

**Noticia importante**

 Opinión <sup>(1)</sup>: Positiva

 Impacto <sup>(1)</sup>: Subimos estimaciones

Enrique Andres Abad, CFA – enrique.andres@lighthouse-iaef.com

+34 915 904 226

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 da un salto relevante en tamaño vía M&A

**SAI IMPULSA SU EXPANSIÓN INTERNACIONAL (VIA M&A) ...** SAI ha anunciado la adquisición del 100% del capital de YAMRO Holding, Ltd., compañía inglesa centrada en contratación de talento para grandes empresas con presencia en UK, USA, México, Costa Rica y España. Y englobará todo el negocio de SAI relacionado con las aplicaciones de la IA en el área de los RR.HH. Por otro lado, SAI ha realizado otra adquisición con la compra de la unidad productiva Equipos Hospitalarios (negocio incipiente/startup), que comercializa equipamiento médico para hospitales y clínicas veterinarias.

**QUE SUPONDRÁN UNOS INGRESOS DE EUR 4,5MN NTM (UN SALTO DE ESCALA RELEVANTE).** La compañía estima que la adquisición de YAMRO aporte en los próximos 12m unos ingresos de EUR 4,0Mn (lo que supone un salto muy significativo en tamaño; EUR 3,1Mn 2022) y un EBITDA de EUR c.0,4Mn. La segunda adquisición tendría un impacto de EUR 0,5Mn en ingresos (sin efecto en EBITDA). Revisamos estimaciones al alza (ver en pg. 3).

**ADQUISICIONES POTENCIALMENTE DILUTIVAS.** El precio de YAMRO se ha fijado en EUR 4,6Mn (24% s/EV Actual; múltiplo c.11,5x EBITDA NTM) y en EUR 2,6Mn (14% s/EV actual) la segunda adquisición más un earnout. Ambos precios se pagarán íntegramente con acciones de SAI, mediante una ampliación de capital (con acc clase A y B). Hablamos de ampliaciones de gran materialidad y potencial dilución (ver nota en pg. 7)

**OPERACIONES ESTRATÉGICAMENTE LÓGICAS...** En nuestra opinión, los 3 objetivos claves que justifican las adquisiciones son: (i) apertura a nuevas geografías reduciendo la dependencia de España (en el caso de YAMRO) (ii), elevada complementariedad con la oferta de soluciones de Salud y de RR. HH (pasando a cubrir el mercado de reclutamiento, retención de talento y promoción interna) de SAI, y (iii) por el salto significativo en tamaño.

**...DE DONDE PODEMOS EXTRAER VARIAS CONCLUSIONES.** (i) Modelo de crecimiento y apuesta por ganar tamaño vía M&A, (ii) las adquisiciones ratifican el modelo de negocio altamente diversificado de la compañía, sin especialización sectorial; (iii) el objetivo es que las empresas comercialicen los productos/soluciones desarrolladas por SAI, y que a muy l/p paguen royalties a la matriz por el uso de su tecnología y soluciones de IA (no se adquieren cías de IA, sino "consumidoras" de IA) y (iv) dado el momento de negocio de SAI (startup) el modelo de crecimiento vía M&A implica/implicará "necesariamente" ampliaciones de capital significativas y potencialmente dilutivas.

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	9,6	10,5
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	18,9	20,7
Número de Acciones (Mn)	34,7	
-12m (Max/Med/Min EUR)	1,31 / 0,44 / 0,17	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,20	
Rotación <sup>(3)</sup>	540,9	
Factset / Bloomberg	SAI-ES / SAI SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**Estructura Accionarial (%) <sup>(7)</sup>**

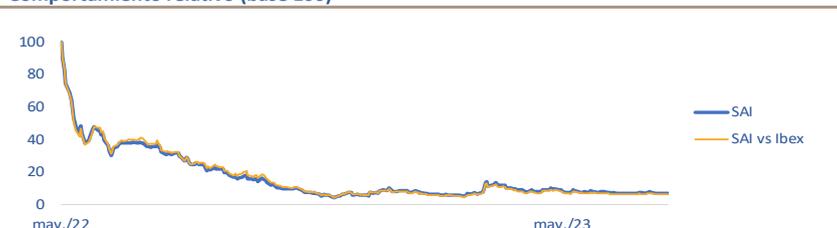
D. Lorenzo Serratosa Gallardo	11,6
D. José Iván García Braulio	10,7
D. Francisco Javier Muñoz Sanfeliu	6,5
D. Fernando Villar del Prado	6,5
Free Float	59,0

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	22,0	35,4	39,2	39,2
Total Ingresos	3,2	6,9	11,7	15,1
EBITDA Rec.	-3,4	-3,1	-2,4	-1,0
% Var.	-204,2	7,7	23,7	56,6
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	15,6	8,7	21,8	15,7
Beneficio neto	-16,0	-3,5	-3,4	-2,8
BPA (EUR)	-0,73	-0,10	-0,09	-0,07
% Var.	-222,2	86,3	12,7	19,0
BPA ord. (EUR)	-0,75	-0,10	-0,09	-0,07
% Var.	-213,6	86,6	12,7	19,0
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	-4,1	-4,8	-4,1	-2,7
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	1,9	2,2	6,3	9,0
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

**Ratios y Múltiplos (x) <sup>(6)</sup>**

PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,5
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	5,87	2,73	1,62	1,25
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-4,2	-16,1	-78,4	-3,5	n.a.	n.a.
vs Ibxex 35	-1,5	-18,3	-81,3	-14,9	n.a.	n.a.
vs Ibxex Small Cap Index	-4,0	-19,3	-79,6	-13,8	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	-2,8	-16,9	-81,7	-15,6	n.a.	n.a.
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	-2,1	-21,4	-81,4	-21,4	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.

(7) Otros: Bren Worth 4,7%, Autocartera 1,1%

(\*) 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).

**Noticia importante  
 Subimos estimaciones**
**Tabla 1. Revisión de estimaciones**

Las adquisiciones nos llevan a subir nuestras estimaciones 2023e y siguientes. Teniendo en cuenta que las compañías consolidan 5 meses en 2023e (desde agosto), estaríamos hablando de un incremento en ingresos de +37% (EUR c.1,9Mn) vs estimaciones anteriores 2023e y c.0,2Mn de impacto en EBITDA. Es decir, SAI estaría cotizando a un múltiplo EV/Ventas de 2,7x 2023e (vs 3,2x de sus comparables europeos). Este salto de escala debería permitir a SAI acelerar la capacidad de apalancar su estructura en 2023e-2025e.

EUR Mn	2023e			2024e			2025e		
	(Nuevo)	2023e	Revisión (%)	(Nuevo)	2024e	Revisión (%)	(Nuevo)	2025e	Revisión (%)
<b>Total Ingresos</b>	<b>6,9</b>	<b>5,0</b>	<b>37,2%</b>	<b>11,7</b>	<b>6,6</b>	<b>77,1%</b>	<b>15,1</b>	<b>8,6</b>	<b>77,1%</b>
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,3</b>	<b>5,0%</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,8</b>	<b>16,3%</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>48,1%</b>
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>7,7%</i>	<i>2,9%</i>	<i>5 p.p.</i>	<i>23,7%</i>	<i>13,4%</i>	<i>10 p.p.</i>	<i>56,6%</i>	<i>29,9%</i>	<i>27 p.p.</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,0%</i>	<i>n.a.</i>
<b>EBIT</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,5</b>	<b>4,7%</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,5</b>	<b>13,2%</b>	<b>-2,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>30,6%</b>
<b>Beneficio Neto</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,7</b>	<b>4,1%</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,8</b>	<b>11,0%</b>	<b>-2,8</b>	<b>-3,7</b>	<b>24,9%</b>
<b>Free Cash Flow (Rec.)</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,5</b>	<b>-7,7%</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,7</b>	<b>-11,5%</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,2</b>	<b>16,2%</b>
<i>DN / EBITDA</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>

**Inputs de valoración**
**Inputs de valoración por DCF**

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(11,8)	(3,7)	(2,0)	n.a.			
Market Cap	9,6	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	1,9	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	6,6%	Coste de la deuda neta			6,4%	6,9%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>5,3%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>5,1%</b>	<b>5,5%</b>	
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)	1,5	B (estimación propia)			1,4	1,6	
<b>Coste del Equity</b>	<b>12,6%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>11,3%</b>	<b>14,0%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	83,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	16,5%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>11,4%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>10,2%</b>	<b>12,6%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>3,0%</b>				<b>3,0%</b>	<b>2,0%</b>	

(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	Mkt. Cap	PER 23e	BPA 23e-25e	EV/EBITDA 23e	EBITDA 23e-25e	EV/Vtas. 23e	Ingresos 23e-25e	EBITDA/Vtas. 23e	FCF Yield 23e	FCF 23e-25e
Sidetrade SA	ALBFR-FR	219,5	54,5	36,7%	39,7	40,5%	4,6	17,3%	11,5%	2,1%	37,3%
Median Technologies	ALMDT-FR	85,0	n.a.	22,4%	n.a.	17,4%	3,0	42,0%	n.a.	n.a.	23,1%
Linedata Services	LIN-FR	283,8	13,4	16,3%	7,7	3,3%	2,2	3,0%	28,1%	9,2%	1,1%
Lectra	LSS-FR	1.097,8	26,1	19,4%	13,7	15,1%	2,3	7,9%	16,8%	5,1%	15,5%
Artificial Solutions	ASAI-SE	8,4	n.a.	45,8%	n.a.	48,0%	3,9	59,6%	n.a.	n.a.	42,7%
<b>Europa</b>			<b>31,3</b>	<b>28,1%</b>	<b>20,3</b>	<b>24,8%</b>	<b>3,2</b>	<b>26,0%</b>	<b>18,8%</b>	<b>5,5%</b>	<b>23,9%</b>
C3.ai	AI-US	4.218,4	n.a.	78,4%	n.a.	65,9%	12,6	24,8%	n.a.	n.a.	54,0%
Palantir Technologies	PLTR-US	36.777,6	88,9	25,2%	n.a.	28,5%	17,0	19,5%	24,6%	1,1%	-10,1%
<b>Estados Unidos</b>			<b>88,9</b>	<b>51,8%</b>	<b>n.a.</b>	<b>47,2%</b>	<b>14,8</b>	<b>22,1%</b>	<b>24,6%</b>	<b>1,1%</b>	<b>21,9%</b>
SAI	SAI-ES	9,6	n.a.	15,9%	n.a.	42,4%	2,7	48,0%	n.a.	n.a.	52,9%

