

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Software

Precio de Cierre: EUR 0,04 (30 jun 2026)

Fecha del informe: 1 jul 2026 (16:35h)

Noticia importante

Análisis Independiente de Compañías

Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

+34 915 631 972

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

Aprovecha su singularidad y capta EUR 39 Mn.

ACUERDO DE EMISIÓN POR HASTA EUR 39,2 MN EN OBLIGACIONES CONVERTIBLES, LIDERADO POR LA SETT. SAI firma un acuerdo de financiación mediante la emisión de obligaciones convertibles por importe máximo de EUR 39,2 Mn con la SETT (Sociedad Española para la Transformación Tecnológica; hasta EUR 19,2 Mn) y los inversores privados 8 International LTD y Loft Structured Opportunities Fund I (hasta EUR 10 Mn cada uno). Las obligaciones devengarán un 7% anual (pagadero en efectivo o en acciones), tendrán vencimiento 30-07-2029 y se convertirán obligatoriamente en acciones de clase A al vencimiento. El precio de conversión será el mayor entre (i) el 80% del precio medio ponderado de cotización -30d previos a la conversión y (ii) el valor nominal de las acciones.

La primera suscripción (prevista en jul-26) es de EUR 4 Mn (EUR 2 Mn por SETT y EUR 2 Mn por inversores privados; impacto marginal de EUR +0,14 Mn en gastos financieros 2026e, no incluido en estimaciones). El resto de las suscripciones podrá ejecutarse durante los siguientes 24 meses hasta el importe máximo comprometido, sin que exista obligación de realizar la totalidad de las suscripciones previstas.

AL MARGEN DEL ACUERDO, ¿QUÉ ES HOY SAI?: PENDIENTE DE ALCANZAR MASA CRÍTICA. SAI sigue pendiente de que sus soluciones de IA alcancen escala suficiente para impulsar sustancialmente los ingresos, algo que no esperamos antes de 2027e. El entorno competitivo continúa siendo muy exigente y el desarrollo de una plataforma de productos/servicios IA requiere una estructura de gastos elevada (c. EUR 19 Mn en 2025). Solo alcanzando masa crítica se podrán absorber dichos costes y alcanzar EBITDA rec. >0. Mientras tanto, el FCF seguirá siendo estructuralmente negativo, y necesitando financiación externa para crecer. El acuerdo anunciado mejora el acceso a capital, pero no altera nuestra visión ni estimaciones 2026e (sin incluir aún los nuevos fondos): ingresos de c.+10%, EBITDA rec. todavía negativo (EUR -2,8 Mn) y FCF de EUR -5,3 Mn.

CONCLUSION: UNA NOTICIA POSITIVA PORQUE, TÉORICAMENTE, ACERCA LA GENERACIÓN DE FCF POSITIVO. El acceso a capital es una restricción evidente del modelo de negocio de una tecnológica pequeña. La singularidad de SAI (una de las pocas compañías españolas desarrollando soluciones de IA) ha permitido resolver ese problema (con una enorme dilución si se capta el 100% de los fondos). La cuantía final de fondos captados es hoy una incógnita pero: 1) el acuerdo respalda el proyecto y 2) incrementa la capacidad de invertir (pese al FCF negativo y elevada DN). La clave en SAI es triple: 1) generar ingresos IA (solo posibles con inversión en soluciones propias), 2) crecer en ingresos y 3) mejorar márgenes. La probabilidad de lograrlo ahora es teóricamente mayor. Pero todo depende de que esa mayor probabilidad sea tangible en resultados (lo que no esperamos en 2026). El fuerte rebote de la acción (c.+92%; -2 días) simplemente la devuelve al nivel -1m. Resuelta la captación de capital hay que darle uso y rentabilizarlo.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	9,6	10,9
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	17,4	19,8
Número de Acciones (Mn)	213,2	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	0,11 / 0,07 / 0,02	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,20	
Rotación ⁽³⁾	537,7	
Refinitiv / Bloomberg	SAI.MC / SAI SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

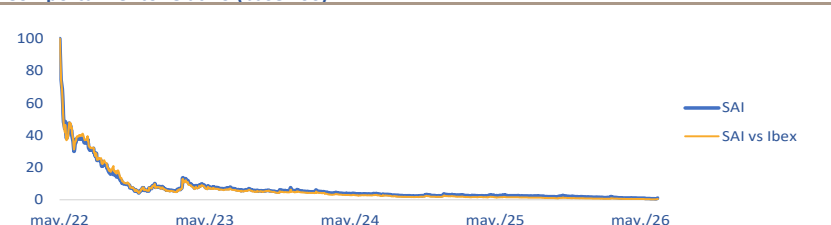
Subgen AI AB ⁽⁷⁾	37,1
Free Float	62,9

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	144,5	206,9	213,2	213,2
Total Ingresos	18,0	19,9	22,3	25,3
EBITDA Rec.	-3,0	-2,8	-1,3	-0,3
% Var.	-34,0	6,4	53,5	78,0
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	5,2	25,7	21,3	16,1
Beneficio neto	-7,5	-2,1	-1,5	-1,1
BPA (EUR)	-0,05	-0,01	-0,01	-0,01
% Var.	-159,7	80,1	33,0	22,4
BPA ord. (EUR)	0,00	-0,01	-0,01	-0,01
% Var.	-98,2	n.a.	33,0	22,4
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-5,7	-5,3	-2,6	-1,8
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	5,2	10,5	13,1	15,0
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROCE (%) ⁽⁵⁾	5,3	n.a.	n.a.	n.a.

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁶⁾

PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	80,1	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	0,2	0,3	0,3	0,3
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,96	0,87	0,78	0,69
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	12,5	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	30,5	-10,9	-58,0	-36,4	-84,4	n.a.
vs Ibex 35	23,1	-22,4	-69,8	-43,5	-92,3	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	31,3	-18,0	-62,1	-39,7	-88,7	n.a.
vs Eurostoxx 50	24,8	-22,0	-64,8	-41,8	-89,2	n.a.
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	24,5	-33,5	-66,2	-49,3	-89,3	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, prevemos una revisión significativa (>5 - 10%, dependiendo del sector) de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.

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

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

(7) Subgen AI AB está controlada por los fundadores de SAI (entre otros Lorenzo Serratos y Jose Iván García).

(*) El EBITDA rec. es un EBITDA "cash", no incluye gastos capitalizados. El EBITDA total sí incluye gastos capitalizados.

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

Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.

Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión.

En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

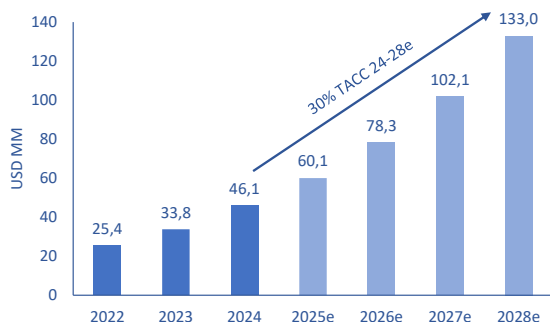
Substrate Artificial Intelligence (SAI) es una compañía de BME Growth

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).

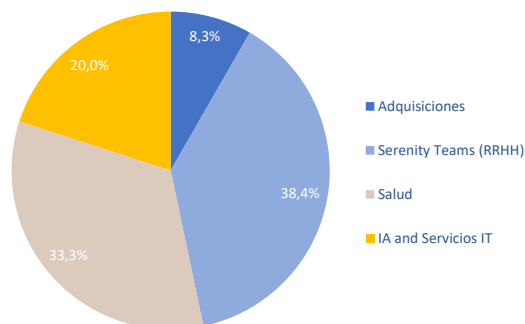
La compañía en 8 gráficos

Inteligencia Artificial: Un sector con alto potencial de crecimiento (30% TACC 24-28e en Europa)

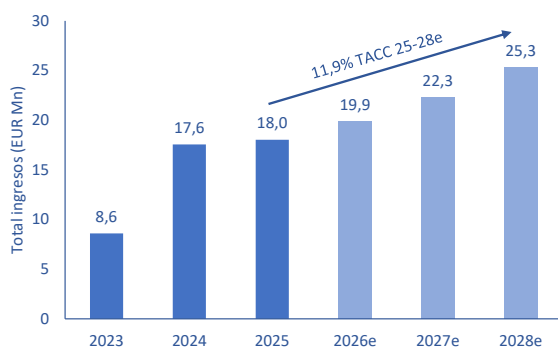


Fuente: IDC (International Data Corporation)

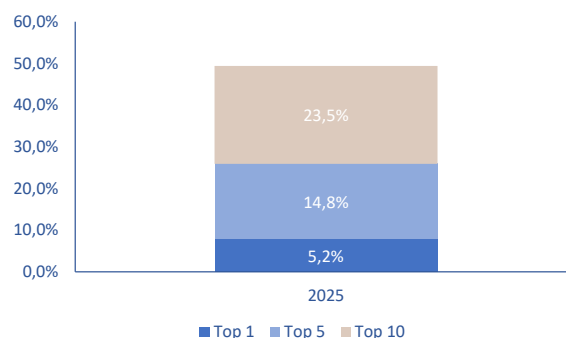
Aunque el mix de ingresos de Substrate (SAI) está todavía explicado (en más de un 70%) por negocios (todavía) no IA (RRHH y Salud)



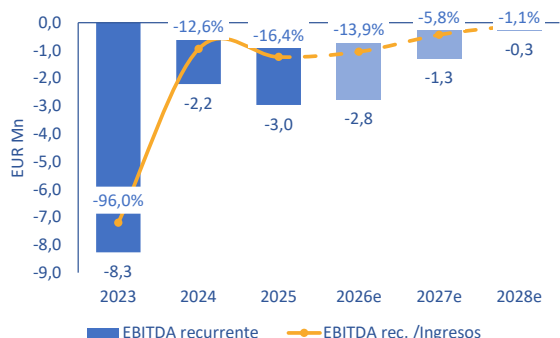
Substrate (SAI): start-up de IA con capacidad de crecimiento (orgánico e inorgánico M&A) (11,9% TACC 25-28e orgánico) ...



