Equity Deep Dive · NYSE American / TSXV: QNC

Quantum eMotion: US$285 millones por una empresa que ha facturado C$23.000

QeM fabrica generadores cuánticos de números aleatorios, no ordenadores cuánticos. Acaba de anunciar la compra de Plurilock para tener ventas y la acción ha caído un 71 % desde el máximo. Calculamos qué parte de la historia ya paga el precio de US$1,30.

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

PUNTOS CLAVE

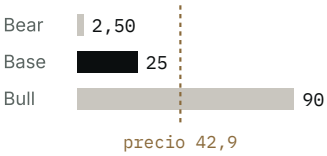
- Quantum eMotion (QeM) vende generadores de números aleatorios basados en efecto túnel, no ordenadores cuánticos. En 12 meses ha facturado **C$23.000** en royalties de dos socios minúsculos, y gasta unos C$8 millones al año de caja más C$7 millones de opciones sobre acciones [S005][S001].
- Tiene caja de sobra por ahora (C$33,5 millones, ~47 meses al ritmo de 2026), pero el 28-09-2026 anunció la compra de Plurilock: C$10 millones en efectivo, ~9 millones de acciones nuevas y unos C$43 millones de ventas anuales con margen bruto del 16 % [S007][S009].
- El precio (US$1,30, −71 % desde el máximo) pide que QeM facture entre C$104 y 186 millones en 2031: entre 4.500 y 8.000 veces lo que factura hoy y entre 2 y 4 veces las ventas anuales de Plurilock. Nuestro bull vale C$1,31.

Pregunta central. ¿Qué ventas de 2031 paga el precio de hoy? A US$1,30 (C$1,89; cierre del 15-10-2026 [S010]) QeM vale US$285 millones y ha facturado C$23.000 en 12 meses. Según el modelo de SDN, el precio descuenta **entre C$104 y 186 millones de ventas en 2031**, el 3,2 % del mercado QRNG que proyecta Statista [S016] con un múltiplo de 8x. Nuestro bull vale C$1,31. La caja es solo el 7 % del precio.

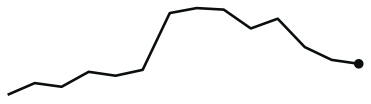
DATOS CLAVE

Ventas 12 meses	C$23 mil
FY25 C$11.171 + 1S26 C$12.061 (≈US$16 mil), solo royalties	
Caja y valores	C$33,5 M
30-06-2026, sin deuda financiera; ≈US$23,7 M	
Capitalización	US$285 M
219,4 M acciones × US$1,30 (NYSE American) · C$1,89 en TSXV	
EV / ventas 12 m	17.349x
EV C$403 M (US$285 M) sobre C$23 mil	
DCF base / bull	C$0,31 / 1,31
vs C$1,89 hoy: -84 % y -31 %	