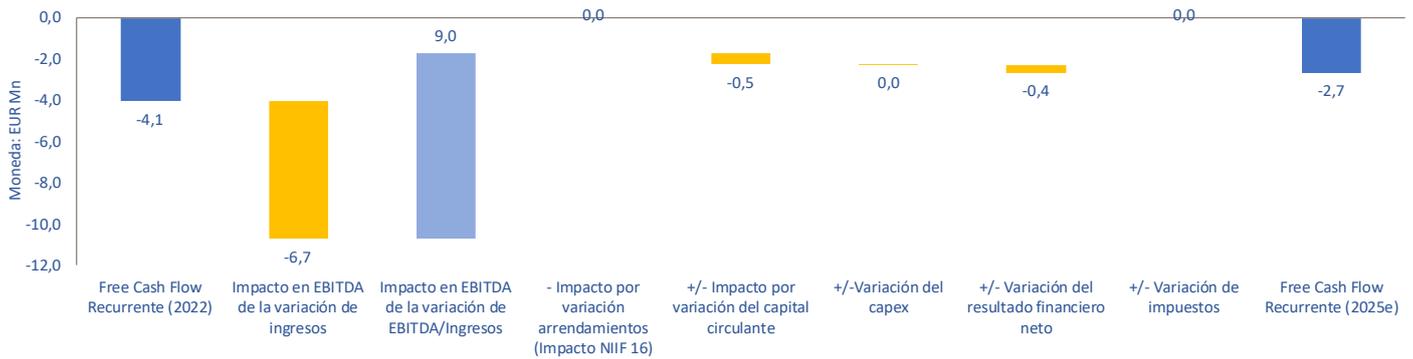
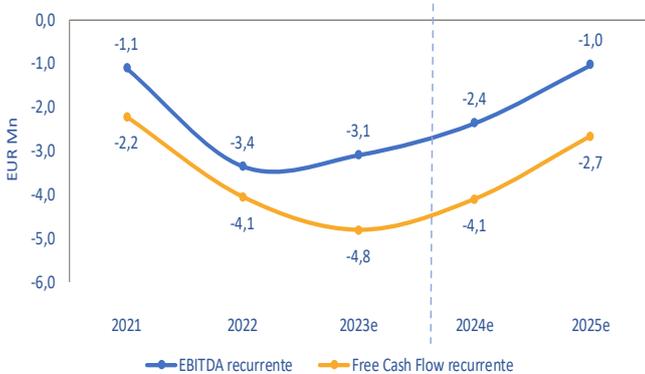
## Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial				1,3	2,4	11,0	4,7	5,2		
Inmovilizado material				0,1	0,1	0,2	0,3	0,3		
Otros activos no corrientes				0,3	0,9	0,9	0,9	0,9		
Inmovilizado financiero				1,4	0,3	0,3	0,3	0,3		
Fondo de comercio y otros intangibles				28,2	15,5	13,9	12,4	10,8		
Activo circulante				0,6	1,6	3,1	4,7	5,9		
<b>Total activo</b>				<b>31,9</b>	<b>20,7</b>	<b>29,4</b>	<b>23,3</b>	<b>23,4</b>		
Patrimonio neto				26,7	17,5	25,6	22,2	19,5		
Minoritarios				(0,0)	0,1	0,1	0,1	0,1		
Provisiones y otros pasivos a LP				-	0,4	0,4	0,4	0,4		
Otros pasivos no corrientes				-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta				5,0	1,9	2,2	6,3	9,0		
Pasivo circulante				0,3	0,8	1,0	1,4	1,7		
<b>Total pasivo</b>				<b>31,9</b>	<b>20,7</b>	<b>29,4</b>	<b>30,5</b>	<b>30,6</b>		
									<b>TACC</b>	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
<b>Total Ingresos</b>				<b>1,6</b>	<b>3,2</b>	<b>6,9</b>	<b>11,7</b>	<b>15,1</b>	<i>n.a.</i>	<b>67,5%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>				<i>n.a.</i>	<i>98,0%</i>	<i>114,5%</i>	<i>68,6%</i>	<i>30,0%</i>		
Coste de ventas				(0,0)	(0,5)	(1,1)	(1,8)	(2,3)		
<b>Margen Bruto</b>				<b>1,6</b>	<b>2,7</b>	<b>5,8</b>	<b>9,8</b>	<b>12,8</b>	<i>n.a.</i>	<b>67,3%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>				<i>99,9%</i>	<i>84,9%</i>	<i>84,0%</i>	<i>84,2%</i>	<i>84,5%</i>		
Gastos de personal				(1,4)	(3,2)	(5,2)	(7,2)	(8,2)		
Otros costes de explotación				(1,4)	(2,9)	(3,7)	(5,0)	(5,7)		
<b>EBITDA recurrente</b>				<b>(1,1)</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(3,1)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(1,0)</b>	<i>n.a.</i>	<b>32,6%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>				<i>n.a.</i>	<i>-204,2%</i>	<i>7,7%</i>	<i>23,7%</i>	<i>56,6%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</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.				0,0	(0,1)	-	-	-		
<b>EBITDA</b>				<b>(1,1)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(3,1)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(1,0)</b>	<i>n.a.</i>	<b>33,6%</b>
Depreciación y provisiones				(1,3)	(2,6)	(2,4)	(2,9)	(3,4)		
Gastos capitalizados				0,4	1,5	2,3	2,3	2,3		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)				-	-	-	-	-		
<b>EBIT</b>				<b>(2,0)</b>	<b>(4,6)</b>	<b>(3,3)</b>	<b>(3,0)</b>	<b>(2,2)</b>	<i>n.a.</i>	<b>22,5%</b>
