



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Stable



INSTRUMENT RATING
Senior Secured 10 M €

Initiation date 14/01/2025
Rating Date 12/08/2026

Contacts

Lead analyst

Claudia Berrios
claudia.berrios@ethifinance.com

Committee chair

Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings sube la calificación a largo plazo de Substrate Artificial Intelligence S.A., pasando de “BB-” a “BB”, manteniendo la tendencia Estable. Además, EthiFinance Ratings afirma la calificación del programa de pagarés garantizado en “BB+”.
- La subida de rating se fundamenta principalmente en i) la evolución favorable del negocio durante 2025, reportando una cifra de ventas estable y un EBITDA ajustado positivo por segundo año consecutivo, lo que ha permitido reducir el impacto de los años previos en el rating final. y ii) A fecha de junio-2026, el grupo comunicó una ronda de inversión de €39,2m con la participación de la SETT (€19,1m) y dos inversores privados, a través de la emisión de bonos convertibles de obligada conversión en 3 años. Dadas las características del instrumento, el monto total se asimila como patrimonio neto. Consecuentemente, esta operación permitirá continuar con el plan de inversión actual sin comprometer la liquidez del grupo ni deteriorar los ratios de endeudamiento.
- La actividad principal del grupo consiste en la creación y desarrollo de sistemas de inteligencia artificial de última generación, así como la inversión en empresas de diferentes sectores.
- El rating actual se apoya en las características propias del sector (altos márgenes de rentabilidad y buenas perspectivas de crecimiento) junto a un buen perfil financiero donde destacan el excelente nivel de capitalización (PN/DFT por encima de 400% en promedio) y el controlado nivel de endeudamiento (DFN/EBITDA ajustado por debajo de 2,0x y FFO/DFN ajustado cercano al 40% en promedio).
- Por otro lado, la calificación se ve limitada por el tamaño actual del grupo, en un contexto de elevada competitividad y con ventajas competitivas aún en proceso de consolidación. Asimismo, el perfil financiero continúa condicionado por una limitada capacidad de generación interna de recursos, reflejada en un EBITDA negativo sin ajustes y en una generación de flujo de caja libre (FCF) significativamente negativa.
- Se ha aplicado la escala de ‘high volatility’ para el negocio de ‘Software & Services’ con el fin de reflejar las fluctuaciones propias de un negocio altamente disruptivo, con tecnologías aún en fase de adopción inicial, donde los ciclos de producto son generalmente cortos y la competencia es intensa. Para el resto de negocios (p.ej salud o RRHH), considerados más maduros, se aplica para la valoración las métricas de la escala ‘standard’.
- En línea con nuestra metodología, la industria de tecnología de la información tiene un riesgo ESG medio (puntuación en el sector heatmap entre 3,0 y 3,5). Esto resulta en un impacto neutro en la calificación del sector debido a consideraciones de ESG relacionadas con la industria. En cuanto al análisis de ESG de la empresa, cabe destacar que las políticas del grupo se consideran adecuadas (puntuación ESG entre 1,5 y 3,5), teniendo esto un efecto neutro en la calificación.
- El rating del programa de pagarés mejora en un escalón respecto al rating corporativo en base a su carácter secured y el correspondiente análisis de recuperabilidad. Las garantías están representadas por prenda sobre las acciones de Fleebe AI Ltd (íntegramente participada al 100%) y Cuarta Dimensión Médica, S.L (participada al 80,03% del capital social), empresas no cotizadas. Se destaca la estructura de la financiación con cláusulas de ‘negative pledge’, por lo que las garantías suscritas no podrán ser usadas ante otros tipos de endeudamiento. **Existe una limitación en el análisis de recuperabilidad, ya que la última valoración por un experto independiente se realizó en septiembre del 2024. La mejora se limita a un escalón sobre el rating corporativo. Con todo ello el rating del instrumento se mantiene en BB+.**

Descripción de la Compañía

Substrate AI es una empresa española que se dedica a la creación y desarrollo de sistemas de inteligencia artificial y su aplicación en distintos sectores para terceros y propios, así como a la compra de pequeñas compañías de diversos sectores con el objetivo de transformarlas mediante el uso de tecnologías propias de inteligencia artificial e impulsarlas hacia el crecimiento, eficiencia y rentabilidad.

A cierre 2025, el grupo (Subgen AI AB y sociedades dependientes) reportó una cifra de negocios de SEK 204,4m (equivalente a €18,6m) (+0,3% interanual) con un EBITDA ajustado de SEK 37m (equivalente a €3,4m) (margen EBITDA ajustado del 18,1%) y un ratio DFN/EBITDA ajustado de 2,3x.

