

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Software

Precio de Cierre: EUR 0,31 (18 jul 2023)

Fecha del informe: 19 jul 2023 (9:30h)

**Avance de resultados 6m 2023**

Análisis Independiente de Compañías

**Avance de resultados 6m 2023**

 Opinión <sup>(1)</sup>: En línea

 Impacto <sup>(1)</sup>: Mantenemos estimaciones

Enrique Andres Abad, CFA – enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

**Substrate AI (SAI)**, es una startup tecnológica española de inteligencia artificial basada en aprendizaje reforzado, con sede en Valencia. Desarrolla y comercializa sus propios productos y soluciones bajo un modelo SaaS. Cotiza en BME Growth desde mayo de 2022.

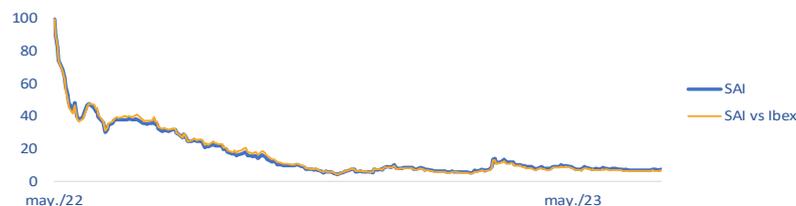
## Avance Rdos 1S23: en línea, pero con muy poca visibilidad

**AVANCE DE RESULTADOS 1S23, EN LÍNEA, PERO CON BAJA VISIBILIDAD.** SAI ha comunicado sus resultados 1S23 (en proceso de auditoría), limitando la información a ingresos totales (EUR 2,6Mn; +100% vs 1S22) y EBITDA (EUR -0,9Mn), sin desglosar más partidas del P&L ni balance. Y sin excluir los gastos capitalizados de los ingresos (partida que nosotros incluimos por debajo de EBITDA). Si asumimos un c.25% s/ventas de gastos capitalizados (en línea con el histórico) y cierta estacionalidad en los ingresos (1S22 representó c.39% de los ingresos totales) los resultados estarían en línea con nuestras estimaciones 12m23e. Aunque habrá que esperar hasta los Rdos auditados en octubre para confirmar las cifras. El crecimiento en ingresos se debe esencialmente a las áreas de agritech, salud y proyectos de I+D.

**... CON UN EBITDA (CON CAPITALIZACIONES) TODAVÍA POR DEBAJO DE BREAKEVEN (EUR -0,9Mn)**, que, en términos recurrentes, en base a nuestra estimación de gastos capitalizados y teniendo en cuenta que en el 2S22 los gastos de personal fueron significativamente superiores al 1S22, estaría en línea con nuestras estimaciones para 2023e (EUR -3,3Mn). Lo que hace visible: (i) unos gastos de estructura dimensionados para un nivel de ingresos muy superior y (ii) la lejanía del breakeven en EBITDA Rec. (que nosotros no esperamos antes de 2025e).

**FINANCIANDOSE POR MEDIO DE BONOS CONVERTIBLES.** En lo que va de año 2023 SAI ha comunicado la conversión de bonos por un importe efectivo de EUR c.3,7Mn (con la emisión de 13,7Mn de acciones de tipo A). Es decir, c.36% de las acciones se han emitido en los últimos meses. Lo que ha supuesto desde junio de 2022 una dilución de c.42% de los principales accionistas. Y dada su naturaleza de start-up y que no consideramos que la compañía sea capaz de generar caja en los próximos 3 años (sin capacidad de pagar el dividendo mínimo de las acciones tipo B\*\*), el riesgo de dilución por nuevas ampliaciones es muy elevado. DN 2023e de EUR 1,9Mn.

**PESO MINORITARIO DE LOS INGRESOS DE IA (C.20% S/VENTAS 2022) EMPUJA A SAI A COTIZAR CON DESCUENTO.** YTD la acción ha tenido un comportamiento casi plano (+8%) y nuestras estimaciones 2023e cotizarían a un múltiplo EV/Ventas de 2,6x (vs 3,2x de sus comparables europeos). El periodo 2023e-25e será decisivo para ver la capacidad de SAI de rentabilizar su estructura en el negocio de soluciones de IA. No estimamos EBITDA Rec. y FCF positivo en 2023e – 25e. Aunque operaciones de crecimiento no orgánico podrían revertir esa situación.

**Comportamiento relativo (base 100)**


| Comportamiento en bolsa (%)         | -1m  | -3m   | -12m  | YTD   | -3Y  | -5Y  |
|-------------------------------------|------|-------|-------|-------|------|------|
| Absoluto                            | -1,0 | -14,1 | -78,6 | 8,4   | n.a. | n.a. |
| vs Ibex 35                          | -0,5 | -14,4 | -82,0 | -5,7  | n.a. | n.a. |
| vs Ibex Small Cap Index             | -4,2 | -16,2 | -79,8 | -5,0  | n.a. | n.a. |
| vs Eurostoxx 50                     | -0,4 | -13,7 | -82,8 | -5,9  | n.a. | n.a. |
| vs Índice del sector <sup>(4)</sup> | -0,6 | -19,9 | -83,4 | -13,9 | n.a. | n.a. |

**Market Data\*\***

|                                  |                    |      |
|----------------------------------|--------------------|------|
| Market Cap (Mn EUR y USD)        | 10,7               | 12,1 |
| EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup> | 12,9               | 14,5 |
| Número de Acciones (Mn)          | 34,7               |      |
| -12m (Max/Med/Mín EUR)           | 1,54 / 0,48 / 0,17 |      |
| Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)     | 0,19               |      |
| Rotación <sup>(3)</sup>          | 461,8              |      |
| Factset / Bloomberg              | SAI-ES / SAI SM    |      |
| Cierre año fiscal                | 31-dic             |      |

