

BME - GROWTH

Palacio de la Bolsa
Plaza de la Lealtad, 1
28014 Madrid

Madrid, 4 de marzo de 2026

**COMUNICACIÓN- INFORMACIÓN PRIVILEGIADA –
SUBSTRATE ARTIFICIAL INTELLIGENCE, S.A.
OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES**

En virtud de lo previsto en el artículo 17 del Reglamento (UE) nº 596/2014 sobre abuso de mercado y en el artículo 228 de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión,, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, y disposiciones concordantes, así como en la Circular 3/2020 del segmento BME Growth de BME MTF Equity, - SUBSTRATE ARTIFICIAL INTELLIGENCE S.A. (en adelante, "Substrate AI", "la Sociedad" o "el Emisor" indistintamente) pone en conocimiento del mercado la siguiente::

INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

En el día de hoy, SUBGEN AI AB. (en adelante, el "Oferente" o "Subgen AI") ha formulado una oferta pública de adquisición voluntaria por hasta el 95% de las acciones clase A de Substrate AI, dirigida a todos los accionistas (en adelante, la "Oferta"), cuyo anuncio se adjunta al presente Documento.

Actualmente Subgen AI tiene una participación directa del 15,07% de las acciones clase A de Substrate AI y una indirecta (a través de acuerdos de sindicación de voto firmados con una serie de accionistas) del 43,83% sin ajustar las 18.758.919 acciones clase A prestadas en garantía a ATLAS CAPITAL MARKETS según OIR de 19 de junio de 2025.

Los principales términos y condiciones de la Oferta son los siguientes:

- (i) Precio de la Oferta: 0,1756 euros por cada acción clase A.
- (ii) La ecuación de canje se establece en 6 acciones clase B de Subgen AI por cada 1 acción clase A de Substrate AI.

- (iii) Teniendo en cuenta el precio de cierre del día 3 de marzo de Subgen AI, (0,314 SEK¹), la ecuación de canje supone ofrecer la cantidad de 0,1756 euros por acción clase A de Substrate AI.
- (iv) En relación con el Precio de la Oferta, el Oferente considera conveniente indicar lo siguiente:
 - a. el Precio de la Oferta representa una prima de aproximadamente el 198,7% sobre el precio de cierre de las acciones clase A de Substrate AI el 3 de marzo de 2026 (0,0588 euros por acción);
 - b. el Precio de la Oferta representa una prima de aproximadamente el 176,3% sobre el precio medio ponderado por volumen de Substrate AI durante el período comprendido entre el 21 de enero de 2026 y el 3 de marzo de 2026 (0,0636 euros por acción)
- (v) El Plazo de Aceptación de esta Oferta es de 22 días naturales contados a partir del día hábil bursátil siguiente a la fecha de publicación de este Anuncio. En consecuencia, el Plazo de Aceptación comenzará el día 6 de marzo de 2026 y finalizará el día 27 de marzo 2026 a las 23:59 h. (CET), quedando ambas fechas comprendidas dentro del Plazo de Aceptación. El Oferente podrá prorrogar el Plazo de Aceptación de la Oferta una o más veces, a su sola discreción, hasta un máximo total de 70 días naturales. En tal caso, dicha prórroga será anunciada en los mismos medios que los utilizados para la publicación del presente Anuncio, con una anterioridad de al menos 3 días naturales respecto de la fecha de vencimiento del Plazo de Aceptación inicial, o la correspondiente prórroga, indicando las circunstancias que justifican dicha prórroga.
- (vi) La Oferta está sujeta a la condición de que las declaraciones de aceptación de la Oferta comprendan un número mínimo de 10.161.163 acciones clase A de Substrate AI, representativas del 5% más una acción de su capital social a fecha actual.
- (vii) El objetivo último del Oferente es aumentar el control de SUBGEN AI sobre Substrate AI hasta aproximadamente el 95% de las acciones clase A.
- (viii) El Banco Agente y coordinador de la oferta es Banco Sabadell, S.A actuando así mismo como agente en Suecia Eminova partners. Los accionistas de la Sociedad que deseen aceptar la Oferta deberán dirigirse a la entidad financiera en la que se encuentren depositadas sus acciones para manifestar por escrito su aceptación de la Oferta con

¹ Precios calculados a partir de la ecuación de canje (descrita en el apartado (ii)) y del precio de cierre de Subgen AI del martes 3 de marzo: 0,314 SEK teniendo en cuenta un valor del SEK de 1 euro-10,7265 SEK.

respecto a la totalidad o parte de las acciones de las que sean titulares. La recompra de acciones se realizará a través de Iberclear mientras que la entrega se realizará a través del banco de Sabadell.

- (ix) Se informa de que el ofertante no ha llegado a acuerdos previos con otros accionistas en relación a la aceptación de la presente Oferta.
- (x) El consejo de Administración de la Sociedad ha solicitado una valoración de la compañía a Grant Thornton que actúa como experto independiente, y que se adjunta como Anexo 1 a ese anuncio a fin de que los accionistas puedan tomar una decisión informada. El informe arroja un valor de Substrate AI de 52 millones de euros.
- (xi) El prospectus de la oferta aprobado por la autoridad sueca y publicado por Subgen AI, será hecho público también por Substrate AI en cuanto tengamos conocimiento de su publicación.

En cumplimiento de lo dispuesto en la Circular 3/2020 del segmento BME Growth de BME MTF Equity, se deja expresa constancia de que la información comunicada por la presente ha sido elaborada bajo la exclusiva responsabilidad de la Sociedad y sus administradores.

Quedamos a su disposición para cuantas aclaraciones consideren oportunas.

Atentamente,

Lorenzo Serratosa Gallardo

Presidente del Consejo de Administración

ANUNCIO DE LA OFERTA VOLUNTARIA DE ADQUISICIÓN

SOBRE LAS ACCIONES DE

SUBSTRATE AI, S.A.

FORMULADA POR

SUBGEN AI AB

Talavera de la Reina, 4 de marzo de 2026

Entidad Agente: Banco Sabadell, S.A

Asesores Legales: Vera Abogados

Moll Wenden

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	6
2. INFORMACIÓN SOBRE LA SOCIEDAD AFECTADA.....	6
3. IDENTIFICACIÓN DEL OFERENTE	7
4. VALORES Y MERCADOS A LOS QUE SE DIRIGE LA OFERTA.....	8
5. CONTRAPRESTACIÓN DE LA OFERTA	9
6. CONDICIÓN DE LA OFERTA.....	10
7. APOYO A ESTA OFERTA.....	10
8. FINANCIACIÓN DE LA OFERTA	10
9. PLAZO DE ACEPTACIÓN DE LA OFERTA.....	11
10. FORMALIDADES DE ACEPTACIÓN DE LA OFERTA Y FORMA Y PLAZO DE PAGO DE LA CONTRAPRESTACIÓN	11
10.1. Declaraciones de aceptación.....	11
10.2. Procedimiento de aceptación de la Oferta	11
10.3. Publicación del resultado de la Oferta	13
10.4. Gestión de la adquisición y liquidación de la Oferta.....	13
11. GASTOS EN RELACIÓN CON LA ACEPTACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE LA OFERTA	13
12. FINALIDAD PERSEGUIDA CON LA OPERACIÓN	14
12.1. Aumento de control	14
12.2. No Exclusión posterior.....	14
13. ESTATUTOS	14

El presente anuncio (el “**Anuncio**”) recoge los términos y condiciones de la oferta pública de adquisición voluntaria (la “**Oferta**”) formulada por SUBGEN AI AB (“**Subgen AI**” o “**el Oferente**”) sobre el 95% de las acciones clase A que conforman el capital social de Substrate AI, S.A. (“**Substrate AI**”, “**la Sociedad**” o “**el Emisor**”), las cuales se encuentran incorporadas a negociación en el segmento BME Growth del sistema multilateral de negociación español BME MTF Equity (“**BME Growth**”). A fecha actual el Oferente mantiene una participación directa del 15,07% de las acciones clase A de Substrate AI y una indirecta (a través de acuerdos de sindicación de voto firmados con una serie de accionistas) del 43,83%, sin considerar las 18.758.919 acciones clase A prestadas en garantía a ATLAS CAPITAL MARKETS según OIR de 19 de junio de 2025.

1. INTRODUCCIÓN

El Oferente formula la presente Oferta con la intención de aumentar el control que ya ostenta en la Sociedad. Con este propósito, el Oferente se ofrece a comprar sus acciones a todos los accionistas de Substrate AI hasta alcanzar un 95% de las acciones clase A.

2. INFORMACIÓN SOBRE LA SOCIEDAD AFECTADA

Substrate AI es una sociedad anónima de nacionalidad española, con domicilio social en Talavera de la Reina (Toledo), Avenida Real Fábrica de Sedas 28, inscrita en el Registro Mercantil de Toledo Sección 8, IRUS: 1000310248756, Hoja TO-48960, y provista de número de identificación fiscal español (N.I.F.) A98306228.

Substrate AI es la sociedad cabecera de un grupo empresarial especializado en la IA, con especial orientación en los sectores de Salud y recursos humanos y con un enfoque estratégico tendente a la construcción y venta de infraestructura de IA.

El capital social de Substrate AI asciende, a la fecha del presente Anuncio, a 20.460.963,26 euros dividido en acciones clase A y B de valor nominal de 0,10 euros y 0,001 euros cada una, todas ellas íntegramente suscritas y desembolsadas, y representadas mediante anotaciones en cuenta.