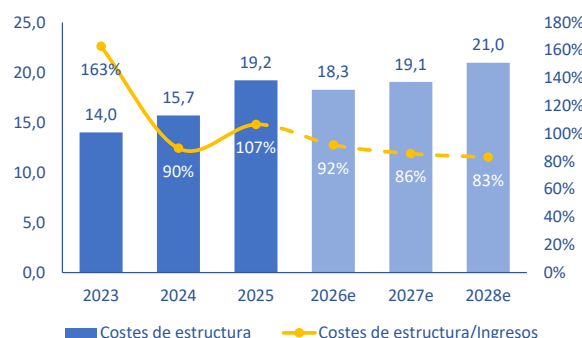
... y con bajo riesgo de concentración de clientes



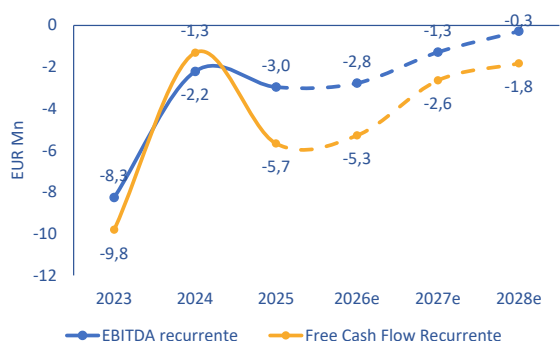
Aunque habrá que esperar para alcanzar break-even en EBITDA Rec., al menos, hasta después de 2027e...



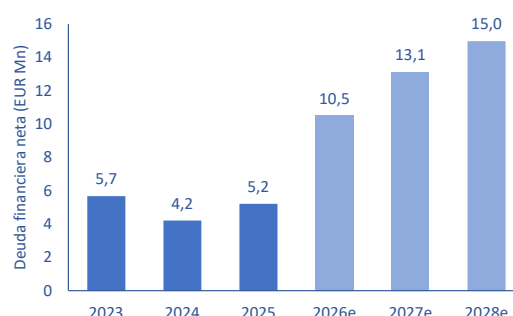
... debido a unos gastos de estructura dimensionados para unos niveles de ingresos superiores...



... empujando la compañía a un flujo de caja recurrente estructuralmente negativo...



... que implica un apalancamiento creciente, con DN 2028e de EUR 15,0Mn.



Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo ⁽¹⁾		
Free Cash Flow "To the Firm"	(4,7)	(1,8)	(0,9)	n.a.		
Market Cap	9,6	A la fecha de este informe				
Deuda financiera neta	5,2	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)				
					Inputs favorables	Inputs desfavorables
Coste de la deuda	7,0%	Coste de la deuda neta			6,8%	7,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=
Coste de la deuda neta	5,6%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			5,4%	5,8%
Risk free rate (rf)	3,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%
Beta (B)	1,6	B (estimación propia)			1,5	1,7
Coste del Equity	12,9%	Ke = Rf + (R * B)			11,6%	14,4%
Equity / (Equity + Deuda Neta)	64,8%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	35,2%	D			=	=
WACC	10,4%	WACC = Kd * D + Ke * E			9,4%	11,4%
G "Razonable"	3,0%				3,0%	2,0%

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

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 26e	BPA 26e-28e	EV/EBITDA 26e	EBITDA 26e-28e	EV/Vtas. 26e	Ingresos 26e-28e	EBITDA/Vtas. 26e	FCF Yield 26e	FCF 26e-28e
Sidetrade	ALBFR.PA	263,9	27,9	23,0%	25,4	13,1%	3,9	11,0%	15,3%	4,2%	5,9%
Median Technologies	ALMDT.PA	233,8	n.a.	41,4%	n.a.	-17,9%	8,9	35,6%	n.a.	n.a.	41,4%
Lectra	LECS.PA	649,2	23,4	35,7%	9,5	19,9%	1,4	6,6%	15,1%	8,4%	18,2%
Europa			25,6	33,4%	17,5	5,0%	4,8	17,7%	15,2%	6,3%	21,8%
C3.ai	AI	1.237,2	n.a.	29,3%	n.a.	33,6%	3,7	9,7%	n.a.	n.a.	48,6%
Palantir Technologies	PLTR.O	244.894,8	79,7	43,3%	n.a.	51,9%	n.a.	44,8%	58,2%	1,5%	43,5%
Estados Unidos			79,7	36,3%	n.a.	42,8%	3,7	27,2%	58,2%	1,5%	46,1%
SAI	SAI.MC	9,6	n.a.	27,9%	n.a.	n.a.	0,9	12,7%	1,1%	n.a.	41,2%

Análisis de sensibilidad (2027e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	-15,3%	(3,4)	-5,1x
Central	-13,9%	(3,1)	-5,6x
Min	-12,5%	(2,8)	-6,2x

B) Análisis de sensibilidad del FCF Rec. frente a variaciones en el EBITDA y CAPEX/Vtas

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	0,4%	0,4%	0,4%
(3,4)	(4,8)	(4,8)	(4,8)
(3,1)	(4,4)	(4,4)	(4,4)
(2,8)	(4,1)	(4,1)	(4,1)

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e		
Inmovilizado inmaterial			8,7	17,6	22,2	23,6	24,4	24,7		
Inmovilizado material			0,2	0,8	0,4	0,6	0,7	0,8		
Otros activos no corrientes			2,0	1,2	1,4	1,4	1,4	1,4		
Inmovilizado financiero			1,0	28,1	22,8	22,8	22,8	22,8		
Fondo de comercio y otros intangibles			22,5	6,6	7,4	7,4	7,4	7,4		
Activo circulante			5,6	6,1	10,2	8,7	9,7	10,9		
Total activo			40,0	60,2	64,5	64,6	66,5	68,0		
Patrimonio neto			22,9	41,1	39,5	37,3	35,9	34,7		
Minoritarios			0,9	0,6	3,1	3,1	3,1	3,1		
Provisiones y otros pasivos a LP			4,3	4,9	4,3	4,3	4,3	4,3		
Otros pasivos no corrientes			0,6	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5		
Deuda financiera neta			5,7	4,2	5,2	10,5	13,1	15,0		
Pasivo circulante			5,7	8,7	11,8	8,7	9,4	10,3		
Total pasivo			40,0	60,2	64,5	64,6	66,5	68,0		

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
									21-25	25-28e
Total Ingresos			8,6	17,6	18,0	19,9	22,3	25,3	<i>n.a.</i>	11,9%
Cto.Total Ingresos			<i>n.a.</i>	103,9%	2,6%	10,4%	11,9%	13,5%		
Coste de ventas			(2,9)	(4,0)	(1,8)	(4,4)	(4,5)	(4,6)		
Margen Bruto			5,8	13,5	16,3	15,5	17,8	20,7	<i>n.a.</i>	8,4%
Margen Bruto / Ingresos			66,9%	76,9%	90,2%	77,9%	79,9%	81,9%		
Gastos de personal			(4,0)	(5,5)	(3,3)	(3,9)	(4,0)	(4,4)		
Otros costes de explotación			(10,1)	(10,2)	(15,9)	(14,3)	(15,1)	(16,6)		
EBITDA recurrente			(8,3)	(2,2)	(3,0)	(2,8)	(1,3)	(0,3)	<i>n.a.</i>	54,3%
Cto.EBITDA recurrente			<i>n.a.</i>	73,2%	-34,0%	6,4%	53,5%	78,0%		
EBITDA rec. / Ingresos			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.			(0,7)	(0,0)	-	-	-	-		
Gastos capitalizados			5,2	7,9	6,0	3,0	2,5	2,0		
EBITDA			(3,7)	5,7	3,0	0,2	1,2	1,7	<i>n.a.</i>	-16,9%
Depreciación y provisiones			(0,6)	(1,8)	(1,4)	(1,6)	(1,7)	(1,7)		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			(0,5)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
EBIT			(4,9)	3,7	1,4	(1,6)	(0,7)	(0,2)	<i>n.a.</i>	-29,0%
Cto.EBIT			<i>n.a.</i>	176,3%	-62,4%	-212,1%	57,3%	69,2%		
EBIT / Ingresos			<i>n.a.</i>	21,1%	7,7%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
Impacto fondo de comercio y otros			(2,6)	(0,3)	-	-	-	-		
Resultado financiero neto			(0,7)	(0,4)	(1,2)	(0,6)	(0,8)	(0,9)		
Resultados por puesta en equivalencia			-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario			(8,2)	3,0	0,2	(2,1)	(1,5)	(1,1)	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Cto.Beneficio ordinario			<i>n.a.</i>	137,0%	-94,5%	<i>n.a.</i>	31,0%	22,4%		
Extraordinarios			-	5,6	(7,7)	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos			(8,2)	8,7	(7,5)	(2,1)	(1,5)	(1,1)	<i>n.a.</i>	46,7%
Impuestos			(0,3)	(1,3)	0,1	-	-	-		
Tasa fiscal efectiva			<i>n.a.</i>	15,6%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
Minoritarios			(0,3)	0,1	(0,1)	-	-	-		
Actividades discontinuadas			-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto			(8,7)	7,4	(7,5)	(2,1)	(1,5)	(1,1)	<i>n.a.</i>	46,6%
Cto.Beneficio neto			<i>n.a.</i>	184,5%	-201,3%	71,6%	31,0%	22,4%		
Beneficio ordinario neto			(7,8)	2,6	0,1	(2,1)	(1,5)	(1,1)	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Cto. Beneficio ordinario neto			<i>n.a.</i>	133,9%	-96,9%	<i>n.a.</i>	31,0%	22,4%		