**Estructura Accionarial (%)<sup>(7)</sup>**

|                                    |      |
|------------------------------------|------|
| D. Lorenzo Serratoso Gallardo      | 11,6 |
| D. José Iván García Braulio        | 10,7 |
| D. Francisco Javier Muñoz Sanfeliu | 6,5  |
| D. Fernando Villar del Prado       | 6,5  |
| Free Float                         | 59,0 |

**Datos Financieros**

| Básicos (EUR Mn)                   | 2022   | 2023e | 2024e | 2025e |
|------------------------------------|--------|-------|-------|-------|
| Nº Acc. ajustado (Mn)              | 22,0   | 35,4  | 39,2  | 39,2  |
| Total Ingresos                     | 3,2    | 5,0   | 6,6   | 8,6   |
| EBITDA Rec.                        | -3,4   | -3,3  | -2,8  | -2,0  |
| % Var.                             | -204,2 | 2,9   | 13,4  | 29,9  |
| % EBITDA Rec./Ing.                 | n.a.   | n.a.  | n.a.  | n.a.  |
| % Var EBITDA sector <sup>(4)</sup> | 15,9   | 8,8   | 22,1  | 15,6  |
| Beneficio neto                     | -16,0  | -3,7  | -3,8  | -3,7  |
| BPA (EUR)                          | -0,73  | -0,10 | -0,10 | -0,09 |
| % Var.                             | -222,2 | 85,7  | 5,9   | 4,0   |
| BPA ord. (EUR)                     | -0,75  | -0,10 | -0,10 | -0,09 |
| % Var.                             | -213,6 | 86,0  | 5,9   | 4,0   |
| Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup> | -4,1   | -4,5  | -3,7  | -3,2  |
| Pay-out (%)                        | 0,0    | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| DPA (EUR)                          | 0,00   | 0,00  | 0,00  | 0,00  |
| Deuda financiera neta              | 1,9    | 1,9   | 5,6   | 8,7   |
| DN / EBITDA Rec.(x)                | n.a.   | n.a.  | n.a.  | n.a.  |
| ROE (%)                            | n.a.   | n.a.  | n.a.  | n.a.  |
| ROCE (%) <sup>(5)</sup>            | n.a.   | n.a.  | n.a.  | n.a.  |

**Ratios y Múltiplos (x)<sup>(6)</sup>**

|                              |      |      |      |      |
|------------------------------|------|------|------|------|
| PER                          | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| PER Ordinario                | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| P/BV                         | 0,6  | 0,6  | 0,7  | 1,0  |
| Dividend Yield (%)           | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| EV/Ventas                    | 4,00 | 2,56 | 1,96 | 1,51 |
| EV/EBITDA Rec.               | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| EV/EBIT                      | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| FCF Yield (%) <sup>(5)</sup> | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado respecto a nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de los resultados, preveemos una revisión significativa (>5 -10%, dependiendo del sector) de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.

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

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

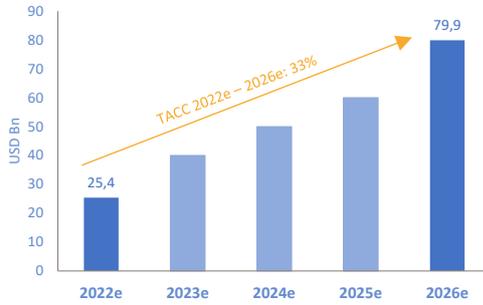
(7) Otros: Bren Worth 4,7%, Autocartera 1,1%

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

(\*\*) El market cap se calcula exclusivamente con las acciones clase A, por ser las únicas con derechos políticos. Ver página 6 para más detalles.

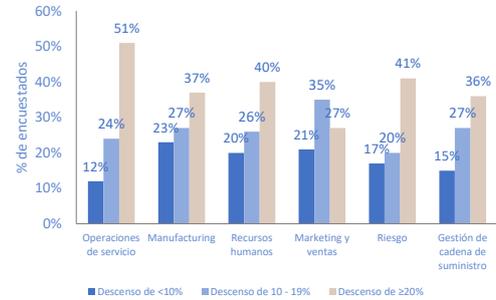
**La compañía en 8 gráficos**

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



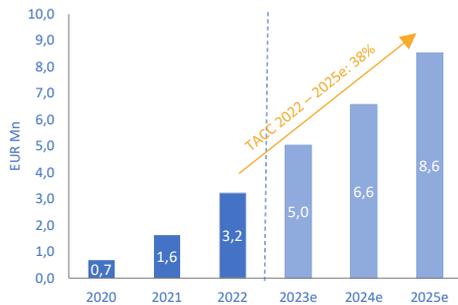
Fuente: IDC (International Data Corporation)

**... teniendo cada vez más un mayor impacto en la cuenta de resultados de las compañías a nivel EBIT**

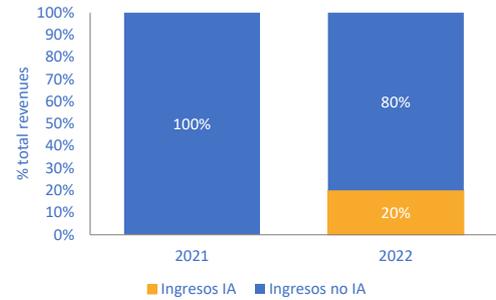


Fuente: McKinsey Technology Trends 2022

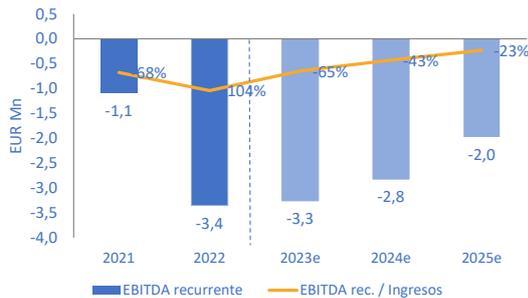
**Substrate (SAI): start-up de IA con capacidad de crecer a doble dígito alto en ingresos (38,0% TACC 2022 – 2025e).**