La totalidad de las acciones que integran el capital social de la Sociedad están admitidas a negociación en BME Growth. Los accionistas con una participación significativa en la estructura del capital social de la Sociedad a fecha del presente Anuncio, son los siguientes:

Acciones clase A

Accionista	Participación directa	Participación indirecta	Total participación (c)
SUBGEN AI LTD (a) (b)	15,07%	-	15,07%
EXPLOTACIONES LA CAPRICHOSA SL	5,90%	-	5,90%
ATLAS CAPITAL PARTNERS (d)	5,47%	-	5,47%

- (a) La participación de la entidad pasa a ser del 5,84% teniendo en cuenta las 18.758.919 acciones prestadas en garantía por SUBGEN AI AB a ATLAS CAPITAL MARKETS según OIR de 19/06/2025.
- (b) El bróker que gestiona las inversiones (acciones) propiedad de Subgen AI AB figura como titular de las mismas (11.430.936 acciones).
- (c) Tal y como se comunicó en el OIR de 27/12/2024 una serie de accionistas de Substrate AI firmaron acuerdos de sindicación de voto con Subgen AI AB; cabe señalar que, con posterioridad, Explotaciones La Caprichosa S.L. ha firmado análogo acuerdo de sindicación de voto. Mientras que Atlas Capital Partners delega todos los votos en Subgen AI AB, con motivo de los acuerdos de préstamos de acciones y contrato de financiación firmados. A fecha actual los accionistas con acuerdo de sindicación y delegación de voto en Subgen AI AB representan en total un 43,83% del capital social de la Sociedad. Al igual que se señala en el punto (a) anterior la participación pasa a ser del 32,39% teniendo en cuenta las 18.758.919 acciones prestadas en garantía por Subgen AI AB a Atlas Capital Partners y las 4.500.000 acciones prestadas por Wealthup Capital S.L. a Link Securities.
- (d) El bróker que gestiona parte de las inversiones (acciones) propiedad de Atlas Capital Partners figura como titular de las mismas (1.119.392 acciones).

3. IDENTIFICACIÓN DEL OFERENTE

El Oferente es Subgen AI sociedad anónima (constituida de conformidad con las leyes de SUECIA), con domicilio social Scheelevägen 27, 223 63 Lund con número IVA, código fiscal 48410482011.

Subgen AI es el resultado de la RTO realizada por Subgen AI LTD y la empresa cotizada en Suecia MAGNASENSE AB. Subgen AI opera en el sector de la inteligencia artificial ofreciendo soluciones de AI a través de su plataforma Serenity Star y desarrollando sus propias soluciones de IA.

El capital social del Oferente está dividido en un total de 1.018.437.369 acciones, sin indicación expresa de su valor nominal, íntegramente suscritas y desembolsadas y divididas en un total de 498.987.606 acciones de clase A y 519.449.763 acciones de clase B.

Aunque las dos clases de acciones indicadas anteriormente proporcionan derechos económicos similares a sus titulares, cada clase tiene características distintivas relativas a los derechos políticos atribuidos a las mismas.

Las acciones clase A no cotizan en ningún mercado y tiene 10 votos cada una mientras que las acciones clase B se encuentran admitidas a negociación en el Nasdaq First North Growth de Suecia y otorgan 1 voto por cada acción. Serán acciones clase B cotizadas de nueva creación las que constituirán la forma de pago de la Oferta, de tal forma que las nuevas acciones clase B de Subgen AI a entregar estarán representadas por anotaciones en cuenta y tendrán los mismos derechos políticos y económicos que las acciones clase B ya emitidas y en circulación.

Los accionistas con una participación significativa (superior al 5%) en la estructura del capital social del Oferente son los siguientes:

SUBGEN AI FUNDATION	38,906%	Acciones clase A
SUBSTRATE ARTIFICIAL INTELIGENCE SA	13,0%	Acciones clase B
JM SAN AGENTES FINANCIEROS GLOBALES SL	9,8196%	Acciones clase A

4. VALORES Y MERCADOS A LOS QUE SE DIRIGE LA OFERTA

La Oferta se dirige al 80% de las acciones clase A de Substrate AI que no posee el Oferente, esto es, 162.426.300 acciones. De la Oferta se excluyen un total de 30.635.785 acciones de la Sociedad, representativas de un 15,07% de sus acciones clase A. Dichas acciones son ya controladas por SUBGEN AI AB.

Si se superaran dichos límites, la adquisición de la totalidad de las acciones ofertadas se realizará a prorrata hasta cubrir los mencionados porcentajes, garantizando con ello la liquidez en el mercado.

La Oferta se llevará a cabo exclusivamente en España, única jurisdicción donde las acciones de la Sociedad se encuentran admitidas a negociación, y se dirige a todos los titulares de acciones de la Sociedad con independencia de su nacionalidad y lugar de residencia. Se hace constar expresamente que los accionistas que residan fuera de España y decidan acudir a la Oferta pueden encontrarse sujetos a restricciones legales y reglamentarias distintas de aquellas contempladas en la legislación española.

Ni este anuncio ni su contenido suponen la formulación o difusión de la Oferta en jurisdicciones o territorios distintos del español. En consecuencia, este anuncio no será publicado, enviado o distribuido en ninguna jurisdicción o territorio donde su publicación pueda estar prohibida o restringida por ley o donde se requiera el registro o depósito de documentación adicional. Las personas que reciban este anuncio no podrán publicarlos ni distribuirlos en dichas jurisdicciones o territorios.

En particular, el presente anuncio no se publicará o distribuirá, ni la Oferta se realizará, directa o indirectamente, en Estados Unidos, ya sea por el uso de correo electrónico, correo postal o cualquier otro medio o instrumento de comercio internacional o interestatal, o de cualquier establecimiento de un mercado de valores nacional, estatal o de otro tipo, de los Estados Unidos y ninguna persona podrá aceptar la Oferta por cualquiera de dichos medios, instrumentos o establecimientos. La

presente solicitud no es una oferta de compra ni constituye una oferta para comprar o una invitación u oferta para vender en Estados Unidos.

A todos los efectos legales, se entenderá que, con la publicación del presente Anuncio, se da cumplimiento a las obligaciones establecidas en la Ley los vigentes estatutos sociales de la Sociedad.

5. CONTRAPRESTACIÓN DE LA OFERTA

La Oferta se formula como una compraventa con pago en acciones. Aquellos accionistas de Substrate AI que acepten la Oferta recibirán como contraprestación:

6 acciones clase B de Subgen AI por cada 1 acciones clase A de Substrate AI

Teniendo en cuenta el cierre del día 3 de marzo de Subgen AI, 0,314SEK, la ecuación de canje supone ofrecer la cantidad de 0,1756 euros por acción clase A de Substrate AI (el “**Precio de la Oferta**”) pagaderos en acciones clase B de la Oferente, tenido en cuenta un cambio del SEK de 1 euro-10,7265 SEK, valorando las acciones A de Substrate AI en 35,7 millones de euros aproximadamente.

En relación con el Precio de la Oferta, se considera conveniente indicar lo siguiente:

- (i) El valor en libros de Substrate AI a 30 de junio de 2025 asciende a 45.865.129 euros.
- (ii) La valoración de Substrate AI calculada sobre el precio de cotización de las acciones clase A y clase B de Substrate AI el 3 de marzo de 2026 (0,0588 y 0,167 euros por acción, respectivamente) es de 35.102.150 euros.
- (iii) La valoración de las acciones A de Substrate AI calculada sobre el precio medio ponderado por volumen de las acciones durante el período comprendido entre el 21 de enero de 2026 y el 3 de marzo de 2026 (0,0636 euros por acción) es de 12.917.305 euros.
- (iv) A este respecto señalar que el consejo de Administración de Substrate AI ha solicitado una valoración de Substrate AI a Grant Thornton que actúa como experto independiente, y que se adjunta a ese anuncio a fin de que los accionistas puedan tomar una decisión informada. Dicha valoración arroja un valor de Substrate AI de 52 millones de euros.
- (v) Sin perjuicio de que la Oferta: (i) se realiza de forma voluntaria por el Oferente, y (ii) no está sujeta a las disposiciones establecidas en la normativa española sobre ofertas públicas de adquisición de valores de sociedades cuyas acciones están admitidas a negociación en mercados regulados, el Oferente considera que el Precio de la Oferta (esto es, 0,1756 euros por acción clase A) tiene el carácter de “precio equitativo” a los efectos del artículo 29 de los estatutos sociales de la Sociedad y las disposiciones de los artículos 9 y 10 del Real Decreto

1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (el **Real Decreto 1066/2007**”).

Si la Sociedad realizara un reparto de dividendos, reservas o cualquier otra distribución a sus accionistas con anterioridad a la liquidación de la Oferta, ya sea ordinaria, extraordinaria, a cuenta o complementaria (las “**Distribuciones**”), el Precio de Oferta se reducirá en un importe equivalente al importe bruto por acción de la Distribución siempre que el *record date* de dicha Distribución sea anterior a la fecha de liquidación de la Oferta.

6. CONDICIÓN DE LA OFERTA

La efectividad de la Oferta queda sujeta a su aceptación por accionistas de la Sociedad con acciones que representen, en su conjunto, al menos el 5% de las acciones clase A de Substrate AI (es decir 10.161.163 acciones clase A) (la “**Condición de Aceptación Mínima**”).

7. APOYO A ESTA OFERTA

Habida cuenta de la vinculación existente entre la Oferente y Substrate AI, el Consejo de Administración limita su intervención en este procedimiento a poner en conocimiento de los accionistas de la sociedad los términos y condiciones de esta Oferta Pública de Adquisición Voluntaria, recabando igualmente la intervención de un experto independiente. Dicho Informe, emitido por la firma independiente Grant Thornton -con un amplio y exhaustivo conocimiento de la Sociedad al haber intervenido como experto independiente en procesos de valoración previos-se acompaña a este documento formando parte inescindible de éste.

Asimismo, y como es público, a día de hoy coinciden en la entidad Oferente y Substrate AI los siguientes Consejeros: DON LORENZO SERRATOSA GALLARDO, DON JOSÉ IVÁN GARCIA BRAULIO Y DON CHRISTOPHER DEMBIK; existiendo igualmente participaciones cruzadas de tal forma que la Oferente ostenta el 15,07% de Substrate AI y ésta a su vez el 13% de la Oferente.

Se hace constar expresamente que aquellos Consejeros que también sean accionistas de Substrate AI, pueden decidir libremente y sin quedar sujetos a ninguna decisión colegiada, si acuden o no a la presente Oferta Pública.

De igual modo señalar que el Oferente no ha llegado a acuerdos previos con otros accionistas en relación a la aceptación de la presente Oferta.

8. FINANCIACIÓN DE LA OFERTA

En el caso de que la Oferta fuese aceptada por todos los titulares de acciones de Substrate AI, teniendo en cuenta el Precio de la Oferta, Subgen AI estaría obligada a pagar una contraprestación

total de 28.528.518 euros por las acciones clase A de la compañía todo ello en nuevas acciones clase B de la cotizada SUBGEN AI AB, lo que supondría la emisión de 974.557.800 acciones clase B por parte de Subgen AI.