Substrate AI opera bajo varias líneas de negocio, organizadas por segmentos y filiales específicas:

Serenity Star (SaaS e integraciones)

- Serenity Star es el producto central, es una suite de soluciones IA para empresas. Incluye los productos Serenity AI Chat (chat empresarial seguro), Serenity Compliance (cumplimiento normativo) y Serenity Research.
- Capacidad para desplegar, gobernar y escalar agentes de IA. Incluye integración con más de 300 LLMs, conectores empresariales, entre otros.
- Aplicación transversal en industrias reguladas, asegurando privacidad, trazabilidad y cumplimiento.

IA Salud (4D Médica, DIAGXIMAG)

- Comercialización de hardware de diagnóstico por imagen (Rx, resonancias) y software médico con módulos IA para gestión clínica, diagnóstico y compliance.
- Aplicación en hospitales humanos y veterinarios (smart hospitals & smart vet clinics).

IA Recursos Humanos (Fleebe AI, Grupo IFIT)

- Software y servicios para la gestión del talento, selección y control horario.
- IA aplicada a procesos de RRHH para grandes clientes en Europa, Latam y EE. UU.

IA Infraestructura (Sovereign AI Factories / Substrate Cloud)

- Desarrollo de centros de datos (ej. Talavera de la Reina, 5+5 MW).
- Servicio GPU-as-a-Service para IA soberana, alineado con estrategias de autonomía tecnológica de la UE.

Otras inversiones transformadas con IA

- Startups en diversos sectores con el objetivo de transformarlas a través de la integración de inteligencia artificial. Incluye verticales fintech, energía, agritech y consultoría de IA.

El ámbito geográfico del Grupo Substrate AI es fundamentalmente España, Reino Unido, Estados Unidos y varios países de Latinoamérica.

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- **Elevados márgenes de rentabilidad, reducidas barreras de entrada y buenas perspectivas de crecimiento.**

Substrate AI está clasificada primordialmente en el sector tecnologías de la información, especialmente en el subsector de software y servicios con el desarrollo y comercialización de soluciones de inteligencia artificial aplicadas a diversos sectores como salud, energía, fintech, recursos humanos, etc. Los márgenes de rentabilidad del sector se consideran elevados (margen EBIT entre 13% y 18%) aunque varían según el modelo de negocio y el grado de madurez de la empresa. La recurrencia y predictibilidad de los ingresos: los modelos de negocios basados en SaaS (Software as a Service) y AlaaS (Artificial Intelligence as a Service) funcionan bajo suscripciones mensuales o anuales por lo que los ingresos son bastante estables en el tiempo.

Las barreras de entrada en el sector de inteligencia artificial se consideran bajas dado que las herramientas de IA y la infraestructura en la nube son ampliamente accesibles y muchas veces de código abierto, lo que permite que nuevos competidores entren al mercado sin necesidad de grandes inversiones. Además, si la empresa no cuenta con tecnología propia, patentes ni ventajas competitivas sólidas, su modelo de negocio puede ser fácilmente replicado por otros actores, lo que reduce aún más las barreras de entrada. Sin embargo, aquellos competidores en busca de diferenciarse y alcanzar mejores márgenes de rentabilidad, generalmente deben realizar importantes inversiones en infraestructura tecnológica robusta y cumplir con estrictas regulaciones de privacidad y seguridad.

El sector de las tecnologías de la Información, y especialmente el de la inteligencia artificial, presenta unas perspectivas de crecimiento muy sólidas a nivel global. La creciente demanda de automatización y optimización de operaciones empresariales, el avance de la IA generativa, la digitalización de las empresas y la expansión del software en la nube están impulsando su adopción en múltiples industrias como salud, finanzas, logística y educación. Aunque la industria enfrenta desafíos como la regulación, las exactitudes de las respuestas, ciberseguridad, la privacidad y la escasez de talento, se espera que este sector continúe expandiéndose rápidamente en la próxima década.

- **El sector tiene un impacto neutro por factores ESG.**

La industria de tecnología de la información tiene riesgos ESG medios según nuestra metodología (puntuación en el sector heatmap entre 3,0 y 3,5). Esto resulta en una evaluación del sector que no se ve afectada por consideraciones relacionadas con la industria. El sector tiene un impacto medio en el clima, pero el rápido crecimiento tanto de la infraestructura como del uso de TI aumenta el uso de energía y las emisiones relacionadas de GEI. Sin embargo, el impacto en términos de contaminación y biodiversidad es limitado, a pesar de algunos problemas crecientes relacionados con la generación de residuos y el reciclaje. La industria puede sufrir violaciones de ciberseguridad con un impacto significativo en la divulgación de datos personales. La industria de TI se beneficia de un entorno de apoyo ya que los estados y regiones compiten por ser el hogar de un centro tecnológico, y la regulación es favorable, excepto para algunas corporaciones dominantes que pueden ser penalizadas por los estados por prácticas anticompetitivas.