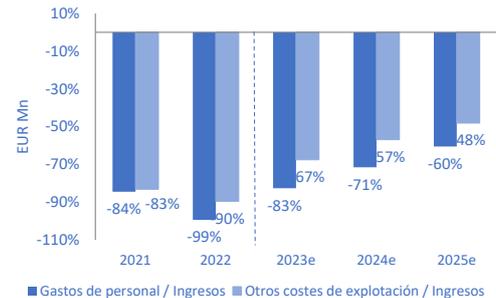
**... y con unas ventas en el 2022 derivadas de la inteligencia artificial de alrededor de c.20%**



**Aunque habrá que esperar para alcanzar break-even en EBITDA Rec., al menos, hasta después de 2025e**



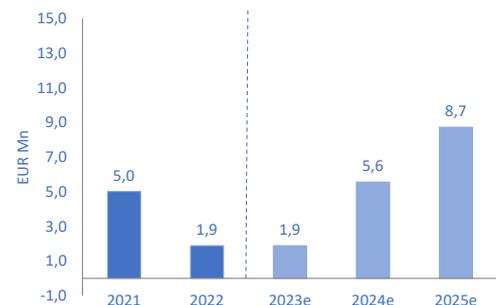
**... debido a unos gastos de estructura sobredimensionados para unos niveles de ingresos muy superiores**



**Que impedirán la generación de flujo de caja recurrente positivo para los próximos años (2023e – 2025e)**



**Y que situaría la Deuda Neta "Teórica" 2025e en EUR 8,7Mn. Aunque "cubierta" vía bonos convertibles**



**Inputs de valoración**
**Inputs de valoración por DCF**

|                                    | 2023e        | 2024e  | 2025e | Perpetuo <sup>(1)</sup> |                   |                      |  |
|------------------------------------|--------------|--|-------|-------------------------|-------------------|----------------------|--|
| Free Cash Flow "To the Firm"       | (4,2)        | (3,3)  | (2,6) | n.a.                    |                   |                      |  |
| Market Cap                         | 10,7         | A la fecha de este informe                             |       |                         |                   |                      |  |
| Deuda financiera neta              | 1,9          | Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)           |       |                         |                   |                      |  |
|                                    |              |  |       |                         | Inputs favorables | Inputs desfavorables |  |
| Coste de la deuda                  | 6,6%         | Coste de la deuda neta                                 |       |                         | 6,4%              | 6,9%                 |  |
| Tasa fiscal (T)                    | 20,0%        | T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo) |       |                         | =                 | =                    |  |
| <b>Coste de la deuda neta</b>      | <b>5,3%</b>  | <b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>                |       |                         | <b>5,1%</b>       | <b>5,5%</b>          |  |
| Risk free rate (rf)                | 3,4%         | Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)   |       |                         | =                 | =                    |  |
| Equity risk premium                | 6,0%         | R (estimación propia)                                  |       |                         | 5,5%              | 6,5%                 |  |
| Beta (B)                           | 1,5          | B (estimación propia)                                  |       |                         | 1,4               | 1,6                  |  |
| <b>Coste del Equity</b>            | <b>12,4%</b> | <b>Ke = Rf + (R * B)</b>                               |       |                         | <b>11,1%</b>      | <b>13,8%</b>         |  |
| Equity / (Equity + Deuda Neta)     | 85,1%        | E (tomando como valor del equity su Market Cap)        |       |                         | =                 | =                    |  |
| Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta) | 14,9%        | D  |       |                         | =                 | =                    |  |
| <b>WACC</b>                        | <b>11,3%</b> | <b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>                          |       |                         | <b>10,2%</b>      | <b>12,5%</b>         |  |
| <b>G "Razonable"</b>               | <b>3,0%</b>  |  |       |                         | <b>3,0%</b>       | <b>2,0%</b>          |  |

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

**Inputs de valoración por múltiplos**

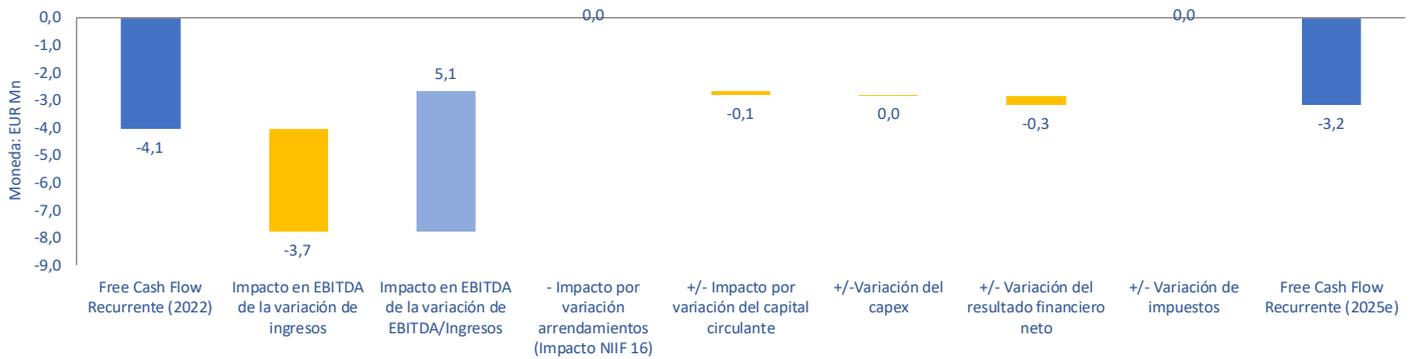
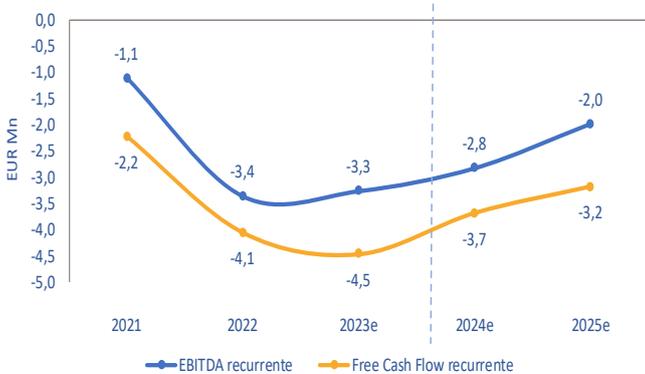
| Compañía              | Ticker   | Mkt. Cap | PER 23e     | BPA 23e-25e  | EV/EBITDA 23e | EBITDA 23e-25e | EV/Vtas. 23e | Ingresos 23e-25e | EBITDA/Vtas. 23e | FCF Yield 23e | FCF 23e-25e  |
|-----------------------|----------|----------|-------------|--------------|---------------|----------------|--------------|------------------|------------------|---------------|--------------|
| Sidetrade SA          | ALBFR-FR | 204,0    | 50,5        | 23,4%        | 40,5          | -0,4%          | 4,3          | 15,1%            | 10,5%            | 2,2%          | 39,0%        |
| Median Technologies   | ALMDT-FR | 96,7     | n.a.        | 19,1%        | n.a.          | 16,3%          | 3,5          | 46,4%            | n.a.             | n.a.          | 17,9%        |
| Linedata Services     | LIN-FR   | 298,6    | 14,8        | 15,9%        | 8,2           | 3,2%           | 2,3          | 2,6%             | 28,1%            | 8,3%          | 0,7%         |
| Lectra                | LSS-FR   | 1.061,9  | 25,1        | 23,0%        | 13,0          | 17,1%          | 2,2          | 8,3%             | 16,7%            | 5,7%          | 13,7%        |
| Artificial Solutions  | ASAI-SE  | 9,3      | n.a.        | 45,8%        | n.a.          | 48,0%          | 4,1          | 59,6%            | n.a.             | n.a.          | 42,7%        |
| <b>Europa</b>         |          |          | <b>30,1</b> | <b>25,5%</b> | <b>20,6</b>   | <b>16,9%</b>   | <b>3,3</b>   | <b>26,4%</b>     | <b>18,5%</b>     | <b>5,4%</b>   | <b>22,8%</b> |
| C3.ai                 | AI-US    | 3.986,4  | n.a.        | 79,0%        | n.a.          | 65,9%          | 12,1         | 27,4%            | n.a.             | n.a.          | 54,0%        |
| Palantir Technologies | PLTR-US  | 32.816,3 | 82,3        | 24,8%        | n.a.          | 29,3%          | 15,5         | 19,3%            | 24,4%            | 1,2%          | -10,1%       |
| <b>Estados Unidos</b> |          |          | <b>82,3</b> | <b>51,9%</b> | <b>n.a.</b>   | <b>47,6%</b>   | <b>13,8</b>  | <b>23,3%</b>     | <b>24,4%</b>     | <b>1,2%</b>   | <b>21,9%</b> |
| SAI                   | SAI-ES   | 10,7     | n.a.        | 5,0%         | n.a.          | 22,1%          | 2,6          | 30,3%            | n.a.             | n.a.          | 15,6%        |

