

## RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Software

Precio de Cierre: EUR 0,22 (3 nov 2023)

Fecha del informe: 6 nov 2023 (16:00h)

**Noticia importante**

Análisis Independiente de Compañías

### Noticia importante

**Opinión** <sup>(1)</sup>: Positiva

**Impacto** <sup>(1)</sup>: Tendremos que subir estimaciones

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

+34 915 904 226

## SAI continúa creciendo vía M&A (con un elevado impacto dilutivo)

### Descripción del negocio

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.

**SAI VUELVE A IMPULSAR SU CRECIMIENTO VÍA M&A...** SAI ha anunciado la adquisición del 70% del capital de las sociedades Binit y Deltanova, cabeceras del Grupo Binit. El cual se dedica a la consultoría de desarrollo de software en España, UK y LATAM (con más de 100 empleados vs 52 empleados de SAI en 1S23). El objetivo es que funcionen como desarrolladoras de software para las compañías de SAI y presten servicios de consultoría a terceros.

### Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	8,9	9,5
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	26,7	28,6
Número de Acciones (Mn)	40,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	0,56 / 0,29 / 0,17	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,25	
Rotación <sup>(3)</sup>	705,0	
Factset / Bloomberg	SAI-ES / SAI SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**... QUE SUPONDRÁ UNOS INGRESOS DE EUR C.3,5MN NTM.** La compañía estima que la adquisiciones aporten en los próximos 12m unos ingresos de EUR 3,5Mn (lo que supone un salto significativo en tamaño; SAI: EUR 3,1Mn 2022 y EUR 6,9Mn 2023e) y un EBITDA de EUR c.0,4Mn (incluyendo capitalizaciones). Lo que nos llevará a subir nuestras estimaciones para el periodo 2023e – 2025e.

**ADQUISICIONES ALTAMENTE DILUTIVAS...** El precio de Binit se ha fijado en EUR 5,4Mn (20% s/EV Actual) y el de Deltanova en EUR 0,6Mn (2% s/EV actual). Ambas adquisiciones se pagarán íntegramente con acciones de SAI, mediante una ampliación de capital no dineraria (con acciones tipo A y B). Hablamos de ampliaciones de gran materialidad y potencial dilución. Ya que el aumento en el número de acciones será muy significativo en ambos tipos de acciones (A y B). Adicionalmente, SAI ha comunicado la conversión de bonos convertibles por valor de EUR 0,5Mn, con la emisión de 2,2Mn de acciones tipo A (3,2% s/total post emisión).

**... ADICIONALES A LAS ANUNCIADAS RECIENTEMENTE.** SAI comunicó en septiembre una ampliación de capital no dineraria por importe de EUR 11,7Mn, con la emisión de 27,0Mn de acciones tipo A (71% de las acciones A en circulación a esa fecha). Y 42,3Mn de acciones tipo B (44% de las acciones en circulación; ver página 3 para más detalle). Las acciones todavía no están en circulación.

**Y QUE SEGUIRÁN LIMITANDO LOS DERECHOS ECONÓMICOS DE LAS ACC TIPO A.** Los titulares de las acciones tipo B recibirán un dividendo preferente (sujeto a la obtención de beneficios) anual mínimo de EUR 0,01/acc (EUR 1,4Mn de dividendo mínimo, que se incrementará con las sucesivas ampliaciones), siendo muy significativo en una compañía de EUR c.9,0Mn de Mkt Cap y con una expectativa alejada en el tiempo de obtener un BN superior a EUR 1 Mn. Limitando enormemente los derechos económicos de los actuales propietarios de acc. A (condicionados además a altos niveles de pay-out).

**OPERACIONES CON RACIONAL ESTRATÉGICO.** Las nuevas adquisiciones permitirán a SAI aumentar las capacidades de desarrollo de producto y soporte técnico en el área de fintech, agritech, RR. HH., salud y servicios de consultoría. Además, de suponer un salto en tamaño, con impacto significativo en los números de 2024e a nivel de ingresos. Aunque “intuitivo”, ya que la visibilidad del impacto en ingresos es todavía muy reducida.

**EN DEFINITIVA, UN MODELO DE FUERTE (Y RÁPIDO) CRECIMIENTO BASADO EN M&A. PERO ALTAMENTE DILUTIVO.** Estas nuevas adquisiciones ejemplifican el modelo de crecimiento y apuesta por ganar tamaño vía M&A, sin especialización sectorial. Y dado el momento de negocio de SAI (startup), el modelo de crecimiento implica/implicará “necesariamente” ampliaciones de capital significativas y altamente dilutivas (adicionales al impacto de los bonos convertibles). Mantenemos estimaciones 2023e (“de facto” sin impacto por las adquisiciones) de EUR c.7Mn en ingresos y EUR c.-3,3Mn en EBITDA Rec. Aunque tendremos que revisar nuestras estimaciones 2024e - 2025e al alza, y dado la baja visibilidad, la probabilidad de desviaciones en las estimaciones es muy elevada.

### Estructura Accionarial (%) <sup>(5)</sup>

YAMRO Holdings Limited	18,7
United General LTD	9,4
D. Lorenzo Serratosa Gallardo	7,2
Luis Daniel Fernández Perez	7,2
Free Float	38,6

### Comportamiento relativo (base 100)



### Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-3,9	-16,0	-46,3	n.a.
vs Ibex 35	-5,3	-15,9	-54,6	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	-4,8	-11,3	-51,7	n.a.
vs Eurostoxx 50	-5,7	-13,4	-53,8	n.a.
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	-8,2	-12,7	-57,3	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 1.

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

(4) vs Stoxx Europe 600 Technology.

(5) Otros: D. José Iván García Braulio 6,8%, Otros accionistas 11,5%, Autocartera 0,6%.

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

## Substrate Artificial Intelligence (SAI) es una compañía de BME Growth

BME Growth es el segmento destinado a empresas medianas y pequeñas de BME MTF Equity, dirigido y gestionado por la Bolsa Española (BME), estando sujeto a la supervisión de la CNMV. BME MTF Equity no es un Mercado Regulado, estando considerado como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), tal y como se define en la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). En julio de 2020, BME Growth obtuvo el sello de SME Growth Market, nueva categoría de la normativa de la UE, en España denominada Mercado de Pymes en Expansión.

BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él c.140 compañías. Las empresas que cotizan en BME Growth pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

## Anexo 1. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	8,9	
+ Minoritarios	0,2	Rdos. 6m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,5	Rdos. 6m 2023
+ Deuda financiera neta	0,3	Rdos. 6m 2023
- Inmovilizado financiero	0,9	Rdos. 6m 2023
+/- Otros	17,7	Ver nota
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>26,7</b>	

**Nota:** A fecha de este informe el valor de la ampliación de capital no dineraria por importe de EUR 6,0Mn se ha incluido como Otros en el cálculo del EV (además de los EUR 11,7Mn de la ampliación previa, al no estar todavía las acciones en circulación). Por lo que los múltiplos sobre EV en este informe (EV/Ventas; EV/EBITDA...) reflejan el efecto de las nuevas adquisiciones y de la ampliación que las financia. Aunque, a día de hoy, tanto el número de acciones como el número de acciones ajustado no recogen las acciones a emitir en la futura nueva ampliación de capital (si la de septiembre 2023).

Respecto a la ampliación de capital para financiar las adquisiciones de Binit y Deltanova, no se ha desglosado el % de cada clase de acción (A y B a emitir). El potencial impacto dilutivo dependerá del número de acciones de clase A, ya que en términos nominales equivalen a 100 acciones de clase B. La ampliación de capital deberá ser aprobada por la junta general de accionistas cuando sea convocada. De pagarse ambas adquisiciones solo con acciones clase A, SAI tendría que emitir c.27,3Mn de acciones al precio actual (0,22 EUR/acc; 39% s/acc clase A, asumiendo que estuvieran en circulación todas las acciones de la ampliación previa y de la conversión de bonos).

**Ampliaciones de capital:** SAI tiene dos tipos de acciones: A y B. Las acciones A poseen el 100% de los derechos políticos de SAI y sus derechos económicos están condicionados a los de las acciones B. Este informe toma como referencia (Mkt Cap, EV) las acciones tipo A.

Las acciones B (con un valor nominal de EUR 0,001; no hay derecho de suscripción preferente) no tienen derecho de voto. En términos nominales cada acción clase A corresponde a 100 acciones nuevas de clase B. Los titulares de las acciones clase B recibirán un dividendo preferente anual mínimo de EUR 0,01 por cada acción. Este dividendo está condicionado a la existencia de beneficios distribuibles cada ejercicio. Además de esta ampliación, las acciones de clase B se han incorporado como retribución futura en el nuevo plan de incentivos.

## 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

### José Miguel Cabrera van Grieken

Equity research

Jose.cabrera@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
06-Nov-2023	n.a.	0,220	n.a.	n.a.	Noticia importante	Enrique Andres Abad
25-Sep-2023	n.a.	0,224	n.a.	n.a.	Noticia importante	Enrique Andres Abad
03-Ago-2023	n.a.	0,276	n.a.	n.a.	Noticia importante - Subimos estimaciones	Enrique Andres Abad
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

