Equity Deep Dive · NYSE: IONQ

IonQ: el crecimiento se compra con acciones y el precio ya paga el éxito cuántico

IonQ factura US$455 M en 2026 si se suma SkyWater, pero más de un tercio de esa cifra es una fundición de margen bajo y otro tercio viene de compras recientes. Con el SBC contado como coste, ni el escenario bull llega a US$34,35.

SDN Research · Equity Research · Datos a cierre del 15-10-2026

PUNTOS CLAVE

- El crecimiento es real, pero buena parte se compra. De los US$130 M de ventas de 2025, al menos US$49 M llegaron de empresas adquiridas ese mismo año, y en 2026 SkyWater, una fundición de obleas con un margen bruto del 20 %, aporta más de un tercio de la guía [S003][S014].
- Se paga con acciones y con warrants: 73,6 M de acciones solo en las compras con cifra publicada, otros 23–35 M por Elisity y 100 M de warrants nuevos de la ampliación de esta semana [S002][S008][S009].
- El precio pide que la parte cuántica llegue a **unos US$10.400 M de ventas en 2035**, el 74 % de nuestro escenario bull. Con el SBC contado como coste, ni el bull (US$30,60) llega a US$34,35.

Pregunta central. ¿Cuánto del éxito cuántico y de las compras paga ya el precio? A US$34,35 (cierre del 15-10-2026 [S010]) IonQ vale US$15,8 bn con las acciones de la ampliación de esta semana [S009], y vende US$455 M al año si se incluye la fundición SkyWater [S006]. Según el modelo DCF de SDN, el precio pide que la parte cuántica llegue a **unos US$10.400 M de ventas en 2035**, el 74 % de nuestro escenario bull y 2,3 veces el base. Bear y base valen unos US$2; el bull, US$30,60. Con el SBC como coste, el mercado ya asume el éxito.

DATOS CLAVE

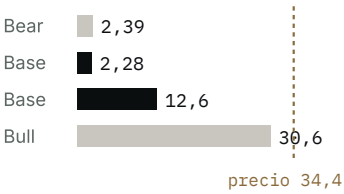
Ingresos 2T26 — **US$80,1 M**
+287 % interanual · guía 2026: US$450–460 M

Acciones tras la ampliación — **459 M**
Eran 363 M en dic-25 · +27 % en 10 meses

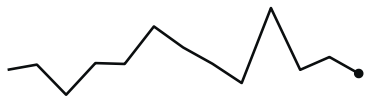
Capitalización / EV — **US$15,8 / 11,9 bn**
EV/ventas 2026E: 26x · cálculo SDN

DCF base / bull — **US$2,28 / 30,60**
Precio US$34,35 · bear US$2,39

ESCENARIOS SDN



COTIZACIÓN DE IONQ



Nº 013 · DISTRIBUCIÓN PÚBLICA · ANÁLISIS INDEPENDIENTE

Documento informativo; no es una recomendación de inversión. Aviso legal al final.

EXHIBIT A SNAPSHOT: LO QUE SE VE Y CÓMO LO LEEMOS

VARIABLE	DATO OBSERVABLE	LECTURA
Precio IONQ	US$34,35 (15-10-2026) · 52 sem. US$25,89–73,87 [S010]	Un 53 % bajo el máximo; cayó un 9,5 % el día de la ampliación
Capitalización	US$15,8 bn con 458,9 M de acciones (proforma de la ampliación)	Sin contar 100 M de warrants Serie C ni 79 M de las Series A y B
Caja proforma	US$3.891 M = 2.959 (30-06) – 1.056 (SkyWater) + 1.989 (oferta) [S002][S009]	Antes de la quema del 2S26; EV de US$11,9 bn
Ventas 2026	Guía US$450–460 M: IonQ 280–290 + SkyWater 5 meses [S001][S006]	El 37 % lo pone la fundición, a margen bajo
Cartera (RPO)	US$485 M a 30-06-2026 (370 M en dic-25) [S002] [S003]	La mitad se reconoce en 12 meses
Clientes	Tres clientes sumaron el 53 % de las ventas de 2025 [S003]	Concentración alta; el 10-K no los identifica

Fuente: IonQ [S001][S002][S003][S006]; Yahoo Finance [S010]; oferta de octubre [S009]. Capitalización, EV y relaciones: cálculo SDN.

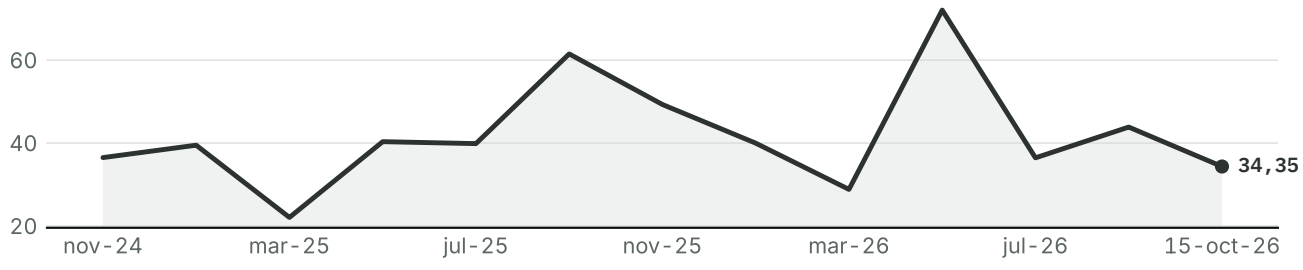
01 IonQ crece comprando; la cuestión es qué parte del futuro cuántico paga ya el precio

PREGUNTA CENTRAL

IonQ fabrica ordenadores cuánticos de iones atrapados y los vende, o vende acceso en la nube. Desde 2025 ha pasado de ser un laboratorio con US$43 M de ventas a un conglomerado: redes y distribución de claves cuánticas (ID Quantique), sensores (Vector Atomic), satélites de radar (Capella), óptica espacial (Skyloom), fotónica (Lightsynq, Nexus), chips de iones (Oxford Ionics) y, desde el 31 de julio, una fundición de silicio (SkyWater) [S002][S003][S007]. El 12 de octubre anunció además la compra de Elisity, una empresa de ciberseguridad, por US$1.150 M en acciones (hasta US$1.300 M con el earnout) [S008][S026].

La pregunta de este informe: ¿cuánto del plan tecnológico (10.000 qubits físicos en 2027 y más de 2 millones en 2030 [S011]) y cuánto del crecimiento comprado está ya en US$34,35? Respondemos con un DCF por escenarios que **trata el SBC como un coste**, con un DCF inverso y con una comparación de múltiplos con los demás cotizados. Los datos de caja y acciones posteriores al 30-06-2026 vienen del suplemento de la oferta del 14 de octubre [S009]; los resultados del 3T26 aún no se han publicado.

EXHIBIT 1 COTIZACIÓN DE IONQ (US$, CIERRE MENSUAL Y 15-10-2026)



Fuente: Yahoo Finance, cierres mensuales a 15-10-2026 [S010].

02 El plan es ambicioso y está bien dibujado, pero las metas lógicas aún no tienen demostración

TECNOLOGÍA Y HOJA DE RUTA

Del #AQ a los qubits lógicos. Hasta 2025 IonQ medía el progreso con el #AQ (algorithmic qubits): cada punto más duplica el espacio de cálculo útil. Llegó a #AQ 36 en 2024 y a #AQ 64 con Tempo, su quinta generación (100 qubits), el 25-09-2025, tres meses antes de lo previsto [S012]. Pero el #AQ mide cuánto algoritmo aguanta una máquina ruidosa, no cuánto error se ha corregido. Por eso la propia empresa dijo que pasaría a reportar **qubits lógicos y tasas de error lógico** [S012]. Es el cambio de vara de medir que importa: ahí compiten IBM, Google y Quantinuum.

Oxford Ionics y el control electrónico. Los iones de IonQ se controlaban con láseres. Oxford Ionics (comprada en septiembre de 2025 por US$1.590 M [S003]) mueve los iones con señales electrónicas dentro de un chip, de modo que el ordenador se puede fabricar como un semiconductor [S003]. IonQ publicó una fidelidad de dos qubits del 99,99 % en 2025 [S001], vendió en el 1T26 su primer sistema de 256 qubits en chip a la Universidad de Cambridge y asegura que ya tiene muestras de chips de iones salidas de fábrica [S005]. SkyWater, con su acreditación de fundición de confianza del Departamento de Defensa [S007], cierra la cadena: diseño, fabricación y empaquetado propios.

EXHIBIT B **HOJA DE RUTA DE IONQ Y DE LOS RIVALES**

AÑO	IONQ (FÍSICOS / LÓGICOS)	RIVALES
2025	Tempo: 100 qubits, #AQ 64 [S012]	Quantinuum Helios: 98 físicos, 48 lógicos corregidos [S020]
2026	Sistema de 256 qubits en chip: vendido, en pruebas de integración [S005]	IBM Kookaburra, primer módulo con memoria lógica [S019]
2027–28	10.000 físicos en un chip (2027) y 20.000 con dos chips (2028) [S011]	IBM Cockatoo (módulos entrelazados) [S019]
2029	Sin hito propio publicado	IBM Starling: 200 lógicos, 100 M de puertas [S019]; Quantinuum Apollo, tolerante a fallos hacia 2029–2030 [S020]; Google, ordenador útil con corrección (objetivo del CEO, fuente secundaria) [S021]
2030	>2.000.000 físicos; 40.000–80.000 lógicos; error lógico <1E-12 [S011]	Google: un millón de qubits como meta de largo plazo [S021]

Fuente: IonQ [S011][S012][S005]; IBM [S019]; Quantinuum [S020]; Google [S021]. La hoja de ruta de IonQ es de junio de 2025; el investor day de 2026 no añadió metas numéricas de qubits [S013].

VARIABLE CLAVE

Rendimiento y escalado de los chips de iones. Todo el valor del escenario bull depende de que el salto de 256 a 10.000 qubits en un chip (2027) funcione con la fidelidad del 99,99 %. IonQ no ha publicado todavía una demostración lógica a esa escala.

03 Más de un tercio de las ventas de 2026 es de SkyWater y casi otro tercio, de empresas compradas hace menos de dos años

INGRESOS: ORGÁNICO Y COMPRADO

IonQ presenta un único segmento, así que no publica ventas separadas de cuántica, redes y espacio [S002]. Lo que sí informa es el hardware (US$46,5 M en el 2T26) frente a la plataforma y los servicios (US$33,6 M) [S001], y los ingresos que aporta cada compra desde su cierre [S003].

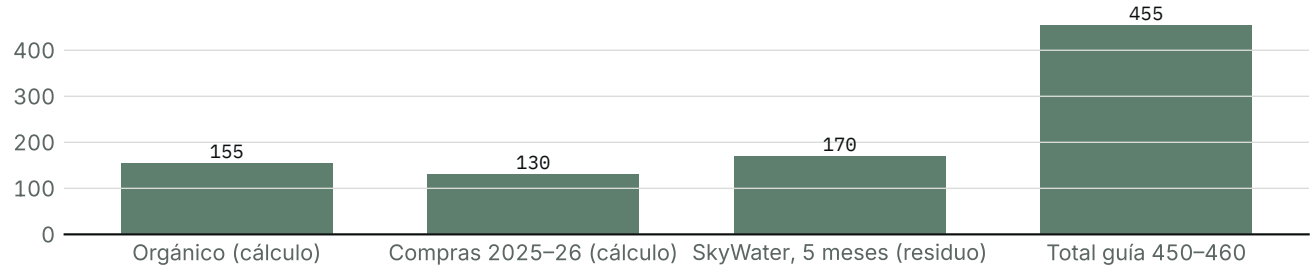
EXHIBIT C VENTAS DE 2025 POR ORIGEN (US$ M): LO QUE APORTARON LAS COMPRAS, DESDE SU FECHA DE CIERRE

ORIGEN	US$ M	% DE LAS VENTAS	ÁREA
Capella (cierre 11-07-2025)	21,5	17 %	Espacio: radar satelital
ID Quantique (30-04-2025)	18,8	14 %	Redes y QKD
Vector Atomic (02-10-2025)	8,7	7 %	Sensores cuánticos
Resto: cuántica, servicios y compras menores	81,0	62 %	Cómputo, nube, servicios
Total	**130,0**	**100 %**	+202 % interanual

Fuente: 10-K FY2025 [S003]. El resto es cálculo SDN por diferencia; Lightsynq y Oxford Ionics no tuvieron ingresos materiales. La empresa habla de un crecimiento orgánico de casi el 80 % [S004]; su definición cuenta como orgánico lo comprado antes de 2025.

2026 pasa a ser de otra naturaleza. La guía sin SkyWater (US$280–290 M) exige, según la empresa, un crecimiento orgánico del 100 % [S001]. Si el orgánico de 2025 fue de unos US$77 M (43,1 M × 1,8: cálculo SDN), el orgánico de 2026 ronda los **US$155 M**, y las compras anteriores aportan otros **~US$130 M**. Con SkyWater la guía sube a US$450–460 M, de modo que la fundición pone **~US$170 M**, el residuo, neto de ventas entre empresas del grupo [S006]. SkyWater facturó US$442 M en 2025 con un margen bruto del 19,7 % [S014]: es negocio de industria, no de software.

EXHIBIT 2 VENTAS 2026E POR ORIGEN (US$ M, PUNTO MEDIO DE LA GUÍA)



Fuente: IonQ [S001][S004][S006]; SkyWater [S014]. Desglose orgánico/comprado: cálculo SDN sobre la definición de la empresa.

Calidad. En el 2T26 el 58 % de las ventas fue hardware, reconocido por avance de obra; EE. UU. fue el 48 %, Corea el 22 % y Suiza el 11 % [S001][S002]. Son pocos pedidos grandes (KISTI, QuantumBasel), así que importa más la cartera (RPO), que subió a US$485 M [S002], que el trimestre. Las ventas trimestrales fueron US$20,7 M (2T25), 39,9 (3T25), 61,9 (4T25), 64,7 (1T26) y 80,1 (2T26) [S001][S004][S005][S025].

04 El EBITDA ajustado de −US$217 M esconde un coste real: el SBC pesa casi el doble que las ventas

GUÍA, EBITDA Y SBC

Guía de 2026. Evolución: US$225–245 M en febrero [S004], 260–270 en mayo [S005], 280–290 en agosto [S001] y **450–460 M** el 8 de septiembre, ya con SkyWater [S006]. IonQ batió su guía trimestral en el 4T25, el 1T26 y el 2T26, pero SkyWater explica unos US$170 M de la última subida, no la demanda cuántica. El EBITDA ajustado de 2026 se guió en −US$310 a −330 M (sin SkyWater, reafirmado en mayo) [S005]. **La guía de EBITDA combinada con SkyWater no se ha publicado en las fuentes consultadas:** SIN VERIFICAR**.** En el 1S26 el EBITDA ajustado fue −US$217 M [S001].

EXHIBIT D **DEL RESULTADO OPERATIVO AL EBITDA AJUSTADO, 1S26 (US$ M)**

CONCEPTO	US$ M	LECTURA
Pérdida operativa GAAP	−608,8	Ventas 144,7 menos costes de 753,5
+ Compensación en acciones (SBC)	+270,4	El 69 % de la diferencia con el EBITDA ajustado
+ Depreciación y amortización	+89,2	Sobre todo intangibles de las compras
+ Costes de adquisición, litigios, indemnizaciones	+36,4	28,1 + 5,7 + 2,6
EBITDA ajustado (reportado)	−217,0	Incluye US$36,5 M de gasto con SkyWater antes del cierre

Fuente: IonQ, conciliación del 2T26 [S001]. Los US$36,4 M suman tres partidas de la conciliación; la diferencia de ~US$4 M con el EBITDA ajustado viene de partidas menores. Cálculo SDN.

Por qué el SBC es tan alto. (1) IonQ ha fichado equipos enteros con acciones: los premios de reemplazo de las compras y las acciones con hitos suben el gasto [S003]. (2) La compensación no reconocida en balance era de **US$1.145 M** a 30-06 (RSU 543, restricted stock 390, PSU 179, opciones 34), con 17,0 M de RSU, 8,2 M de PSU esperadas y 8,96 M de acciones restringidas por vestir [S002]. (3) Las compras añaden más: los 100 M de RSU de retención de Elisity se reparten en cuatro años [S008]. El resultado: SBC de US$312 M en 2025 (el 240 % de las ventas) y US$270 M solo en el 1S26 (el 187 %) [S003][S001].

> NO CONTAR DOS VECES
>
> En el DCF de SDN el SBC (US$520–600 M al año en el base) **sale del flujo como un coste de caja**. Por eso no sumamos además las acciones que se emitirían por SBC en el futuro: ya las hemos pagado en el flujo. Sí contamos las 27 M de premios ya concedidos (RSU, PSU y opciones) en el número de acciones.

05 La ampliación de US$2.000 M compra tiempo, no resuelve la dilución: faltan 100 M de warrants por emitir

CAJA Y DILUCIÓN

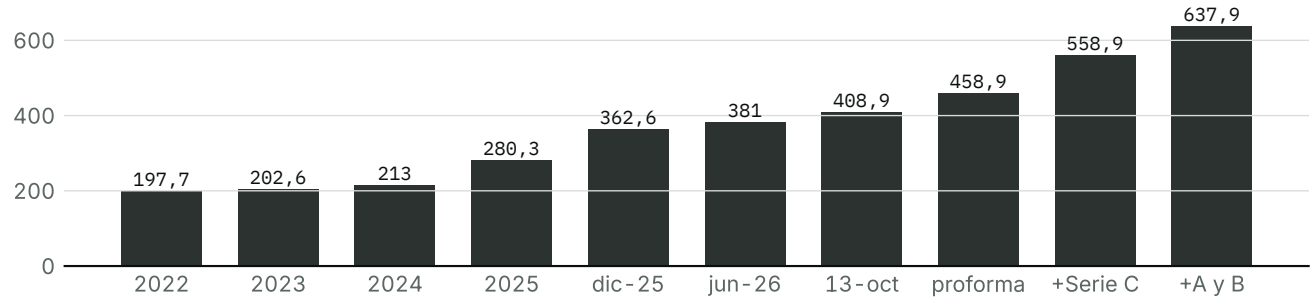
Caja y quema. La caja e inversiones pasó de US$3.337 M en dic-25 a US$2.959 M en jun-26 [S004][S002]; tras pagar SkyWater (US$1.056 M) quedaron ~US$1.903 M y con la oferta (US$1.988,5 M netos) suben a US$3.891 M [S002][S009]. En el 1S26 el flujo operativo fue de −US$255 M y el capex de −US$19 M [S001]. Contando que SkyWater trae capex y gasto propio, suponemos −US$300 M en el 2S26 (supuesto SDN): la caja de fin de año sería de ~US$3.600 M, unos cuatro años de pérdidas al ritmo de nuestro escenario base (US$0,7–0,8 bn al año sin SBC), pero solo si no hay más compras en efectivo.

La oferta del 14 de octubre. Vendió 20,5 M de acciones y 29,5 M de warrants prefinanciados a US$40 (acciones que valen un céntimo a pagar) con **dos warrants Serie C por cada una**, es decir, 100 M de warrants a US$69,46 durante siete años [S009]. Parece que se cobra un 15 % más que el cierre del 13-10 (US$34,73), pero el comprador recibe además la opción de los warrants. Las acciones suben de 408,9 M a 458,9 M pro-forma; con los warrants Serie C ejercidos serían 558,9 M [S009]. Quedan además los warrants de 2025: 36,0

M a US$99,88 y 43,0 M a US$155, que la contabilidad trata como pasivo (US$3.052 M a 30-06) [S002]. Ese pasivo explica la pérdida neta de US$1.868 M del 2T26: la subida de la acción en el trimestre encareció las opciones que debe a otros, sin salida de caja [S001].

Dilución por compras. Las compras cerradas con acciones identificadas suman **73,6 M de acciones**, un 20 % de las 362,6 M de fin de 2025, para unos US$4.755 M de contraprestación total en 2025–26 [S002][S003]. Elisity suma 23–35 M más, para una empresa cuyos ingresos IonQ no ha publicado: SIN VERIFICAR, fuera de la valoración.

EXHIBIT 3 ACCIONES DE IONQ (MILLONES): REALES Y POTENCIALES



Fuente: 2022–2025: media ponderada del año [S025]; dic-25 y jun-26: acciones en circulación [S002]; 13-oct-26 y proforma: suplemento de la oferta [S009]. Las dos últimas barras suman los warrants Serie C y los de 2025 [S002][S009]: acciones potenciales, no emitidas.

EXHIBIT E LO QUE IONQ HA PAGADO EN ACCIONES: COMPRAS CERRADAS Y PENDIENTES

OPERACIÓN	CONTRAPRESTACIÓN (US$ M)	ACCIONES (M)	ÁREA
Oxford Ionics (sep-25)	1.589,7	25,4	Chips de iones
Capella (jul-25)	424,8	9,0	Espacio
Lightsynq (may-25) e ID Quantique (abr-25)	422,4	10,3	Fotónica y QKD
Vector Atomic y otra (oct/jun-25)	~224 (por diferencia)	n. d.	Sensores
Skyloom, Seed y Nexus (ene–jun-26)	294,6	4,8	Óptica, software, fotónica
SkyWater (jul-26)	~1.800	24,1 (+741 en efectivo)	Fundición
Elisity (pendiente)	1.150 (+150 earnout, +100 RSU)	23,2–34,8	Seguridad Zero Trust

Fuente: 10-K [S003] y 10-Q [S002]; Elisity [S008]. Vector Atomic: la compra de las seis de 2025 sumó US$2.660,6 M; restamos las cuatro con cifra propia (cálculo SDN). Acciones de Elisity: US$1.150 M entre el techo (US$49,61) y el suelo (US$33,07) del precio de canje.

06 El Estado compra, pero IonQ no figura entre los nombres con inversión federal directa que hemos podido verificar

GOBIERNO Y GRANDES CLIENTES

Contratos públicos. DARPA seleccionó a IonQ para la fase B del QBI y para el programa HARQ (arquitectura modular con interconexión cuántica) [S004][S005]; la Agencia de Desarrollo Espacial (SDA) le adjudicó US$39 M en el programa HALO de comunicaciones espaciales, y IonQ entra en el IDIQ SHIELD de la Agencia de Defensa Antimisiles [S005]. Hay además asociaciones con GDIT, Anduril y Sandia, estas últimas sin importe [S005][S001]. **Grandes clientes:** KISTI (Corea, sistema de 100 qubits), QuantumBasel (más de US$60 M en cuatro años y cuatro generaciones) y la Universidad de Cambridge (primer sistema de 256 qubits en chip) [S004][S005]. Tres clientes sumaron el 53 % de las ventas de 2025 [S003].

Lo que importa. El Estado marca el ritmo de la demanda y de la política: el Departamento de Comercio concedió en mayo US$2.000 M en cartas de intención con participación pública a nueve empresas; entre los siete nombres que hemos leído están Quantinuum, Rigetti, D-Wave y PsiQuantum, y **no figura IonQ** [S022][S023]. Dos de los nueve no los pudimos leer: SIN VERIFICAR. La señal para IonQ es ambigua: menos dependiente del dinero público, pero sin el aval que sí recibe su rival de iones atrapados [S023].

07 Quantinuum es el rival directo, IBM y Google tienen caja para esperar, y los pares puros valen 190–350 veces sus ventas

COMPETENCIA

Quantinuum es el espejo. Misma tecnología de iones, mejores demostraciones lógicas hoy (48 lógicos corregidos con 98 físicos [S020]) y una salida a bolsa que valoró la empresa en US$17,6 bn el primer día [S015]; el precio actual implica US$9,6 bn, un 45 % menos. Tiene además la ayuda del Departamento de Comercio y a GlobalFoundries como socio de obleas [S023]. **IBM** y **Google** no necesitan al mercado: IBM recibe US$1.000 M para una fundición cuántica en Albany [S023] y ya tiene fecha para sus 200 qubits lógicos (2029) [S019].

EXHIBIT F RIVALES Y COMPARABLES (PRECIOS Y CAPITALIZACIONES A 15-10-2026; CAJA E INGRESOS A 30-06-2026)

EMPRESA	CAPITALIZACIÓN	VENTAS (ANUALIZADAS)	LECTURA
IonQ (proforma oferta)	US$15,8 bn	US$455 M (guía 2026)	Iones atrapados; EV/ventas 26x
Quantinuum (QNT)	US$9,6 bn (262,9 M acc. × 36,68)	~US$32 M (2T26 × 4; 2025: US$30,9 M [S027])	Iones atrapados; IPO el 04-06-2026 a US$60 [S015][S016]
Rigetti (RGTI)	US$4,2 bn	~US$19 M (1S26 × 2)	Superconductores [S017]
D-Wave (QBTS)	US$4,7 bn	~US$12 M (1S26 × 2)	Recocido y puertas [S018]
PsiQuantum (privada)	US$10,5 bn (ronda de mayo)	n. d.	Fotónica; fuente secundaria [S024]
IBM	US$220,6 bn	—	Starling (200 lógicos) en 2029 [S019]
Alphabet (Google Quantum AI)	SIN VERIFICAR	—	Willow; hoja de ruta de 6 hitos [S021]

Fuente: Precios de Yahoo Finance a 15-10-2026 [S010]; acciones, caja e ingresos de los 10-Q de Quantinuum [S016], Rigetti [S017], D-Wave [S018] y suplemento de IonQ [S009]; IBM: 942,1 M de acciones [S025]. Cálculo SDN.

EXHIBIT 4 EV/VENTAS ANUALIZADAS (VECES): IONQ FRENTE A LOS DEMÁS COTIZADOS



Fuente: SDN a partir de [S009][S010][S016][S017][S018]. EV = capitalización − caja e inversiones (30-06-2026; IonQ proforma). El stub resta a IonQ el precio pagado por SkyWater (US$1.800 M + US$315 M de deuda y costes) y divide por las ventas de IonQ sin SkyWater (US$285 M). Los pares pequeños se calculan sobre ventas muy pequeñas.

LEYENDO AL MERCADO

IonQ parece barata frente a sus pares (26x frente a 190–350x), pero esa comparación premia a IonQ por **tener más ventas, no mejores ventas**. Una parte son pedidos de hardware, otra es una fundición que cuesta US$0,80 por cada US$1 vendido [S014]. Sin SkyWater, la parte cuántica cotiza a **34x**.

08 A US$34,35 el mercado ya paga el escenario bull: ventas cuánticas de US$10.400 M en 2035

VALORACIÓN: LO QUE PIDE EL PRECIO

Método. DCF por escenarios hasta 2035 más cinco años de desvanecimiento del crecimiento hasta el g terminal (2036–2040). Flujo = ventas de la parte cuántica × margen bruto + ventas de fundición × margen bruto − opex en efectivo − **SBC** − impuestos − capex − 5 % del aumento de ventas. Los impuestos solo desde 2033 (pérdidas acumuladas). Descuento a mitad de año. Puente: valor de la empresa + caja proforma (US$3.891 M) − quema del 2S26 (US$300 M), entre 486 M de acciones (459 M más 27 M de premios sin vestir) [S002] [S009].

Lo que pide el precio (DCF inverso). Manteniendo los márgenes del base y dejando que el 15 % de cada dólar extra de ventas se vaya en opex, hace falta multiplicar por **2,26** la senda de ventas cuánticas del base: **US$2.830 M en 2030** y **US$10.410 M en 2035** (US$11.000 M con la fundición) [modelo DCF de SDN]. Es el 74 % de las ventas cuánticas de nuestro escenario bull (US$14.000 M en 2035) y unas 36 veces las ventas de 2026 de IonQ sin SkyWater. En múltiplos: el EV de US$11,9 bn equivale a 26x las ventas de 2026E, 14x las de 2027E y 6,8x las de 2030E del base.

EXHIBIT 5 VALOR POR ACCIÓN POR ESCENARIO FRENTE AL PRECIO (US$)



Fuente: Modelo DCF de SDN; precio de Yahoo Finance [S010]. El múltiplo de salida es un contraste, no un escenario.

Por qué bear y base valen lo mismo. En el bear la empresa recorta (opex en efectivo de US$680 M a US$350 M, SBC de 500 a 120) y llega al equilibrio en 2035 con una caja que sobrevive; en el base sigue invirtiendo y quemando US$2.944 M antes de ganar dinero, y su perpetuidad aún no se parece a la del bull. La diferencia entre ambos es la **opción**, no el valor central: el flujo de 2035 del base es de US$418 M con las ventas creciendo un 19 %. Con un múltiplo de salida de 4x ventas el base sube a US$12,62; con 7x el bull llega a US$72,32. El resultado es muy sensible al terminal.

EXHIBIT I SENSIBILIDAD DEL DCF: VALOR POR ACCIÓN (US$)

CASO	WACC 10–11 %	WACC 12–13 %	WACC 14–15 %
Base, g 3,5 %	4,05 (11 %)	2,28 (13 %)	1,36 (15 %)
Bull, g 4,0 %	59,60 (10 %)	30,60 (13 %)	25,26 (14 %)
Elisity no aporta valor (base / bull)	–	2,11 / 28,54	–

Fuente: Modelo DCF de SDN. Elisity: se añaden 33,5 M de acciones y 2,9 M de RSU a US$34,35 sin sumar ingresos ni valor, porque los ingresos de la compañía no se han publicado (SIN VERIFICAR).

09 Bear y base valen unos US$2; ni el bull, con US$30,60, llega al precio

EXHIBIT G ESCENARIOS: SUPUESTOS Y MECÁNICA

VARIABLE	BEAR	BASE	BULL
Historia	La cuántica no escala; se recorta I+D	Escalado parcial; 2029–30 sin tolerancia a fallos plena	Se cumple el plan de 2027–2030 y se vende como estándar
Ventas cuántica 2030 / 2035 (US$ M)	560 / 1.100	1.250 / 4.600	2.400 / 14.000
Ventas totales 2030 / 2035 (US$ M)	968 / 1.508	1.746 / 5.233	2.955 / 14.816
Margen bruto cuántica 2035	45 %	66 %	75 %
Opex en efectivo + SBC 2035 (US$ M)	350 + 120	1.640 + 650	4.700 + 1.600
EBIT tras SBC / FCF 2035 (US$ M)	107 / 7	898 / 418	4.428 / 2.565
Quema máxima acumulada 2027–35 (sin SBC)	US$1.588 M	US$2.944 M	US$3.509 M

Fuente: Modelo DCF de SDN, 15-10-2026. Escenarios SDN, no precios objetivo. FCF = ventas × MB − opex en efectivo − SBC − impuestos − capex − 5 % × Δventas.

EXHIBIT H ESCENARIOS: VALOR POR ACCIÓN Y QUÉ LOS INVALIDARÍA

VARIABLE	BEAR	BASE	BULL
WACC / g terminal	13 % / 2,5 %	13 % / 3,5 %	13 % / 4,0 %
Valor por acción (DCF)	**US$2,39**	**US$2,28**	**US$30,60**
Frente a US$34,35	−93 %	−93 %	−11 %
Lo invalidaría	Un hito lógico creíble o una gran compra estatal de ordenadores	Margen bruto cuántico < 40 % en 2028 o > 560 M de acciones antes de 2028	Fallo del chip de 10.000 qubits, IBM con lógicos reales antes de 2029 o SBC > 10 % de ventas en 2030
Contraste: múltiplo de salida (EV/ventas 2035)	1,5x → US$3,90	4x → US$12,62	7x → US$72,32

Fuente: Modelo DCF de SDN, 15-10-2026. Valor = (VP de flujos 2027–2040 + caja proforma − quema 2S26) / acciones. El contraste por múltiplo sustituye la perpetuidad por EV/ventas de 2035.

> **ASIMETRÍA**
>
> Con pesos de SDN de 35 % al bear, 45 % al base y 20 % al bull, el valor esperado es de **US$8,0**, un 77 % por debajo del precio (ESCENARIO). Dicho al revés: ni dando al bull el **100 %** de probabilidad (US$30,60) se llega a US$34,35. IonQ ya no es una opción barata sobre el éxito cuántico: es una apuesta cara a que se cumple todo el plan y algo más.

CONCLUSIÓN DE VALORACIÓN

El precio no deja margen ni con el plan completo: nuestro bull (ventas cuánticas de US$14.000 M en 2035, con un 75 % de margen bruto) vale US$30,60, por debajo de US$34,35. La caja (US$3.600 M a fin de año) amortigua el bear, pero no el precio. **No es un precio objetivo.**

10 Los próximos 90 días traen resultados, el cierre de Elisity y el fin del bloqueo de la oferta

CATALIZADORES

EXHIBIT J **CALENDARIO DE CATALIZADORES**

FECHA	EVENTO	QUÉ MIRAR
16-10-2026	Liquidación de la oferta de US$2.000 M [S009]	Entrada de US$1.988,5 M y 100 M de warrants Serie C vivos
nov-2026 (fecha SIN VERIFICAR)	Resultados del 3T26	Ventas ≥ guía, cartera (RPO), caja tras SkyWater, EBITDA ajustado combinado
~13-11-2026	Fin del bloqueo de 30 días de directivos [S009]	Ventas de directivos con SBC alto
Hasta 07-01-2027	Cierre de Elisity [S008]	Número final de acciones (suelo US$33,07, techo US$49,61)
2026–2027	Sistema de 256 qubits [S005]; IBM Kookaburra y Cockatoo [S019]; chip de 10.000 qubits [S011]	Fidelidad frente al 99,99 %; la prueba principal del bull

Fuente: IonQ [S005][S008][S009][S011]; IBM [S019]. La fecha del 3T26 no está confirmada en las fuentes consultadas.

11 El riesgo principal no es técnico: es seguir pagando el crecimiento con acciones

RIESGOS

EXHIBIT K **MAPA DE RIESGOS**

RIESGO	MECANISMO	IMPACTO
Dilución	Compras en acciones (73,6 M ya; Elisity 23–35 M), 100 M de warrants nuevos, 79 M más de 2025, SBC de ~US$540 M al año (≈16 M de acciones, 3,4 %)	Alto
Integración	Diez compras cerradas desde abril de 2025, una fundición y una empresa de ciberseguridad sin relación obvia con los iones	Alto
Calidad de ingresos	Hardware por avance de obra, tres clientes = 53 %, ventas de fundición a margen del 20 % [S014]	Medio
Competencia respaldada	Quantinuum con apoyo federal; IBM y Google con caja propia [S023][S019]	Alto

Fuente: IonQ [S002][S003][S009]; SkyWater [S014]; Departamento de Comercio [S023]. SBC y dilución: cálculo SDN.

12 Cinco cifras dicen más que el titular del trimestre

QUÉ VIGILAMOS

- **Acciones en circulación.** Por encima de 520 M (sin contar warrants) antes de mediados de 2027 apunta al bear; una pausa en las compras en acciones sería positiva.
- **SBC sobre ventas.** El base lo da en el 72 % en 2027 (hoy 187 %) y en el 34 % en 2030. Si no baja, el DCF de SDN no se acerca al precio.

- **Ingresos orgánicos.** El 100 % de crecimiento orgánico prometido para 2026 (~US$155 M) y su continuación en 2027.
- **Margen bruto de la parte cuántica.** Hoy el consolidado ronda el 24 %; el base necesita 38 % en 2028.
- **Qubits lógicos medidos.** Cualquier demostración con número de lógicos, error y puertas, que se pueda comparar con los 48 lógicos corregidos de Quantinuum [S020].
- **Elisity.** Ingresos, margen y número final de acciones: hoy SIN VERIFICAR.

13 Cómo está hecho y qué decisiones son discutibles

METODOLOGÍA Y LÍMITES

Decisiones de SDN. (1) Elisity queda fuera del DCF (ventas SIN VERIFICAR) y se muestra como sensibilidad. (2) La aportación neta de SkyWater en 2026 (~US$170 M) es el residuo entre la guía combinada y la guía previa. (3) La separación entre cuántica, redes y espacio se reconstruye con los ingresos que IonQ informa de cada compra: no hay segmentos. (4) Quema del 2S26: US$300 M, supuesto SDN. (5) Estructura del DCF: 2027–2035 explícitos y 2036–2040 de desvanecimiento con margen EBIT y SBC/ventas constantes; WACC del 13 % en los tres escenarios, por el riesgo tecnológico. (6) Los warrants solo se ejercen si el valor por acción supera su precio de ejercicio; el pasivo contable de US$3.052 M no se resta (se liquida con acciones). (7) EV de SkyWater para el stub: US$1.800 M más US$315 M de deuda y costes.

Límites. La guía de EBITDA combinada, el calendario del 3T26 y los ingresos de Elisity no están verificados. El modelo es muy sensible al valor terminal y a la tasa de descuento (tabla I). El 3T26 puede cambiar caja, acciones y guía. Los ratios con pares usan ventas muy pequeñas. Datos de Alphabet, PsiQuantum y parte de las ayudas federales son secundarios o parciales (SIN VERIFICAR).

Corrección del 23 de octubre de 2026. Los tres escenarios usan ahora el mismo tipo de descuento, el 13 % del caso base; antes el bear usaba el 14 % y el bull el 12 %. El valor por acción del bear pasa de US$2,47 a US$2,39 y el del bull, de US$37,54 a US$30,60, de modo que el bull queda por debajo del precio de US$34,35. El caso base no cambia.

AVISO LEGAL

Este documento ha sido elaborado por SDN Research con fines informativos y educativos. No constituye asesoramiento de inversión, ni oferta o recomendación de compra o venta de ningún instrumento financiero. Los escenarios de valoración no son precios objetivo. Las opiniones reflejan el criterio del autor a la fecha de publicación y pueden cambiar sin previo aviso. Las cifras proceden de fuentes públicas consideradas fiables, pero no se garantiza su exactitud. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.