significativo ante potenciales deterioros que puedan afectar la situación patrimonial del grupo.

Liquidez

- Elevada liquidez junto a un perfil de refinanciación satisfactorio.

En base a cifras a cierre del 2024, la empresa reportaba un saldo de deuda financiera con vencimiento en el CP de €8,6m. Sin embargo, existen en el pasivo a corto plazo deudas por importe de €2,6 que se van a liquidar en acciones propias de la sociedad Substrate AI S.A, junto a la capitalización de otros €4,3m referentes a la deuda por adquisición del 26,78 % de las acciones de Substrate AI S.A, sin incidencia en la caja del grupo. Todo ello, junto con la posición de efectivo y equivalentes (€1,5m a cierre 2024), la generación estimada de CFO (€3,7m en 2025), mantendría al grupo con la liquidez suficiente para afrontar los compromisos financieros exigibles así como el CAPEX de mantenimiento.

Modificadores

Controversias

- Actualmente el grupo no presenta ninguna controversia.

Riesgo País

- No se ha determinado que exista un riesgo país relevante.

Proyecciones Financieras

Proyecciones realizadas por EthiFinance Ratings que tienen en cuenta las estimaciones de la propia empresa, así como las dinámicas de mercado. Se basan en las siguientes premisas:

1. Se estima el aumento de la cifra de negocios bajo la combinación de crecimiento orgánico e inorgánico. Se destaca el crecimiento de todas las líneas de negocio impulsados por Serenity Star, lo que se espera permita el crecimiento acelerado de los ingresos.
2. Se prevé una mayor estabilización de los márgenes de rentabilidad entre 2025-2026, con un margen EBITDA ajustado de 25% en 2025 y creciente hasta el 27,7% en 2026. Se destaca el avance alcanzado en los primeros cuatro meses del 2025, alcanzado el 25,5% del total estimado con un margen EBITDA de 25,5%.
3. El CAPEX de mantenimiento se sitúa en torno a un 5%-10% sobre las ventas.
4. A nivel de patrimonio, durante el ejercicio 2025 la empresa ha completado la emisión y conversión a capital de los tramos 15, 16, 17 y 18 con el fondo Alpha Blue Ocean (ABO). La finalización de este contrato de financiación ha tenido lugar en junio del 2025. Además, con fecha 9 de junio de 2025, Substrate AI ha alcanzado un acuerdo de inversión con Atlas Capital Markets, con la emisión de bonos convertibles por un importe máximo de €10m. La empresa estima la emisión y conversión de €3m a cierre 2025.
5. No se estiman dividendos para los próximos años.
6. En 2025, a nivel de deuda financiera, se estima la capitalización de deudas por importe cercano a €7m (incluye €4,3m referente a la deuda por adquisición del 26,78 % de las acciones de Substrate AI S.A). Además, se incluye una estimación de €0,4m referente a nueva financiación bancaria firmada en el primer trimestre del año, así como una estimación de los fondos vía el programa de pagarés por €0,8m. En 2026, se estima adquisición de fondos vía el programa de pagarés por €1,8m.

Se excluye de las proyecciones el crecimiento procedente de operaciones de data centers, dado su dificultad actual para estimarla.

En base a las premisas descritas, el Grupo Substrate mantendría un apalancamiento controlado, una elevada cobertura de intereses y una excelente capitalización.

Perfil de emisión

Principales términos y condiciones	
Emisor	Substrate Artificial Intelligence SA
Instrumento	Programa de Emisión de Pagarés Substrate AI 2024
Monto	Hasta €10m. Cada Pagaré tendrá un valor nominal de cien mil euros, por lo que el número máximo de pagarés vivos en cada momento no podrá exceder de cien (100).
Plazo	Hasta 2 años.
Garantía	<p>Pignoración de acciones de las distintas compañías:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Derecho real de prenda de primer rango sobre el 100% de las participaciones sociales que Substrate AI ostenta de la sociedad Fleebe AI Ltd, que actualmente representan la totalidad del capital social de dicha sociedad. Fleebe AI Ltd es una sociedad filial de Substrate AI, íntegramente participada por ésta - Derecho real de prenda de primer rango sobre el 100% de las participaciones sociales que Substrate AI ostenta de la sociedad Cuarta Dimensión Médica, S.L., que actualmente representan el 65,27% del capital social de dicha sociedad. Cuarta Dimensión Médica, S.L. es una sociedad filial de Substrate AI, participada en un 65,27% por ésta. <p>Para las filiales cuyas acciones son pignoradas están sujetas a cláusulas de 'negative pledge'.</p>
Interés	El interés nominal anual se fijará en cada emisión.

El análisis de recuperabilidad se fundamenta en estresar la valoración de las compañías realizada por un tercero independiente de reconocido prestigio en septiembre del 2024, 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.

El valor de las garantías pignoraticias deberá valorarse anualmente a efectos de mantener la cobertura del 150% respecto al programa de pagarés de forma previa a nuestro ejercicio de recobro (última valoración realizada a septiembre 2024).

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de €.					
	FY23	FY24	FY25e	FY26e	24vs23
Facturación	8.609	17.823	35.715	66.003	107,0%
EBITDA	-3.701	5.945	8.925	18.305	260,7%
Margen EBITDA	-43,0%	33,4%	25,0%	27,7%	76,3pp
EBIT	-7.616	3.207	6.303	15.353	142,1%
Margen EBIT	-88,5%	18,0%	17,6%	23,3%	106,5pp
EBT	-8.350	3.643	6.181	15.243	143,6%
Total Activo	45.259	52.757	70.121	85.737	16,6%
Patrimonio Neto	23.753	30.065	45.847	56.482	26,6%
Deuda Financiera Total	13.022	12.174	11.897	13.731	-6,5%
Deuda Financiera Neta	8.507	10.685	9.641	8.451	25,6%
PN/DFT	182,4%	247,0%	385,4%	411,3%	64,6pp
DFN/EBITDA	-2,3x	1,8x	1,1x	0,5x	4,1x
FFO	-4.068	4.959	6.505	13.586	221,9%
FFO/DFN	-47,8%	46,4%	67,5%	160,8%	94,2pp
EBITDA/Intereses	-4,6x	7,1x	11,2x	21,5x	11,7x

Credit Rating

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

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo - rating corporativo (↑)

Consolidación en resultados de las estrategias del grupo durante el 2025, con una mejora significativa de los ingresos y el mantenimiento de buenos márgenes de rentabilidad, bajo una estructura de endeudamiento reducido.

- Factores negativos en el largo plazo- rating corporativo (↓)

No cumplimiento de las proyecciones. Dificultad comercial para expandir el negocio en otros segmentos y clientes; cambio de la política financiera hacia una financiación más centrada en la deuda y consiguiente deterioro de los ratios de endeudamiento y capitalización. Dificultad de integración de empresas adquiridas. Exposición a brechas de seguridad y confidencialidad de la información.

- Factores positivos en el largo plazo - rating instrumento (↑)

La mejora del rating del programa de pagarés depende de la mejora del rating corporativo.

- Factores negativos en el largo plazo – rating instrumento (↓)

La bajada del rating del programa de pagarés se produciría de forma inmediata con el deterioro del rating corporativo, y/o si se produce el deterioro de las garantías del instrumento.

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