

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Software

Precio de Cierre: EUR 0,07 (16 jul 2026)

Fecha del informe: 17 jul 2026 (15:50h)

Avance de resultados 6m 2026

Análisis Independiente de Compañías

Avance de resultados 6m 2026

Opinión ⁽¹⁾: En línea

Impacto ⁽¹⁾: Mantenemos estimaciones

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.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	15,5	17,8
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	23,3	26,7
Número de Acciones (Mn)	213,2	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	0,11 / 0,07 / 0,02	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,25	
Rotación ⁽³⁾	406,1	
Refinitiv / Bloomberg	SAI.MC / SAI SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Subgen AI AB	58,8
Free Float	41,2

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⁾	5,1	28,4	21,7	16,0
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	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,29	1,17	1,05	0,92
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	16,7	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado respecto a nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de los resultados, 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.

(*) 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.

Un enigma maravilloso

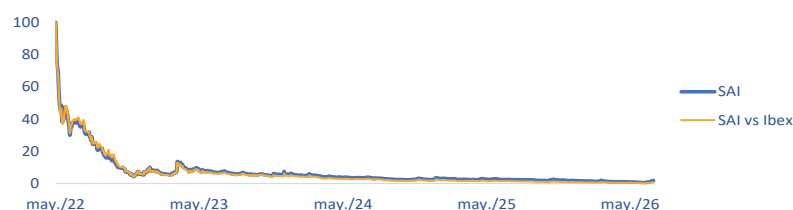
AVANDE DE RDOS. 6M26. LOS INGRESOS SUBEN +5,2% HASTA EUR 8,5 MN, y razonablemente en línea (vs nuestra estimación del +10,4% 2026e). El ingreso sigue concentrándose en dos líneas de negocio: Serenity Teams (c.47,6% del mix; división de servicios de RRHH) y Substrate AI Health (c.31,1%; servicios al sector salud; que incluye venta de equipos de radiodiagnóstico). Estas dos líneas de negocio explican c.80% del ingreso (idéntico nivel que en dic-2025). Y todavía sin aportar el desglose de ingresos asociados a productos/servicios IA (core business objetivo de SAI).

Y PÉRDIDAS (ESPERADAS) EN EBITDA REC., y que consideramos en línea, alcanzando EUR -1,3 Mn (sin incluir activaciones), lo que supone un -17,7% vs 2025 (EUR -1,1 Mn) una caída que debiera estar motivada por el incremento de los costes de estructura (no desglosados) dado el deterioro del margen EBITDA (-1,7 p.p vs 1S25). Y que no supone ninguna sorpresa ya que el reto/objetivo obvio de SAI sigue siendo crecer con fuerza en ingresos vinculados a la IA y apalancar una estructura “cara”, mejorando márgenes y pasando a FCF positivo. Algo que (hasta ahora) no esperábamos hasta (al menos) 2027. Es decir unos resultados 1S 2026 débiles, pero totalmente esperados.

PERO LA CAPTACIÓN DE CAPITAL YA ANUNCIADA PUEDE CAMBIARLO TODO. 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) e inversores institucionales (hasta EUR 20 Mn). Las obligaciones se convertirán obligatoriamente en acciones de clase A al vencimiento. 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). Es obvio que la captación de capital puede cambiar la compañía. [Ver nota de Lighthouse de 1 jul 2026.](#)

EN CONCLUSIÓN: AHORA SÍ HAY UNA OPCIÓN REAL DE CRECER EN IA Y SUPERAR BREAK EVEN ANTES DE LO ESPERADO. Hasta hoy el bajo nivel de crecimiento impedía alcanzar la masa crítica necesaria para mejorar márgenes. El negocio de SAI es hiper exigente en inversión (OPEX, CAPEX) y lastra el EBITDA Rec. La captación de capital anunciada no es decisiva pero puede serlo. Su efecto en números 2026-2028 es todavía indetectable pero da una opción creíble de acelerar el salto en ingresos IA. Y convierte a SAI en un valor de valoración imposible. Pero que puede (sic) suponer una enorme oportunidad de inversión, pero totalmente condicionada por la ejecución. La compañía opta por la transparencia (Inv. Day, 15 de octubre) y acierta. El mega-rally -1m es “irrelevante” (+157% -1m; -28% -12m). Un valor que exige atención/análisis (captación de fondos, ejecución y efecto en ingresos y márgenes). Hoy, un enigma maravilloso.