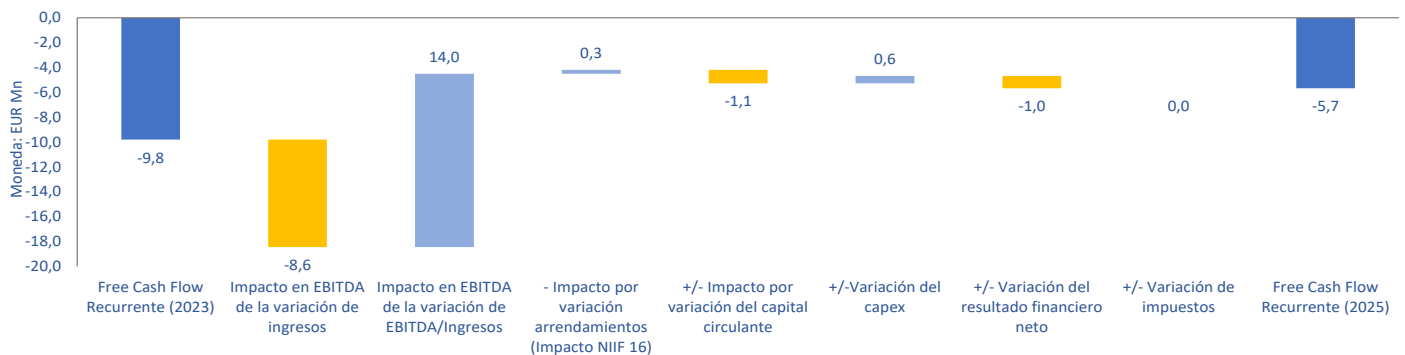
Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
									21-25	25-28e
EBITDA recurrente						(2,8)	(1,3)	(0,3)	<i>n.a.</i>	54,3%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var.capital circulante						(1,6)	(0,2)	(0,3)		
Cash Flow operativo recurrente						-4,5	-1,7	-0,8	<i>n.a.</i>	42,5%
CAPEX						(0,2)	(0,1)	(0,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,6)	(0,8)	(0,9)		
Impuestos						-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						(5,3)	(2,6)	(1,8)	<i>n.a.</i>	31,4%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(5,3)	(2,6)	(1,8)	<i>n.a.</i>	38,0%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						5,3	2,6	1,8		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

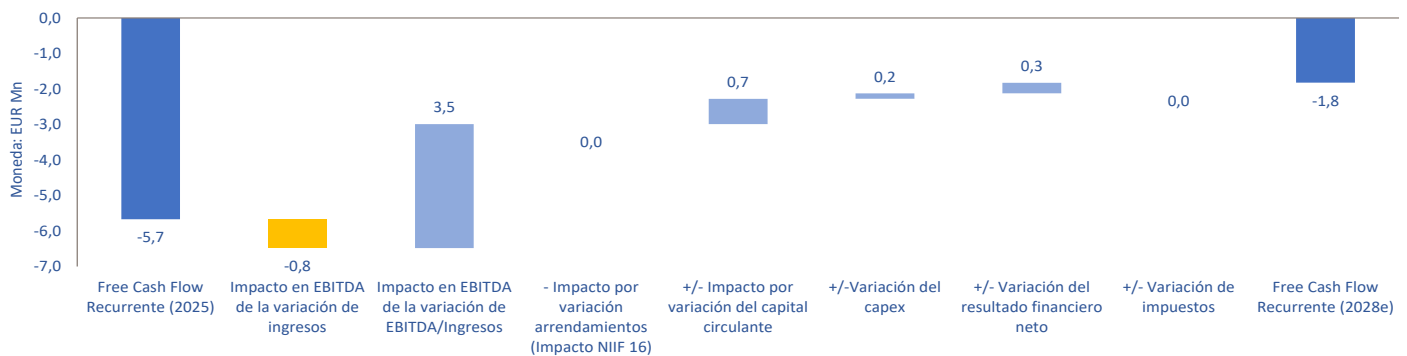
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
								22-25	25-28e
EBITDA recurrente		(8,3)	(2,2)	(3,0)	(2,8)	(1,3)	(0,3)	n.a.	54,3%
Cto. EBITDA recurrente		n.a.	73,2%	-34,0%	6,4%	53,5%	78,0%		
EBITDA rec. / Ingresos		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		(0,5)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante		0,1	2,5	(1,0)	(1,6)	(0,2)	(0,3)		
= Cash Flow operativo recurrente		(8,7)	0,2	(4,2)	(4,5)	(1,7)	(0,8)	n.a.	42,5%
Cto. Cash Flow operativo recurrente		n.a.	101,7%	n.a.	-7,9%	61,6%	54,2%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos		n.a.	0,9%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- CAPEX		(0,9)	(1,0)	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(0,1)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow		(0,2)	(0,4)	(1,2)	(0,6)	(0,8)	(0,9)		
- Impuestos		-	(0,1)	-	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente		(9,8)	(1,3)	(5,7)	(5,3)	(2,6)	(1,8)	n.a.	31,4%
Cto. Free Cash Flow recurrente		n.a.	86,6%	-332,8%	6,8%	50,1%	30,7%		
Free Cash Flow recurrente / Ingresos		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros		0,5	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones		0,3	(1,2)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		-	-	(2,0)	-	-	-		
= Free Cash Flow		(9,0)	(2,5)	(7,7)	(5,3)	(2,6)	(1,8)	n.a.	38,0%
Cto. Free Cash Flow		n.a.	71,7%	-202,1%	31,1%	50,1%	30,7%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)			(9,8)	(1,3)	(5,7)	(5,3)	(2,6)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos			(8,6)	(0,1)	(0,3)	(0,3)	(0,2)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos			14,6	(0,7)	0,5	1,8	1,2		
= Variación EBITDA recurrente			6,1	(0,8)	0,2	1,5	1,0		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)			0,3	(0,0)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante			2,5	(3,6)	(0,5)	1,3	(0,1)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente			8,9	(4,3)	(0,3)	2,8	0,9		
+/- Variación del CAPEX			(0,1)	0,7	0,1	0,1	-		
+/- Variación del resultado financiero neto			(0,1)	(0,9)	0,7	(0,2)	(0,1)		
+/- Variación de impuestos			(0,1)	0,1	-	-	-		
= Variación del Free Cash Flow recurrente			8,5	(4,4)	0,4	2,6	0,8		
Free Cash Flow Recurrente			(1,3)	(5,7)	(5,3)	(2,6)	(1,8)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
EBIT		(4,9)	3,7	1,4	(1,6)	(0,7)	(0,2)	n.a.	-29,0%
* Tasa fiscal teórica		0,0%	15,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)		-	(0,6)	-	-	-	-		
EBITDA recurrente		(8,3)	(2,2)	(3,0)	(2,8)	(1,3)	(0,3)	n.a.	54,3%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		(0,5)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante		0,1	2,5	(1,0)	(1,6)	(0,2)	(0,3)		
= Cash Flow operativo recurrente		(8,7)	0,2	(4,2)	(4,5)	(1,7)	(0,8)	n.a.	42,5%
- CAPEX		(0,9)	(1,0)	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(0,1)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)		-	(0,6)	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente		(9,6)	(1,4)	(4,4)	(4,7)	(1,8)	(0,9)	n.a.	41,3%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente		n.a.	85,4%	-216,8%	-6,4%	61,1%	51,2%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros		0,5	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones		0,3	(1,2)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		-	-	(2,0)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"		(8,7)	(2,6)	(6,4)	(4,7)	(1,8)	(0,9)	n.a.	48,2%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)		n.a.	69,9%	-144,9%	26,7%	61,1%	51,2%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		

Nota: Free Cash Flow Yield (s/Market Cap) estimado ajustado por intereses minoritarios.

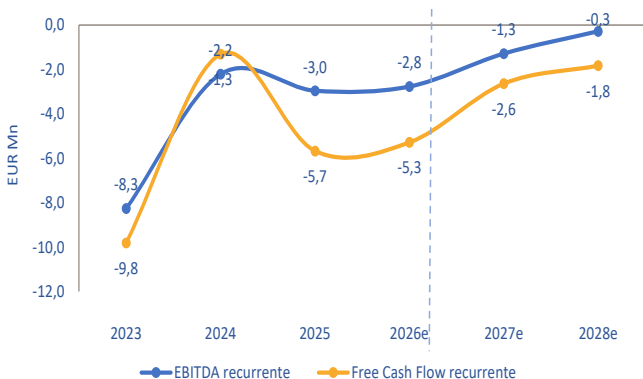
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2025)



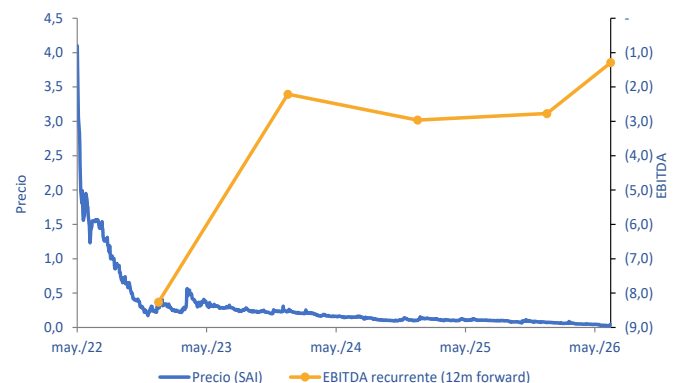
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	9,6	
+ Minoritarios	3,1	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	4,3	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	5,2	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	4,8	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)*	17,4	

(*) El cálculo del Enterprise Value (EV) y las proyecciones financieras (2026e-2028e) no incorporan el acuerdo de financiación mediante obligaciones convertibles anunciado el 30 de junio de 2026 (importe máximo de EUR 39,2 Mn), ni la suscripción inicial prevista para julio de 2026 por importe de EUR 4 Mn.

Anexo 4. Comportamiento histórico ⁽¹⁾

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
Total Ingresos									8,6	17,6	18,0	19,9	22,3	25,3	n.a.	11,9%
Cto. Total ingresos									n.a.	103,9%	2,6%	10,4%	11,9%	13,5%	n.a.	
EBITDA									(3,7)	5,7	3,0	0,2	1,2	1,7	n.a.	-16,9%
Cto. EBITDA									n.a.	252,1%	-47,5%	-92,4%	430,7%	41,9%	n.a.	
EBITDA/Ingresos									n.a.	32,4%	16,6%	1,1%	5,4%	6,8%	n.a.	
Beneficio neto									(8,7)	7,4	(7,5)	(2,1)	(1,5)	(1,1)	n.a.	46,6%
Cto. Beneficio neto									n.a.	184,5%	-201,3%	71,6%	31,0%	22,4%	n.a.	
Nº Acciones Ajustado (Mn)									33,5	85,2	144,5	206,9	213,2	213,2	n.a.	
BPA (EUR)									-0,26	0,09	-0,05	-0,01	-0,01	-0,01	n.a.	53,1%
Cto. BPA									n.a.	n.a.	n.a.	80,1%	33,0%	22,4%	n.a.	
BPA ord. (EUR)									-0,23	0,03	0,00	-0,01	-0,01	-0,01	n.a.	n.a.
Cto. BPA ord.									n.a.	n.a.	-98,2%	n.a.	33,0%	22,4%	n.a.	
CAPEX									(0,9)	(1,0)	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	n.a.	
CAPEX/Vtas % ¹									9,9%	5,6%	1,4%	1,0%	0,4%	0,4%	n.a.	
Free Cash Flow									(9,0)	(2,5)	(7,7)	(5,3)	(2,6)	(1,8)	n.a.	38,0%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾									n.a.	0,7x	1,7x	46,1x	10,9x	8,7x	n.a.	
PER (x)									n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
EV/Vtas (x)									6,94x	1,46x	1,57x	0,87x	0,78x	0,69x	n.a.	
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾									n.a.	4,5x	9,4x	n.a.	14,4x	10,1x	n.a.	
Comport. Absoluto									-20,6%	-54,7%	-31,3%	-36,4%			n.a.	
Comport. Relativo vs Ibex 35									-35,3%	-60,5%	-54,0%	-43,5%			n.a.	

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Refinitiv.

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

Anexo 5. Principales comparables 2026e

		Europa				Estados Unidos			
		Sidetrade	Median Technologies	Lectra	Average	C3.ai	Palantir Technologies	Average	SAI
Datos Mercado	EUR Mn								
	Ticker (Factset)	ALBFR.PA	ALMDT.PA	LECS.PA		AI	PLTR.O		SAI.MC
	País	France	France	France		USA	USA		Spain
	Market cap	263,9	233,8	649,2		1.237,2	244.894,8		9,6
Información financiera básica	Enterprise value (EV)	278,4	234,3	711,5		733,4	237.960,4		17,4
	Total Ingresos	71,5	26,3	495,5		196,4	6.741,2		19,9
	Cto.Total Ingresos	16,3%	12,4%	-2,2%	8,8%	-10,4%	72,0%	30,8%	10,4%
	2y TACC (2026e - 2028e)	11,0%	35,6%	6,6%	17,7%	9,7%	44,8%	27,2%	12,7%
	EBITDA	11,0	(16,4)	74,9		(110,1)	3.920,2		0,2
	Cto. EBITDA	37,9%	-16,3%	-5,7%	5,3%	73,5%	210,9%	142,2%	-92,4%
	2y TACC (2026e - 2028e)	13,1%	-17,9%	19,9%	5,0%	33,6%	51,9%	42,8%	n.a.
	EBITDA/Ingresos	15,3%	n.a.	15,1%	15,2%	n.a.	58,2%	58,2%	1,1%
	EBIT	10,3	(18,8)	38,3		(125,2)	3.898,5		(1,6)
	Cto. EBIT	51,1%	-15,9%	0,3%	11,8%	70,7%	214,9%	142,8%	-212,1%
	2y TACC (2026e - 2028e)	24,9%	-17,3%	36,1%	14,6%	20,6%	46,3%	33,4%	63,7%
	EBIT/Ingresos	14,3%	n.a.	7,7%	11,0%	n.a.	57,8%	57,8%	n.a.
	Beneficio Neto	8,8	(10,1)	28,0		(104,3)	3.259,7		(2,1)
	Cto. Beneficio Neto	-2,5%	70,5%	9,3%	25,7%	74,7%	127,7%	101,2%	71,6%
	2y TACC (2026e - 2028e)	21,5%	41,4%	35,7%	32,9%	25,6%	45,7%	35,6%	26,8%
	CAPEX/Ventas	1,7%	6,3%	1,8%	3,2%	1,2%	0,6%	0,9%	1,0%
Múltiplos y Ratios	Free Cash Flow	11,2	(13,0)	54,6		(90,9)	3.742,8		(5,3)
	Deuda financiera Neta	0,4	31,4	47,3		(411,0)	(8.259,8)		10,5
	DN/EBITDA (x)	0,0	n.a.	0,6	0,3	n.a.	n.a.	n.a.	46,1
	Pay-out	0,0%	0,0%	46,4%	15,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	P/E (x)	27,9	n.a.	23,4	25,6	n.a.	79,7	79,7	n.a.
	P/BV (x)	4,3	n.a.	1,8	3,1	2,6	n.a.	2,6	0,3
	EV/Ingresos (x)	3,9	8,9	1,4	4,8	3,7	n.a.	3,7	0,9
	EV/EBITDA (x)	25,4	n.a.	9,5	17,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	EV/EBIT (x)	27,2	n.a.	18,6	22,9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	ROE	16,3	20,9	7,1	14,8	n.a.	36,4	36,4	n.a.
	FCF Yield (%)	4,2	n.a.	8,4	6,3	n.a.	1,5	1,5	n.a.
	DPA	0,00	0,00	0,34	0,11	0,00	0,00	0,00	0,00
	Dvd Yield	0,0%	0,0%	2,0%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

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

LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta
28006 Madrid
T: +34 91 563 19 72
institutodeanalistas.com/lighthouse

Director de análisis

Alfredo Echevarría Otegui
alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Analistas que han contribuido a este informe:

Pablo Victoria Rivera, CESGA
Equity research
pablo.victoria@institutodeanalistas.com

Daniel Gandoy López
Equity research
lighthouse@institutodeanalistas.com

Miguel Medina Sivilotti
Equity research
lighthouse@institutodeanalistas.com

Jesús López Gómez, CESGA
ESG Analyst & Data analytics
jesus.lopez@institutodeanalistas.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (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 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
01-Jul-2026	n.a.	0,045	n.a.	n.a.	Noticia importante	Alfredo Echevarría Otegui
26-May-2026	n.a.	0,041	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
04-May-2026	n.a.	0,046	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2025	Alfredo Echevarría Otegui
12-Mar-2026	n.a.	0,061	n.a.	n.a.	Noticia importante	Alfredo Echevarría Otegui
29-Oct-2025	n.a.	0,093	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2025	Alfredo Echevarría Otegui
17-Jun-2025	n.a.	0,110	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
05-May-2025	n.a.	0,120	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2024	Alfredo Echevarría Otegui
04-Nov-2024	n.a.	0,101	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2024	Alfredo Echevarría Otegui
27-May-2024	n.a.	0,166	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
02-May-2024	n.a.	0,161	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023	Enrique Andrés Abad, CFA
29-Dic-2023	n.a.	0,233	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: a la baja	Enrique Andrés Abad, CFA
06-Nov-2023	n.a.	0,220	n.a.	n.a.	Noticia importante	Enrique Andrés Abad, CFA
25-Sep-2023	n.a.	0,224	n.a.	n.a.	Noticia importante	Enrique Andrés Abad, CFA
03-Ago-2023	n.a.	0,276	n.a.	n.a.	Noticia importante - Subimos estimaciones	Enrique Andrés Abad, CFA
19-Jul-2023	n.a.	0,310	n.a.	n.a.	Avance de resultados 6m 2023	Enrique Andrés Abad, CFA
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 Andrés Abad, CFA
03-Feb-2023	n.a.	0,288	n.a.	n.a.	Noticia importante	Enrique Andrés Abad, CFA
23-Ene-2023	n.a.	0,340	n.a.	n.a.	Avance de resultados 12m 2022	Enrique Andrés Abad, CFA
22-Dic-2022	n.a.	0,235	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Enrique Andrés Abad, CFA