Posicionamiento Competitivo

- **Empresa de pequeño tamaño en fase de crecimiento.**

Substrate es un grupo joven en fase de crecimiento que opera en un entorno global muy competitivo de la inteligencia artificial. Entre sus competidores, figuran las multinacionales como Microsoft, Amazon y Google que ofrecen servicios de IA y otras startups europeas como Alep Alpha, Mistral AI o Hugging Face. Las principales ventajas del grupo se centran en:

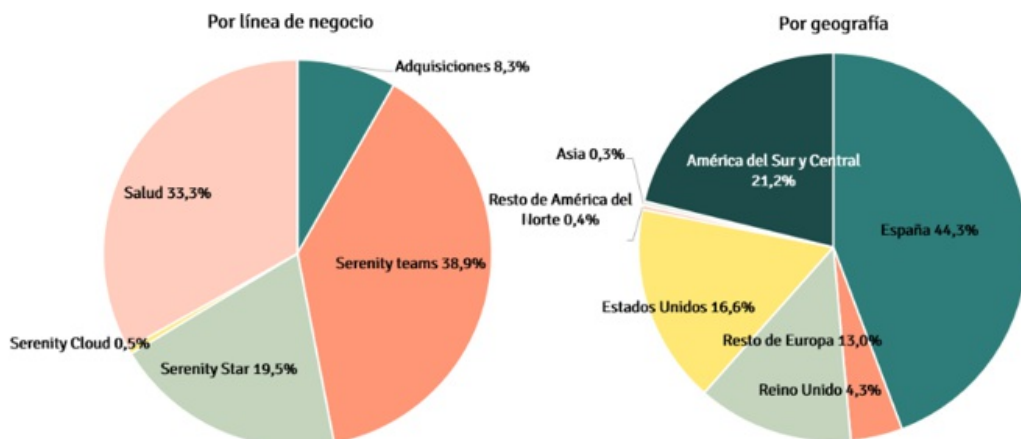
- **Propiedad tecnológica diferenciadora con activos intangibles protegidos:** Subgen AI ha desarrollado una suite de soluciones de inteligencia artificial generativa llamada Serenity Star, apoyada en más de 17 patentes registradas en EE.UU., lo que refuerza su posición frente a la competencia. Esta tecnología da acceso a más de 300 LLMs, evitando la dependencia en un único proveedor, y dispone de miles de conectores para enlazar con sistemas existentes (ERP, CRM, gestores documentales, herramientas colaborativas, etc). Además, incluye herramientas como Serenity Compliance, enfocada en cumplimiento normativo, lo cual refuerza su alineación con marcos regulatorios y a sectores sensibles como el legal y el financiero.
- **Integración vertical mediante infraestructura propia (Sovereign AI):** destaca el desarrollo de soluciones IA para empresas y entidades del sector público, junto con infraestructura de IA para atender a sus clientes. Incluye el desarrollo de centros de datos propios (como el proyecto de 50 MW en Talavera de la Reina), en colaboración con empresas como Lenovo, Dell, Nvidia y Acciona, y con el apoyo de las administraciones locales; así como la plataforma Substrate Cloud para ofrecer computación como servicio (GPUaaS). Esto posiciona a Subgen AI en una situación de independencia tecnológica frente a proveedores externos y responde a la demanda creciente de "soberanía tecnológica" por parte de administraciones públicas europeas. La participación activa en proyectos piloto con administraciones autonómicas, como el caso de Castilla-La Mancha, se espera pueda posicionar al grupo como referente para la digitalización del sector público, con potencial acceso a contratos recurrentes y mayor financiación institucional.
- **Modelo híbrido de crecimiento:** el grupo invierte y transforma compañías tradicionales mediante la incorporación de tecnologías de IA. Esta estrategia no solo diversifica el riesgo operativo, sino que amplifica la escalabilidad del modelo y consolida su posicionamiento como proveedor integral de soluciones AI en sectores como salud, RRHH y servicios financieros. Este enfoque permite a Substrate AI adaptar tecnologías a distintas industrias y validar sus soluciones de IA directamente en sus filiales antes de realizar inversiones significativas en desarrollo.

Aunque el grupo cuenta con ciertas ventajas competitivas, cabe señalar que, la juventud y tamaño actual de la empresa, junto con productos de IA de relativa reciente creación y comercialización en un sector dinámico de alta competitividad, mantienen las incertidumbres sobre la evolución futura del grupo, el cual estará condicionado al acceso continuo a capital, la validación de producto en clientes grandes, y su capacidad de cerrar contratos relevantes en el corto y medio plazo.

- **Modelo de negocio diversificado por áreas de negocio y geografías, aunque con cierta concentración a nivel de clientes.**

El grupo está creciendo rápidamente mediante inversiones en empresas o startups que transforma con su tecnología de inteligencia artificial. Gracias a ello sirve a clientes en diferentes sectores como la salud o los recursos humanos, siendo estos los más representativos, concentrando el 72,2% de los ingresos del 2025. Esta diversificación por sectores le permite adaptar tecnologías a distintas industrias rápidamente, mitigando riesgos específicos y generando sinergias operativas entre software propio, infraestructura tecnológica y servicios de aplicación sectorial.