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	157,2	53,6	-28,3	3,1	-75,0	n.a.
vs Ibex 35	155,4	43,9	-48,4	-7,5	-87,8	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	161,2	52,7	-34,5	-2,1	-81,5	n.a.
vs Eurostoxx 50	156,2	45,0	-39,5	-5,0	-82,5	n.a.
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	168,3	35,0	-39,6	-13,3	-81,4	n.a.

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).

Avance de resultados 6m 2026
Tabla 1. Resultados 1S26

EUR Mn	6m26	6m25	6m26 vs 6m25	2026e	2026e vs 2025
Total Ingresos	8,5	8,1	5,2%	19,9	10,4%
EBITDA (Recurrente)⁽¹⁾	-1,3	-1,1	-17,7%	-2,8	6,4%
EBITDA Rec. / Ingresos	-15,7%	-14,0%	-1,7 p.p.	-13,9%	2,5 p.p.

(1) EBITDA "Cash", que excluye ingresos por capitalización de gastos.

Tabla 2. Otros Comparables 2026e

		Tecnológicas españolas					Europeas medianas de IT services / IA				
Datos Mercado	EUR Mn	Izertis	Indra	Seresco	Gigas	Average	Sopra	Capgemini	Atos	Average	SAI
	Ticker (Factset)	IZER.MC	IDR.MC	SCO.MC	GIGAH.MC		SOPR.PA	CAPP.PA	ATOS.PA		SAI.MC
	País	Spain	Spain	Spain	Spain		France	France	France		Spain
	Market cap	302,0	8.596,0	51,1	40,0		2.945,3	15.530,7	619,0		15,5
	Enterprise value (EV)	371,0	8.039,5	63,2	107,5		3.677,6	21.980,7	2.133,0		23,3
Información financiera básica	Total Ingresos	217,3	6.856,4	58,3	78,0		5.785,5	24.011,3	6.817,7		19,9
	Cto.Total Ingresos	34,6%	24,3%	3,5%	4,9%	16,8%	2,4%	6,9%	-14,8%	-1,8%	10,4%
	2y TACC (2026e - 2028e)	25,3%	12,0%	9,0%	3,8%	12,5%	3,3%	4,4%	2,0%	3,3%	12,7%
	EBITDA	32,3	970,4	9,2	17,0		686,2	3.678,2	628,4		0,2
	Cto. EBITDA	41,3%	43,5%	-6,7%	25,0%	25,8%	-1,5%	15,0%	-20,6%	-2,4%	-92,4%
	2y TACC (2026e - 2028e)	23,2%	15,1%	18,8%	11,1%	17,1%	4,9%	5,2%	18,2%	9,4%	n.a.
	EBITDA/Ingresos	14,9%	14,2%	15,8%	21,8%	16,7%	11,9%	15,3%	9,2%	12,1%	1,1%
	EBIT	16,7	705,4	6,6	(4,0)		491,8	2.778,4	350,4		(1,6)
	Cto. EBIT	41,1%	26,5%	-9,3%	-105,9%	-11,9%	-1,9%	11,1%	0,4%	3,2%	-212,1%
	2y TACC (2026e - 2028e)	20,0%	15,7%	24,5%	50,0%	27,5%	6,1%	7,6%	19,0%	10,9%	63,7%
	EBIT/Ingresos	7,7%	10,3%	11,3%	n.a.	9,7%	8,5%	11,6%	5,1%	8,4%	n.a.
	Beneficio Neto	8,6	472,1	4,3	(7,0)		344,2	2.160,2	13,6		(2,1)
	Cto. Beneficio Neto	93,3%	7,5%	7,8%	34,2%	35,7%	12,5%	32,1%	101,0%	48,5%	71,6%
	2y TACC (2026e - 2028e)	39,6%	16,3%	32,2%	24,4%	28,1%	7,4%	5,0%	n.a.	6,2%	26,8%
	CAPEX/Ventas	5,8%	3,0%	0,9%	0,0%	2,4%	2,0%	1,7%	2,5%	2,1%	1,0%
Múltiplos y Ratios	Free Cash Flow	22,0	433,9	6,2	n.a.		306,6	2.042,9	(46,5)		(5,3)
	Deuda financiera Neta	13,3	140,3	6,4	60,0		270,0	4.493,9	1.244,6		10,5
	DN/EBITDA (x)	0,4	0,1	0,7	3,5	1,2	0,4	1,2	2,0	1,2	46,1
	Pay-out	0,0%	15,4%	14,2%	0,0%	7,4%	30,1%	27,5%	0,0%	19,2%	0,0%
	P/E (x)	26,2	18,2	11,9	n.a.	18,8	8,5	7,3	n.a.	7,9	n.a.
	P/BV (x)	3,0	4,0	3,1	1,3	2,9	1,3	1,2	n.a.	1,3	0,4
	EV/Ingresos (x)	1,7	1,2	1,1	1,4	1,3	0,6	0,9	0,3	0,6	1,2
	EV/EBITDA (x)	11,5	8,3	6,9	6,3	8,2	5,4	6,0	3,4	4,9	n.a.
	EV/EBIT (x)	22,3	11,4	9,6	n.a.	14,4	7,5	7,9	6,1	7,2	n.a.
	ROE	8,5	23,8	29,3	n.a.	20,5	15,5	16,4	12,2	14,7	n.a.
	FCF Yield (%)	7,3	5,0	11,4	n.a.	7,9	10,4	13,2	n.a.	11,8	n.a.
	DPA	0,00	0,41	0,07	0,00	0,12	5,32	3,51	0,00	2,94	0,00
	Dvd Yield	0,0%	0,8%	1,2%	0,0%	0,5%	3,6%	3,8%	0,0%	2,5%	0,0%

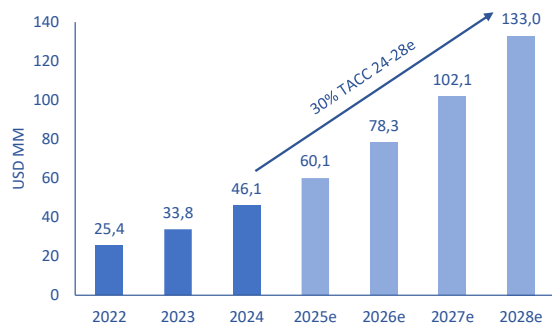
Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

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

Importante: comparables no 100% IA (vs los incluidos en el Anexo 5 de esta Nota). La idea es simple: el múltiplo actual EV/Vtas 2026e de SAI (1,2x) estaría todavía muy por encima de Mid Caps europeas con modelos de negocio híbridos (IT Services / IA; EV/Vtas 2026e 0,6x) y más parecidos a SAI hoy. En el caso de las compañías típicamente IA (Anexo 5) el múltiplo es significativamente mayor (c.4x). De ahí la importancia de materializar un modelo de negocio realmente IA. Algo que todavía no ha ocurrido pero que la captación de fondos anunciada hace más probable y podría acelerarse. Pero que es hoy totalmente dependiente de su ejecución y que *de facto*, y a nuestro criterio, no puede incorporarse todavía ni a las proyecciones financieras ni a una hipotética valoración.