## Anexo 1. Proyecciones financieras

| Balance (EUR Mn)                           | 2018 | 2019 | 2020 | 2021        | 2022        | 2023e       | 2024e       | 2025e       |       |        |
|--|------|------|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------|--------|
| Inmovilizado inmaterial                    |      |      |      | 1,3         | 2,4         | 3,8         | 4,7         | 5,2         |       |        |
| Inmovilizado material                      |      |      |      | 0,1         | 0,1         | 0,2         | 0,3         | 0,3         |       |        |
| Otros activos no corrientes                |      |      |      | 0,3         | 0,9         | 0,9         | 0,9         | 0,9         |       |        |
| Inmovilizado financiero                    |      |      |      | 1,4         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         |       |        |
| Fondo de comercio y otros intangibles      |      |      |      | 28,2        | 15,5        | 13,9        | 12,4        | 10,8        |       |        |
| Activo circulante                          |      |      |      | 0,6         | 1,6         | 2,5         | 3,0         | 3,7         |       |        |
| <b>Total activo</b>                        |      |      |      | <b>31,9</b> | <b>20,7</b> | <b>21,6</b> | <b>21,5</b> | <b>21,2</b> |       |        |
| Patrimonio neto                            |      |      |      | 26,7        | 17,5        | 18,3        | 14,4        | 10,8        |       |        |
| Minoritarios                               |      |      |      | (0,0)       | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         |       |        |
| Provisiones y otros pasivos a LP           |      |      |      | -           | 0,4         | 0,4         | 0,4         | 0,4         |       |        |
| Otros pasivos no corrientes                |      |      |      | -           | -           | -           | -           | -           |       |        |
| Deuda financiera neta                      |      |      |      | 5,0         | 1,9         | 1,9         | 5,6         | 8,7         |       |        |
| Pasivo circulante                          |      |      |      | 0,3         | 0,8         | 0,9         | 1,0         | 1,2         |       |        |
| <b>Total pasivo</b>                        |      |      |      | <b>31,9</b> | <b>20,7</b> | <b>21,6</b> | <b>21,5</b> | <b>21,2</b> |       |        |
| <b>TACC</b>                                |      |      |      |             |             |             |             |             |       |        |
| Cuenta de Resultados (EUR Mn)              | 2018 | 2019 | 2020 | 2021        | 2022        | 2023e       | 2024e       | 2025e       | 18-22 | 22-25e |
| <b>Total Ingresos</b>                      |      |      |      | 1,6         | 3,2         | 5,0         | 6,6         | 8,6         | n.a.  | 38,5%  |
| <i>Cto.Total Ingresos</i>                  |      |      |      | n.a.        | 98,0%       | 56,4%       | 30,6%       | 30,0%       |       |        |
| Coste de ventas                            |      |      |      | (0,0)       | (0,5)       | (0,7)       | (1,0)       | (1,2)       |       |        |
| <b>Margen Bruto</b>                        |      |      |      | 1,6         | 2,7         | 4,3         | 5,6         | 7,3         | n.a.  | 38,8%  |
| <i>Margen Bruto / Ingresos</i>             |      |      |      | 99,9%       | 84,9%       | 85,5%       | 85,5%       | 85,5%       |       |        |
| Gastos de personal                         |      |      |      | (1,4)       | (3,2)       | (4,2)       | (4,7)       | (5,2)       |       |        |
| Otros costes de explotación                |      |      |      | (1,4)       | (2,9)       | (3,4)       | (3,7)       | (4,1)       |       |        |
| <b>EBITDA recurrente</b>                   |      |      |      | (1,1)       | (3,4)       | (3,3)       | (2,8)       | (2,0)       | n.a.  | 16,2%  |
| <i>Cto.EBITDA recurrente</i>               |      |      |      | n.a.        | -204,2%     | 2,9%        | 13,4%       | 29,9%       |       |        |
| <i>EBITDA rec. / Ingresos</i>              |      |      |      | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.        |       |        |
| Gastos de reestructuración y otros no rec. |      |      |      | 0,0         | (0,1)       | -           | -           | -           |       |        |
| <b>EBITDA</b>                              |      |      |      | (1,1)       | (3,5)       | (3,3)       | (2,8)       | (2,0)       | n.a.  | 17,3%  |
| Depreciación y provisiones                 |      |      |      | (1,3)       | (2,6)       | (2,4)       | (2,9)       | (3,4)       |       |        |
| Gastos capitalizados                       |      |      |      | 0,4         | 1,5         | 2,3         | 2,3         | 2,3         |       |        |
| Arrendamientos (Impacto NIIF 16)           |      |      |      | -           | -           | -           | -           | -           |       |        |
| <b>EBIT</b>                                |      |      |      | (2,0)       | (4,6)       | (3,5)       | (3,5)       | (3,1)       | n.a.  | 12,4%  |
| <i>Cto.EBIT</i>                            |      |      |      | n.a.        | -131,9%     | 25,2%       | -0,8%       | 10,9%       |       |        |
| <i>EBIT / Ingresos</i>                     |      |      |      | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.        |       |        |
| Impacto fondo de comercio y otros          |      |      |      | -           | (11,6)      | -           | -           | -           |       |        |
| Resultado financiero neto                  |      |      |      | 0,1         | (0,2)       | (0,2)       | (0,4)       | (0,6)       |       |        |
| Resultados por puesta en equivalencia      |      |      |      | -           | -           | -           | -           | -           |       |        |
| <b>Beneficio ordinario</b>                 |      |      |      | (1,9)       | (16,5)      | (3,7)       | (3,8)       | (3,7)       | n.a.  | 39,3%  |
| <i>Cto.Beneficio ordinario</i>             |      |      |      | n.a.        | -773,5%     | 77,7%       | -4,0%       | 4,0%        |       |        |
| Extraordinarios                            |      |      |      | -           | -           | -           | -           | -           |       |        |
| <b>Beneficio antes de impuestos</b>        |      |      |      | (1,9)       | (16,5)      | (3,7)       | (3,8)       | (3,7)       | n.a.  | 39,3%  |
| Impuestos                                  |      |      |      | 0,1         | 0,6         | -           | -           | -           |       |        |
| <i>Tasa fiscal efectiva</i>                |      |      |      | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.        |       |        |
| Minoritarios                               |      |      |      | 0,0         | (0,0)       | -           | -           | -           |       |        |
| Actividades discontinuadas                 |      |      |      | -           | -           | -           | -           | -           |       |        |
| <b>Beneficio neto</b>                      |      |      |      | (1,8)       | (16,0)      | (3,7)       | (3,8)       | (3,7)       | n.a.  | 38,7%  |
| <i>Cto.Beneficio neto</i>                  |      |      |      | n.a.        | -797,3%     | 76,9%       | -4,0%       | 4,0%        |       |        |
| <b>Beneficio ordinario neto</b>            |      |      |      | (1,9)       | (16,4)      | (3,7)       | (3,8)       | (3,7)       | n.a.  | 39,2%  |
| <i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>       |      |      |      | n.a.        | -773,6%     | 77,5%       | -4,0%       | 4,0%        |       |        |
| <b>TACC</b>                                |      |      |      |             |             |             |             |             |       |        |
| Cash Flow (EUR Mn)                         | 2018 | 2019 | 2020 | 2021        | 2022        | 2023e       | 2024e       | 2025e       | 18-22 | 22-25e |
| <b>EBITDA recurrente</b>                   |      |      |      |             |             | (3,3)       | (2,8)       | (2,0)       | n.a.  | 16,2%  |
| Arrendamientos (Impacto NIIF 16)           |      |      |      |             |             | -           | -           | -           |       |        |
| Var.capital circulante                     |      |      |      |             |             | (0,8)       | (0,4)       | (0,5)       |       |        |
| <b>Cash Flow operativo recurrente</b>      |      |      |      |             |             | -4,1        | -3,2        | -2,5        | n.a.  | 12,6%  |
| CAPEX                                      |      |      |      |             |             | (0,2)       | (0,1)       | (0,1)       |       |        |
| Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow    |      |      |      |             |             | (0,2)       | (0,4)       | (0,6)       |       |        |
| Impuestos                                  |      |      |      |             |             | -           | -           | -           |       |        |
| <b>Free Cash Flow Recurrente</b>           |      |      |      |             |             | (4,5)       | (3,7)       | (3,2)       | n.a.  | 7,8%   |
| Gastos de reestructuración y otros no rec. |      |      |      |             |             | -           | -           | -           |       |        |
| - Adquisiciones / + Desinversiones         |      |      |      |             |             | -           | -           | -           |       |        |
| Extraordinarios con impacto en Cash Flow   |      |      |      |             |             | -           | -           | -           |       |        |
| <b>Free Cash Flow</b>                      |      |      |      |             |             | (4,5)       | (3,7)       | (3,2)       | n.a.  | 7,8%   |
| Ampliaciones de capital                    |      |      |      |             |             | 4,5         | -           | -           |       |        |
| Dividendos                                 |      |      |      |             |             | -           | -           | -           |       |        |
| <b>Variación de Deuda financiera neta</b>  |      |      |      |             |             | (0,0)       | 3,7         | 3,2         |       |        |

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

| A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)  | 2019 | 2020 | 2021  | 2022    | 2023e  | 2024e | 2025e | TACC  |        |
|--|------|------|-------|---------|--------|-------|-------|-------|--------|
|  |      |      |       |         |        |       |       | 19-22 | 22-25e |
| <b>EBITDA recurrente</b>   |      |      | (1,1) | (3,4)   | (3,3)  | (2,8) | (2,0) | n.a.  | 16,2%  |
| <i>Cto. EBITDA recurrente</i>  |      |      | n.a.  | -204,2% | 2,9%   | 13,4% | 29,9% |       |        |
| <i>EBITDA rec. / Ingresos</i>  |      |      | n.a.  | n.a.    | n.a.   | n.a.  | n.a.  |       |        |
| - Arrendamientos (Impacto NIIF 16)   |      |      | -     | -       | -      | -     | -     |       |        |
| +/- Var. Capital circulante  |      |      | (0,4) | (0,4)   | (0,8)  | (0,4) | (0,5) |       |        |
| <b>= Cash Flow operativo recurrente</b>  |      |      | (1,5) | (3,7)   | (4,1)  | (3,2) | (2,5) | n.a.  | 12,6%  |
| <i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>                                       |      |      | n.a.  | -153,6% | -9,1%  | 20,9% | 22,6% |       |        |
| <i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>                                 |      |      | n.a.  | n.a.    | n.a.   | n.a.  | n.a.  |       |        |
| - CAPEX  |      |      | (0,7) | (0,1)   | (0,2)  | (0,1) | (0,1) |       |        |
| - Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow                                  |      |      | (0,0) | (0,2)   | (0,2)  | (0,4) | (0,6) |       |        |
| - Impuestos  |      |      | -     | -       | -      | -     | -     |       |        |
| <b>= Free Cash Flow recurrente</b>   |      |      | (2,2) | (4,1)   | (4,5)  | (3,7) | (3,2) | n.a.  | 7,8%   |
| <i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>  |      |      | n.a.  | -82,1%  | -10,1% | 17,6% | 13,7% |       |        |
| <i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>                                      |      |      | n.a.  | n.a.    | n.a.   | n.a.  | n.a.  |       |        |
| - Gastos de reestructuración y otros   |      |      | -     | -       | -      | -     | -     |       |        |
| - Adquisiciones / + Desinversiones   |      |      | (0,1) | -       | -      | -     | -     |       |        |
| +/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow                                     |      |      | -     | -       | -      | -     | -     |       |        |
| <b>= Free Cash Flow</b>  |      |      | (2,4) | (4,1)   | (4,5)  | (3,7) | (3,2) | n.a.  | 7,8%   |
| <i>Cto. Free Cash Flow</i>   |      |      | n.a.  | -71,2%  | -10,1% | 17,6% | 13,7% |       |        |
| <i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>                             |      |      | n.a.  | n.a.    | n.a.   | n.a.  | n.a.  |       |        |
| <i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>  |      |      | n.a.  | n.a.    | n.a.   | n.a.  | n.a.  |       |        |
| <b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b> |      |      |       |         |        |       |       |       |        |
|  | 2019 | 2020 | 2021  | 2022    | 2023e  | 2024e | 2025e |       |        |
| <b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>  |      |      | -     | (2,2)   | (4,1)  | (4,5) | (3,7) |       |        |
| Impacto en EBITDA de la variación de ingresos                                    |      |      | n.a.  | (1,1)   | (1,9)  | (1,0) | (0,8) |       |        |
| Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos                             |      |      | n.a.  | (1,2)   | 2,0    | 1,4   | 1,7   |       |        |
| <b>= Variación EBITDA recurrente</b>   |      |      | n.a.  | (2,3)   | 0,1    | 0,4   | 0,8   |       |        |
| - Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)                         |      |      | -     | -       | -      | -     | -     |       |        |
| +/- Impacto por variación del capital circulante                                 |      |      | (0,4) | (0,0)   | (0,4)  | 0,4   | (0,1) |       |        |
| <b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>                            |      |      | (0,4) | (2,3)   | (0,3)  | 0,9   | 0,7   |       |        |
| +/- Variación del CAPEX  |      |      | (0,7) | 0,7     | (0,1)  | 0,1   | -     |       |        |
| +/- Variación del resultado financiero neto                                      |      |      | (0,0) | (0,2)   | 0,0    | (0,1) | (0,2) |       |        |
| +/- Variación de impuestos   |      |      | -     | -       | -      | -     | -     |       |        |
| <b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>                                 |      |      | (1,1) | (1,8)   | (0,4)  | 0,8   | 0,5   |       |        |
| <b>Free Cash Flow Recurrente</b>   |      |      | (1,1) | (4,1)   | (4,5)  | (3,7) | (3,2) |       |        |
| <b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>     |      |      |       |         |        |       |       |       |        |
|  | 2019 | 2020 | 2021  | 2022    | 2023e  | 2024e | 2025e |       |        |
| <b>EBIT</b>  |      |      | (2,0) | (4,6)   | (3,5)  | (3,5) | (3,1) | n.a.  | 12,4%  |
| <i>* Tasa fiscal teórica</i>   |      |      | 0,0%  | 0,0%    | 0,0%   | 0,0%  | 0,0%  |       |        |
| = Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)                           |      |      | -     | -       | -      | -     | -     |       |        |
| <b>EBITDA recurrente</b>   |      |      | (1,1) | (3,4)   | (3,3)  | (2,8) | (2,0) | n.a.  | 16,2%  |
| - Arrendamientos (Impacto NIIF 16)   |      |      | -     | -       | -      | -     | -     |       |        |
| +/- Var. Capital circulante  |      |      | (0,4) | (0,4)   | (0,8)  | (0,4) | (0,5) |       |        |
| <b>= Cash Flow operativo recurrente</b>  |      |      | (1,5) | (3,7)   | (4,1)  | (3,2) | (2,5) | n.a.  | 12,6%  |
| - CAPEX  |      |      | (0,7) | (0,1)   | (0,2)  | (0,1) | (0,1) |       |        |
| - Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)                           |      |      | -     | -       | -      | -     | -     |       |        |
| <b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>                                 |      |      | (2,2) | (3,8)   | (4,2)  | (3,3) | (2,6) | n.a.  | 12,1%  |
| <i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>                              |      |      | n.a.  | -72,6%  | -10,8% | 21,4% | 21,9% |       |        |
| <i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>                        |      |      | n.a.  | n.a.    | n.a.   | n.a.  | n.a.  |       |        |
| - Adquisiciones / + Desinversiones   |      |      | (0,1) | -       | -      | -     | -     |       |        |
| +/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow                                     |      |      | -     | -       | -      | -     | -     |       |        |
| <b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>  |      |      | (2,4) | (3,8)   | (4,2)  | (3,3) | (2,6) | n.a.  | 12,1%  |
| <i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>   |      |      | n.a.  | -62,2%  | -10,8% | 21,4% | 21,9% |       |        |
| <i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>                   |      |      | n.a.  | n.a.    | n.a.   | n.a.  | n.a.  |       |        |
| <i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>                                 |      |      | n.a.  | n.a.    | n.a.   | n.a.  | n.a.  |       |        |

**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)**

**Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente**

**Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)**

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

|                                    | EUR Mn      | Fuente         |
|------------------------------------|-------------|----------------|
| Market Cap                         | 10,7        |                |
| + Minoritarios                     | 0,1         | Rdos. 12m 2022 |
| + Provisiones y otros pasivos a LP | 0,4         | Rdos. 12m 2022 |
| + Deuda financiera neta            | 1,9         | Rdos. 12m 2022 |
| - Inmovilizado financiero          | 0,3         | Rdos. 12m 2022 |
| +/- Otros                          |             |                |
| <b>Enterprise Value (EV)</b>       | <b>12,9</b> |                |

- (1) Además de las acciones clase A, la compañía tiene acciones de clase B. Estas acciones tienen únicamente derechos económicos (derecho a recibir un dividendo preferente mínimo de EUR 0,01/acción sujeto a la existencia de beneficios distribuibles) pero no derechos políticos (no tienen derecho a voto). Dada la naturaleza de las acciones clase B (cuasi acciones preferentes) no las hemos incluido en el market cap de la compañía. No esperamos FCF positivo antes de 2025e. Para más detalle sobre las acciones clase B ver DAR (Documento de ampliación reducido) del 4/04/2023 en BME Growth.

## Anexo 4. Principales comparables 2023e

|                               |                         | Europa       |                     |                   |         |                      | Estados Unidos |           |                       |         |        |
|-------------------------------|-------------------------|--------------|---------------------|-------------------|---------|----------------------|----------------|-----------|-----------------------|---------|--------|
| EUR Mn                        |                         | Sidetrade SA | Median Technologies | Linedata Services | Lectra  | Artificial Solutions | Average        | C3.ai     | Palantir Technologies | Average | SAI    |
| Datos Mercado                 | Ticker (Factset)        | ALBFR-FR     | ALMDT-FR            | LIN-FR            | LSS-FR  | ASAI-SE              |                | AI-US     | PLTR-US               |         | SAI-ES |
|                               | País                    | France       | France              | France            | France  | Sweden               |                | USA       | USA                   |         | Spain  |
|                               | Market cap              | 204,0        | 96,7                | 298,6             | 1.061,9 | 9,3                  |                | 3.986,4   | 32.816,3              |         | 10,7   |
|                               | Enterprise value (EV)   | 183,8        | 88,3                | 402,8             | 1.093,2 | 22,9                 |                | 3.335,6   | 30.521,6              |         | 12,9   |
| Información financiera básica | Total Ingresos          | 43,0         | 25,5                | 174,2             | 500,8   | 5,6                  |                | 274,9     | 1.964,4               |         | 5,0    |
|                               | Cto.Total Ingresos      | 17,0%        | 7,6%                | 0,9%              | -4,0%   | 42,4%                | 12,8%          | 15,7%     | 15,8%                 | 15,7%   | 56,4%  |
|                               | 2y TACC (2023e - 2025e) | 15,1%        | 46,4%               | 2,6%              | 8,3%    | 59,6%                | 26,4%          | 27,4%     | 19,3%                 | 23,3%   | 30,3%  |
|                               | EBITDA                  | 4,5          | (21,0)              | 49,0              | 83,8    | (5,9)                |                | (46,5)    | 478,5                 |         | (3,3)  |
|                               | Cto. EBITDA             | 178,1%       | 6,9%                | -4,1%             | -8,2%   | 27,3%                | 40,0%          | 81,2%     | 646,4%                | 363,8%  | 6,8%   |
|                               | 2y TACC (2023e - 2025e) | -0,4%        | 16,3%               | 3,2%              | 17,1%   | 48,0%                | 16,9%          | 65,9%     | 29,3%                 | 47,6%   | 22,1%  |
|                               | EBITDA/Ingresos         | 10,5%        | n.a.                | 28,1%             | 16,7%   | n.a.                 | 18,5%          | n.a.      | 24,4%                 | 24,4%   | n.a.   |
|                               | EBIT                    | 4,3          | (21,8)              | 32,2              | 58,4    | (7,3)                |                | (56,4)    | 469,6                 |         | (3,5)  |
|                               | Cto. EBIT               | 428,0%       | 6,6%                | -8,4%             | -4,9%   | 11,5%                | 86,6%          | 78,2%     | 427,2%                | 252,7%  | 25,2%  |
|                               | 2y TACC (2023e - 2025e) | 27,2%        | 14,1%               | 9,0%              | 23,2%   | 78,3%                | 30,4%          | 58,0%     | 28,0%                 | 43,0%   | 5,2%   |
|                               | EBIT/Ingresos           | 9,9%         | n.a.                | 18,5%             | 11,7%   | n.a.                 | 13,3%          | n.a.      | 23,9%                 | 23,9%   | n.a.   |
|                               | Beneficio Neto          | 3,9          | (23,6)              | 22,1              | 40,2    | (5,8)                |                | (212,5)   | 414,6                 |         | (3,7)  |
|                               | Cto. Beneficio Neto     | 16,5%        | -16,8%              | -16,7%            | -9,3%   | 22,0%                | -0,8%          | 11,2%     | 224,6%                | 117,9%  | 76,9%  |
|                               | 2y TACC (2023e - 2025e) | 22,5%        | 12,2%               | 10,9%             | 25,8%   | 46,2%                | 23,5%          | 85,8%     | 28,2%                 | 57,0%   | 0,1%   |
|                               | CAPEX/Ventas            | 2,4%         | 3,5%                | 7,9%              | 1,8%    | 0,0%                 | 3,1%           | 8,7%      | 1,2%                  | 5,0%    | 3,0%   |
| Free Cash Flow                | 4,4                     | (22,3)       | 24,9                | 60,1              | (4,7)   |                      | (66,5)         | 394,6     |                       | (4,5)   |        |
| Deuda financiera Neta         | (12,2)                  | 12,1         | 71,1                | (30,8)            | 20,1    |                      | (607,3)        | (2.304,6) |                       | 1,9     |        |
| DN/EBITDA (x)                 | n.a.                    | n.a.         | 1,5                 | n.a.              | n.a.    | 1,5                  | n.a.           | n.a.      | n.a.                  | n.a.    |        |
| Pay-out                       | 0,0%                    | 0,0%         | 44,0%               | 46,3%             | 0,0%    | 18,1%                | 0,0%           | 0,0%      | 0,0%                  | 0,0%    |        |
| Múltiplos y Ratios            | P/E (x)                 | 50,5         | n.a.                | 14,8              | 25,1    | n.a.                 | 30,1           | n.a.      | 82,3                  | 82,3    | n.a.   |
|                               | P/BV (x)                | 6,5          | n.a.                | 2,8               | 2,3     | n.a.                 | 3,9            | 5,2       | 12,0                  | 8,6     | 0,6    |
|                               | EV/Ingresos (x)         | 4,3          | 3,5                 | 2,3               | 2,2     | 4,1                  | 3,3            | 12,1      | 15,5                  | 13,8    | 2,6    |
|                               | EV/EBITDA (x)           | 40,5         | n.a.                | 8,2               | 13,0    | n.a.                 | 20,6           | n.a.      | n.a.                  | n.a.    | n.a.   |
|                               | EV/EBIT (x)             | 43,1         | n.a.                | 12,5              | 18,7    | n.a.                 | 24,8           | n.a.      | n.a.                  | n.a.    | n.a.   |
|                               | ROE                     | 12,9         | n.a.                | 18,9              | 9,2     | n.a.                 | 13,7           | n.a.      | 14,6                  | 14,6    | n.a.   |
|                               | FCF Yield (%)           | 2,2          | n.a.                | 8,3               | 5,7     | n.a.                 | 5,4            | n.a.      | 1,2                   | 1,2     | n.a.   |
|                               | DPA                     | 0,00         | 0,00                | 1,58              | 0,49    | 0,00                 | 0,41           | 0,00      | 0,00                  | 0,00    | 0,00   |
|                               | Dvd Yield               | 0,0%         | 0,0%                | 2,6%              | 1,8%    | 0,0%                 | 0,9%           | 0,0%      | 0,0%                  | 0,0%    | 0,0%   |

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

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

## LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta

28006 Madrid

T: +34 915 904 226

<https://institutodeanalistas.com/lighthouse>

**Alfredo Echevarría Otegui**

Head of research

alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

**Luis Esteban Arribas, CESGA**

Equity research

luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

**Enrique Andrés Abad, CFA**

Equity research

enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

**Jesús López Gómez, CESGA**

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (<https://institutodeanalistas.com/lighthouse>) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

## INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

### LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

### DISCLAIMER

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

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

### Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### Histórico de notas e informes

| Fecha Informe | Recomendación | Precio (EUR) | P. Objetivo (EUR) | Plazo validez | Motivo informe                             | Analista            |
|---------------|---------------|--------------|-------------------|---------------|--|---------------------|
| 19-Jul-2023   | n.a.          | 0,310        | n.a.              | n.a.          | Avance de resultados 6m 2023               | Enrique Andres Abad |
| 12-Jun-2023   | n.a.          | 0,320        | n.a.              | n.a.          | Small & Micro Caps (España)                | David López Sánchez |
| 14-Abr-2023   | n.a.          | 0,397        | n.a.              | n.a.          | Resultados 12m 2022 - Bajamos estimaciones | Enrique Andres Abad |
| 03-Feb-2023   | n.a.          | 0,288        | n.a.              | n.a.          | Noticia importante                         | Enrique Andres Abad |
| 23-Ene-2023   | n.a.          | 0,340        | n.a.              | n.a.          | Avance de resultados 12m 2022              | Enrique Andres Abad |
| 22-Dic-2022   | n.a.          | 0,235        | n.a.              | n.a.          | Inicio de cobertura                        | Enrique Andres Abad |