Diversificación de la cifra de negocios FY25



A nivel geográfico, España se consolida como el principal mercado del grupo, aunque ya el 55,7% de los ingresos se generan en otras geografías: EEUU, América del Sur y Central, Reino Unido y Resto de Europa. Sin embargo, la diversificación se ve penalizada por una concentración media a nivel de clientes, con el top 10 representando el 21% de los ingresos.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- Estructura accionarial con apertura a mercados de capital.

A julio de 2026, el accionista mayoritario del Grupo Substrate AI es la sociedad Subgen AI AB, que ostenta el 58,82% de las acciones de clase A. A continuación, se indican aquellos accionistas cuyo porcentaje de participación, directo y/o indirecto, en la sociedad es igual o superior al 5%:

Clase A		Clase B	
Nombre	% (directo)	Nombre	% (directo e indirecto)
Subgen AI AB	58,82% ¹	Wealthup Capital, S.L.	18,13%
		JMSAN Agentes Financieros SL ²	12,17%
		Fernando Villar del Prado	10,63%
		Francesc Xavier Ramos (b)	9,0%
		United General, LTD (c)	9,37%
		Fco. Javier Muñoz Sanfeliu	10,40%
		Yaro Investment Holding, LTD. (c)	7,57%

1 La participación de la entidad pasa a ser del 38,15% teniendo en cuenta las 18.758.919 acciones prestadas en garantía por SUBGEN AI AB a ATLAS CAPITAL MARKETS según OIR de 19/06/2025 y las 48.547.347 acciones prestadas en garantía por SUBGEN AI AB a ASSURED MIND, S.L.U. con motivo de un acuerdo de financiación firmado por SUBGEN AI AB. 2 Entidad participada al 50% por D. Lorenzo Serratosa Gallardo, al 50% por D. José Iván García Braulio

Grupo Substrate AI cotiza en el BME Growth. La cotización bursátil al 04/08/2026 se situó en €39,53m.

Por su parte, la cabecera del grupo, Subgen AI AB, se encuentra controlada de la siguiente manera:

Subgen AI AB	
Nombre	% (directo e indirecto)
Subgen Ai Foundation ¹	20,01%
Assured Mind S.L.	15,77%
Yann Roche	14,87%
Loft Capital Limited	3,25%
Lorenzo Serratosa Gallardo	1,85%
José Iván García	1,82%
Glenn Efrann Kokko	0,59%
Avanza Pension	0,54%
Nordnet Livsforsikring AS	0,38%
Nordnet Pension Insurance	0,07%
Total	59,15%
Otros	40,85%
Total	100,00%

Datos actualizados al 21/07/2026. 1 Control significativo por Lorenzo Serratosa Gallardo y José Iván García Braulio.

En noviembre de 2025, Subgen AI comenzó a cotizar en el Nasdaq First North Growth Market de Estocolmo. La salida a bolsa se produjo mediante una adquisición inversa (RTO) de Magnasense AB, sociedad ya cotizada. Tras la operación, Magnasense cambió su nombre a Subgen AI AB y los antiguos accionistas de Subgen AI pasaron a ser los accionistas mayoritarios de la sociedad cotizada. La cotización bursátil al 04/08/2026 se situó en SEK 62,97M (€5,7m).

La apertura a mercado de capitales se valora positivamente como mecanismo para facilitar la captación de recursos financieros de cara a potenciar y acelerar el crecimiento del grupo.

- Equipo directivo cuya política financiera queda marcada por un endeudamiento controlado en base a la capitalización continuada de deudas.

Substrate AI se encuentra en una fuerte fase de desarrollo tecnológico y de adquisiciones. Esta fase la está financiando vía capital, intercambios de acciones o deuda convertible, lo cual se valora como adecuado dado que

permite mantener niveles controlados de endeudamiento. En este sentido, la política financiera se caracteriza por un nivel de endeudamiento controlado (DFN/EBITDA por debajo de 2x en promedio) y una elevada autonomía financiera (PN/DFT superior a 400% en promedio).

La expansión del grupo vía aportaciones de capital y conversión de deuda en patrimonio, en lugar de flujos operativos recurrentes o financiación estructurada, refleja un modelo de negocio dependiente de la confianza del mercado, con riesgo de dilución y menor visibilidad sobre la sostenibilidad financiera si los mercados no acompañan.

- **Neutra política ESG a nivel compañía.**

El grupo tiene una calificación neutra a ESG (puntuación entre 1,5 y 3,4). El impacto de riesgos en materia ESG sigue siendo manejable, siendo poco probable que se produzcan problemas a corto o medio plazo (hasta 5 años).