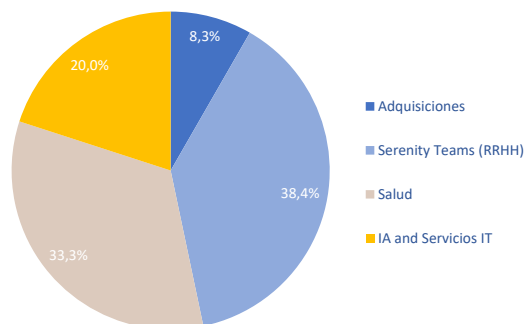
La compañía en 8 gráficos

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

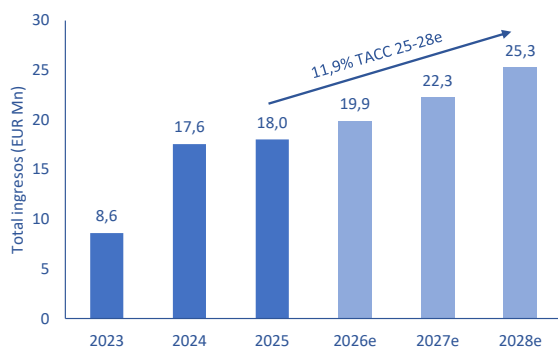


Fuente: IDC (International Data Corporation)

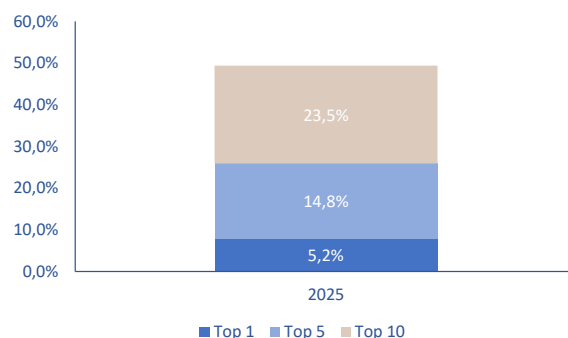
Aunque el mix de ingresos de Substrate (SAI) está todavía explicado (en más de un 70%) por negocios (todavía) no IA (RRHH y Salud)



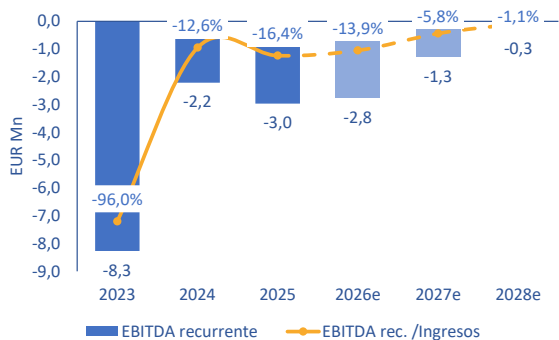
Substrate (SAI): start-up de IA con capacidad de crecimiento (orgánico e inorgánico M&A) (11,9% TACC 25-28e orgánico) ...



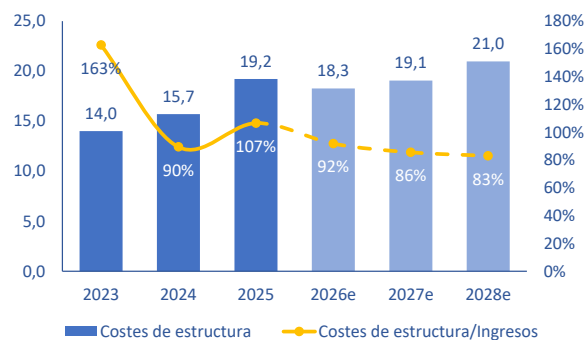
... y con bajo riesgo de concentración de clientes



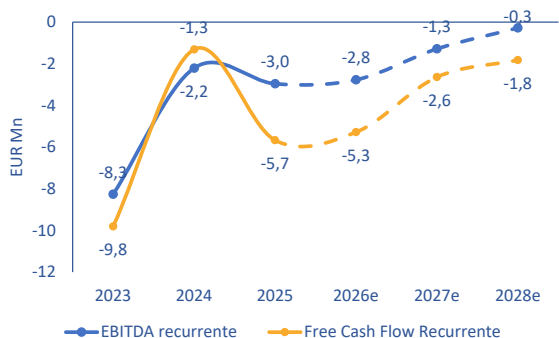
Aunque habrá que esperar para alcanzar break-even en EBITDA Rec., al menos, hasta después de 2027e...



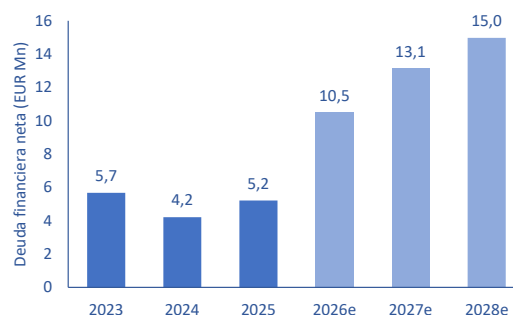
... debido a unos gastos de estructura dimensionados para unos niveles de ingresos superiores...



... 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	15,5	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)	3,6%	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	13,2%	Ke = Rf + (R * B)			11,8%	14,6%
Equity / (Equity + Deuda Neta)	74,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	25,1%	D			=	=
WACC	11,3%	WACC = Kd * D + Ke * E			10,2%	12,4%
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	265,9	29,6	25,0%	25,7	18,9%	4,0	12,6%	15,5%	3,4%	13,6%
Median Technologies	ALMDT.PA	208,4	n.a.	41,4%	n.a.	-17,9%	8,0	35,6%	n.a.	n.a.	41,4%
Lectra	LECS.PA	668,6	24,8	36,6%	9,8	19,9%	1,5	6,6%	15,1%	8,2%	18,2%
Europa			27,2	34,4%	17,7	7,0%	4,5	18,3%	15,3%	5,8%	24,4%
C3.ai	AI	1.239,5	n.a.	29,3%	n.a.	33,7%	3,8	9,7%	n.a.	n.a.	48,6%
Palantir Technologies	PLTR.O	279.738,0	91,1	43,2%	n.a.	50,6%	n.a.	44,8%	59,1%	1,3%	43,5%
Estados Unidos			91,1	36,2%	n.a.	42,2%	3,8	27,2%	59,1%	1,3%	46,1%
SAI	SAI.MC	15,5	n.a.	27,9%	n.a.	n.a.	1,2	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)	-6,8x
Central	-13,9%	(3,1)	-7,5x
Min	-12,5%	(2,8)	-8,4x

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)	-	-	-	-		
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)		
Gastos capitalizados			5,2	7,9	6,0	3,0	2,5	2,0		
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%		

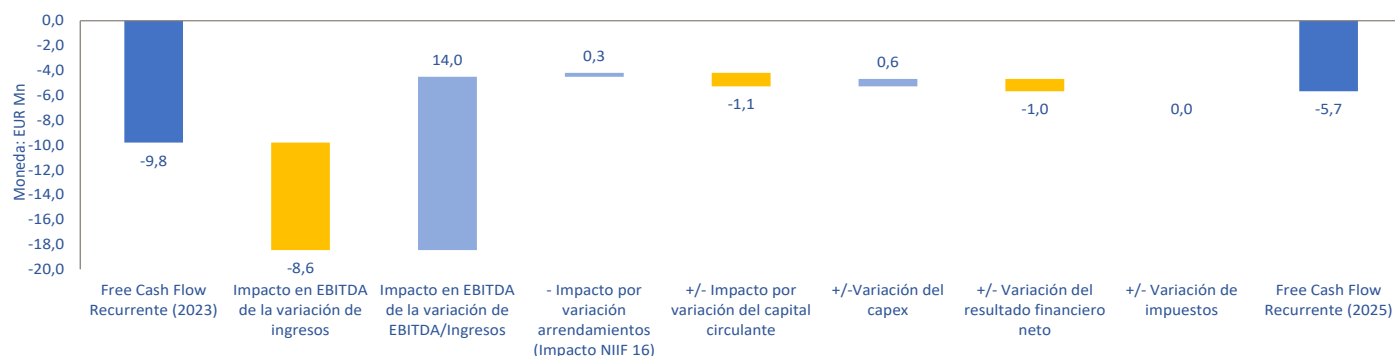
Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
									21-25	25-28e
EBITDA recurrente						(2,8)	(1,3)	(0,3)	<i>n.a.</i>	54,3%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var.capital circulante						(1,6)	(0,2)	(0,3)		
Cash Flow operativo recurrente						-4,5	-1,7	-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

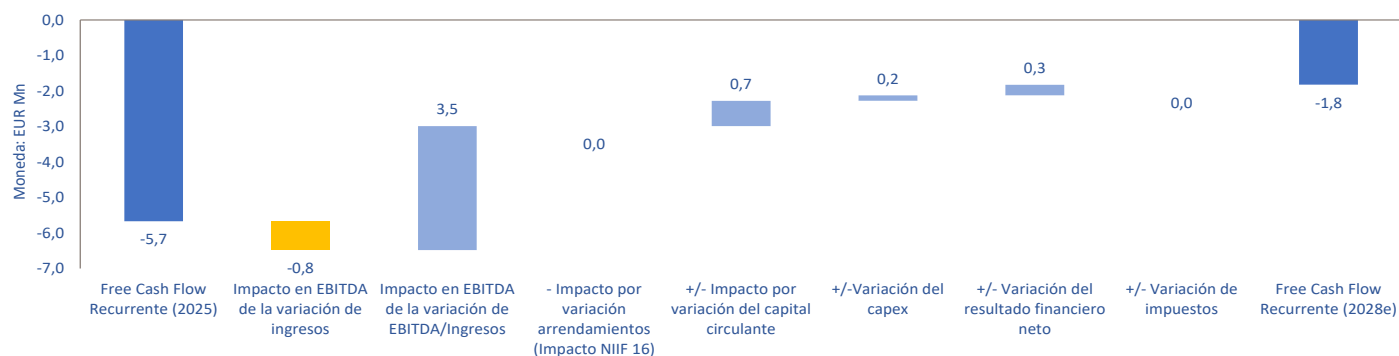
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
								22-25	25-28e
EBITDA recurrente		(8,3)	(2,2)	(3,0)	(2,8)	(1,3)	(0,3)	n.a.	54,3%
Cto. EBITDA recurrente		n.a.	73,2%	-34,0%	6,4%	53,5%	78,0%		
EBITDA rec. / Ingresos		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Arrendamientos (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	-	(1,5)	(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.

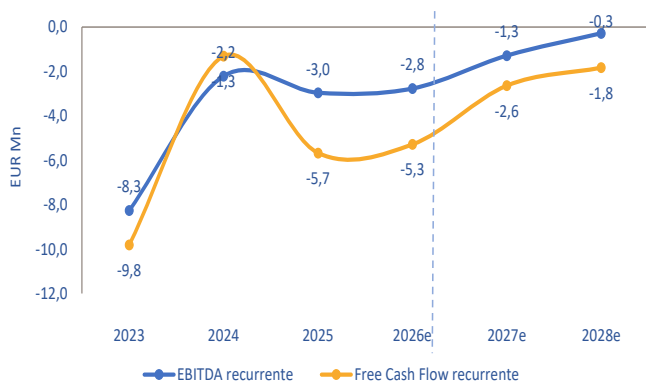
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2025)



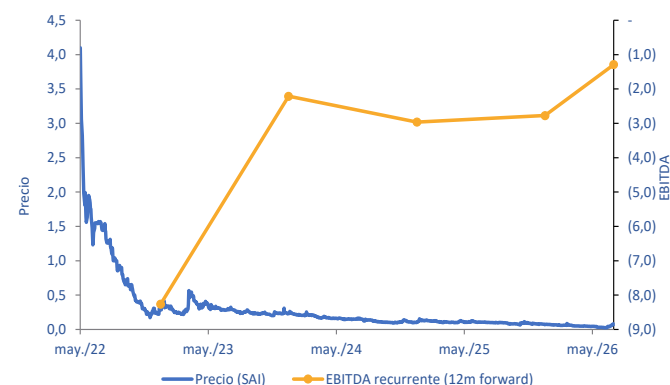
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



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	15,5	
+ 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)	23,3	

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%		
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%		
EBITDA/Ingresos									n.a.	32,4%	16,6%	1,1%	5,4%	6,8%		
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%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)									33,5	85,2	144,5	206,9	213,2	213,2		
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%		
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%		
CAPEX									(0,9)	(1,0)	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(0,1)		
CAPEX/Vtas % ⁽¹⁾									9,9%	5,6%	1,4%	1,0%	0,4%	0,4%		
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		
PER (x)									n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
EV/Vtas (x)									6,94x	1,46x	1,57x	1,17x	1,05x	0,92x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾									n.a.	4,5x	9,4x	n.a.	19,3x	13,6x		
Comport. Absoluto									n.a.	n.a.	n.a.	3,1%				
Comport. Relativo vs Ibex 35									n.a.	n.a.	n.a.	-7,5%				

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	Ticker (Factset)	ALBFR.PA	ALMDT.PA	LECS.PA		AI	PLTR.O		SAI.MC
	País	France	France	France		USA	USA		Spain
	Market cap	265,9	208,4	668,6		1.239,5	279.738,0		15,5
	Enterprise value (EV)	281,4	209,8	733,4		737,5	272.829,1		23,3
Información financiera básica	Total Ingresos	71,0	26,3	495,5		195,7	6.718,7		19,9
	Cto.Total Ingresos	15,6%	12,4%	-2,2%	8,6%	-10,4%	72,1%	30,9%	10,4%
	2y TACC (2026e - 2028e)	12,6%	35,6%	6,6%	18,3%	9,7%	44,8%	27,2%	12,7%
	EBITDA	11,0	(16,4)	75,0		(110,1)	3.972,8		0,2
	Cto. EBITDA	38,1%	-16,3%	-5,7%	5,4%	73,4%	216,2%	144,8%	-92,4%
	2y TACC (2026e - 2028e)	18,9%	-17,9%	19,9%	7,0%	33,7%	50,6%	42,2%	n.a.
	EBITDA/Ingresos	15,5%	n.a.	15,1%	15,3%	n.a.	59,1%	59,1%	1,1%
	EBIT	9,2	(18,8)	38,5		(124,8)	3.894,2		(1,6)
	Cto. EBIT	35,1%	-15,9%	0,8%	6,7%	70,7%	215,7%	143,2%	-212,1%
	2y TACC (2026e - 2028e)	27,9%	-17,3%	35,5%	15,4%	20,6%	46,1%	33,3%	63,7%
	EBIT/Ingresos	12,9%	n.a.	7,8%	10,3%	n.a.	58,0%	58,0%	n.a.
	Beneficio Neto	8,5	(10,1)	28,0		(103,9)	3.254,9		(2,1)
	Cto. Beneficio Neto	-5,5%	70,5%	9,3%	24,8%	74,7%	128,3%	101,5%	71,6%
	2y TACC (2026e - 2028e)	25,8%	41,4%	35,7%	34,3%	25,6%	45,5%	35,5%	26,8%
	CAPEX/Ventas	2,1%	6,3%	1,8%	3,4%	1,2%	0,6%	0,9%	1,0%
Múltiplos y Ratios	Free Cash Flow	9,1	(13,0)	54,6		(90,6)	3.729,1		(5,3)
	Deuda financiera Neta	0,4	31,4	49,5		(409,5)	(8.229,5)		10,5
	DN/EBITDA (x)	0,0	n.a.	0,7	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)	29,6	n.a.	24,8	27,2	n.a.	91,1	91,1	n.a.
	P/BV (x)	4,4	n.a.	1,9	3,2	2,6	n.a.	2,6	0,4
	EV/Ingresos (x)	4,0	8,0	1,5	4,5	3,8	n.a.	3,8	1,2
	EV/EBITDA (x)	25,7	n.a.	9,8	17,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	EV/EBIT (x)	30,7	n.a.	19,1	24,9	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 (%)	3,4	n.a.	8,2	5,8	n.a.	1,3	1,3	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%	1,9%	0,6%	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

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 Mercado 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
17-Jul-2026	n.a.	0,073	n.a.	n.a.	Avance de resultados 6m 2026	Alfredo Echevarría Otegui
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