<i>Cto.EBIT</i>				<i>n.a.</i>	<i>-131,9%</i>	<i>28,7%</i>	<i>8,2%</i>	<i>28,8%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>				<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
Impacto fondo de comercio y otros				-	(11,6)	-	-	-		
Resultado financiero neto				0,1	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(0,6)		
Resultados por puesta en equivalencia				-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>				<b>(1,9)</b>	<b>(16,5)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(2,8)</b>	<i>n.a.</i>	<b>44,9%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>				<i>n.a.</i>	<i>-773,5%</i>	<i>78,6%</i>	<i>3,5%</i>	<i>19,0%</i>		
Extraordinarios				-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>				<b>(1,9)</b>	<b>(16,5)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(2,8)</b>	<i>n.a.</i>	<b>44,9%</b>
Impuestos				0,1	0,6	-	-	-		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>				<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
Minoritarios				0,0	(0,0)	-	-	-		
Actividades discontinuadas				-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>				<b>(1,8)</b>	<b>(16,0)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(2,8)</b>	<i>n.a.</i>	<b>44,2%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>				<i>n.a.</i>	<i>-797,3%</i>	<i>77,8%</i>	<i>3,5%</i>	<i>19,0%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>				<b>(1,9)</b>	<b>(16,4)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(2,8)</b>	<i>n.a.</i>	<b>44,7%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>				<i>n.a.</i>	<i>-773,6%</i>	<i>78,4%</i>	<i>3,5%</i>	<i>19,0%</i>		
									<b>TACC</b>	
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>(3,1)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(1,0)</b>	<i>n.a.</i>	<b>32,6%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(1,3)	(1,3)	(0,9)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>-4,4</b>	<b>-3,6</b>	<b>-1,9</b>	<i>n.a.</i>	<b>19,6%</b>
CAPEX						(0,2)	(0,1)	(0,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,2)	(0,4)	(0,6)		
Impuestos						-	-	-		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(4,8)</b>	<b>(4,1)</b>	<b>(2,7)</b>	<i>n.a.</i>	<b>13,1%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(7,2)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(12,0)</b>	<b>(4,1)</b>	<b>(2,7)</b>	<i>n.a.</i>	<b>13,1%</b>
Ampliaciones de capital						11,7	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>0,3</b>	<b>4,1</b>	<b>2,7</b>		

Nota: el P&L recoge el impacto de las dos adquisiciones. Y en el FCF sea ha incluido tanto la salida como entrada de caja por el M&A (EUR 7,2Mn), más EUR 4,5Mn de otras ampliaciones.

## Anexo 2. Análítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
<b>EBITDA recurrente</b>			<b>(1,1)</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(3,1)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(1,0)</b>	<i>n.a.</i>	<b>32,6%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>			<i>n.a.</i>	<i>-204,2%</i>	<i>7,7%</i>	<i>23,7%</i>	<i>56,6%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante			(0,4)	(0,4)	(1,3)	(1,3)	(0,9)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>			<b>(1,5)</b>	<b>(3,7)</b>	<b>(4,4)</b>	<b>(3,6)</b>	<b>(1,9)</b>	<i>n.a.</i>	<b>19,6%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>			<i>n.a.</i>	<i>-153,6%</i>	<i>-18,0%</i>	<i>18,2%</i>	<i>46,1%</i>		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
- CAPEX			(0,7)	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,1)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow			(0,0)	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(0,6)		
- Impuestos			-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>			<b>(2,2)</b>	<b>(4,1)</b>	<b>(4,8)</b>	<b>(4,1)</b>	<b>(2,7)</b>	<i>n.a.</i>	<b>13,1%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>			<i>n.a.</i>	<i>-82,1%</i>	<i>-18,6%</i>	<i>14,7%</i>	<i>35,1%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</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			-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones			(0,1)	-	(7,2)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>			<b>(2,4)</b>	<b>(4,1)</b>	<b>(12,0)</b>	<b>(4,1)</b>	<b>(2,7)</b>	<i>n.a.</i>	<b>13,1%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>			<i>n.a.</i>	<i>-71,2%</i>	<i>-196,3%</i>	<i>65,9%</i>	<i>35,1%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
<b>B) Análítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>		
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>			-	<b>(2,2)</b>	<b>(4,1)</b>	<b>(4,8)</b>	<b>(4,1)</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos			<i>n.a.</i>	(1,1)	(3,8)	(2,1)	(0,7)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos			<i>n.a.</i>	(1,2)	4,1	2,9	2,0		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>			<i>n.a.</i>	<b>(2,3)</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante			(0,4)	(0,0)	(0,9)	0,1	0,3		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>			<b>(0,4)</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>0,8</b>	<b>1,7</b>		
+/- Variación del CAPEX			(0,7)	0,7	(0,1)	0,1	-		
+/- Variación del resultado financiero neto			(0,0)	(0,2)	(0,0)	(0,1)	(0,2)		
+/- Variación de impuestos			-	-	-	-	-		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>			<b>(1,1)</b>	<b>(1,8)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>			<b>(1,1)</b>	<b>(4,1)</b>	<b>(4,8)</b>	<b>(4,1)</b>	<b>(2,7)</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	TACC	
<b>EBIT</b>			<b>(2,0)</b>	<b>(4,6)</b>	<b>(3,3)</b>	<b>(3,0)</b>	<b>(2,2)</b>	<i>n.a.</i>	<b>22,5%</b>
<i>* Tasa fiscal teórica</i>			<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			-	-	-	-	-		
<b>EBITDA recurrente</b>			<b>(1,1)</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(3,1)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(1,0)</b>	<i>n.a.</i>	<b>32,6%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante			(0,4)	(0,4)	(1,3)	(1,3)	(0,9)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>			<b>(1,5)</b>	<b>(3,7)</b>	<b>(4,4)</b>	<b>(3,6)</b>	<b>(1,9)</b>	<i>n.a.</i>	<b>19,6%</b>
- CAPEX			(0,7)	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,1)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>			<b>(2,2)</b>	<b>(3,8)</b>	<b>(4,6)</b>	<b>(3,7)</b>	<b>(2,0)</b>	<i>n.a.</i>	<b>18,8%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>			<i>n.a.</i>	<i>-72,6%</i>	<i>-19,5%</i>	<i>18,7%</i>	<i>44,8%</i>		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
- Adquisiciones / + Desinversiones			(0,1)	-	(7,2)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>			<b>(2,4)</b>	<b>(3,8)</b>	<b>(11,8)</b>	<b>(3,7)</b>	<b>(2,0)</b>	<i>n.a.</i>	<b>18,8%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>			<i>n.a.</i>	<i>-62,2%</i>	<i>-208,2%</i>	<i>68,5%</i>	<i>44,8%</i>		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		

**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)**

**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	0,1	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,4	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	1,9	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	0,3	Rdos. 12m 2022
+/- Otros	7,2	Ver nota
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>18,9</b>	

Nota: A fecha de este informe el valor de la ampliación de capital por importe de EUR 7,2Mn se ha incluido como Otros en el cálculo del EV. 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 ampliación de capital.

Respecto a la ampliación de capital para financiar las adquisiciones de YAMRO y Equipos Hospitalarios, 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.25,7Mn (67% s/acc clase A en circulación) de acciones al precio actual (0,28 €/acc).

## Anexo 5. Principales comparables 2023e

		Europa					Estados Unidos				
EUR Mn		Sidetrade SA	Median Technologies	Linedata Services	Lectra	Artificial Solutions	Average	C3.ai	Palantir Technologies	Average	SAI
Datos Mercado	Ticker (Factset)	ALBFR-FR	ALMDT-FR	LIN-FR	LSS-FR	ASAI-SE		AI-US	PLTR-US		SAI-ES
	País	France	France	France	France	Sweden		USA	USA		Spain
	Market cap	219,5	85,0	283,8	1.097,8	8,4		4.218,4	36.777,6		9,6
	Enterprise value (EV)	198,3	76,6	387,9	1.140,1	21,8		3.549,5	34.418,8		18,9
Información financiera básica	Total Ingresos	43,5	25,7	180,2	495,5	5,5		282,1	2.020,9		6,9
	Cto.Total Ingresos	18,2%	8,4%	4,4%	-5,1%	42,4%	13,7%	15,5%	15,9%	15,7%	114,5%
	2y TACC (2023e - 2025e)	17,3%	42,0%	3,0%	7,9%	59,6%	26,0%	24,8%	19,5%	22,1%	48,0%
	EBITDA	5,0	(22,2)	50,7	83,2	(5,8)		(47,8)	497,0		(3,1)
	Cto. EBITDA	206,7%	1,8%	-0,7%	-8,9%	27,3%	45,2%	81,2%	652,1%	366,6%	11,5%
	2y TACC (2023e - 2025e)	40,5%	17,4%	3,3%	15,1%	48,0%	24,8%	65,9%	28,5%	47,2%	42,4%
	EBITDA/Ingresos	11,5%	n.a.	28,1%	16,8%	n.a.	18,8%	n.a.	24,6%	24,6%	n.a.
	EBIT	4,4	(22,9)	33,6	57,2	(7,1)		(58,3)	485,5		(3,3)
	Cto. EBIT	444,5%	1,6%	-4,4%	-6,8%	11,5%	89,3%	78,1%	429,1%	253,6%	28,7%
	2y TACC (2023e - 2025e)	43,0%	15,4%	9,3%	20,7%	78,3%	33,3%	57,8%	27,4%	42,6%	19,1%
	EBIT/Ingresos	10,1%	n.a.	18,6%	11,6%	n.a.	13,4%	n.a.	24,0%	24,0%	n.a.
	Beneficio Neto	4,0	(24,3)	23,1	39,5	(5,7)		(218,4)	430,9		(3,5)
	Cto. Beneficio Neto	19,5%	-20,1%	-12,7%	-11,0%	22,0%	-0,4%	11,2%	226,0%	118,6%	77,8%
	2y TACC (2023e - 2025e)	37,0%	16,7%	11,1%	23,1%	46,2%	26,8%	48,8%	27,9%	38,4%	11,6%
	CAPEX/Ventas	1,9%	4,1%	7,8%	1,8%	0,0%	3,1%	8,7%	1,2%	5,0%	2,2%
Free Cash Flow	4,7	(23,1)	26,1	55,6	(4,6)		(68,4)	405,7		(12,0)	
Deuda financiera Neta	(11,9)	11,7	69,9	(16,5)	19,8		(624,3)	(2.369,0)		2,2	
DN/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	1,4	n.a.	n.a.	1,4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Pay-out	0,0%	0,0%	42,9%	41,3%	0,0%	16,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	54,5	n.a.	13,4	26,1	n.a.	31,3	n.a.	88,9	88,9	n.a.
	P/BV (x)	7,2	n.a.	2,6	2,3	n.a.	4,1	5,3	13,1	9,2	0,4
	EV/Ingresos (x)	4,6	3,0	2,2	2,3	3,9	3,2	12,6	17,0	14,8	2,7
	EV/EBITDA (x)	39,7	n.a.	7,7	13,7	n.a.	20,3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	EV/EBIT (x)	45,1	n.a.	11,6	19,9	n.a.	25,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	ROE	13,3	n.a.	19,7	8,9	n.a.	13,9	n.a.	14,7	14,7	n.a.
	FCF Yield (%)	2,1	n.a.	9,2	5,1	n.a.	5,5	n.a.	1,1	1,1	n.a.
	DPA	0,00	0,00	1,61	0,43	0,00	0,41	0,00	0,00	0,00	0,00
	Dvd Yield	0,0%	0,0%	2,8%	1,5%	0,0%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). 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: +34 915 904 226

<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

### 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
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