El Oferente satisfará las acciones de la contraprestación total de la Oferta mediante la realización de una ampliación de capital realizada para este propósito, para lo cual se han adoptado ya los acuerdos previos correspondientes para asegurar íntegramente el importe necesario bajo un esquema de certeza de fondos (on a certain funds basis).

9. PLAZO DE ACEPTACIÓN DE LA OFERTA

El plazo de aceptación de esta Oferta es de 22 días naturales contados a partir del día 6 de marzo (el “**Plazo de Aceptación**”). En consecuencia, el Plazo de Aceptación comenzará el día 6 de marzo de 2026 y finalizará el día 27 de marzo de 2026 a las 23:59 h. (CET), quedando ambas fechas comprendidas dentro del Plazo de Aceptación.

El Oferente podrá prorrogar el Plazo de Aceptación de la Oferta una o más veces, a su sola discreción, hasta un máximo total de 70 días naturales. En tal caso, dicha prórroga será anunciada en los mismos medios que los utilizados para la publicación del presente Anuncio, con una anterioridad de al menos 3 días naturales respecto de la fecha de vencimiento del Plazo de Aceptación inicial, o la correspondiente prórroga, indicando las circunstancias que justifican dicha prórroga.

10. FORMALIDADES DE ACEPTACIÓN DE LA OFERTA Y FORMA Y PLAZO DE PAGO DE LA CONTRAPRESTACIÓN

10.1. Declaraciones de aceptación

Las declaraciones de aceptación de la Oferta por los accionistas de la Sociedad serán admitidas desde el primer día del Plazo de Aceptación y hasta el último día, ambos inclusive. Las aceptaciones no serán válidas si estuvieran sometidas a condición y se considerarán emitidas sobre una base irrevocable, incondicional, firme y vinculante, de forma que se conviertan en órdenes reales de transferencia de las acciones (con sus derechos políticos y económicos inherentes) tan pronto como se cierre y liquide la Oferta.

No obstante, la obligación de compra por parte del Oferente de las acciones de la Sociedad ofrecidas conforme a lo establecido en el apartado anterior solo será exigible en caso de que se cumpla la Condición de Aceptación Mínima.

10.2. Procedimiento de aceptación de la Oferta

Los accionistas de la Sociedad que deseen aceptar la Oferta deberán dirigirse al banco o a la entidad financiera en la que se encuentren depositadas sus acciones para manifestar por escrito su

declaración de aceptación, sea en persona, por medios electrónicos o cualesquiera otros medios admitidos por la entidad en cuestión.

Los accionistas de la Sociedad podrán aceptar la Oferta respecto de la totalidad o parte de las acciones de la Sociedad de las que sean titulares, desde el primer día del Plazo de Aceptación hasta el último día, ambos inclusive. Toda declaración de aceptación deberá comprender, al menos, una acción de la Sociedad.

Las acciones respecto de las cuales se acepte la Oferta deberán incluir todos los derechos de voto y económicos inherentes a las mismas. Las acciones deberán ser transmitidas: (i) con todos los derechos de voto y económicos correspondientes; (ii) libres de cargas, gravámenes y cualesquiera derechos a favor de terceros que limiten los derechos políticos o económicos o su libre transmisibilidad; y (iii) por persona legitimada, de forma que el Oferente adquiera la propiedad irrevindicable sobre las mismas.

Las declaraciones de aceptación se acompañarán de la documentación suficiente para que pueda procederse a la transmisión de dichas acciones y deberán incluir todos los datos identificativos exigidos por la legislación aplicable a este tipo de operaciones, incluyendo, a título meramente enunciativo y no limitativo: (i) nombre completo o denominación social; (ii) domicilio; y (iii) número de identificación fiscal o, en caso de accionistas que no sean residentes en España y no tengan un número de identificación fiscal español, su número de pasaporte o de identificación, nacionalidad y domicilio.

Las entidades depositarias participantes en Iberclear en las que las acciones se encuentren depositadas se encargarán de recoger las aceptaciones por escrito, en persona, por medios electrónicos o cualesquiera otros medios admitidos por las entidades depositarias, y responderán de la titularidad y tenencia de los valores a los que se refieran dichas aceptaciones, así como de la inexistencia de cargas y gravámenes o derechos de terceros que limiten los derechos políticos o económicos de las acciones o su libre transmisibilidad.

Durante el Plazo de Aceptación, las entidades participantes en Iberclear que reciban las declaraciones de aceptación remitirán diariamente al Oferente, a través de Banco Sabadell S.A., entidad agente que el Oferente ha designado a estos efectos (la “**Entidad Agente**”), la información relativa al número total acumulado de acciones comprendidas en las declaraciones de aceptación presentadas por los destinatarios de la Oferta,

En ningún caso el Oferente aceptará acciones cuya fecha de contratación sea posterior al último día del Plazo de Aceptación o declaraciones de aceptación enviadas por accionistas de la Sociedad fuera de dicho plazo. Es decir, la fecha de contratación de aquellas acciones que se ofrezcan en venta

deberá haber tenido lugar no más tarde del último día del Plazo de Aceptación de la Oferta y las declaraciones de aceptación deberán asimismo haber sido enviadas por los accionistas a más tardar en dicho plazo.

10.3. Publicación del resultado de la Oferta

Transcurrido el Plazo de Aceptación o el período que resulte de una prórroga o modificación de dicho período de conformidad con lo previsto en el apartado 9 anterior, la Entidad Agente notificará al Oferente, a Substrate AI y al BME Growth, en un plazo máximo de cuatro (4) días hábiles bursátiles tras la expiración del Plazo de Aceptación, el total de las aceptaciones válidamente recibidas durante el Período de Aceptación y, por lo tanto, el resultado de la Oferta. El resultado de la Oferta se publicará en la página web del BME Growth (www.bmegrowth.es) y en la página web de la Sociedad (<https://substrate.ai/>).

10.4. Gestión de la adquisición y liquidación de la Oferta

La adquisición de las acciones será gestionada a través de Iberclear siendo el banco Sabadell el agente y actuando como intermediarios en la operación de adquisición y liquidación por cuenta del Oferente, de conformidad con el procedimiento establecido a estos efectos en Iberclear y Euroclear.

Se estima que la fecha de contratación de la Oferta será el día 15 de abril de 2026 y que la Oferta se liquidará el 20 de abril de 2026 siempre y cuando se haya dado cumplimiento en dicha fecha a la Condición de Aceptación Mínima. En caso contrario, la fecha de contratación de la Oferta será el primer día hábil bursátil siguiente a la fecha en que se verifique el cumplimiento de la Condición de Aceptación Mínima, y la fecha de liquidación de la Oferta tendrá lugar 20 días hábiles bursátiles después.

11. GASTOS EN RELACIÓN CON LA ACEPTACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE LA OFERTA

El Oferente se hará cargo de los gastos que origine la tramitación de la Oferta y los que, en relación con su liquidación, correspondan al Oferente de conformidad con las normas reguladoras de BME Growth. En ningún caso el Oferente será responsable ni se hará cargo de las comisiones y/o gastos que las entidades depositarias de las acciones puedan cargar a sus clientes (accionistas aceptantes) por la tramitación de las declaraciones de aceptación de la Oferta.

Cualesquiera otros gastos distintos de los anteriormente reseñados serán asumidos por quien incurra en ellos.

Los accionistas de la Sociedad deberán obtener el asesoramiento adecuado sobre el importe exacto de los gastos que deberán satisfacer en caso de aceptación de la Oferta.

12. FINALIDAD PERSEGUIDA CON LA OPERACIÓN

12.1. Aumento de control

Tal y como se ha anticipado, el primer objetivo que persigue el Oferente con la Oferta es alcanzar un mayor porcentaje de participación en la Sociedad aumentando la participación que ya ostenta.

Subgen AI considera a Substrate AI estratégico en su desarrollo de negocio y por tanto aspira a controlar al menos el 95% de la misma. La inversión en Substrate AI está alineada con la estrategia a medio plazo de Subgen AI, que consiste en seguir expandiendo el negocio de IA en Europa y otras áreas mundiales con Substrate AI como vehículo inversor en España y como constructor y operador de la infraestructura de IA necesaria para el despliegue de la IA en Europa.

Subgen AI considera que cuenta con las capacidades necesarias para dotar al equipo directivo de la Sociedad de los recursos y herramientas adecuados para reforzar su posicionamiento estratégico. Además, la transacción permitiría a Substrate AI mejorar sus capacidades para atraer y retener al mejor talento al formar parte de un grupo mejor estructurado y con un diseño y capacidad adecuados para los retos del futuro.

12.2. No Exclusión posterior

La Sociedad nos será excluida de cotización, no teniendo esta Oferta como finalidad la exclusión de la cotización de las acciones de Substrae AI.

13. ESTATUTOS

El Oferente no tiene intención de modificar los Estatutos Sociales de la Sociedad ni de ninguna otra sociedad de su Grupo como consecuencia de la Oferta.

14. OTRAS INFORMACIONES

No existe, a fecha de este anuncio, otra información que pueda resultar necesaria para una adecuada comprensión de la Oferta, distinta de la información incluida en este anuncio previo.

En Talavera de la Reina, a 4 de marzo de 2026



Substrate AI, S.A.

Informe de Valoración

Febrero 2026

Substrate AI, S.A.

Calle María de Molina, 41
28006 Madrid
España

16 de febrero de 2026

Estimados señores:

De acuerdo con la propuesta de servicios profesionales de enero de 2026 (en adelante, la "Propuesta"), adjuntamos para su consideración el presente informe (en adelante, el "Informe") solicitado por Substrate AI, S.A. (en adelante, "el Cliente", "Substrate" o "la Compañía") como asesores externos en relación con la valoración del 100% de la Compañía en el contexto de una posible transacción interna.

Este Informe es confidencial y ha sido preparado para la dirección del Cliente (en adelante, la "Dirección") y accionistas y no debe ser copiado o referido, total o parcialmente, sin nuestro consentimiento previo por escrito.

Grant Thornton Advisory, S.L.U.
Paseo de la Castellana, 81
28046 Madrid
T +34 91 576 39 99
www.grantthornton.es

Hemos mostrado el presente informe a la Dirección, quienes nos han hecho los comentarios que han considerado oportunos y hemos recibido una carta de manifestaciones, en la cual nos confirman que, en los aspectos que sean de su conocimiento, no han identificado ningún error u omisión que pueda afectar significativamente a la conclusión de nuestro trabajo, así como que la información proporcionada por Substrate es veraz y completa.

Grant Thornton Advisory, S.L.U. (en adelante, "Grant Thornton" o "GT") agradece la oportunidad brindada por ustedes.

No dude en ponerse en contacto con nosotros en caso de cualquier asunto que requiera una mayor aclaración en relación con este Informe.

Atentamente,

02877863B
Fernando
Beltrán Bustos
(R: B63120513)

Firmado digitalmente por 02877863B Fernando Beltrán Bustos (R: B63120513)
DN: Description=Notario: SERGI GONZALEZ DELGADO/
Núm. protocolo: 2026/1500/Fecha de documento:
05-09-2018, E=fernando.beltran@es.gt.com,
CN=02877863B Fernando Beltrán Bustos (R: B63120513),
SERIALNUMBER=IDCES-02877863B, C=Fernando,
SN=Beltrán Bustos, T=Socio, OU=Advisory,
OID.2.5.4.97=VATES-B63120513, O=Grant Thornton
Advisory SLP, C=ES
Razón: Soy el autor de este documento
Ubicación: la ubicación de su firma aquí
Fecha: 2026.02.24 13:22:39+01'00'
Font: PhantomPDF Version: 10.1.0



Firmado digitalmente por 44580081D Javier González Caballero (R: B63120513)
DN: Description=Notario: SERGI GONZALEZ DELGADO/Protocolo: 2022/4345/ Fecha de nombramiento: 22-09-2022,
E=javier.gonzalez@es.gt.com, CN=44580081D
Javier González Caballero (R: B63120513),
SERIALNUMBER=IDCES-44580081D,
G=Javier, SN=González Caballero, T=Socio,
OU=Advisory,
OID.2.5.4.97=VATES-B63120513, O=Grant
Thornton Advisory, C=ES
Ubicación: la ubicación de su firma aquí
Fecha: 2026.02.24 13:13:22+01'00'

Fernando Beltrán
Socio Director de Advisory

T +34 650 41 43 56
E fernando.beltran@es.gt.com

Javier González Caballero, CFA
Socio de Valoraciones

T +34 659 036 702
E javier.gonzalez@es.gt.com

Índice de contenidos

1.	Resumen ejecutivo	4	Anexo 1. Glosario	19
2.	Introducción	6	Anexo 2. Tasa de descuento	20
3.	Descripción de la Compañía	9	Anexo 3. Balance y ajustes al EV	22
4.	Estimación de valor	11	Anexo 4. Proyecciones financieras	23
5.	Anexos	18		

01

Resumen ejecutivo

Resumen ejecutivo

5

Resumen ejecutivo

Antecedentes

- Substrate es una empresa europea de infraestructura y *software* de inteligencia artificial (“IA”) soberana, segura y sostenible, que combina centros de datos de última generación, servicios de nube especializados y plataformas inteligentes para crear y desplegar IA bajo estándares europeos. La Compañía cotiza en el BME Growth y está enfocada en cumplimiento regulatorio, soberanía del dato y eficiencia energética, ofreciendo soluciones tanto para empresas como para administraciones públicas

Objetivo de nuestro trabajo

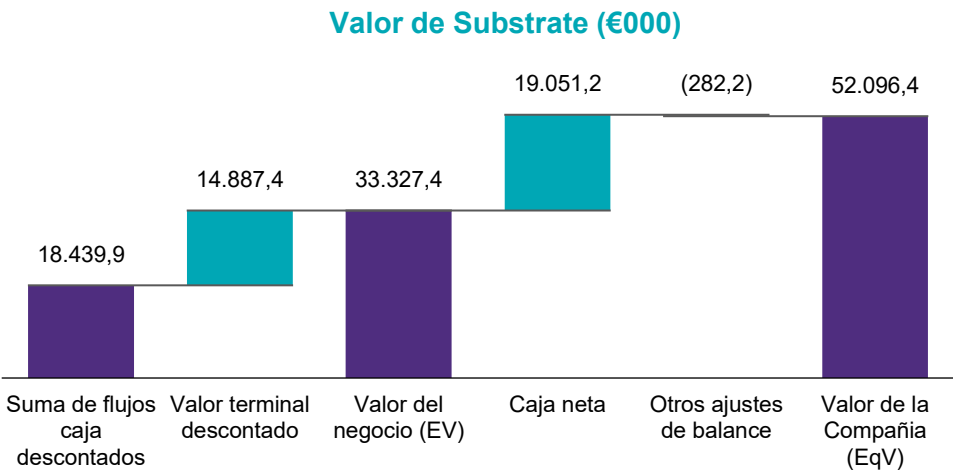
- Grant Thornton ha estimado el valor razonable del 100% de las acciones de la Compañía a 31 de diciembre de 2025 (en adelante, la “Fecha de Valoración”) en el contexto de una posible transacción interna, teniendo en consideración la trayectoria del negocio, su situación actual y en particular sus perspectivas de futuro.

Metodologías de valoración

- Se han aplicado las siguientes metodologías de valoración:
 - Descuento de flujos de caja (“DFC”).
 - Múltiplos de compañías cotizadas comparables, como metodología de contraste.

Conclusión

- De acuerdo con los objetivos y alcance de nuestro trabajo descritos en este Informe y los métodos de valoración empleados, considerando las limitaciones descritas y en el marco de las condiciones contenidas en la Propuesta, concluimos que, a 31 de diciembre de 2025, el valor del 100% de las acciones de la Compañía puede situarse razonablemente entre €47.424,3 miles y €56.768,5 miles.



Fuente: la Compañía y GT

El gráfico presenta puntos medios con fines exclusivamente ilustrativos.

02

Introducción

Introducción

7

Introducción

Objetivo del trabajo

- De acuerdo con las conversaciones mantenidas con la Dirección y siguiendo los términos recogidos en nuestra Propuesta, el objetivo de este Informe es presentar nuestras conclusiones sobre la estimación del valor razonable del 100% de las acciones de la Compañía a 31 de diciembre de 2025 que le sirva al Cliente como referencia de valor en el contexto de una potencial transacción interna, teniendo en consideración la trayectoria del negocio, la situación actual y en particular sus perspectivas de futuro.
- Para llevar a cabo nuestro trabajo, nos hemos apoyado en la amplia experiencia de Grant Thornton en la práctica de la valoración de empresas, siguiendo prácticas habituales de valoración en la profesión y de acuerdo con nuestro criterio independiente como valoradores. Asimismo, hemos realizado los análisis financieros y los procedimientos que hemos considerado necesarios y adecuados a las circunstancias, teniendo en cuenta el contexto económico y de mercado, así como la actual situación de negocio y financiera de los Activos, en el marco de los objetivos del presente trabajo.
- Para cumplir con el objetivo de este Informe, hemos aplicado como metodología principal el descuento de flujos de caja.

Principales procedimientos realizados

- Los procedimientos llevados a cabo para la realización de nuestro trabajo incluyeron, entre otros, los siguientes:
 - Mantenimiento de diversas conversaciones con la Dirección con el fin de recabar toda la información necesaria para la realización de nuestro trabajo.
 - Análisis general de las características, situación actual, perspectivas del sector y del negocio de la Compañía.
 - Análisis de la estructura societaria de Substrate.
 - Determinación de las metodologías de valoración adecuadas para estimar el valor de la Compañía.
 - Análisis de la información pública disponible de compañías comparables, como parte del método de múltiplos de mercado.

- Estimación de un rango de tasa de descuento apropiado para el conjunto del negocio a la Fecha de Valoración.
- A partir de toda la información disponible, construcción de un modelo de valoración.
- Preparación del presente Informe con nuestras conclusiones.

Fuentes de información

- La principal información proporcionada por el Cliente y que ha sido utilizada para los fines del presente Informe ha sido la siguiente:
 - Estados financieros auditados de la Compañía para 2023, 2024 y primer semestre del 2025.
 - Estados financieros no auditados de la Compañía a la Fecha de Valoración.
 - Proyecciones financieras del negocio consolidado de Substrate, con desglose de ingresos y costes, así como de inversiones necesarias, desde la Fecha de Valoración a diciembre de 2030 contenidas en el plan de negocio proporcionado por la Dirección.
 - Información relativa a los períodos medios de cobro, pago y rotación de existencia de la Compañía.
- Las fuentes de información sobre los datos de mercado y económicos analizados para la elaboración del presente Informe han sido las siguientes:
 - Fondo Monetario Internacional (FMI).
 - 2024 Valuation Handbook – Size Premia, Kroll.
 - Prima de riesgo del mercado y país – Aswath Damodaran.
 - S&P Capital IQ.
- Nuestros interlocutores principales para la realización de nuestro trabajo han sido:
 - Lorenzo Serratosa – CEO en Substrate.
 - David Jiménez – CFO en Substrate.
 - Nicolás Damiá – Responsable de M&A en Substrate.

Introducción (cont.)

Consideraciones

- El resultado de nuestro trabajo se circunscribe al contenido del alcance de la Propuesta. En relación con ella, se han tenido en cuenta aquellos factores que se han estimado significativos para llegar a la conclusión de valor.
- La estimación del valor de una empresa es un proceso analítico complejo tanto desde un punto de vista cuantitativo como cualitativo, que implica la utilización de datos objetivos y de decisiones subjetivas, así como de hipótesis sobre los métodos de análisis más apropiados y relevantes, y la aplicación de dichos métodos a las circunstancias concretas, por lo que el sistema y procedimientos que llevan a formarse una opinión razonada y sólida sobre el valor de una compañía no resultan sencillos de sintetizar y de exponer. En caso de que alguna de las hipótesis o cualquiera de la información fundamental en la que se basa esta opinión de valor resultara ser falsa o inexacta, no se podría ni se debería confiar en nuestras conclusiones de valor. Del mismo modo, no podemos asegurar que terceras partes vayan a estar necesariamente de acuerdo con nuestras conclusiones.
- Grant Thornton ha realizado sus análisis y preparado esta valoración basándose en la información financiera disponible a la fecha de este Informe. Grant Thornton se exime de cualquier compromiso u obligación de informar a cualquier persona sobre las modificaciones de cualquier hecho o cuestión que afecte a esta valoración de los que Grant Thornton pudiera tener conocimiento después de la fecha de emisión del Informe y no asume ninguna obligación respecto de la actualización, revisión o confirmación de esta valoración de acuerdo con las circunstancias, desarrollos o eventos que tengan lugar después de dicha fecha.
- Este Informe ha sido preparado para su entrega al destinatario con la condición de tratarlo de forma confidencial y de limitar su difusión total o parcial a terceros, sin la conformidad expresa de Grant Thornton, salvo en aquellos casos que se mencionan de modo explícito y que dan origen al presente trabajo.
- Nuestro trabajo ha estado basado fundamentalmente en la información proporcionada por la Dirección o por sus asesores e información pública, sin que se nos haya solicitado una auditoría de la información financiera, ni comprobación de la exactitud o fiabilidad de ningún tipo de información que nos haya sido proporcionada o a la que hayamos tenido acceso, ni hemos efectuado una inspección física de ningún activo o pasivo concreto, por lo que no emitimos una opinión de auditoría sobre la información que aparece en este Informe.
- Para llegar a nuestra conclusión de valor hemos asumido que toda la información que se nos ha proporcionado es fiable, precisa y completa en todos los aspectos, tanto a la Fecha de Valoración como desde entonces y hasta la fecha de la firma de este Informe, y que cualquier información que es, o puede ser relevante para nuestro encargo, nos ha sido proporcionada en su totalidad.
- Es conveniente destacar que las proyecciones financieras consolidadas de la Compañía, la determinación de los criterios y premisas sobre los que están basadas, así como el detalle de la información pertinente que pudiera afectar a la ejecución de las mismas, como en cualquier proyección que incluye la utilización de hipótesis, éstas podrían no cumplirse, ya que existe la posibilidad de que surjan hechos y circunstancias no previstas que den lugar a variaciones importantes entre estos estados financieros presupuestados y las cifras que finalmente se produzcan.
- En este sentido, no expresamos opinión sobre las hipótesis en relación con los estados financieros de Substrate o de sus participadas, sus estimaciones o proyecciones financieras, así como la adecuación de la razonabilidad de dichas proyecciones.
- De acuerdo con las normas éticas de nuestra profesión, nuestro trabajo se ha realizado de forma independiente y cualquier información obtenida ha sido tratada de forma confidencial. No revelaremos ningún tipo de información a otras partes, salvo en el caso de que ustedes nos lo pidan de manera expresa y contemos con su consentimiento escrito.
- En el caso de obtención de financiación externa o de posibles transacciones con terceros, la validez de este Informe como herramienta de negociación debe necesariamente considerar otros aspectos fuera del alcance de nuestro trabajo. Nuestra opinión no debe considerarse como una evaluación de riesgo de ningún tipo, ni un análisis de la solvencia crediticia de la Compañía.
- Este Informe debe ser leído y considerado en su totalidad, teniendo en cuenta el propósito del mismo y su contexto, y en ningún caso debe interpretarse o extraerse partes del mismo de forma independiente o aislada.

Descripción de la Compañía

Descripción de la Compañía

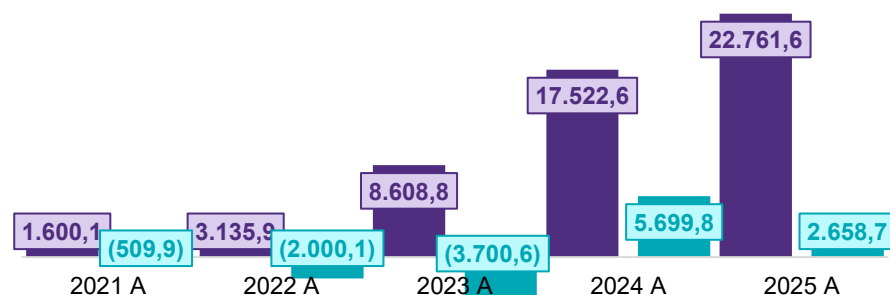
10

Descripción de la Compañía

Substrate

- Substrate es una compañía tecnológica especializada en el desarrollo de infraestructura y *software* de inteligencia artificial, con un enfoque en IA soberana, segura y sostenible, alineada con la normativa de la Unión Europea. La empresa cotiza en España en el mercado BME Growth y ofrece soluciones orientadas tanto a empresas privadas como a administraciones públicas, especialmente en sectores regulados.
- La Compañía proporciona una plataforma integral de IA que combina centros de datos de alta capacidad especializados en cargas de trabajo de IA (*AI Factories*), servicios de nube de IA soberana y plataformas propias para el desarrollo, entrenamiento y despliegue de modelos y agentes inteligentes. Su propuesta permite a las organizaciones adoptar IA avanzada manteniendo el control sobre los datos y el cumplimiento normativo. La Compañía destaca además por su compromiso con la soberanía del dato, la eficiencia energética y la sostenibilidad, integrando infraestructuras optimizadas para alto rendimiento con criterios de reducción de huella de carbono.

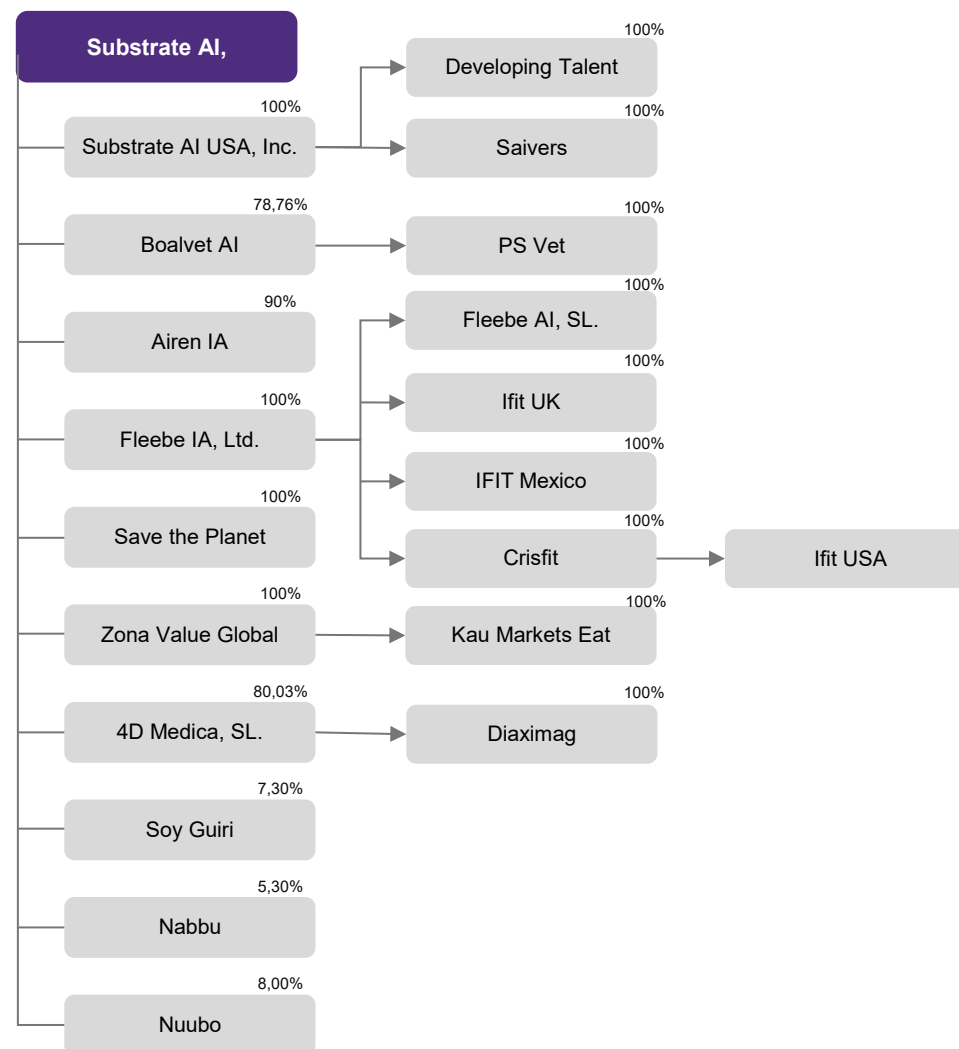
Ingresos y EBITDA consolidados (000€) 2021 – 2025



■ Importe neto de cifra de negocio ■ EBITDA

Fuente: la Compañía

Organigrama



Fuente: la Compañía

Estimación de valor

Metodología de estimación de valor	12
Conclusión de valoración – DFC	15
Múltiplos de mercado	17

Metodología de estimación de valor

Base de la valoración

- Creemos que el valor razonable es la base adecuada para realizar la valoración de la Compañía a la Fecha de Valoración.
- Dicho valor razonable se define como el precio que se recibiría por la venta de un activo o se pagaría por la transferencia de un pasivo en una transacción ordenada en el mercado entre compradores y vendedores libres e informados dispuestos a realizar la transacción en la fecha de la medición y bajo las condiciones de mercado presentes (en adelante, “Valor Razonable” o “VR”).
- Para estimar el VR de un negocio, tal como se define en el párrafo anterior, es indispensable realizar un análisis de su evolución histórica, de su situación actual y sobre todo de sus perspectivas a futuro.

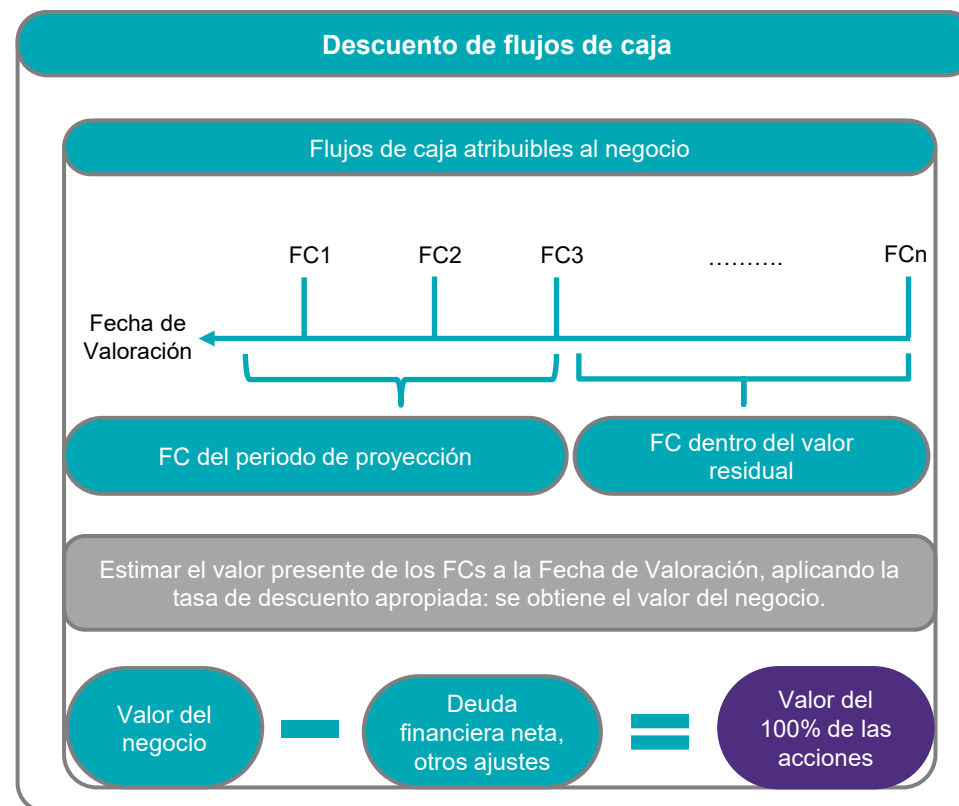
Metodología de valoración

- Los métodos considerados para la valoración de la Compañía han sido:
 1. Descuento de flujos de caja (“DFC”).
 2. Múltiplos de mercado de compañías cotizadas comparables.
- De la evaluación de estos métodos hemos considerado como metodología principal el DFC, siendo el método de múltiplos de mercado una metodología limitada de contraste.

Metodología de estimación de valor (cont.)

1. Descuento de flujos de caja

- El método del DFC se fundamenta en la evolución futura del negocio y sus resultados. Este enfoque es el más adecuado en nuestra opinión para evaluar la Compañía de acuerdo con nuestro entendimiento y con la información de la que hemos dispuesto.
- De acuerdo con el método del DFC, el valor de un negocio es igual al valor actual de los flujos de caja que el mismo generará en el futuro, para un período previamente delimitado, más el valor residual del negocio al final de dicho período, ambos sumandos descontados al valor presente sobre la base de una tasa de actualización que refleje adecuadamente el riesgo de la inversión. El proceso de DFC lo podemos dividir en las fases siguientes:
 - Estimar los flujos de caja libres (en adelante, “FC”) para un determinado período de proyección a partir de unas proyecciones financieras.
 - Determinación de la tasa de descuento apropiada para la Compañía, que considere el riesgo de todos sus negocios y el valor temporal del dinero.
 - Estimar el valor presente de dichos flujos de caja, aplicando la tasa de descuento estimada.
 - Estimar un flujo de caja normalizado y el valor terminal del negocio al final del período de proyección y su valor presente.
 - Agregar el valor terminal descontado y el valor presente de los flujos de caja descontados para obtener el valor del negocio (o *enterprise value*; en adelante, “EV”).
 - Al valor del negocio deberá deducirse o sumarse la posición neta de deuda o tesorería, añadiendo o deduciendo el valor de otros activos y pasivos, respectivamente, para determinar el valor del mercado de las acciones o de los fondos propios (*equity value*, en adelante, “EqV”).
- La tasa de descuento se denomina coste medio ponderado de capital (CMPC o WACC, por sus siglas en inglés) y se interpreta como la rentabilidad que un inversor racional exigiría a un negocio con un riesgo inherente similar al del sector o sectores en el que opera el negocio objeto de análisis. Se calcula como la media ponderada del coste de los fondos propios (o rentabilidad exigida por los accionistas, K_e) y el coste de la deuda (K_d) neto de impuestos (ver Anexo 2 para más detalles del cálculo del WACC).



Metodología de estimación de valor (cont.)

1. Descuento de flujos de caja (cont.)

- Hemos considerado este método de valoración como válido y principal dado que se basa en el valor presente de los flujos de caja futuros esperados de manera razonable para el negocio de la Compañía, descontados a una tasa de descuento que refleja los riesgos inherentes y el valor temporal de los citados flujos.
- Dichos flujos de caja son la consecuencia de unas proyecciones financieras consolidadas de los resultados de la Compañía que se valoran para los próximos años, junto con las inversiones y desinversiones tanto en capital circulante como en activos operativos de acuerdo con las previsiones de la Dirección.
- Así, el método incorpora el resultado de evaluar todos los factores que afectan al negocio y permite realizar ejercicios de sensibilidad en aquellas variables de ingresos, costes o inversiones que se consideren necesarios.
- Este método de valoración se aplica bajo el supuesto de negocio en marcha, es decir, suponiendo la continuidad del negocio sobre la base de las condiciones actuales y las que se deriven de la gestión futura del mismo.

2. Múltiplos de mercado de compañías cotizadas comparables

- El método de múltiplos de compañías cotizadas comparables indica el VR de los fondos propios de una compañía comparándolo con los múltiplos resultantes de compañías cotizadas cuyos negocios sean razonablemente similares. Las condiciones y las expectativas de las compañías comparables dependen de factores comunes tales como la demanda global de sus productos y servicios, su tamaño, naturaleza del negocio, rentabilidad y expectativas de crecimiento, entre otros.
- Después de identificar y seleccionar las compañías comparables, se analiza su negocio y sus resultados financieros para establecer la similitud relativa. Se calculan los múltiplos de precio y valor de negocio, u otros que se consideren relevantes, de las compañías comparables y después se ajustan, si se considera apropiado, con factores tales como el tamaño, el crecimiento, la rentabilidad, el riesgo y el retorno de la inversión. Los múltiplos ajustados se aplican a los resultados del negocio analizado para concluir en una valoración.
- Para la correcta aplicación de este método, aunque se trate de un método de contraste en el proceso de valoración de la Compañía, es necesario que exista información pública fiable y correspondiente a compañías con un alto grado de comparabilidad con el negocio de la Compañía.
- La muestra de compañías cotizadas comparables utilizada como método de contraste de la estimación del VR de la Compañía está basada en compañías cotizadas que operen en el sector de inteligencia artificial, recursos humanos y salud, principalmente en el mercado europeo.
- Para la estimación del rango de valor por esta metodología, hemos seleccionado el múltiplo de EV/EBITDA como el más representativo y comparable, ya que está libre de posibles diferencias en criterios contables relativos a las políticas de amortización de activos y por ser de amplia y general aceptación en la práctica profesional de valoración de empresas.

Conclusión de valoración – DFC

Valoración de Substrate

- Los FC estimados se derivan de las conversaciones mantenidas con la Dirección y de las proyecciones financieras consolidadas facilitadas por la misma para el período que comprende entre el 1 de enero de 2026 hasta el 31 de diciembre de 2030 (ver Anexo 4) y se descuentan mediante la aplicación de una tasa de descuento o WACC entre el 35,5% y 43,0% (ver Anexo 2).
 - Esta tasa de descuento pretende recoger, además de las distintas localizaciones geográficas de los ingresos de Substrate (España, Estados Unidos, Reino Unido, Asia y América Latina), el riesgo incorporado en las proyecciones en relación con los resultados provenientes de líneas de negocio no asentadas o con escaso peso relativo en el total de la Compañía a la Fecha de Valoración, que sin embargo pasan a tener un peso superior al de las actuales en los últimos años proyectados.
 - Se ha aplicado una tasa impositiva del 25,7% para el periodo comprendido entre enero de 2026 hasta diciembre de 2030 correspondiente a la tasa impositiva ponderada por ingresos para España, Estados Unidos, Reino Unido, Asia y América Latina.
 - Hemos aplicado el criterio de *mid-year* en el cálculo del período de descuento, que considera como simplificación que los flujos de caja se generan de manera homogénea a lo largo del ejercicio.
 - Capital circulante ("WK"): el periodo medio de cobro, el periodo medio de pago y la rotación de existencias se han proyectado de forma progresiva desde el primer año de proyección, de manera que, tomando como punto de partida la situación histórica reciente, se converge en 2030 a los días objetivo facilitados por la Dirección.
 - La suma de los FC descontados se sitúa entre €16.949,3 miles y €19.930,6 miles.
- 1 Para el cálculo del valor terminal hemos estimado un FC normalizado de €25.170,2 miles que se ha obtenido considerando:
- Crecimiento a perpetuidad nulo, considerando así que el último año proyectado ya es un ejercicio normalizado que recoge hipótesis de crecimiento acumulado y rentabilidad elevadas, sin prever un crecimiento adicional sostenible más allá de ese nivel.

- La amortización se ha calculado en línea con el último período de la proyección de CAPEX facilitada por la Dirección, ejercicio 2030, considerado como normalizado. No se han considerado inversiones relacionadas con crecimiento inorgánico.
- El valor terminal se ha descontado a las mismas tasas que los flujos, siendo el rango del valor presente entre €11.706,0 y €18.068,9 miles.

DCF

€000	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E	Valor terminal
EBIT	154,9	2.801,4	16.410,8	30.754,5	32.443,2	33.871,5
EBIT x T	(39,8)	(719,6)	(4.215,8)	(7.900,5)	(8.334,4)	(8.701,3)
Tax rate %	25,7%	25,7%	25,7%	25,7%	25,7%	25,7%
NOPLAT	115,1	2.081,7	12.195,0	22.853,9	24.108,8	25.170,2
D&A	3.466,0	4.710,5	5.116,4	5.694,1	5.707,1	4.278,8
CAPEX	(2.629,4)	(2.779,4)	(2.951,9)	(3.550,4)	(4.278,8)	(4.278,8)
Δ WC	(898,4)	1.805,6	(1.827,6)	(7.028,9)	(9.341,5)	-
FCF	53,4	5.818,4	12.531,9	17.968,7	16.195,6	25.170,2
Periodo	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	
WACC mín.	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%	
WACC máx.	43,0%	43,0%	43,0%	43,0%	43,0%	
Factor de descuento (WACC mín.)	0,86	0,63	0,47	0,35	0,25	
Factor de descuento (WACC máx.)	0,84	0,58	0,41	0,29	0,20	
FCF descontado (WACC mín.)	45,8	3.688,9	5.863,7	6.204,8	4.127,3	
FCF descontado (WACC máx.)	44,6	3.402,5	5.124,8	5.138,5	3.238,8	

Fuente: la Compañía y GT

1 Valor terminal

	31/12/2025	
€000	Mín.	Máx
Flujo normalizado	25.170,2	25.170,2
Crecimiento a perpetuidad	0,0%	0,0%
Valor terminal	58.535,5	70.902,1
Valor terminal descontado	11.706,0	18.068,9

Fuente: la Compañía y GT

Conclusión de valoración – DFC (cont.)

Valoración de Substrate (cont.)

- Agregando los FC descontados y el valor terminal descontado, obtenemos el valor del negocio o *enterprise value* de la Compañía, que se ha estimado entre €26.655,3 miles y €37.999,5 miles.

Estimación de valor

€000	31/12/2025	
	Mín.	Máx
Suma de flujos de caja descontados	16.949,3	19.930,6
Valor terminal descontado	11.706,0	18.068,9
Valor del negocio (EV)	28.655,3	37.999,5

Fuente: la Compañía y GT

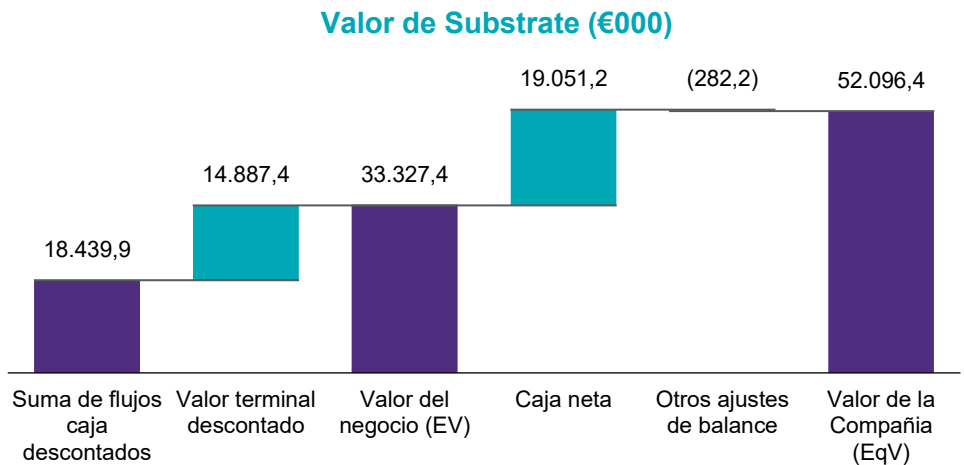
- La valoración se ha realizado considerando el conjunto de las líneas de negocio de Substrate (Salud, RRHH, Fintech, Agritech e iCloud), líneas cuyos ingresos y resultados están incorporados en las proyecciones facilitadas. No obstante, dada la distinta fase de desarrollo y grado de madurez de cada actividad, la contribución al valor del negocio global se concentra de forma muy significativa en las divisiones de Salud y RRHH. Las líneas restantes, actualmente con un perfil de riesgo muy superior, tienen un impacto muy limitado en la valoración del 100% de las acciones, reflejando dicho riesgo en los niveles de las tasas de descuento aplicadas, como se ha indicado en la página anterior.
- El Valor Razonable del 100% de las acciones de la Compañía es el resultado de la agregación de:
 - El valor del negocio o *enterprise value*, calculado de acuerdo con los criterios descritos previamente.
 - (+/-) Deuda financiera neta (ver Anexo 3).
 - (+/-) Otros ajustes de balance (ver Anexo 3).

- De este modo, de acuerdo con los objetivos y alcance de nuestro trabajo descritos en este Informe y los métodos de valoración empleados, considerando las limitaciones descritas y en el marco de las condiciones contenidas en la Propuesta, concluimos que, a 31 de diciembre de 2025, el valor del 100% de las acciones de la Compañía puede situarse razonablemente entre €47.424,3 miles y €56.768,5 miles.

Estimación de valor

€000	31/12/2025	
	Mín.	Máx
Suma de flujos de caja descontados	16.949,3	19.930,6
Valor terminal descontado	11.706,0	18.068,9
Valor del negocio (EV)	28.655,3	37.999,5
Caja neta / (Deuda neta)	19.051,2	19.051,2
Otros ajustes de balance	(282,2)	(282,2)
Valor de la Compañía (EqV)	47.424,3	56.768,5

Fuente: la Compañía y GT



Fuente: la Compañía y GT

El gráfico presenta puntos medios con fines exclusivamente ilustrativos.

Múltiplos de mercado

Múltiplos implícitos Substrate

- La siguiente tabla muestra los múltiplos implícitos del EBITDA derivados del EV de Substrate:

Múltiplos implícitos

	2025A		2026E	
	Min	Máx	Min	Máx
EV / EBITDA	10,8x	14,3x	7,9x	10,5x

Fuente: la Compañía y GT

- Una vez analizadas las empresas cotizadas comparables con Substrate, hemos concluido que este método presenta un grado de comparabilidad que, aunque limitado, nos permite, a pesar de las diferencias relacionadas con cuestiones como el tamaño, la diversidad de actividades, la cobertura geográfica y las circunstancias del negocio de cada cotizada respecto del de Substrate, aplicar los resultados de este análisis como método de contraste moderadamente válido a nuestra conclusión y de acuerdo con el objetivo de este Informe.
- En este caso, los múltiplos implícitos derivados de los resultados del DFC respecto al EBITDA se encuentran en línea o ligeramente por debajo de los múltiplos obtenidos con el método de contraste.

Múltiplos comparables – compañías cotizadas

- A continuación, se muestran los múltiplos de compañías cotizadas con cierto grado de comparabilidad con Substrate.

Múltiplos cotizadas

	2025A	2026E
	EV/EBITDA	EV/EBITDA
Automatic Data Processing, Inc.	17,8x	16,8x
CSG Systems International, Inc.	9,3x	8,9x
Datrix S.p.A.	16,5x	11,2x
Exasol AG	14,1x	14,4x
Expert.ai S.p.A.	n.a.	19,1x
SAP SE	21,0x	18,3x
Sinch AB (publ)	8,5x	8,2x
Amadeus FiRe AG	7,6x	5,1x
Straumann Holding AG	19,0x	17,3x
Revenio Group Oyj	17,5x	15,6x
Hays plc	9,5x	9,6x
PageGroup plc	10,2x	8,3x
SAP SE	21,0x	18,3x
Automatic Data Processing, Inc.	17,8x	16,8x
Oracle Corporation	21,7x	19,1x
Guangdong Aofei Data Technology Co., Ltd.	22,0x	17,5x
Teradata Corporation	7,0x	6,8x
Xperi Inc.	3,5x	3,2x
Substrate Artificial Intelligence, S.A.	7,4x	5,5x
Metall Zug AG	n.a.	14,4x
Robert Walters plc	20,6x	9,6x
Paycom Software, Inc.	9,6x	8,9x
Lectra	12,4x	10,6x
Media	14,0x	12,3x
Mediana	14,1x	11,2x

Fuente: S&P Capital IQ

Anexos

Anexo 1. Glosario	19
Anexo 2. Tasa de descuento	20
Anexo 3. Balance y ajustes al EV	22
Anexo 4. Proyecciones financieras	23

Anexo 1: Glosario

€	Euros
000€	Miles de euros
Capex	Inversión en activo fijo (<i>Capital Expenditures</i>)
CMPC	Coste Medio Ponderado del Capital
Cont.	Continuación
DFC	Descuento de flujos de caja
DFN	Deuda financiera neta
D&A	Depreciación y Amortización (<i>Depreciation and Amortization</i>)
EBIT	Beneficio antes de intereses e impuestos (<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>)
EBITDA	Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>)
EV	Valor de negocio (<i>Enterprise Value</i>)
Equity Value	Valor de los fondos propios
FCL	Flujo de caja libre
FMI	Fondo monetario internacional
GT	Grant Thornton Advisory S.L.P.

IPC	Índice de precios al consumo
KPIs	Key Performance Indicators
La Dirección	La dirección de Substrate AI
Mg EBIT	Margen EBIT
Mg EBITDA	Margen EBITDA
Nº	Número
n.a.	No aplica
RRHH	Recursos Humanos
S.A.	Sociedad Anónima
NOPLAT	Beneficio operativo neto menos impuestos ajustados (<i>net operating profit less adjusted taxes</i>)
S.L.	Sociedad Limitada
Substrate AI	Substrate AI, S.A.
VR	Valor razonable
WACC	Coste Medio Ponderado de Capital (<i>Weighted Average Cost of Capital</i>)
WC	Capital de trabajo (<i>working capital</i>)

Anexo 2: Tasa de descuento

Cálculo del coste medio ponderado de capital (CMPC o WACC)

Cálculo del WACC

Concepto	Símbolo	Descripción
Coste del Capital		
Tasa libre de riesgo	Rf	Rentabilidad promedio del bono del gobierno a 10 años (últimos 12 meses) ¹ .
Beta apalancada	β_L	Medida del riesgo de un título o una cartera en relación al riesgo sistemático del mercado.
Prima de riesgo del capital	Pm	Diferencial histórico entre la Tasa Libre de Riesgo (Rf) y la rentabilidad de un portofolio del total del mercado bursátil (Rm) ² .
Prima de riesgo del mercado		
Prima de riesgo del país		
Prima de riesgo adicional	α	Prima de riesgo adicional por motivos de tamaño, concentración de riesgo, etc.
Coste del capital	$K_e = R_f + (\beta_L \times P_m) + \alpha$	Rentabilidad esperada por los proveedores de capital (accionistas) a los recursos financieros que invierten en ella.
Coste de la Deuda		
Coste bruto de la deuda	DF	Coste de la deuda antes de impuestos.
Tasa impositiva	Ti	Tasa impositiva nominal.
Coste de la deuda	$K_d = (DF) \times (1 - T_i)$	Rentabilidad esperada por los proveedores de recursos ajenos a la compañía a L/P.
Estructura de capital objetivo		
% Capital	$E / (D + E)$	Relación entre el valor de los FFPP a valor de mercado y el valor del negocio de empresas comparables.
% Deuda	$D / (D + E)$	Relación entre el valor de la deuda financiera y el valor del negocio de empresas comparables.
WACC	$K_e \times E/(D+E) + K_d \times D/(D+E)$	Coste Medio Ponderado del Capital (Weigthed Average Cost of Capital)

Fuente: S&P Capital IQ

1. Rentabilidad promedio del bono a 10 años emitido por el Gobierno de Alemania durante los últimos 12 meses (referencia sin riesgo de la moneda en la que están denominados los estados financieros).
2. Se calcula como la suma de la prima de riesgo implícita del mercado y la prima de riesgo del país.
 - Prima de riesgo de un mercado maduro, en este caso el estadounidense, que es igual a la TIR (menos la tasa libre de riesgo) del S&P 500, promedio de los últimos 10 años, basada en el coste del Índice, los beneficios estimados por el consenso de los analistas, y la retribución esperada (que incluye los dividendos y la recompra de acciones).
 - La prima de riesgo del país (promedio de los últimos 10 años) se basa en el diferencial de impago del país, ajustado por la volatilidad relativa del mercado de renta variable frente al de renta fija ($Vol\ S\&P\ Emerging\ Market\ Equity\ Index / Vol\ S\&P\ Emerging\ Market\ Equity\ Index \times spread$ implícito de impago del rating del país = CRP; fuente: A. Damodaran 2025)

Anexo 2: Tasa de descuento

Cálculo del coste medio ponderado de capital (CMPC o WACC)

Cálculo WACC

Concept	WACC ponderada		United States		Spain		United Kingdom		China		Canadá		México		Germany	
	Min.	Max.	Min.	Max.	Min.	Max.	Min.	Max.	Min.	Max.	Min.	Max.	Min.	Max.	Min.	Max.
Coste del Capital																
Tasa libre de riesgo	2,9%	2,6%	2,9%	2,6%	2,9%	2,6%	2,9%	2,6%	2,9%	2,6%	2,9%	2,6%	2,9%	2,6%	2,9%	2,6%
Beta apalancada	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01
Prima de riesgo del capital	5,5%	6,4%	4,5%	5,0%	5,8%	7,1%	5,0%	5,7%	5,1%	5,9%	4,2%	5,0%	6,7%	7,0%	4,2%	5,0%
Prima de riesgo del mercado	4,2%	5,0%	4,2%	5,0%	4,2%	5,0%	4,2%	5,0%	4,2%	5,0%	4,2%	5,0%	4,2%	5,0%	4,2%	5,0%
Prima de riesgo del país	1,2%	1,4%	0,2%	0,0%	1,6%	2,1%	0,8%	0,7%	0,9%	0,9%	0,0%	0,0%	2,5%	2,0%	0,0%	0,0%
Prima de riesgo adicional	27,8%	34,7%	27,8%	34,7%	27,8%	34,7%	27,8%	34,7%	27,8%	34,7%	27,8%	34,7%	27,8%	34,7%	27,8%	34,7%
Coste del capital	36,1%	43,8%	35,1%	42,4%	36,4%	44,4%	35,7%	43,1%	35,8%	43,3%	34,9%	42,4%	37,4%	44,4%	34,9%	42,4%
Coste de la Deuda																
Coste bruto de la deuda	4,5%	4,3%	4,3%	4,3%	4,5%	4,3%	4,5%	4,3%	4,5%	4,3%	4,5%	4,3%	4,5%	4,3%	4,5%	4,3%
Tasa impositiva	25,7%	25,7%	25,6%	25,6%	25,0%	25,0%	19,0%	19,0%	25,0%	25,0%	26,1%	26,1%	30,0%	30,0%	29,9%	29,9%
Coste de la deuda	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%	3,4%	3,2%	3,6%	3,4%	3,4%	3,2%	3,3%	3,1%	3,1%	3,0%	3,1%	3,0%
Estructura de capital objetivo																
% Capital	98,1%	98,1%	98,1%	98,1%	98,1%	98,1%	98,1%	98,1%	98,1%	98,1%	98,1%	98,1%	98,1%	98,1%	98,1%	98,1%
% Deuda	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
WACC	35,5%	43,0%	34,5%	41,6%	35,8%	43,7%	35,1%	42,3%	35,2%	42,5%	34,3%	41,6%	36,7%	43,6%	34,3%	41,6%
% peso	100,0%	100,0%	17,5%	17,5%	52,5%	52,5%	7,0%	7,0%	0,0%	0,0%	3,9%	3,9%	13,2%	13,2%	5,9%	5,9%
WACC ponderada	35,5%	43,0%	6,0%	7,3%	18,8%	22,9%	2,4%	2,9%	0,0%	0,0%	1,3%	1,6%	4,8%	5,8%	2,0%	2,5%

Funte: S&P Capital IQ

Anexo 3: Balance y ajustes al EV

Balance de situación

€000	31/12/2025
ACTIVO NO CORRIENTE	
Inmovilizado intangible	29.177,1
Inmovilizado material	388,0
Derechos de uso	456,8
1 Créditos a empresas del grupo	25.805,1
2 Inversiones financieras a largo plazo	3.410,2
1 Activos por impuesto diferido	1.289,1
Activo no corriente	60.526,3
ACTIVO CORRIENTE	
Existencias	1.806,1
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	6.754,6
3 Inversiones financieras a corto plazo	1.431,7
2 Periodificaciones	262,9
4 Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	1.459,8
Activo corriente	11.714,9
Activo total	72.241,3
PATRIMONIO NETO	
Fondos propios	45.522,2
Socios externos	3.184,2
Diferencias de conversión	(37,8)
Patrimonio neto	48.668,6
PASIVO NO CORRIENTE	
3 Provisiones a largo plazo	0,6
5 Deudas a largo plazo	3.822,8
6 Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	802,5
4 Pasivos por impuesto diferido	1.645,3
7 Ingresos a distribuir en varios ejercicios	540,0
Pasivo no corriente	6.811,2
PASIVO CORRIENTE	
5 Provisiones a corto plazo	149,3
8 Deudas a corto plazo	7.723,7
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	8.811,4
6 Periodificaciones a corto plazo	77,2
Pasivo corriente	16.761,5
Total patrimonio neto y pasivo	72.241,3

Fuente: la Compañía y GT

Caja neta / (Deuda neta)

€000	31/12/2025
1 Créditos a empresas del grupo	25.805,1
2 Inversiones financieras a largo plazo	3.243,0
3 Inversiones financieras a corto plazo	1.429,3
4 Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	1.357,6
5 Deuda a largo plazo	(3.785,7)
6 Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	(802,5)
7 Ingresos a distribuir en varios ejercicios	(540,0)
8 Deuda a corto plazo	(7.655,5)
Caja neta / (Deuda neta)	19.051,2

Fuente: la Compañía y GT

Otros ajustes de balance

€000	31/12/2025
1 Activos por impuesto diferido	1.281,9
2 Periodificaciones	262,9
3 Provisiones a largo plazo	(0,4)
4 Provisiones a corto plazo	(119,5)
5 Pasivos por impuesto diferido	(1.645,3)
6 Periodificaciones a corto plazo	(61,7)
Otros ajustes de balance	(282,2)

Fuente: la Compañía y GT

- Se han ajustado proporcionalmente las partidas correspondientes a la deuda financiera neta y a otros ajustes de balance correspondientes a la sociedad 4D Médica, S.L., donde la Compañía ostenta una participación del 80,03%. El resto de posibles ajustes por tener una participación inferior al 100% para el resto de las compañías del grupo no se han considerado por cuestiones de materialidad.

Anexo 4: Proyecciones financieras

Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada

Proyecciones financieras

€000	2023 A	2024 A	2025 A	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
Importe neto de cifra de negocio	8.608,8	17.522,6	22.761,6	27.953,7	56.214,0	110.498,3	174.961,0	176.910,6
Aprovisionamientos	(2.852,1)	(4.048,0)	(8.103,2)	(11.319,0)	(18.729,1)	(20.705,7)	(23.463,3)	(26.895,1)
Margen bruto	5.756,7	13.474,6	14.658,4	16.634,7	37.484,9	89.792,5	151.497,6	150.015,5
Otros ingresos de explotación	5.214,1	7.944,2	-	-	-	-	-	-
Gastos de personal	(3.963,3)	(5.544,3)	(3.196,2)	(4.747,4)	(5.889,6)	(8.418,5)	(10.184,0)	(10.251,4)
Otros gastos de explotación	(10.708,1)	(10.174,7)	(8.803,4)	(8.266,4)	(24.083,4)	(59.846,8)	(104.865,1)	(101.613,8)
EBITDA	(3.700,6)	5.699,8	2.658,7	3.620,9	7.511,9	21.527,2	36.448,6	38.150,3
Amortización del inmovilizado	(1.263,3)	(1.983,3)	(1.713,4)	(3.466,0)	(4.710,5)	(5.116,4)	(5.694,1)	(5.707,1)
EBIT	(7.616,2)	3.441,2	945,3	154,9	2.801,4	16.410,8	30.754,5	32.443,2

Fuente: la Compañía y GT

KPI's

€000	2023 A	2024 A	2025 A	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
Crecimiento ventas (%)	N.A.	103,5%	29,9%	22,8%	101,1%	96,6%	58,3%	1,1%
Aprovisionamientos / Ventas (%)	-33%	-23%	-36%	-40%	-33%	-19%	-13%	-15%
Margen bruto (%)	67%	77%	64%	60%	67%	81%	87%	85%
Gastos de personal/ Ventas (%)	-46%	-32%	-14%	-17%	-10%	-8%	-6%	-6%
Otros gastos de explotación / Ventas (%)	-124%	-58%	-39%	-30%	-43%	-54%	-60%	-57%
Margen EBITDA (%)	-43%	33%	12%	13%	13%	19%	21%	22%
Crecimiento amortización (%)	N.A.	57,0%	(13,6%)	102,3%	35,9%	8,6%	11,3%	0,2%
Margen EBIT (%)	-88%	20%	4%	1%	5%	15%	18%	18%

Fuente: la Compañía y GT



www.grantthornton.es

© 2026 Grant Thornton Advisory SLU. All rights reserved.

'Grant Thornton' refers to the brand under which the Grant Thornton member firms provide assurance, legal, tax and advisory services to their clients and/or refers to one or more member firms, as the context requires.

Grant Thornton Advisory SLU is a member firm of Grant Thornton International Ltd (GTL). GTL and the member firms are not a worldwide partnership. GTL and each member firm is a separate legal entity. Services are delivered by the member firms. GTL does not provide services to clients. GTL and its member firms are not agents of, and do not obligate, one another and are not liable for another's acts or commissions.