Se destaca las estrategias en materia de gobierno corporativo, con la presencia de un Consejo de Administración que cuenta con miembros independientes, así como la separación de funciones (CEO y Presidente) y la no concentración del accionariado. Sin embargo, la empresa tiene una nota inferior a nivel de políticas sociales y medio ambientales, dada la falta de certificaciones externas (eg. ISO 14001, 9001 y 45001), políticas ESG con proveedores, entre otros. La combinación de estos factores resulta en una puntuación media, teniendo esto un efecto neutro en la calificación.

Perfil Financiero

El presente análisis se basa en las cifras a cierre 31 de diciembre 2025 de Subgen AI AB y sociedades dependientes.

En noviembre de 2025, Subgen AI completó su salida a bolsa mediante una adquisición inversa (RTO) de la sociedad sueca cotizada Magnasense AB. La operación se estructuró mediante la emisión de nuevas acciones de Magnasense como contraprestación por el 100% de Subgen AI, lo que permitió a los antiguos accionistas de esta última convertirse en los accionistas mayoritarios de la entidad resultante. Tras la transacción, Magnasense pasó a denominarse Subgen AI AB y sus acciones comenzaron a cotizar en el Nasdaq First North Growth Market de Estocolmo. Desde el punto de vista contable, la operación se registró como una adquisición inversa, por lo que los estados financieros consolidados de Subgen AI AB constituyen una continuación de los históricos financieros de Subgen AI y sus filiales.

Las cifras se presentan en coronas suecas.

**La divisa no afecta el cálculo de ratios por EthiFinance Ratings, con la excepción del ratio que mide la escala, siendo por ello convertido a euros.*

Ventas y Rentabilidad

- **Volumen de facturación estable, aunque con márgenes de rentabilidad afectados en el 2025.**

Rentabilidad. Miles de SEK			
	FY24	FY25	25vs24
Facturación	203.756	204.386	0,3%
Mg Bruto	76,7%	82,3%	5,6pp
EBITDA Aj.	63.861	37.015	-42,0%
Mg EBITDA Aj.	31,3%	18,1%	-13,2pp
EBIT	36.664	-31.242	-185,2%
Mg EBIT	18,0%	-15,3%	-33,3pp
Gastos Financieros	9.568	16.716	74,7%
EBT	41.653	-50.492	-221,2%

1 Se excluyen gastos no recurrentes por SEK 44,4m principalmente relaciones con la operación de adquisición inversa (RTO).

La compañía ha mantenido estable la cifra de ventas en el 2025, alcanzando un total de SEK 204,4m (+0,3% interanual). La evolución desfavorable de los tipos de cambio, especialmente las fluctuaciones entre el dólar estadounidense (USD) y la corona sueca (SEK), limitó parcialmente el crecimiento reportado (+15,4% a un tipo de cambio constante). Serenity Star se reporta como el principal motor de crecimiento. En este sentido, la mayor contribución de los ingresos procedentes de software y plataformas (Serenity Star), segmentos con una rentabilidad superior, permitieron la mejora del margen bruto (+5,6pp interanual).

El EBITDA ajustado se situó en SEK 37m, -42% interanual, muy inferior al EBITDA reportado FY24 como consecuencia de los esfuerzos en desarrollar, lanzar y comercializar nuevos productos e internacionalizar la empresa de cara a ejercicios futuros. La pérdida operativa ascendió a -SEK 31,2m impactado por gastos no recurrentes de SEK44,4m, principalmente relacionados con la adquisición inversa completada en noviembre de 2025 y vinculados al proceso de cotización de Subgen AI AB (al excluir estos gastos extraordinarios, el EBITDA ajustado es positivo). La disminución del resultado operativo (EBIT) refleja el impacto de los costes extraordinarios mencionados y del incremento de las inversiones destinadas al crecimiento futuro.

Los costes financieros incrementaron significativamente hasta situarse en SEK 16,7m (+74,7% interanual), reflejando principalmente intereses asociados con nuevos préstamos convertibles que fueron capitalizados durante el año. Consecuentemente, el grupo reportó pérdidas antes de impuesto de SEK -50,5m vs SEK 41,7m en el 2024.

De cara al 2026, se estima el crecimiento de las ventas tras la adquisición del 51% de participación en Link Securities Capital S.L., firma española de servicios financieros. Este derecho tiene su origen en un préstamo obligatorio convertible de €2m concedido en noviembre de 2025 a Link Securities. Se espera que Link Securities aporte aproximadamente SEK 30m de ingresos anuales y SEK 5m de EBITDA, contribuyendo de forma inmediata a la rentabilidad consolidada. En materia del negocio de IA, las perspectivas para 2026 continúan condicionadas por las inversiones destinadas al crecimiento y desarrollo del ecosistema Serenity. En conjunto, la cifra de ventas se estima en SEK 276,5m junto a un menor margen EBITDA ajustado, penalizado por el incremento de los gastos de personal necesarios para el desarrollo de nuevos productos. Sin embargo, el grupo espera potenciar el crecimiento de las ventas a partir del 2027, apoyados principalmente en la comercialización de Serenity AI, con la consiguiente mejora del margen EBITDA a partir del 2028.

