

ISSUER RATING
Long termOUTLOOK
StableINSTRUMENT RATING
Senior Secured 10 M €

Initiation date	14/01/2025
Rating Date	14/01/2025

Contacts

Lead analyst

Aitor Sanjuan Sanz
aitor.sanjuan@ethifinance.com

Committee chair

Thomas Dilasser
thomas.dilasser@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings inicia el rating público de Substrate Artificial Intelligence S.A. asignando una calificación crediticia de “B+” con tendencia Estable. Además, se asigna por primera vez el credit rating de “BB” al programa de pagarés garantizado de €10m.
- La calificación se apoya en i) una buena valoración del sector de servicios y programas informáticos que presenta altos márgenes y alto potencial de crecimiento; ii) una diversificación adecuada de las líneas de negocio; iii) una valoración satisfactoria de los accionistas que apoyan financieramente al grupo en su desarrollo y iv) una capitalización promedio óptima del grupo con ratios de PN/DFT por encima de un 300%.
- Sin embargo, la calificación se encuentra limitada por i) el pequeño tamaño de la empresa; ii) su carácter de startup que no permite confirmar el éxito de la comercialización del producto estrella “Serenity Star” y iii) un EBITDA y FFO históricos negativos calculados por EthiFinance Ratings que lastran los ratios de cobertura y apalancamiento.
- El plan de negocio 2024-2026 prevé un crecimiento exponencial en términos de facturación y EBITDA de la división de IA. Sin embargo, la tendencia Estable se explica por las incertidumbres del éxito comercial de los productos de inteligencia artificial de esta división, un potencial riesgo técnico asociado y un potencial retraso de la salida a bolsa de las divisiones de salud y de inteligencia artificial.
- En línea con nuestra metodología, el sector de servicios y programas informáticos presenta un riesgo medio en términos de ESG (sector heatmap entre 3 y 3,5). Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor. Por otro lado, la valoración ESG de la compañía se considera como neutra (ESG score de la compañía entre 3 y 3,5), resultando neutro a nivel del perfil financiero.
- El rating del programa de pagarés mejora en dos escalones respecto al corporativo en base a i) su carácter secured, ii) una estructura de covenants adecuada, siendo especialmente reseñable la estructura “ring-fence” que aísla a esas compañías respecto a obligaciones que pudiesen asumir con el resto de las empresas del grupo o con vinculadas, y iii) la ausencia de deuda financiera en las filiales, haciendo que la tasa de recuperabilidad bajo una situación de estrés sea sólida. A fecha de este informe, el programa de pagarés se encuentra pendiente del cierre definitivo.
- El rating del programa de pagarés se encuentra condicionado a que las compañías cuyas acciones vayan a ser pignoradas se beneficien de una estructura “ring-fence” que aísla a esas compañías respecto a obligaciones que pudiesen asumir con el resto de las empresas del grupo o con vinculadas. A efectos meramente aclaratorios, estas compañías no podrían garantizar financiación de otras firmas del grupo ni podrían otorgar préstamos intragrupo.
- Además, el valor de las garantías pignorativas deberá valorarse anualmente a efectos de mantener la cobertura del 150% respecto al programa de pagarés de forma previa a nuestro ejercicio de recobro.

Descripción de la Compañía

Substrate AI es un holding de inversión española que se focaliza principalmente en dos actividades: i) el desarrollo de sistemas de inteligencia artificial y su aplicación en distintos sectores para terceros o compañías del grupo, y ii) la compra de pequeñas compañías de distintos sectores para desarrollarlas a través de la digitalización y la integración de la inteligencia artificial. Se prevé salida a bolsa de filiales a corto y medio plazo. Fundada en España, su actividad de inversión empezó en 2021. El grupo se encuentra en fase de desarrollo. En 2023, facturó €8,6m con un EBITDA negativo calculado por EthiFinance Ratings de €3,7m. Cotiza en el BME Growth (España), Aquis (Reino Unido) y en el mercado OTC en Estados Unidos. Su capitalización se eleva a €10,6m al 11/10/2024 (BME Growth).

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Las actividades relacionadas con la inteligencia artificial se encuentran en alto crecimiento a pesar de la importante competencia.

La inteligencia artificial (IA) enmarca las actividades y negocios que el grupo desarrolla. Es un campo de la informática que permite la creación de sistemas capaces de realizar tareas que normalmente requieren inteligencia humana. En la década 2010 apareció la IA generativa que permite no solo analizar, sino crear contenido nuevo. La IA generativa se basa en 2 grandes arquitecturas posibles: los Redes Generativas Adversativas (GAN) y los Modelos de Lenguaje Grande (LLM).

Muy reciente y todavía no desarrollada en todas sus funciones posibles, se prevé que el mercado de la IA generativa crezca en un 42% anual entre 2022 y 2032 según Bloomberg Intelligence (*Generative AI to Become a \$1.3 Trillion Market by 2032*, 01/06/2023).

Las barreras de entradas son altas por el coste de inversión, el acceso a los datos y la regulación de su uso. La volatilidad depende de la evolución tecnológica (riesgo de obsolescencia) y de la alta competencia entre firmas establecidas y nuevos actores. El modelo de venta SaaS permite reducir la última. Finalmente, el margen EBIT del sector de programas informáticos es relevante debido a que se trata de una tipología de servicio de alto valor añadido. No obstante depende de las economías de escala para absorber los costes fijos.

- **Un impacto ESG neutro sobre el sector.**

La industria de tecnología de la información tiene riesgos ESG medios según nuestra metodología (puntuación en el mapa de calor del sector entre 3 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. En cuanto a la cadena de suministro, la industria depende en gran medida de proveedores basados en China, Taiwán y algunos países emergentes, lo que crea riesgos de dependencia e impactos laborales. La industria depende moderadamente de las elecciones de los consumidores mientras que 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

- **Un pequeño grupo que presenta ventajas competitivas que probar en 2024.**

La juventud y el pequeño tamaño de Substrate son desventajas relevantes especialmente ante grandes empresas como Google, Amazon o Microsoft que se benefician de una capacidad de inversión y de un reconocimiento que Substrate no posee aún.

El balance de productos de IA vendidos por Substrate permite limitar la obsolescencia, ofrecer un sistema generalista accesible y flexible, probar las IA especializadas y equilibrar el canal de venta entre el modelo SaaS (renta) y on-premise (seguridad para el cliente que permite también licitaciones del sector público). Sin embargo, el producto estrella "Serenity Star", una plataforma de acceso a más de 100LLMs se empezó a comercializar en febrero 2024, de modo que no hay por el momento histórico de su éxito comercial, solo proyecciones. Para favorecer su comercialización, Substrate tiene acuerdo de distribución con Telefónica, Amper y Tonic 3, así que de un espacio en el Marketplace de Microsoft Azure.

De manera adicional, el negocio no relacionada a la IA en las otras divisiones del grupo (Salud, RR.HH, Fintech, Agritech) son modelos maduros que sí tienen histórico.

- **Una buena diversificación.**

A nivel de divisiones, no hay ninguna de las divisiones del grupo que representa más de la mitad de la facturación. Se prevé para 2024 un crecimiento fuerte de la facturación en las divisiones de Inteligencia Artificial, RR.HH. y Salud así que el peso quedará equilibrado entre ellas.

A nivel geográfica, España concentra 61% de las ventas en 2023, la Unión Europea 4% y el resto del mundo 36% (Inglaterra y América). Esta diversificación se explica por la compra de negocios que tienen presencia en América Latina, Estados Unidos e Inglaterra.

La concentración de cliente se limita a un cliente que representa +/-15% de la facturación 2023. Dado el fuerte crecimiento en las distintas divisiones del grupo en 2024, esta dependencia se va reduciendo con el amplio de la base de clientes. Asimismo, no hemos identificado riesgo de dependencia a proveedores en relación al data center.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Una política financiera adecuada con una gobernanza establecida sin política ESG.**

Substrate se encuentra en fase de desarrollo y por lo tanto no es rentable por el momento, lo que supone que financia sus adquisiciones y operaciones mediante aportaciones de capital, instrumentos de deuda convertibles en acciones o cambios de acciones. La deuda está principalmente a nivel de las filiales que tienen un negocio maduro. La política financiera de la compañía se mantiene sustentada por la elevada capitalización, aunque necesita de un mayor avance en la generación de EBITDA para presentar unos ratios de cobertura y endeudamiento menos débiles.

Por su carácter de empresa cotizada, la compañía presenta un sistema de gobernanza y una estructura interna que le beneficia en comparación con una empresa familiar o no listada. Sin embargo, Substrate no tiene política ESG establecida, lo que limita la valoración respecto a este factor.

- **Accionistas y equipos directivos comprometidos que contribuyen a las aportaciones de capital.**

Consideramos que el perfil accionarial es satisfactorio. Substrate cotiza en bolsa lo que favorece su acceso a capital, tiene histórico de ampliaciones, tiene como accionistas principales los miembros del equipo directivos o personas claves, permitiendo la retención de talentos y la reducción del riesgo de integración de filiales manteniendo de esta forma al equipo directivo de dichas filiales adquiridas. De forma adicional, firmó un acuerdo en mayo 2022 con el fondo ABO que le otorgó una línea de €20m hasta mayo 2025 de bonos obligatoriamente convertibles en acciones dentro de un año. Así que Substrate tiene una base accionarial que le permite seguir desarrollándose y tener liquidez adecuada.

- **Una calificación ESG neutro.**

La valoración ESG de la compañía se considera como neutra (ESG score de la compañía entre 3 y 3,5), resultando neutro en el Perfil Financiero. Esta calificación se base en los datos de gobernanza ya que algunos datos sociales y medioambientales no están disponibles.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Un negocio en crecimiento exponencial con rentabilidad esperada para 2024.**

Substrate lleva reportados tres años de crecimientos con pérdidas. En este sentido, si bien las adquisiciones de los últimos años favorecieron el crecimiento, el desarrollo de sus productos y los importantes deterioros del fondo de comercio (€13m en 2022, €2,6m en 2023) impactaron los costes.

Para 2024, se espera €18m de facturación y €3,9m de EBITDA que se prevé alcanzar en base a un año entero de consolidación de las compañías adquiridas en 2023 y el lanzamiento de productos de IA. La facturación y el EBITDA del 1S24 están alineados con el presupuesto. Para 2025 y 2026, se prevé seguir creciendo y ser rentable.

Endeudamiento y Cobertura

- **Ratios de DFN/EBITDA y de EBITDA/Intereses condicionados por el todavía negativo resultado operativo.**

La compañía, dada su fase de desarrollo, no ha sido capaz de generar EBITDA positivo en los últimos años lo que hace que la valoración de estos ratios sea muy débil. Para 2024, con el EBITDA positivo y con la conversión de €8m de deuda en patrimonio, se prevé ratios que mejorarán a niveles más satisfactorios, estimándose un DFN/EBITDA cerca de 1x y un ratio de EBITDA/Intereses cerca de 18x.

Análisis de Flujo de Caja

- **Una generación de caja negativa.**

En los últimos tres ejercicios, el FFO y el cash flow operativo calculados por EthiFinance Ratings fueron negativos, explicados por las adquisiciones, inversiones orgánicas y necesidades operativas que se financiaron con ampliaciones de capital o instrumentos convertibles. Para 2024 se prevé un cash flow operativo cerca de 0, un mínimo de €6,5m de ampliaciones de capital (€3,5 de ampliaciones ya realizadas, potenciales otras ampliaciones y €3m por la salida a bolsa de la división de Salud), inversiones de €8m y colocación de €5m de pagarés para financiar el capital de trabajo. La salida a bolsa de Subgen AI en 2025 podría aportar €15m de cash flow que permitiría reembolsar los pagarés. En caso de retraso, la tesorería existente o la utilización de la línea de bonos convertible podría asegurar el reembolso de los pagarés, que la compañía no prevé refinanciar por el momento.

Capitalización

- **Una excelente capitalización que seguirá en niveles elevados en 2024.**

El ratio de capitalización PN/DFT de 2023 se encuentra en un nivel excelente de 183% ya que el grupo no se financia con deuda, sino con capital o instrumentos similares. A destacar que sobre los €13m de deuda financiera a final de 2023, €8m se convirtieron en patrimonio en julio de 2024, lo que mejoró más aún la capitalización del grupo. Como resultado, se prevé una capitalización por encima del 400% en 2024. La colocación de pagarés (€5m estimada) será compensada por ampliación de €6,5m de capital.

Liquidez

- **Un nivel alto de liquidez.**

A final de 2023, el grupo cuenta con un nivel adecuado de caja (€4,4m), una reserva de liquidez a través de la línea de bonos convertibles no utilizada de €14,2m y una póliza de crédito no utilizada de €0,3m. En base a esto y a las exigencias y obligaciones financieras del grupo, no consideramos que Substrate pueda tener problemas de liquidez en el corto plazo.

Modificadores

Controversias

- No hemos encontrado controversias.

Riesgo País

- Gran parte del equipo de desarrolladores de soluciones informáticas pertenecen al subgrupo Binit y se encuentran en un centro en Buenos Aires. Argentina tiene el riesgo país más elevado según la clasificación CESCE (seguro de crédito). Sin embargo, se trata de una empresa de servicios con tecnología patentada en Estados Unidos. En EthiFinance Ratings, no consideramos que derivado de esto haya un riesgo país a tener en cuenta.

Perfil de emisión

Substrate Artificial Intelligence S.A. tiene como objetivo registrar un programa de pagarés de hasta €10m a un plazo de hasta 2 años con garantías de acciones de filiales en el MARF. Las pignoraciones de acciones consisten – tras operación de concentración y dilución de participación previstas – en el 90% del holding de la división de RR.HH. y el 62% del holding de la división de Salud. Estas filiales contarán con una separación patrimonial de Substrate AI (ring-fence) y una cláusula de no cesión de activos. Así que hemos considerado no solo los holdings, sino el perímetro de los subgrupos para nuestro análisis.

En este sentido, el análisis de recuperabilidad se fundamenta en estresar la valoración de las compañías realizada por un tercero independiente de reconocido prestigio 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 del 86% del programa de pagarés en un escenario hipotético de default. En base a ello, se ha mejorado en dos escalones la valoración del instrumento en relación con el rating corporativo.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de €					
	2022	2023	2024E ⁽¹⁾	2025E ⁽¹⁾	2026E ⁽¹⁾
Facturación	3.136	8.609	18.072	25.823	48.883
EBITDA ⁽²⁾	-1.986	-3.700	3.898	7.130	13.302
Margen EBITDA	-63,3%	-43,0%	21,6%	27,6%	27,2%
EBIT	-15.390	-7.475	3.441	5.495	10.804
Margen EBIT	-490,8%	-86,8%	19,0%	21,3%	22,1%
EBT	-15.643	-8.209	3.227	5.287	10.591
Total Activo	23.692	44.460	55.761	69.354	78.736
Patrimonio Neto	18.235	23.860	40.086	58.873	65.453
Deuda Financiera Total ⁽³⁾	4.018	13.022	9.000	3.147	3.992
Deuda Financiera Neta ⁽³⁾	2.395	8.601	3.637	-596	2.865
PN/DFT	453,8%	183,2%	445,4%	1870,8%	1639,6%
DFN/EBITDA	-1,2x	-2,3x	0,9x	-0,1x	0,2x
Funds From Operations ⁽²⁾	-1.944	-4.021	3.683	6.922	10.440
FFO/DFN	-81,2%	-46,8%	101,3%	-1161,6%	364,4%
EBITDA/Intereses	-12,7x	-4,6x	18,2x	34,2x	62,1x

⁽¹⁾ Proyecciones elaboradas por la compañía y ajustadas por EthiFinance Ratings.

⁽²⁾ Calculado por EthiFinance Ratings.

⁽³⁾ €8m de deuda 2023 se convirtieron en acciones en julio 2024.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB-
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BBB-</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>Neutro</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>B-</i>
<i>Gobernanza</i>	<i>BB</i>
Perfil Financiero	B
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>CCC</i>
<i>Solvencia</i>	<i>AAA</i>
<i>ESG Compañía</i>	<i>Neutro</i>
Anchor Rating	B+
<i>Modificadores</i>	<i>No</i>
Rating Corporativo	B+
Rating del programa de pagarés garantizado	BB

Análisis de Sensibilidad

Factores que pueden, colectivamente o individualmente impactar la calificación:

- **Factores positivos en el largo plazo (↑)**

Incremento de la facturación que la situé por encima de €200m; confirmación del éxito comercial del producto Serenity Star que mejore los resultados y ventajas competitivas del grupo; implementación de una política ESG a nivel grupo; EBITDA y FFO calculados por EthiFinance Ratings positivos de forma regular que mejoren los ratios de cobertura y de apalancamiento del grupo.

Se podría considerar una mejora del rating del programa de pagarés si aumenta el rating corporativo o que las proyecciones 2024 se cumplen y así mejora la tasa de recuperabilidad.

- **Factores negativos en el largo plazo (↓)**

Cancelación de la línea de bonos convertibles que podría impactar la liquidez; dificultad comercial o técnicas para la venta de Serenity Star; cambio de la política financiera hacia una financiación más centrada en la deuda y consiguiente deterioro del ratio PN/DFT por debajo de 120%; ciberataque, problema técnico o fuga de datos que podrían tener un impacto reputacional.

Se podría considerar una baja del rating del programa de pagarés si baja el rating corporativo, si las filiales no realizan las proyecciones esperadas, contraten deuda financiera o que se diluya más el porcentaje de acciones pignorada tras los IPOs.

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/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid