

**Resultados 12m 2023**

 Enrique Andrés Abad, CFA – enrique.andres@institutodeanalistas.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.

## Rdos 2023: fuerte crec. en ingresos, con un gasto de estructura en IA que pesa en el EBITDA Rec.

**LOS INGRESOS CRECEN CON FUERZA HASTA EUR 8,6MN (SIN ACTIVACIONES) ...** como consecuencia (esencialmente) de la estrategia de M&A ejecutada en 2023. Las principales líneas de negocio que habrían contribuido a este fuerte crecimiento son salud, recursos humanos, agritech y tecnología. Las activaciones, no incluidas en nuestra cifra de ingresos, alcanzaron EUR 5,2Mn (vs EUR 1,6Mn en 2022). En 2023, SAI ha realizado el cambio contable a NIIF.

**... CON UN EBITDA RER (EXCL. ACTIVACIONES) DE EUR -8,3MN (VS EUR -3,5MN 2022)**, Esta caída del margen viene explicada por la fortísima: (i) contracción del margen bruto hasta el 66,9% (-17,6p.p. vs 2022; por el cambio en el mix de negocio) y (ii) el incremento de otros costes de explotación hasta EUR 10,1Mn (vs EUR 2,8Mn en 2022), por el enorme salto en gastos de desarrollo de soluciones de IA.

**FINANCIACIÓN ESTRUCTURAL VIA AMPLIACIONES DE CAPITAL.** Dada la naturaleza de start-up y que no consideramos que la compañía sea capaz de generar caja en los próximos 3 años, el riesgo de dilución por nuevas ampliaciones es muy elevado. Ya que en cualquier compañía de esta naturaleza la financiación via equity es inevitable. Desde junio 2022 (22,1Mn de acciones A), se ha incrementado el número de acciones hasta 103,1Mn. Es decir, una dilución c.75% para los accionistas de SAI.

**CRECIMIENTO EN IA MUY EXIGENTE EN INVERSIÓN.** SAI ha publicado su plan estratégico para los próximos 4 años, donde espera captar financiación de c.EUR 180Mn. Vía ampliaciones de capital (EUR 75Mn), deuda (EUR 25Mn), subvenciones (EUR 50Mn) y generación de caja (EUR 30Mn). Este plan transmite 3 ideas: (i) voluntad de crecer agresivamente (9x actual EV), (ii) hiperdependencia del crecimiento en IA de niveles altos de inversión y (iii) la necesidad de seguir financiándose vía ampliaciones de capital.

**2023 CONFIRMA LA "FOTO": ALTO CRECIMIENTO, PRESIÓN EN MÁRGENES Y GRAN NECESIDAD DE FINANCIACIÓN.** El desarrollo de un negocio de IA es muy exigente en costes. 2024e-26e será decisivo para comprobar la capacidad de SAI de rentabilizar su estructura mientras desarrolla sus soluciones de IA. Según nuestras estimaciones, en 2022 el negocio relacionado con la IA representaba c.20% del mix (sin visibilidad aún del % s/ en 2023). No estimamos EBITDA Rec. y FCF positivo en 2024e – 26e. SAI se mantiene como una apuesta por un sector de alto crecimiento, pero la visibilidad sigue siendo muy reducida. Y el riesgo de dilución elevado.

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-5,2	-25,7	-48,5	-29,0	n.a.	n.a.
vs Ibex 35	-3,3	-31,3	-56,2	-33,9	n.a.	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	-8,0	-29,0	-51,0	-31,7	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	-2,1	-29,6	-54,4	-34,8	n.a.	n.a.
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	-0,7	-25,3	-58,2	-34,0	n.a.	n.a.

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	11,6	12,4
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	21,4	22,9
Número de Acciones (Mn)	72,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	0,41 / 0,25 / 0,16	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,18	
Rotación <sup>(3)</sup>	388,0	
Factset / Bloomberg	SAI-ES / SAI SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

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

YAMRO Holdings Limited	12,6
Leandro Daniel Harillo	8,0
Juan Pablo Di pietro	8,0
United General LTD	6,3
Free Float	28,9

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	45,1	100,4	104,5	104,5
Total Ingresos	8,6	14,6	18,3	22,5
EBITDA Rec.	-8,3	-5,8	-4,2	-2,4
% Var.	-143,8	29,4	27,4	44,0
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	18,0	9,9	21,0	12,3
Beneficio neto	-8,7	-3,8	-3,0	-2,2
BPA (EUR)	-0,19	-0,04	-0,03	-0,02
% Var.	68,8	80,5	22,8	27,2
BPA ord. (EUR)	-0,17	-0,04	-0,03	-0,02
% Var.	73,0	78,2	22,8	27,2
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	-9,1	-7,0	-5,4	-3,6
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	5,7	6,7	12,1	15,7
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	0,5	0,5	0,6
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	2,49	1,47	1,17	0,95
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.

(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, preveamos 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: Lorenzo Serratos 5,2%, José Iván García Braulio 4,9%, Otros accionistas 26,0%

(\*) 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).

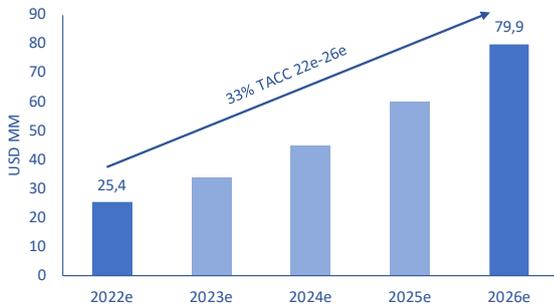
**Resultados 12m 2023**

**Tabla 1. Resultados 2023**

EUR Mn	12m23 Real	12m22	12m23 Real vs 12m22
<b>Total Ingresos</b>	<b>8,6</b>	<b>3,1</b>	<b>174,5%</b>
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>(8,3)</b>	<b>(3,4)</b>	<b>-143,8%</b>
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>-96,0%</i>	<i>-108,1%</i>	<i>12,1 p.p.</i>
<b>EBITDA</b>	<b>(9,0)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>-152,9%</b>
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>-104,1%</i>	<i>-113,0%</i>	<i>8,9 p.p.</i>
<b>EBIT</b>	<b>(4,9)</b>	<b>(2,3)</b>	<b>-112,0%</b>
<b>BAI</b>	<b>(8,2)</b>	<b>(15,6)</b>	<b>47,5%</b>
<b>BN</b>	<b>(8,7)</b>	<b>(15,1)</b>	<b>42,1%</b>

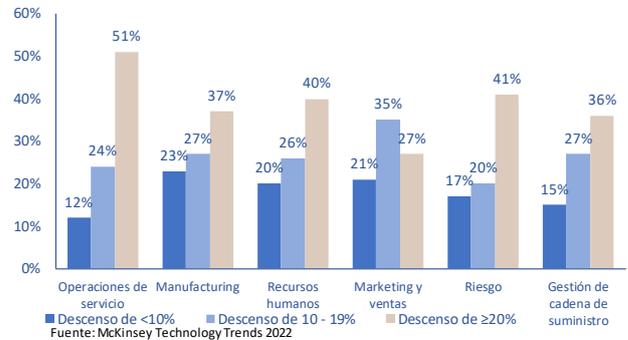
**La compañía en 8 gráficos**

**Inteligencia Artificial: Un sector con alto potencial de crecimiento (33% TACC 22e-26e en Europa)**



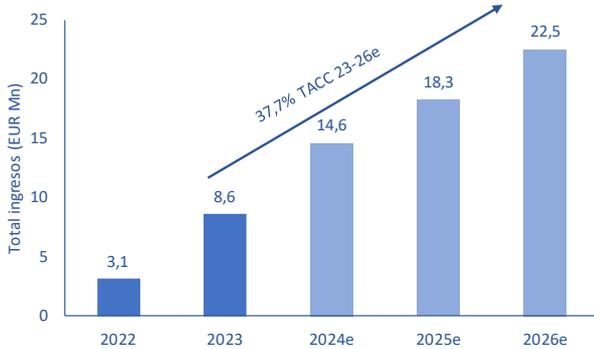
Fuente: IDC (International Data Corporation)

**... teniendo cada vez más un mayor impacto en la cuenta de resultados de las compañías a nivel EBIT**

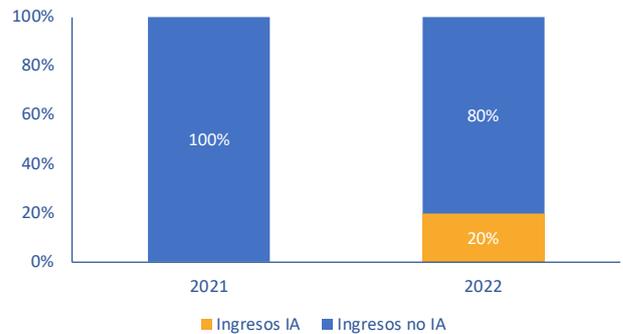


Fuente: McKinsey Technology Trends 2022

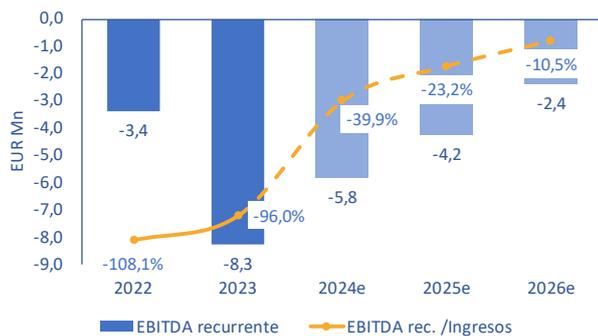
**Substrate (SAI): start-up de IA con capacidad de crecer (incluyendo M&A) a doble dígito alto en ingresos (37,7% TACC 23-26e) ...**



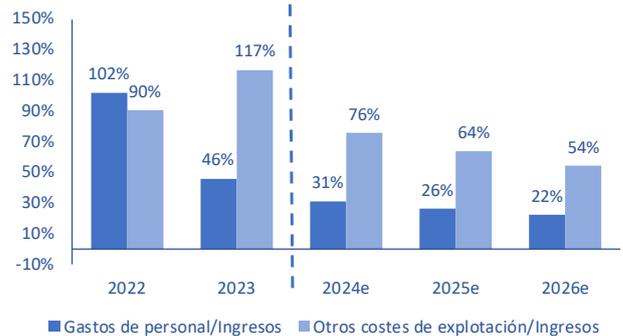
**... y con unas ventas en el 2022 derivadas de la inteligencia artificial de alrededor de c.20%**



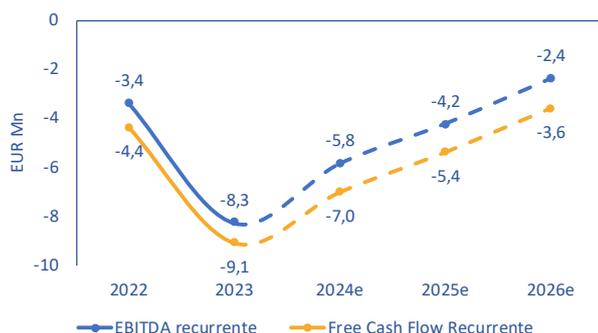
**Aunque habrá que esperar para alcanzar break-even en EBITDA Rec., al menos, hasta después de 2026e**



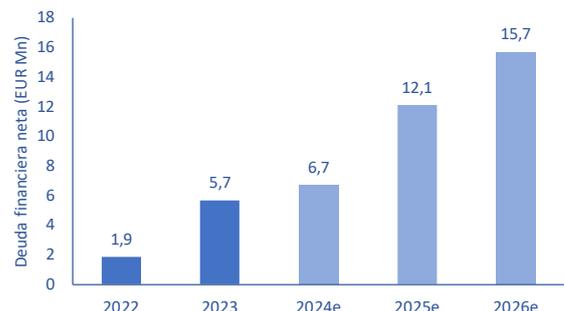
**... debido a unos gastos de estructura sobredimensionados para unos niveles de ingresos muy superiores**



**... empujando la generación del flujo de caja recurrente hasta EUR -3,6Mn en 2026e (vs EUR -7,0Mn en 2024e)**



**que situaría la Deuda Neta "Teórica" 2026e en EUR 15,7Mn. Aunque "cubierta" vía bonos convertibles**



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

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(6,3)	(4,5)	(2,5)	n.a.			
Market Cap	11,6	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	5,7	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
					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)	3,4%	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	13,0%	Ke = Rf + (R * B)			11,6%	14,4%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	67,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	32,9%	D			=	=	
WACC	10,5%	WACC = Kd * D + Ke * E			9,6%	11,6%	
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	Mkt. Cap	PER 24e	BPA	EV/EBITDA	EBITDA	EV/Vtas.	Ingresos	EBITDA/Vtas.	FCF Yield	FCF
	Factset			24e-26e	24e	24e-26e	24e	24e-26e	24e	24e	24e-26e
Sidetrade SA	ALBFR-FR	229,0	35,3	n.a.	26,3	n.a.	3,9	n.a.	14,6%	3,6%	n.a.
Median Technologies	ALMDT-FR	47,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Linedata Services	LIN-FR	368,1	13,8	n.a.	8,2	n.a.	2,4	n.a.	29,0%	9,0%	n.a.
Lectra	LSS-FR	1.210,7	24,4	22,9%	11,9	14,5%	2,2	9,6%	18,8%	6,0%	8,4%
Artificial Solutions	ASAI-SE	14,0	n.a.	57,3%	n.a.	94,6%	4,5	49,3%	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Europa</b>			24,5	40,1%	15,5	54,6%	2,9	29,5%	20,8%	6,2%	8,4%
C3.ai	AI-US	2.592,1	n.a.	75,4%	n.a.	n.a.	5,6	20,0%	n.a.	n.a.	n.a.
Palantir Technologies	PLTR-US	46.218,7	67,0	21,8%	n.a.	18,4%	17,2	19,8%	33,0%	1,8%	39,4%
<b>Estados Unidos</b>			67,0	48,6%	n.a.	18,4%	11,4	19,9%	33,0%	1,8%	39,4%
SAI	SAI-ES	11,6	n.a.	25,1%	n.a.	36,2%	1,5	24,0%	n.a.	n.a.	30,9%

**Análisis de sensibilidad (2025e)**
**A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes**

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	-43,9%	(8,0)	-2,7x
Central	-39,9%	(7,3)	-2,9x
Min	-35,9%	(6,6)	-3,3x

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

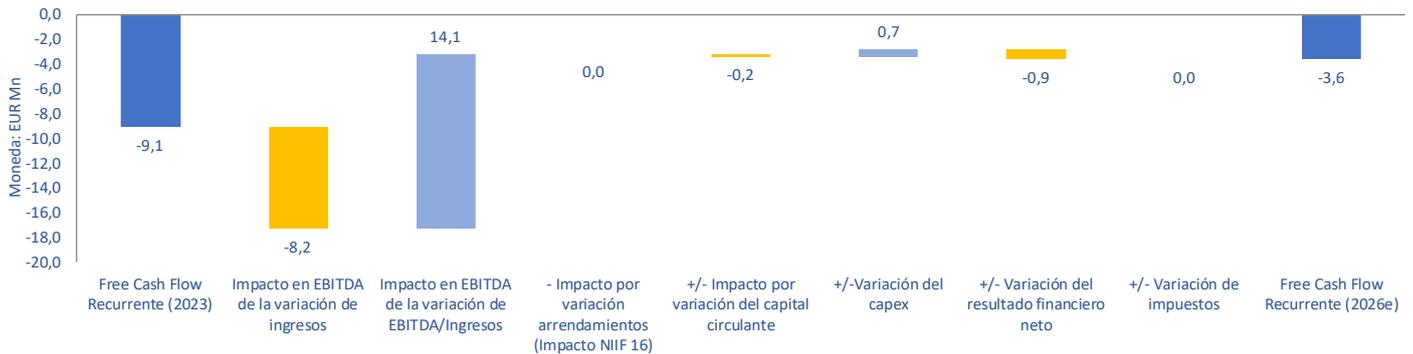
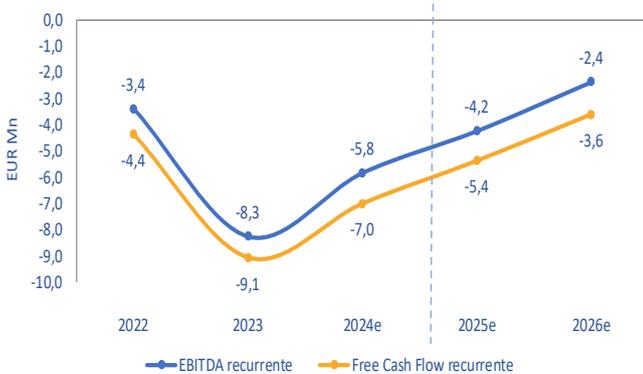
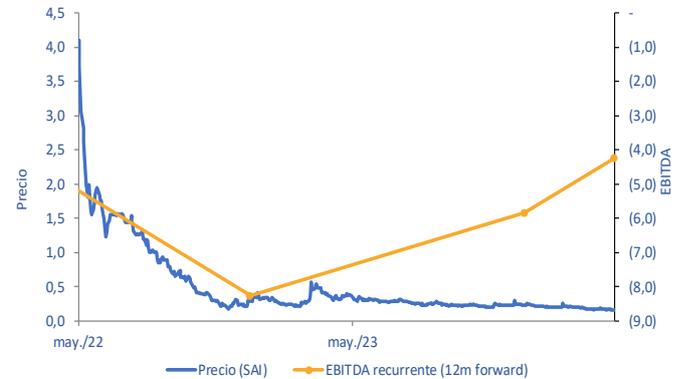
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e		
EBITDA 25e	1,0%	1,1%	1,2%
(8,0)	(9,1)	(9,2)	(9,2)
(7,3)	(8,4)	(8,4)	(8,5)
(6,6)	(7,7)	(7,7)	(7,7)

## Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Inmovilizado inmaterial				2,9	8,7	12,0	14,7	16,6		
Inmovilizado material				0,1	0,2	0,4	0,5	0,6		
Otros activos no corrientes				0,9	2,0	2,0	2,0	2,0		
Inmovilizado financiero				0,3	1,0	1,0	1,0	1,0		
Fondo de comercio y otros intangibles				16,3	22,5	22,5	22,5	22,5		
Activo circulante				1,5	5,6	10,9	12,5	14,3		
<b>Total activo</b>				<b>22,1</b>	<b>40,0</b>	<b>48,9</b>	<b>53,2</b>	<b>56,9</b>		
Patrimonio neto				18,2	22,9	25,1	22,1	19,8		
Minoritarios				0,1	0,9	0,9	0,9	0,9		
Provisiones y otros pasivos a LP				0,6	4,3	4,3	4,3	4,3		
Otros pasivos no corrientes				0,5	0,6	0,6	0,6	0,6		
Deuda financiera neta				1,9	5,7	6,7	12,1	15,7		
Pasivo circulante				0,8	5,7	11,3	13,3	15,6		
<b>Total pasivo</b>				<b>22,1</b>	<b>40,0</b>	<b>48,9</b>	<b>53,2</b>	<b>56,9</b>		
<b>TACC</b>										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
<b>Total Ingresos</b>				<b>3,1</b>	<b>8,6</b>	<b>14,6</b>	<b>18,3</b>	<b>22,5</b>	<i>n.a.</i>	<b>37,7%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>				<i>n.a.</i>	<i>174,5%</i>	<i>70,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>23,0%</i>		
Coste de ventas				(0,5)	(2,9)	(4,8)	(6,1)	(7,7)		
<b>Margen Bruto</b>				<b>2,6</b>	<b>5,8</b>	<b>9,8</b>	<b>12,2</b>	<b>14,9</b>	<i>n.a.</i>	<b>37,1%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>				<i>84,5%</i>	<i>66,9%</i>	<i>66,9%</i>	<i>66,5%</i>	<i>66,0%</i>		
Gastos de personal				(3,2)	(4,0)	(4,6)	(4,8)	(5,0)		
Otros costes de explotación				(2,8)	(10,1)	(11,1)	(11,6)	(12,2)		
<b>EBITDA recurrente</b>				<b>(3,4)</b>	<b>(8,3)</b>	<b>(5,8)</b>	<b>(4,2)</b>	<b>(2,4)</b>	<i>n.a.</i>	<b>34,0%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>				<i>n.a.</i>	<i>-143,8%</i>	<i>29,4%</i>	<i>27,4%</i>	<i>44,0%</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.				(0,2)	(0,7)	-	-	-		
<b>EBITDA</b>				<b>(3,5)</b>	<b>(9,0)</b>	<b>(5,8)</b>	<b>(4,2)</b>	<b>(2,4)</b>	<i>n.a.</i>	<b>35,8%</b>
Depreciación y provisiones				(0,3)	(0,6)	(1,9)	(2,6)	(3,4)		
Gastos capitalizados				1,6	5,2	5,2	5,2	5,2		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)				(0,0)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
<b>EBIT</b>				<b>(2,3)</b>	<b>(4,9)</b>	<b>(3,0)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(1,1)</b>	<i>n.a.</i>	<b>38,8%</b>
<i>Cto.EBIT</i>				<i>n.a.</i>	<i>-112,0%</i>	<i>37,5%</i>	<i>27,3%</i>	<i>49,6%</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				(13,1)	(2,6)	-	-	-		
Resultado financiero neto				(0,3)	(0,7)	(0,7)	(0,8)	(1,1)		
Resultados por puesta en equivalencia				-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>				<b>(15,6)</b>	<b>(8,2)</b>	<b>(3,8)</b>	<b>(3,0)</b>	<b>(2,2)</b>	<i>n.a.</i>	<b>35,4%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>				<i>n.a.</i>	<i>47,5%</i>	<i>53,9%</i>	<i>19,6%</i>	<i>27,2%</i>		
Extraordinarios				-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>				<b>(15,6)</b>	<b>(8,2)</b>	<b>(3,8)</b>	<b>(3,0)</b>	<b>(2,2)</b>	<i>n.a.</i>	<b>35,4%</b>
Impuestos				0,6	(0,3)	-	-	-		
<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)	(0,3)	-	-	-		
Actividades discontinuadas				-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>				<b>(15,1)</b>	<b>(8,7)</b>	<b>(3,8)</b>	<b>(3,0)</b>	<b>(2,2)</b>	<i>n.a.</i>	<b>36,7%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>				<i>n.a.</i>	<i>42,1%</i>	<i>56,6%</i>	<i>19,6%</i>	<i>27,2%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>				<b>(15,5)</b>	<b>(7,8)</b>	<b>(3,8)</b>	<b>(3,0)</b>	<b>(2,2)</b>	<i>n.a.</i>	<b>34,2%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>				<i>n.a.</i>	<i>49,8%</i>	<i>51,3%</i>	<i>19,6%</i>	<i>27,2%</i>		
<b>TACC</b>										
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>(5,8)</b>	<b>(4,2)</b>	<b>(2,4)</b>	<i>n.a.</i>	<b>34,0%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,5)	(0,5)	(0,5)		
Var.capital circulante						0,3	0,4	0,6		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>-6,1</b>	<b>-4,3</b>	<b>-2,3</b>	<i>n.a.</i>	<b>33,9%</b>
CAPEX						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,7)	(0,8)	(1,1)		
Impuestos						-	-	-		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(7,0)</b>	<b>(5,4)</b>	<b>(3,6)</b>	<i>n.a.</i>	<b>26,5%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(0,5)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(7,6)</b>	<b>(5,4)</b>	<b>(3,6)</b>	<i>n.a.</i>	<b>24,1%</b>
Ampliaciones de capital						6,5	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>1,1</b>	<b>5,4</b>	<b>3,6</b>		

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
<b>EBITDA recurrente</b>			(3,4)	(8,3)	(5,8)	(4,2)	(2,4)	n.a.	34,0%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>			n.a.	-143,8%	29,4%	27,4%	44,0%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			(0,0)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
+/- Var. Capital circulante			(0,7)	0,8	0,3	0,4	0,6		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>			(4,2)	(8,0)	(6,1)	(4,3)	(2,3)	n.a.	33,9%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>			n.a.	-91,6%	24,0%	28,3%	46,9%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- CAPEX			(0,1)	(0,9)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow			(0,1)	(0,2)	(0,7)	(0,8)	(1,1)		
- Impuestos			-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>			(4,4)	(9,1)	(7,0)	(5,4)	(3,6)	n.a.	26,5%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>			n.a.	-107,1%	22,8%	23,3%	32,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros			-	0,5	(0,5)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones			-	0,3	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>			(4,4)	(8,3)	(7,6)	(5,4)	(3,6)	n.a.	24,1%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>			n.a.	-88,3%	8,5%	28,8%	32,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>		
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>			-	(4,4)	(9,1)	(7,0)	(5,4)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos			n.a.	(5,9)	(5,8)	(1,5)	(1,0)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos			n.a.	1,0	8,2	3,1	2,8		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>			n.a.	(4,9)	2,4	1,6	1,9		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)			(0,0)	(0,5)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante			(0,7)	1,5	(0,5)	0,1	0,2		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>			(0,8)	(3,8)	1,9	1,7	2,0		
+/- Variación del CAPEX			(0,1)	(0,8)	0,7	-	-		
+/- Variación del resultado financiero neto			(0,1)	(0,1)	(0,5)	(0,1)	(0,3)		
+/- Variación de impuestos			-	-	-	-	-		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>			(1,0)	(4,7)	2,1	1,6	1,8		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>			(1,0)	(9,1)	(7,0)	(5,4)	(3,6)		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	TACC	
<b>EBIT</b>			(2,3)	(4,9)	(3,0)	(2,2)	(1,1)	n.a.	38,8%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			-	-	-	-	-		
<b>EBITDA recurrente</b>			(3,4)	(8,3)	(5,8)	(4,2)	(2,4)	n.a.	34,0%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			(0,0)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
+/- Var. Capital circulante			(0,7)	0,8	0,3	0,4	0,6		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>			(4,2)	(8,0)	(6,1)	(4,3)	(2,3)	n.a.	33,9%
- CAPEX			(0,1)	(0,9)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>			(4,2)	(8,8)	(6,3)	(4,5)	(2,5)	n.a.	34,3%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>			n.a.	-108,2%	29,1%	27,4%	44,9%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Adquisiciones / + Desinversiones			-	0,3	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>			(4,2)	(8,6)	(6,3)	(4,5)	(2,5)	n.a.	33,6%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>			n.a.	-101,7%	26,8%	27,4%	44,9%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		

**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)**

**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	11,6	
+ Minoritarios	0,9	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	4,3	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	5,7	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	1,0	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>21,4</b>	

La deuda bruta está compuesta por EUR 8Mn que no son deuda bancaria. Corresponden a deudas por la adquisición de participaciones durante 2023 (EUR 6Mn) que van a ser saldadas mediante ampliaciones de capital y depósitos recibidos por valor de EUR 2Mn para acudir a otra ampliación de capital por dicho importe.

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

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

## Anexo 4. Principales comparables 2024e

		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		United States	USA		Spain
	Market cap	229,0	47,7	368,1	1.210,7	14,0		2.592,1	46.218,7		11,6
	Enterprise value (EV)	201,8	51,2	459,1	1.231,9	30,7		1.919,4	43.074,0		21,4
Información financiera básica	Total Ingresos	52,4	29,6	192,0	553,0	6,8		344,2	2.502,2		14,6
	Cto. Total Ingresos	19,7%	33,2%	4,7%	15,8%	31,0%	20,9%	19,3%	20,1%	19,7%	70,0%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	n.a.	n.a.	9,6%	49,3%	29,5%	20,0%	19,8%	19,9%	24,0%
	EBITDA	7,7	(24,1)	55,8	103,8	(2,2)		(69,1)	826,1		(5,8)
	Cto. EBITDA	73,3%	-10,7%	n.a.	48,4%	54,5%	41,3%	30,9%	475,7%	253,3%	34,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	n.a.	n.a.	14,5%	94,6%	54,6%	n.a.	18,4%	18,4%	36,2%
	EBITDA/Ingresos	14,6%	n.a.	29,0%	18,8%	n.a.	20,8%	n.a.	33,0%	33,0%	n.a.
	EBIT	6,8	(25,0)	39,3	69,6	(3,8)		(83,9)	799,2		(3,0)
	Cto. EBIT	98,8%	-8,7%	3,6%	74,2%	38,1%	41,2%	24,2%	611,8%	318,0%	37,5%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	n.a.	n.a.	19,7%	56,0%	37,8%	53,2%	22,4%	37,8%	39,5%
	EBIT/Ingresos	13,0%	n.a.	20,5%	12,6%	n.a.	15,4%	n.a.	31,9%	31,9%	n.a.
	Beneficio Neto	6,5	(26,2)	26,9	49,1	(4,4)		(48,8)	713,7		(3,8)
	Cto. Beneficio Neto	15,8%	-14,1%	5,3%	44,9%	11,3%	12,6%	34,0%	263,4%	148,7%	56,6%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	n.a.	n.a.	24,1%	42,7%	33,4%	84,3%	26,5%	55,4%	23,5%
CAPEX/Ventas	1,7%	4,6%	6,1%	2,0%	n.a.	3,6%	5,2%	0,9%	3,0%	1,4%	
Free Cash Flow	8,2	(24,6)	33,0	73,0	n.a.		(17,8)	832,5		(7,6)	
Deuda financiera Neta	(19,1)	25,4	55,9	43,7	23,2		(573,3)	(3.469,6)		6,7	
DN/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	1,0	0,4	n.a.	0,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Pay-out	0,0%	0,0%	n.a.	41,6%	0,0%	10,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	35,3	n.a.	13,8	24,4	n.a.	24,5	n.a.	67,0	67,0	n.a.
	P/BV (x)	6,0	n.a.	2,8	2,8	n.a.	3,9	3,5	12,5	8,0	0,5
	EV/Ingresos (x)	3,9	1,7	2,4	2,2	4,5	2,9	5,6	17,2	11,4	1,5
	EV/EBITDA (x)	26,3	n.a.	8,2	11,9	n.a.	15,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	EV/EBIT (x)	29,5	n.a.	11,7	17,7	n.a.	19,6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	ROE	17,0	n.a.	20,3	11,4	n.a.	16,2	n.a.	18,6	18,6	n.a.
	FCF Yield (%)	3,6	n.a.	9,0	6,0	n.a.	6,2	n.a.	1,8	1,8	n.a.
	DPA	0,00	0,00	1,81	0,54	0,00	0,47	0,00	0,00	0,00	0,00
	Dvd Yield	0,0%	0,0%	2,4%	1,7%	0,0%	0,8%	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  
[institutodeanalistas.com/lighthouse](https://institutodeanalistas.com/lighthouse)

---

### Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

[alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com](mailto:alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com)

### Luis Esteban Arribas, CESGA

Equity research

[luis.esteban@institutodeanalistas.com](mailto:luis.esteban@institutodeanalistas.com)

### Enrique Andrés Abad, CFA

Equity research

[enrique.andres@institutodeanalistas.com](mailto:enrique.andres@institutodeanalistas.com)

### José Miguel Cabrera van Grieken

Equity research

[jose.cabrera@institutodeanalistas.com](mailto:jose.cabrera@institutodeanalistas.com)

### Jesús López Gómez, CESGA

ESG Analyst & Data analytics

[jesus.lopez@institutodeanalistas.com](mailto:jesus.lopez@institutodeanalistas.com)

---

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website ([institutodeanalistas.com/lighthouse](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
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