Endeudamiento y Cobertura

- Endeudamiento controlado, aunque muy baja cobertura de intereses a cierre 2025.

La deuda financiera total se situó en SEK 102,4m, mostrando un descenso de 26,6% interanual. En la composición de la deuda financiera del grupo destaca la presencia de otros pasivos financieros (75,3% s/DFT), seguido de pagarés (13,6%), arrendamientos financieros (6%) y deudas con entidades de crédito (5,1%).

Durante el 2025, la empresa ha disminuido el saldo de otros pasivos financieros, destacando principalmente la capitalización parcial de saldos pendientes.

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de SEK.

	FY24	FY25
Pagarés	-	13.976
Deudas con entidades de crédito	11.831	5.263
Acreedores por arrendamiento financiero	7.657	6.100
Otros pasivos financieros ¹	120.011	77.070
DFT Reportada	139.499	102.409
Caja	17.061	18.744
DFN Reportada	122.438	83.665
EBITDA Ajustado	63.861	37.015
DFN/EBITDA Ajustado	1,9x	2,3x

1 Incluye la deuda asociados con financiación vía fondos de inversión, pasivos por adquisición de compañías, pasivo ligado a las acciones B emitidas durante 2023, entre otros. La empresa estima que cerca de SEK 35,7m serán capitalizados durante el 2026.

Aunque la deuda financiera neta disminuyó un 31,7% interanual, la caída del EBITDA (-42% interanual) derivó en el deterioro del nivel de endeudamiento, aunque permaneciendo en un nivel que consideramos controlado (DFN/EBITDA ajustado de 2,3x en 2025, +0.4x por encima del año anterior).

La combinación de un elevado coste financiero junto con la caída del EBITDA, derivó en una limitada cobertura de intereses (EBITDA/intereses de 2,2x, -4,5x vs el año anterior).

Se prevé que el grupo alcance una posición de caja neta en los próximos ejercicios, impulsada principalmente por la disminución de deudas con terceros al completar nueva financiación vía bonos convertibles por €39,2m (SEK 430m), asimilados como patrimonio neto dado la obligatoriedad de su conversión en 2029. Asimismo, se espera que la progresiva maduración del negocio, especialmente en el desarrollo de herramientas vinculados a la inteligencia artificial, se traduzca en una mayor capacidad de generación de resultados operativos y de caja, reforzando el perfil financiero del grupo a medio plazo.

Análisis de Flujo de Caja

- FCF negativo derivado de las exigencias en inversión y desarrollo.

Cash flow. Miles de SEK	FY24	FY25	25vs24
FFO	55.762	25.690	-53,9%
+/- variación capital circulante	-9.240	-21.729	-135,2%
CFO	46.522	3.961	-91,5%
Cash Flow Inversión	-93.817	-53.813	42,6%
Arrendamientos financieros	-3.403	-2.089	38,6%
FCF Ajustado	-50.698	-51.941	-2,5%
+/- variación patrimonio	-	-	-
- Dividendos	-	-	-
Cash Flow Final Generado Internamente	-50.698	-51.941	-2,5%
+/- variación deuda	19.890	67.603	239,9%
Variación tipo de cambio	-2.192	-14.020	-539,6%
Variación neta en caja	-33.000	1.642	105,0%
Caja inicial	50.101	17.101	-65,9%
Caja final	17.101	18.743	9,6%

El deterioro en los márgenes de rentabilidad derivó en la caída significativa de la generación de FFO (-53,9% interanual). El CFO se situó en SEK 3,9m un 91,5% por debajo del año anterior, derivado de las variaciones en el capital circulante, en base a un incremento en los niveles de inventario y un aumento del pago a proveedores.

A pesar de la reducción del CFI, el déficit de FCF se mantuvo en niveles similares al año previo. Durante el ejercicio 2025, el grupo continuó invirtiendo en distintos proyectos de desarrollo llevados a cabo internamente, tales como 'Plataforma Fleebe', 'IA think Pacs', 'Plataforma Cloud BC' y 'IA Ventas'. Este déficit de -SEK 51,9m fue cubierto por actividades de financiación, permitiendo situar la posición de efectivo y equivalentes en SEK 18,7m (+9,6% interanual).

De cara al periodo 2026-2028, se estima el mantenimiento de FCF negativos, al mantener una política de inversión elevada. Lo que será principalmente cubierto vía bonos convertibles anteriormente descritos.

Capitalización

- Excelentes niveles de capitalización apoyados en la dependencia significativa a la capitalización de deudas para financiar el crecimiento.

El total activo se mantuvo relativamente estable, situándose en SEK 618,9m, +2,4% interanual. El activo no corriente representa el 85,2% del total activo, estando principalmente compuesto por el fondo de comercio de las empresas adquiridas (64,1% s/total activo, SEK 396,7m). El restante se encuentra repartido en distintas partidas representando de forma individual menos del 15% sobre el total activo.

Durante el 2025, la evolución del patrimonio neto siguió marcado por la capitalización de algunas deudas y por el proceso de RTO con Magnasense AB. El patrimonio neto aumentó un 21,4% hasta situarse en SEK 418,4m, lo que junto a la reducción de la deuda financiera total ajustada (-26,6%) contribuyó a seguir reforzar el nivel de capitalización del grupo, situándose en un nivel óptimo (PN/DFT de 408,5%). Sin embargo, el elevado nivel de activo intangible hace que cualquier deterioro significativo en el valor de estos pueda erosionar de manera importante los niveles de capitalización del grupo.

De cara a los próximos ejercicios, se prevé un fortalecimiento del patrimonio neto, impulsado principalmente por la capitalización de bonos convertibles por importe de €39,2m, descrito anteriormente. Este factor, junto con una deuda financiera que se espera permanezca en niveles controlados gracias a la política de capitalización gradual de la misma, permitirá reforzar aún más la capitalización del grupo, situando el ratio de patrimonio neto sobre deuda financiera en niveles superiores al 1000%, considerados muy sólidos.

Liquidez

- Elevada liquidez junto a un perfil de refinanciación satisfactorio fundamentado en el apoyo vía capitalización.

A cierre de 2025, el grupo presentaba un saldo de deuda financiera con vencimiento a corto plazo de SEK 58m. De este importe, SEK 6,5m correspondían a pasivos previstos para su capitalización, por lo que no implican salidas de caja. Asimismo, el grupo renovó su programa de pagarés, con un límite máximo de €10m, del que permanecían dispuestos SEK 14m al cierre del ejercicio.

La posición de efectivo y equivalentes (SEK 18,7m a FY2025), junto con los fondos procedentes de las emisiones de bonos convertibles (aproximadamente SEK 263m previstos para 2026 y SEK 167m para 2027), reforzará de forma significativa la flexibilidad financiera del grupo. Estos recursos permitirán financiar el plan de inversiones actual y atender los compromisos financieros sin generar tensiones sobre la liquidez.

Modificadores

Controversias

- Actualmente el grupo no presenta ninguna controversia.

Riesgo País

- No se ha determinado que exista un riesgo país relevante.

Proyecciones Financieras

Para la proyección financiera se han seguido desde EthiFinance Ratings las siguientes premisas:

1. Se estima el aumento de la cifra de negocios, entre un 30% y un 60% hasta el 2028.
 1. Se incluye en el perímetro de consolidación los saldos referentes a Link Securities Capital S.L., tras la adquisición del 51% de participaciones. Se estima un aporte de SEK 30m de ingresos anuales y SEK 5m de EBITDA.
 2. Se estima el crecimiento de todas las líneas de negocio, destacando el lanzamiento de la plataforma Serenity AI. Esta nueva línea de negocio contribuirá al incremento de las cifras de ventas a partir del 2027, lo que se espera permita el crecimiento acelerado de los ingresos, tras los esfuerzos de inversión realizados en los últimos años para su desarrollo.
2. Se prevé una caída de los márgenes de rentabilidad para los ejercicios 2026-2027 en base al incremento de los gastos de personal requeridos para el lanzamiento de Serenity AI. Tras su lanzamiento, se espera alcanzar un margen EBITDA superior al 20% en 2028.
3. El CAPEX de mantenimiento se sitúa en torno a un 5%-10% sobre las ventas. El CAPEX de inversión se basa en los requerimientos de infraestructuras y de hardware necesarios para el desarrollo de herramientas del ecosistema de la IA.
4. A nivel de patrimonio, se incorpora el efecto de la emisión de bonos convertibles de obligada conversión en 2029, €24m en 2026 (SEK 263m) y €15,2m en 2027 (SEK 167m). Además, se incluye la capitalización de algunos saldos de deuda tras la confirmación de la propia empresa (SEK 35,7m en 2026 y SEK 17,3m en 2027).
5. La deuda financiera restante evoluciona según el calendario de vencimientos facilitado por el grupo, no se considera adquisición de nueva deuda bajo el actual plan de inversiones.
6. No se estiman dividendos para los próximos años.

Perfil de emisión

Principales términos y condiciones	
Emisor	Substrate Artificial Intelligence SA
Instrumento	Programa de Emisión de Pagarés Substrate AI 2024
Monto	Hasta €10m. Cada Pagaré tendrá un valor nominal de cien mil euros, por lo que el número máximo de pagarés vivos en cada momento no podrá exceder de cien (100).
Plazo	Hasta 2 años.
Garantía	Pignoración de acciones de las distintas compañías: - Derecho real de prenda de primer rango sobre el 100% de las participaciones sociales que Substrate AI ostenta de la sociedad Fleebe AI Ltd, que actualmente representan la totalidad del capital social de dicha sociedad. - Derecho real de prenda de primer rango sobre el 100% de las participaciones sociales que Substrate AI ostenta de la sociedad Cuarta Dimensión Médica, S.L., que actualmente representan el 80,03% del capital social de dicha sociedad. Para las filiales cuyas acciones son pignoradas están sujetas a cláusulas de 'negative pledge'.
Interés	El interés nominal anual se fijará en cada emisión.

El análisis de recuperabilidad se fundamenta en estresar la valoración de las compañías, realizada por un tercero independiente de reconocido prestigio en septiembre del 2024, para simular un escenario de default. Este ejercicio, sumado a la hipótesis de que estas quedarán libres de deuda financiera y de deuda intragrupo, ha resultado en una tasa de recuperabilidad cercana al 75% del programa de pagarés en un escenario hipotético de default. En base a ello, se ha mejorado en un escalón la valoración del instrumento en relación con el rating corporativo.

Existe una limitación en el análisis de recuperabilidad, ya que la última valoración por un experto independiente se realizó en septiembre del 2024. Ante esta falta de información actualizada, el uplift sobre el rating corporativo se limita a un notch (antes dos notches). Con todo ello el rating del instrumento se mantiene en BB+.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de SEK.				
	FY23 ¹	FY24	FY25	25vs24
Facturación	94.602	203.756	204.386	0,3%
EBITDA	-40.666	63.861	37.015	-42,0%
Margen EBITDA	-43,0%	31,3%	18,1%	-13,2pp
EBIT	-83.695	36.664	-31.242	-185,2%
Margen EBIT	-88,5%	18,0%	-15,3%	-33,3pp
EBT	-91.758	41.653	-50.492	-221,2%
Total Activo	497.348	604.549	618.974	2,4%
Patrimonio Neto	261.027	344.520	418.353	21,4%
Deuda Financiera Total	143.104	139.499	102.409	-26,6%
Deuda Financiera Neta	93.486	122.438	83.665	-31,7%
PN/DFT	182,4%	247,0%	408,5%	161,5pp
DFN/EBITDA	-2,3x	1,9x	2,3x	0,4x
FFO	-44.701	55.762	25.690	-53,9%
FFO/DFN	-47,8%	45,5%	30,7%	-14,8pp
EBITDA/Intereses	-4,6x	6,7x	2,2x	-4,5x

¹ Estados financieros expresados en euros (€), han sido convertido a coronas suecas (SEK) a efectos comparativos del presente análisis.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB-
Análisis Sectorial	BBB
Ajuste ESG	Neutro
Posicionamiento Competitivo	B-
Gobierno corporativo	BB-
Perfil Financiero	BB+
Cash flow y endeudamiento	BB-
Capitalización	AAA
ESG Compañía	Neutro
Anchor Rating	BB
Modificadores	No
Rating Corporativo	BB
Rating Instrumento	BB+

Análisis Sensibilidad

• Factores positivos en el largo plazo - rating corporativo (↑)

Un mayor ritmo de adopción de soluciones de inteligencia artificial por parte de empresas y administraciones contribuiría a impulsar el crecimiento de los ingresos, mejorar la generación de caja y fortalecer la flexibilidad financiera del grupo. Consolidación en resultados de las estrategias del grupo durante el periodo 2026-2028, con una mejora significativa de los ingresos y el mantenimiento de buenos márgenes de rentabilidad, bajo una estructura de endeudamiento reducido y/o la mejora del perfil ESG, podría ser indicativo de una subida en la calificación actual.

• Factores negativos en el largo plazo- rating corporativo (↓)

No cumplimiento de las proyecciones. Dificultad comercial para expandir el negocio en otros segmentos y clientes; cambio de la política financiera hacía una financiación más centrada en la deuda y consiguiente deterioro de los ratios de endeudamiento y capitalización. Dificultad de integración de empresas adquiridas. Exposición a brechas de seguridad y confidencialidad de la información.

• Factores positivos en el largo plazo - rating instrumento (↑)

La mejora del rating del programa de pagarés depende de la mejora del rating corporativo. Actualización de la valoración de las garantías por un experto independiente

• Factores negativos en el largo plazo - rating instrumento (↓)

La bajada del rating del programa de pagarés se produciría de forma inmediata con el deterioro del rating corporativo, y/o si se produce el deterioro de las garantías del instrumento. Falta y/o caducidad de una valoración por un experto independiente de reconocido prestigio.

Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
 - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
 - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via www.ethifinance.com shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are consider to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bare any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or

reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid