

Substrate AI

Oferta por las acciones de Substrate AI

Analista: Guillermo Serrano - gfs@checkpointp.com

7am, 9 marzo 2026*

Subgen AI AB, cotizada en el Nasdaq (Suecia), ha ofrecido adquirir acciones de Substrate AI (para llevar su participación del 22 % hasta el 95 % aprox.) mediante la oferta de 6 acciones de Subgen AI por cada acción A.

Basándose en el precio actual de la acción de SEK 0,029, la oferta es equivalente a 0,161€ por acción de Substrate AI, lo que supone una prima del 132%.

Para aquellos accionistas que acepten la oferta, ganarán en potencial de la cartera de productos de SubGen AI y se beneficiarán de las posibles sinergias de tener ambas empresas bajo la misma estructura de grupo (como antes de la escisión).

A diferencia de otras fusiones, aquí el riesgo de integración es mínimo, ya que ambas estructuras formaron parte del mismo grupo hasta 2024.

Tras el resultado de esta oferta, el grupo tiene la intención de mantener a Substrate AI como vehículo cotizado en el BME Growth. La posibilidad de obtener capital en el futuro, a nivel local en España, principalmente para su negocio de centros de datos, sigue siendo el principal motivo.

La integración bajo el paraguas de Subgen AI AB situaría al accionista en el Nasdaq First North de Estocolmo, un mercado con una densidad de inversores tecnológicos y una liquidez para empresas de IA superior a la media europea.

Concluimos que los accionistas que estén dispuestos a aceptar la oferta podrán beneficiarse del potencial de creación de valor de todo el grupo.

Renta Variable

BME Growth

Precio (4pm 6/3/26): Ord. €0.069

Ticker: SAI.MC

Trading data

Rango 52 semanas (€).	0.13 - 0,06
Cap. Bur. (€ millones):	14,0
Vol. medio diario Acciones A:	225 mil
Volatilidad (media anual):	4,9 %

Precio (últ. 12 meses)



(€ millones)	2024	2025e	2026e
Ventas	25,5	23,5	25,4
Ebitda	5,7	3,5	3,5
B. Neto	7,3	0,4	0,3
BPA	3,60	0,22	0,14
EV/Ventas (x)	0,5	0,6	0,5
EV/Ebitda (x)	2,3	3,7	3,7
P/E (x)	1,9	31,3	49,5

Debilidades	Amenazas
Expuesto al crecimiento inorgánico con los riesgos que ello conlleva. Substrate AI depende en parte del mercado bursátil y de los mercados crediticios para obtener los recursos financieros que necesita.	La presencia de empresas grandes, bien establecidas y con un buen capitalización puede suponer una amenaza competitiva en cada uno de los mercados en los que operan, incluido el de la IA
Concentración geográfica, la mayor parte de sus ventas se realizan en España y ahora, en parte, en Latinoamérica tras la adquisición del grupo Binit.	Futuras ampliaciones de capital para financiar el crecimiento inorgánico, lo que puede diluir la participación actual de los accionistas.
Los resultados siguen dependiendo de la capitalización de los gastos de I+D. El grupo puede necesitar aumentos de capital para financiar sus operaciones y adquisiciones.	La inteligencia artificial es un tema candente en todo el mundo y la competencia por el talento sigue siendo fuerte, lo que puede colocar a las empresas más pequeñas en desventaja.
Fortalezas	Oportunidades
Su principal activo es una tecnología de IA de última generación, desarrollada por uno de los fundadores y director técnico, Bren Worth, junto con el Instituto Politécnico Rensselaer de Nueva York.	Substrate AI, a través de SubGen AI, ha desarrollado Serenity Star (AlaaS), un producto de software basado en LLM con un excelente potencial.
Una cartera diversificada de empresas organizadas en seis verticales diferentes, lo que reduce su exposición a un sector concreto de la economía.	Se espera una fuerte tasa de crecimiento de las ventas en 2026 y 2027.
Su menor tamaño le confiere agilidad para moverse con mayor rapidez en el ámbito comercial y en la ejecución de proyectos.	Creación de valor a través del crecimiento inorgánico. Mediante la adquisición de empresas que pueden beneficiarse de la IA, Substrate AI puede crear una masa crítica.
Un sólido equipo directivo con un historial de creación de valor para los accionistas.	España está emergiendo como un país con un alto grado de talento digital, donde Substrate AI está perfectamente posicionada a corto, medio y largo plazo
Acceso a capital a través de una línea comprometida de bonos convertibles.	Posibilidad de ser adquirida. La inteligencia artificial está en auge y las grandes empresas buscan adquirir talento y cuota de mercado.

Propuesta de adquisición de Substrate AI por parte de SubGen AI

La semana pasada, el miércoles 4 de marzo de 2026, la compañía sueca Subgen AI AB, lanzó una oferta pública voluntaria de adquisición de acciones dirigida a los accionistas de su filial española Substrate AI.

Este anuncio viene un año y medio después de que la propia Substrate AI anunciara su plan de spin-off de Subgen AI. En ese entonces, la matriz ofreció a sus accionistas acciones de la nueva filial (1 acción de Subgen por cada acción de Substrate Clase A) para reducir su participación del 100% a menos del 20%.

El objetivo ahora de Subgen AI es fortalecer su posición de control sobre Substrate AI para alcanzar al menos el 95% del capital, esta vez bajo el paraguas de la cotización en el mercado Nasdaq de Suecia. La compañía busca integrar Substrate AI como plataforma de inversión y operadora de infraestructura de IA en Europa.

1. Objeto de la Oferta

Acciones objetivo: La oferta se dirige a la adquisición de hasta 162.426.300 acciones de Clase A de Substrate AI.

Exclusiones: Se excluyen de la oferta 30.635.785 acciones de Clase A (aproximadamente el 15% del capital) que ya están bajo el control de Subgen AI.

Cotización: Las acciones de Substrate AI continuarán cotizando en el segmento BME Growth en España; el oferente no tiene intención actual de iniciar un proceso de exclusión de cotización o redención forzosa.

2. Canje

Tipo de oferta: canje de valores. El precio se pagará mediante la emisión de nuevas acciones ordinarias de Subgen AI AB.

Ecuación de canje: Se ofrecen 6 acciones ordinarias de Subgen AI por cada 1 acción Clase A de Substrate AI.

Prima: El valor implícito de la oferta representa una prima del 198,7% sobre el precio de cierre de las acciones de Substrate AI a fecha de 3 de marzo de

2026 (0,0588 €). A fecha de la publicación de este informe, después de la reacción del mercado al anuncio, la prima se ha reducido al 87%.

3. Plazos y Condiciones

Periodo de aceptación: La oferta estará vigente durante 22 días naturales, comenzando el 6 de marzo de 2026 y finalizando el 27 de marzo de 2026. Este periodo puede prorrogarse hasta un máximo de 70 días.

Condición mínima: La efectividad de la oferta está supeditada a obtener aceptaciones que representen al menos el 5% del total de acciones Clase A en circulación de Substrate AI (equivalente a 10.161.163 acciones).

Carácter vinculante: Una vez presentada, la aceptación por parte del accionista es vinculante y no puede ser retirada.

4. Potencial resultado

En estos momentos, Subgen AI AB tiene un total de 1.018.437.369 acciones emitidas y en circulación. Esta estructura de capital se compone de dos clases distintas de acciones: Acciones de Clase A: 498.987.606 y Acciones ordinarias: 519.449.763.

El número total de acciones de Subgen AI podría incrementarse en hasta 974.557.800 nuevas acciones ordinarias. **Si la oferta se completa en su totalidad, el capital social de Subgen AI alcanzaría un máximo de 1.992.995.169 acciones que supondría una capitalización bursátil de €52 millones.**

Ventajas y desventajas de acudir a la OPA

Ventajas de acudir a la OPA

- **Acceso al mercado sueco:** Subgen AI cotiza en el Nasdaq First North (Estocolmo). En total, hay unas 444 empresas listadas en este segmento en Suecia (al cierre de 2025). Dado el perfil de este mercado, el sector tecnológico es el más dominante, representando cerca del 35-40% de las empresas, lo que equivale a unas 150-180 empresas tecnológicas. Durante 2025, el mercado sueco lideró las salidas a bolsa (IPOs) en los países nórdicos, con 27 nuevas incorporaciones, de las cuales una parte significativa fueron empresas de tecnología y salud.
- **Consolidación de recursos:** Al reintegrar a Subgen AI, Substrate AI recupera el control directo sobre el desarrollo de su núcleo de inteligencia artificial generativa (como la plataforma Serenity Star), dejando de ser un cliente externo para convertirse nuevamente en el propietario de la tecnología que impulsa sus verticales de negocio (Salud, Fintech, Agritech).
- **Potencial de crecimiento en IA Generativa:** convertir las acciones de Substrate AI en acciones de Subgen AI, significa volver a formar parte de la entidad que gestiona el negocio de Inteligencia Artificial más escalable (como la plataforma Serenity Star), mientras que Substrate AI se ha centrado más en verticales tradicionales (Salud, Agritech, Fintech).

Riesgos societarios

- **Dilución:** Substrate AI ha seguido manteniendo una política de ampliaciones de capital (enero, febrero, julio y noviembre de 2025, y marzo de 2026) para financiar su circulante y crecimiento. El accionista de Substrate AI entiende el modelo que ha venido ejecutando la compañía para financiar su crecimiento y que este modelo es probable que continúe.

Riesgos Operativos

El accionista de Substrate AI tiene que considerar que acudiendo al canje de acciones volverá a incrementar su exposición al desarrollo de la actividad de la IA como un servicio a clientes.

Subgen AI monetiza su tecnología a través de un ecosistema que combina el desarrollo de software con servicios aplicados a sectores verticales. Su modelo se basa en:

- **Plataformas Propias:** Venta de productos y servicios creados sobre tecnología propia, como el software de recursos humanos de Fleebe AI o soluciones de diagnóstico por imagen en salud.
- **Modelo de Partnerships:** Para evitar los riesgos de las startups tradicionales, Subgen utiliza un sistema de socios que le garantiza el acceso a datos reales para entrenar su IA y canales de venta ya establecidos, asegurando que el producto resuelva un problema real antes de su lanzamiento.
- **Substrate Cloud:** Generación de ingresos mediante la creación de "bases soberanas" para IA dentro de la jurisdicción europea, ofreciendo a gobiernos y empresas una infraestructura segura y sostenible para implementar IA a gran escala.
- **SaaS y Consultoría:** Implementación de soluciones personalizadas donde configuran aplicaciones existentes para que funcionen en el entorno específico del cliente.

Conclusiones

La principal ventaja de acudir a la OPA es la reunificación del ecosistema de inteligencia artificial. Al integrar Subgen AI (la "fábrica" de tecnología y software de IA generativa) con Substrate AI (la red de aplicaciones comerciales en salud, fintech y agritech), se crea una entidad mucho más sólida y coherente. El accionista pasa de tener una empresa de servicios a ser propietario de una compañía tecnológica integral que controla toda la cadena de valor, desde el desarrollo del algoritmo hasta su venta final.

Criterios de la recomendación

El sistema de recomendaciones está basado en rendimientos absolutos, medidos por el potencial alcista (incluidos los dividendos y el reembolso de capital) en un horizonte temporal de 12 a 18 meses. Las recomendaciones (o calificaciones) para cada acción están divididas en 3 categorías: Comprar (C), Mantener (M) y Vender (V). **Comprar:** se espera que la acción genere un rendimiento total superior al 15% durante los próximos 12 meses. **Mantener:** se espera que la acción genere un rendimiento total de entre -15% a + 15% durante los próximos 12 meses. **Vender:** se espera que la acción genere un rendimiento total inferior a -15% durante el horizonte temporal de los próximos 12 meses. Este criterio de recomendaciones se aplica principalmente a empresas con capitalizaciones de mercado de hasta €500 millones, que se refieren a acciones que a menudo son menos líquidas y más volátiles que otras empresas del Mercado Continuo.

Historial de recomendaciones

Fecha		Recomen	Precio (€)	PO (€)	Validez	Analista
11.11.2021	LLN	C	4.38	9.00	12m	Guillermo Serrano
22.02.2022	LLN	C	3.24	9.00	12m	Guillermo Serrano
04.05.2022	LLN	C	4.06	9.00	12m	Guillermo Serrano
11.08.2022	LLN	C	2.50	7.50	12m	Guillermo Serrano
25.10.2022	LLN	C	1.84	6.00	12m	Guillermo Serrano
23.11.2022	SAI	C	0.22	1.35	12m	Guillermo Serrano
24.01.2023	SAI	C	0.34	1.35	12m	Guillermo Serrano
09.03.2023	LLN	C	2.27	5.00	12m	Guillermo Serrano
10.05.2023	LLN	C	1.64	5.00	12m	Guillermo Serrano
05.09.2023	LLN	C	1.15	3.00	12m	Guillermo Serrano
20.11.2023	SAI	C	0.20	1.00	12m	Guillermo Serrano
12.12.2023	LLN	C	0.80	3.00	12m	Guillermo Serrano
06.05.2024	LLN	C	1.10	3.00	12m	Guillermo Serrano
27.05.2024	LLN	C	1.32	3.00	12m	Guillermo Serrano
28.05.2024	SAI	C	0.16	1.00	12m	Guillermo Serrano
19.09.2024	SAI	C	0.11	0.60	12m	Guillermo Serrano
30.10.2024	LLN	C	1.10	3.00	12m	Guillermo Serrano
05.02.2025	LLN	C	1.33	3.00	12m	Guillermo Serrano
17.03.2025	SAI	C	0.10	0.60	12m	Guillermo Serrano
2.05.2025	SAI	C	0.11	0.60	12m	Guillermo Serrano
06.05.2025	LLN	C	1,29	4,00	12m	Guillermo Serrano
09.03.2025	SAI	C	0.08	-	12m	Guillermo Serrano

Checkpoint suele ser contratada por las compañías (o por terceros) que aparecen en sus informes de análisis. Como resultado, los inversores o potenciales inversores deberían tener en cuenta esta relación con la compañía analizada y que esto pudiera afectar la objetividad del informe. Por lo tanto, damos a entender que se debería considerar este informe como un solo factor de referencia para tomar una decisión de inversión.

Frecuencia de los informes: trimestral

Horizonte de inversión: Nuestros informes se centran principalmente en pequeñas capitalizaciones y acciones relativamente ilíquidas donde deberían aplicarse los criterios de inversión de capital de riesgo estándar. Se debe realizar una inversión en acciones de capitalización bursátil por debajo de los €500 millones s en un horizonte temporal superior a dos años, a fin de aprovechar todo el potencial de la oportunidad de inversión.

Descargo de responsabilidad:

Checkpoint Partners (España) S.L.U. [Checkpoint] es una empresa de asesoramiento financiero principalmente especializada en el sector tecnológico. Se puede obtener más información en nuestro sitio web www.checkpointp.com o escribiéndonos a gfs@checkpointp.com

Se ha tratado de comprobar en la medida de lo posible toda la información de terceros, con la pericia y corrección profesional de Checkpoint; sin embargo, no ha sido verificada de forma independiente, por lo que Checkpoint no ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, sobre la precisión, fiabilidad, puntualidad o integridad de la información.

Además, este informe se ha redactado de conformidad con el Reglamento Delegado (UE) 2016/958 de la Comisión, de 9 de marzo de 2016, que completa el Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación para la presentación objetiva de recomendaciones de inversión u otra información que recomiende o sugiera una estrategia de inversión y para la divulgación de intereses particulares o indicaciones de conflictos de interés.

Checkpoint no mantiene conflictos de interés en relación a la redacción de este informe de análisis según los términos previstos en el artículo 6.1 del reglamento, dado que Checkpoint no posee una posición larga o corta neta que sobrepase el umbral del 0,5 % del capital social total emitido por el emisor mencionado en este informe y la persona que elabora el informe no es un creador de mercado o un proveedor de liquidez de los instrumentos financieros del emisor, no ha sido gestor principal o adjunto durante los doce meses anteriores a cualquier oferta de instrumentos financieros del emisor, no es parte en un acuerdo con el emisor relativo a la prestación de servicios de empresas de inversión establecidos en las secciones A y B del anexo I de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.

Checkpoint está remunerado por la redacción de este informe por la empresa que está siendo analizada y puede estar, o tratando de estar, contratado por la compañía descrita en este informe para otro tipo de servicios financieros. El inversor debe tener en consideración este hecho y asumir que Checkpoint pudiera llegar a tener un conflicto de interés que pudiera afectar su objetividad. Por ello, este informe debe considerarse solo como un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

Checkpoint no proporciona asesoramiento en asuntos legales y fiscales. Esto debe ser referido a los profesionales apropiados. El rendimiento pasado no es una garantía para futuros rendimientos. Las inversiones denominadas en moneda extranjera están sujetas a fluctuaciones en los tipos de cambio que podrían tener un efecto en la rentabilidad del inversor. Los precios de las inversiones pueden fluctuar y, por lo tanto, pudiera ocurrir que no recupere parte o todo de su inversión original. Ni este informe ni ninguno de los documentos o la información que acompaña pueden ser reproducidos en su totalidad o en parte, ni podrán ser utilizados para cualquier fin distinto de aquel para el que se han presentado, sin el consentimiento previo por escrito de Checkpoint.

CHECKPOINT