ESCENARIOS SDN



COTIZACIÓN DE QNC EN LA TSX VENTURE



Nº 021 · DISTRIBUCIÓN PÚBLICA · ANÁLISIS INDEPENDIENTE

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

01 Una empresa con C$23.000 de ventas que la bolsa valora en US$285 millones

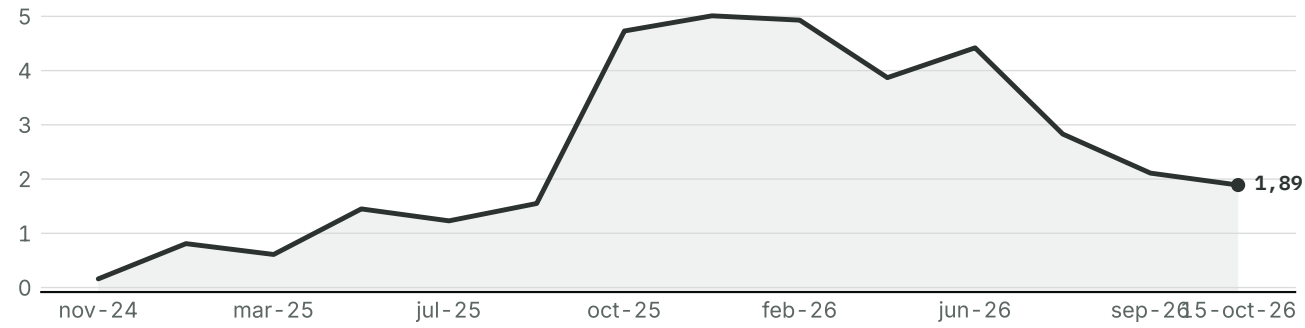
RESUMEN

QeM desarrolla un generador cuántico de números aleatorios (QRNG) y software criptográfico. Cotiza en el NYSE American (QNC) desde el 24-02-2026, en la TSX Venture (QNC) y en Fráncfort (34Q0); dejó el mercado OTCQB al subir de bolsa, por lo que el antiguo QNCCF ya no es su cotización de referencia [S011] [S021]. Es un emisor extranjero (foreign private issuer) con sede en Montreal: presenta 40-F y 6-K en la SEC y sus estados bajo IFRS en dólares canadienses [S003].

El negocio todavía no existe. En 2025 ingresó C$11.171 y en el primer semestre de 2026 C$12.061, todo royalties de Greybox (10 % de sus ventas) y de Krown (5 % de sus ventas) [S005][S002]. En cambio, la pérdida neta de 2025 fue de C$10,9 millones, de los que C$6,8 millones son opciones sobre acciones sin salida de caja [S005]. La caja operativa del primer semestre fue de −C$3,9 millones [S001].

El precio ha caído, pero sigue lejos de los fundamentos. QNC pasó de C$0,16 (nov-2024) a un máximo de C$6,24 en la TSXV y hoy cotiza a C$1,89 (70 % por debajo del máximo) [S010]. Aun así, la capitalización diluida de C$434 millones es 13 veces la caja.

EXHIBIT 1 COTIZACIÓN DE QNC EN LA TSX VENTURE (C$, CIERRE MENSUAL Y 15-10-2026)



Fuente: Yahoo Finance, cierres mensuales de la TSXV a 15-10-2026 [S010]. El máximo de 52 semanas (C$6,24) es intradía y no coincide con ningún cierre mensual.

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

VARIABLE	DATO OBSERVABLE	LECTURA
Precio QNC	US$1,30 NYSE American · C$1,89 TSXV (15-10-2026)	−71 % frente al máximo de 52 semanas en dólares [S010]
Acciones	219,4 M básicas (30-06-2026) · 229,8 M diluidas por método del tesoro	Más 9,2 M si se cierra Plurilock [S001][S007]
Capitalización / EV	C$415 M básica · EV C$403 M (US$285 M)	La caja es el 7 % de la capitalización
Ingresos	FY25 C$11.171 · 1S26 C$12.061	Royalties de Greybox y Krown [S005][S002]
Pérdida neta	FY25 C$10,9 M · 1S26 C$8,3 M	El 48 % del semestre es SBC (opciones) [S001]
Caja operativa	1S26 −C$3,9 M · quema anualizada ~C$7,9 M	Caja actual estimada C$31,2 M ≈ 47 meses
Empleados	17 a 30-06-2026 (9 en I+D) · 9 un año antes	Equipo muy pequeño [S002]
Insiders	3,31 % del capital (AIF, marzo 2026)	Poca alineación por posesión directa [S004]

Fuente: Estados financieros y MD&A de QeM [S001][S002][S005], AIF [S004], Yahoo Finance [S010]; cálculos SDN.

02 El QRNG genera aleatoriedad; no es computación cuántica y no es lo que protege contra ella TECNOLOGÍA

Qué es. Toda clave criptográfica nace de un número aleatorio. Los ordenadores producen números pseudo-aleatorios (algoritmos) o recogen ruido físico; un QRNG toma esa aleatoriedad de un fenómeno cuántico. El de QeM usa el **efecto túnel** de electrones a través de una barrera de un diodo, amplifica una señal muy débil y la digitaliza [S004][S002]. Tres familias de patentes (EE. UU. y Europa concedidas) cubren el método, y paga un 5 % de royalty a SOCPRA sobre sus ventas hasta mayo de 2035 [S002][S004].

Qué no es. QeM no fabrica ordenadores cuánticos ni qubits. La amenaza cuántica sobre el cifrado (algoritmo de Shor) se combate cambiando de algoritmo a la criptografía poscuántica (PQC): los estándares ML-KEM, ML-DSA y SLH-DSA (FIPS 203, 204 y 205) [S004]. El QRNG no sustituye a la PQC: es una pieza de entrada, la fuente de entropía de esas claves. **ANÁLISIS:** el cifrado ya recibe entropía de fuentes certificadas y gratuitas en procesadores y sistemas operativos; el QRNG compite por ser una fuente física demostrable, y el comprador tiene que valorar esa garantía.

EXHIBIT B **PRODUCTOS Y CERTIFICACIONES: QUÉ EXISTE Y QUÉ ESTÁ SOLO EN TRÁMITE**

PRODUCTO	QUÉ HACE	ESTADO	CERTIFICACIÓN
QRNG / EaaS (QxEAAS)	Entropía cuántica en la nube o local por API	En uso, sin precio publicado	ISO/IEC 27001 de la empresa (jul-2024); pruebas NIST SP 800-22, que no son certificación [S004]
eCore-Q (módulo PCIe)	Fuente de entropía en tarjeta	Presentado a validación 26-08-2026	SP 800-90B: solicitada, no concedida [S012]
SecureKey (compra a SKV)	Protege claves en memoria durante su uso	Integrado; sin ventas publicadas	FIPS 140-3: «Implementation Under Test» [S007][S001]
eShield-Q	Capa de protección criptográfica en ejecución	Lanzado el 04-05-2026	Sin certificación [S002]
Sentry-Q	Mensajería segura cuántica (nube o hardware)	Desde 2023, vía Greybox	Sin certificación del producto [S004]
Chip QRNG CMOS 65 nm	Miniaturizar el QRNG en un chip	Diseño enviado a TSMC (may-2025); integración en curso	Sin certificación [S002]
Carteras Qastle y Excalibur	Monederos cripto con QRNG (con Krown)	Qastle activo desde nov-2025	Auditoría de Krown 100/100, comunicada por QeM [S002]

Fuente: MD&A 2T26 [S002], AIF [S004], comunicados 6-K [S007][S012], estados financieros [S001]. «QeM-Q» no aparece en ningún filing y no se cita.

DETALLE QUE IMPORTA

Presentar a validación no es validar. El 26-08-2026 QeM anunció que el laboratorio Lightship presentó el eCore-Q al sistema de validación de entropía del NIST (SP 800-90B); la propia empresa dice que ni el resultado ni los plazos están asegurados [S012]. Quantinuum ya tiene su certificado de entropía (E214, abril 2025) y es el primer QRNG de software validado [S013]. Sin el certificado de QeM no podemos asumir que un comprador del Gobierno de EE. UU. pueda usarlo en un módulo FIPS.

03 Los «clientes» son socios minúsculos: las ventas de 2025 equivalen a un royalty sobre C$123.000 de ventas ajenas

CLIENTES Y ACUERDOS

Cómo se factura. QeM licenció su tecnología a socios que la integran en su propio producto y le pagan un porcentaje. En 2025 recibió C$9.979 de Greybox (10 % sobre ventas de C$99.790) y C$1.172 de Krown (5 % sobre C$23.420) [S005]. En el primer semestre de 2026: C$8.342 de Greybox y C$3.718 de Krown [S002]. A partir de noviembre de 2026 el royalty de Krown sube al 10 % [S005].

EXHIBIT C **ACUERDOS CONOCIDOS Y LO QUE HAN APORTADO EN DINERO**

SOCIO / ACUERDO	QUÉ ES	DINERO FIRMADO O COBRADO	LECTURA
Greybox (salud)	Sentry-Q y salud digital; royalty 10-20 % de sus ventas	C$8.342 en 1S26	Participada por QeM; 2.º accionista [S002]
Krown (blockchain)	Licencia no exclusiva 5 años; carteras Qastle y Excalibur	C$3.718 en 1S26	QeM invirtió US$400 mil en un bono convertible [S002]
Quantolio (finanzas e IA)	Licencia no exclusiva de EaaS	C$1,0 M/año «cuando sea comercial»	Sin cobro todavía [S002]
CSR5 Global	Proveedor exclusivo de PQC y nube	No publicado	SIN VERIFICAR: sin importes [S004]
JMEM Tek (Taiwán)	SoC cuántico resistente; prototipo y PCIe	Hasta C$600 mil de ayuda	I+D subvencionada, no ventas; el MD&A cita NRC IRAP y la nota 8, NSERC [S002] [S001]
Exascale Labs; Energy Plug; Aegis	Integración en infraestructura de IA y baterías	No publicado	Alianzas sin importes [S002]
SKV Technology (SecureKey)	Compra de la tecnología por pagos contingentes	Hasta C$22 M (C$7 M hitos + C$15 M royalties)	Pagados C$1,5 M de hitos [S001]

Fuente: MD&A 2T26 [S002], estados financieros [S001], MD&A anual [S005], AIF [S004]. Pilotos con bancos: SIN VERIFICAR, ningún filing nombra un banco cliente.

Banca, salud y blockchain. Salud existe como socio (Greybox, con una alianza propia con Becton Dickinson que no es de QeM [S004]); blockchain existe como socio (Krown, que firmó seis años con BTC Inc.) [S002]. **Banca**: QeM cita a los servicios financieros como mercado objetivo, pero ni sus filings ni sus comunicados nombran un banco piloto: lo dejamos como SIN VERIFICAR.

04 Plurilock le da ventas a QeM, pero de otra clase: servicios con un 16 % de margen y pasivos

PLURILOCK

La operación. El 28-09-2026 QeM acordó comprar el 100 % de Plurilock Security (TSXV: PLUR) por C$33,8 millones: C$0,084 en efectivo y 0,0763 acciones de QeM por cada acción (C$0,28 en total, prima del ~100 % sobre el VWAP de 20 días) [S007]. Son ~C$10,1 millones en efectivo de la caja de QeM y ~9,2 millones de acciones nuevas (el 4,03 % del capital combinado); además, un préstamo puente de hasta C$2 millones al 8,5 %. Se necesita el voto de Plurilock (previsto para noviembre), el tribunal de Columbia Británica, la TSXV y el NYSE American [S007][S008].

EXHIBIT D PLURILOCK FRENTE A QEM (C$)

VARIABLE	QEM	PLURILOCK
Ventas 1S26	12 mil	21,5 M (1S25: 35,1 M)
Margen bruto 1S26	n/a	15,9 % (11,5 % un año antes)
EBITDA ajustado 1S26	n/d	−1,06 M
Pérdida neta 1S26	−8,3 M (3,99 M son opciones)	−2,78 M
Caja 30-06-2026	33,5 M	2,6 M (+0,02 M restringidos)
Pasivos totales	10,2 M (9,0 M contingentes por SKV)	26,0 M (corriente 23,5 M)
Capital que recibe/paga	Paga 10,1 M en efectivo + 9,2 M acciones	Valor 33,8 M = 0,8x sus ventas

Fuente: Resultados 2T26 de Plurilock [S009], estados financieros de QeM [S001], comunicado de la operación [S007]. Calidad de la deuda de Plurilock (pagarés, convertibles): SIN VERIFICAR.

> **NO CONTAR DOS VECES**
>
> **Plurilock no justifica el precio.** Paga C$33,8 millones por una empresa que vende ~C$43 millones al año: C$0,14 por acción de QeM de valor, el 7 % del precio. Tras el cierre, el EV de QeM (≈C$433 M, sin contar la deuda de Plurilock) sería 10,1 veces unas ventas de servicios con un margen bruto del 16 %, y ~63 veces su beneficio bruto anualizado (C$6,8 M). Más ventas no son más valor: son ingresos de reventa. Lo que sí aporta es una vía de venta (Canadá, EE. UU., OTAN) que hoy QeM no tiene [S007].

05 Los informes de mercado van de US$2.000 a US$3.200 millones y se contradicen; los rivales llegaron antes

MERCADO Y COMPETENCIA

Tamaño. Statista estima el mercado de QRNG en US$300 millones en 2022 y US$3.200 millones en 2030 [S016]. La estimación que QeM cita para chips QRNG: US$150 millones en 2024 y US$2.000 millones en 2033 (Verified Market Reports) [S004]. El mercado de criptografía poscuántica: US$0,42 miles de millones en 2025 y US$2,84 miles de millones en 2030 según MarketsandMarkets [S017]. En 2021, cuando se llamaba Quantum Numbers, la empresa difundió una previsión de US$14.000 millones en 2030 (IQT) [S018]: más de cuatro veces la de Statista. Por eso **solo usamos estas cifras como techo de cuota**, no como ingreso esperado.

EXHIBIT 2 TAMAÑOS DE MERCADO CITADOS (US$ MILES DE MILLONES) FRENTE A LO QUE PIDE EL PRECIO



Fuente: Statista [S016], MarketsandMarkets [S017], Verified Market Reports citado en el AIF [S004]; QeM 2031: DCF inverso de SDN con múltiplo de 8x y descuento del 20 %. Estimaciones de terceros, no auditadas.

EXHIBIT E **COMPETIDORES: MÁS RECORRIDO, CERTIFICADOS Y CAPITAL**

COMPETIDOR	QUÉ HACE	POSICIÓN	DATO
ID Quantique (IonQ)	QRNG, QKD y detectores	Líder; ya integrado en IonQ	IonQ cerró la compra en mayo de 2025; ~300 patentes [S014]. Precio informado: unos US$250 M en negociación (Bloomberg) [S015]
Quantinuum, Quantum Origin	QRNG de software con certeza cuántica	Primer QRNG de software validado	Certificado de entropía NIST E214, abril de 2025 [S013]
Quside (Barcelona)	QRNG fotónico en chip y tarjetas	Privada, socios Thales, Telefónica y Equinix	Más de US$10,9 M captados, según agregadores [S019]
QeM	QRNG por efecto túnel + criptografía	Sin certificado, sin ventas relevantes	EV de US$285 M [S010]

Fuente: Comunicados y noticias citadas. Cifras de Quside de terceros (SIN VERIFICAR en fuente primaria); precio de ID Quantique solo en negociación informada, sin precio final verificado.

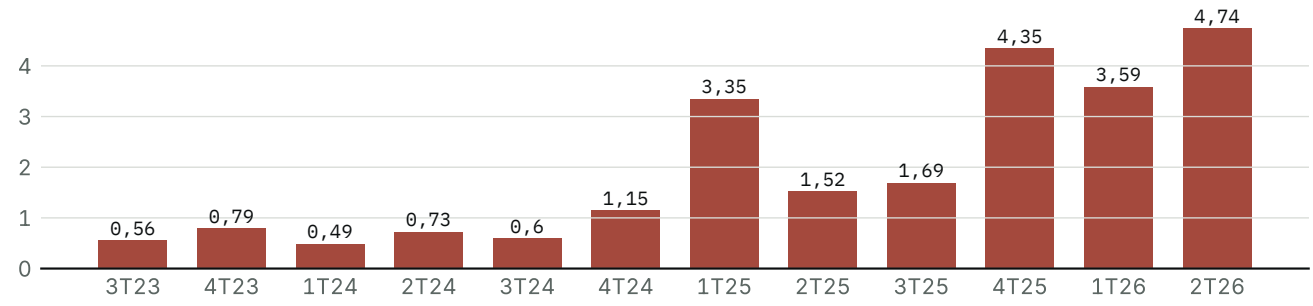
LEYENDO AL MERCADO

La bolsa paga a QeM lo que se informó que pagó IonQ por el líder. El EV de QeM (US$285 M) es comparable a los ~US$250 millones de la negociación de ID Quantique, que ya vendía a operadores y Gobiernos [S015]. El mercado asume que QeM será al menos tan relevante como IDQ, sin pedirle antes un certificado ni un cliente grande.

06 La pérdida se multiplicó por 3,7 en 2025 y casi la mitad es una partida sin caja

FINANZAS

EXHIBIT 3 **PÉRDIDA NETA TRIMESTRAL (C$ M)**



Fuente: MD&A 2T26 [S002]. IFRS, en C$ millones.

Dónde va el dinero. En el primer semestre de 2026, de C$8,3 millones de pérdida, C$4,0 millones son opciones (SBC), C$2,8 millones gastos generales (seguro D&O, personal en EE. UU., cotización), C$0,9 millones I+D, C$0,4 millones marketing y C$0,9 millones amortización y ajuste de valor de la compra de SKV [S001][S002]. La caja operativa fue de −C$3,9 millones, con ingresos por intereses de C$0,6 millones que compensan una sexta parte [S001].

VARIABLE CLAVE

La partida que no se ve es el crecimiento de la plantilla y de la promoción. Los gastos generales de caja casi se triplican (C$1,04 M a C$2,78 M entre 1S25 y 1S26); I+D y marketing suben el 80 % y el 51 %. La plantilla pasa de 9 a 17 personas. Con esa trayectoria la quema anual se mueve de ~C$8 millones hoy a ~C$16 millones en 2027 en nuestro escenario base [S002]; cálculo SDN.

07 Hay caja para ~47 meses al ritmo actual; con Plurilock y el gasto del base, 14

CAJA Y DILUCIÓN

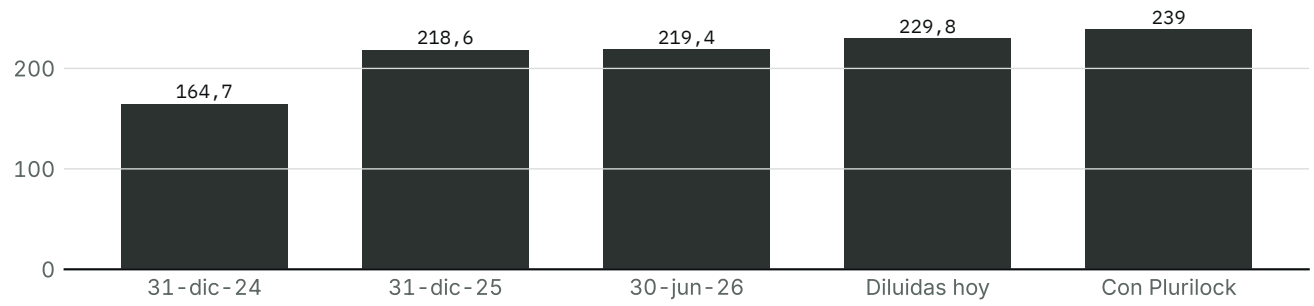
Caja. A 30-06-2026: C$0,3 millones en caja y C$33,2 millones en GIC y cuentas remuneradas (3,05-3,30 %), más C$2,9 millones de inversiones estratégicas no líquidas (Greybox, Krown y un pagaré de VGE de US$1,1 millones en impago, con aviso de incumplimiento enviado) [S001]. Restamos una quema de C$2,3 millones hasta el 15-10-2026 (estimación SDN al ritmo del semestre): **C$31,2 millones**. Con Plurilock (efectivo C$10,1 M + puente C$2 M): **C$19,1 millones**.

EXHIBIT F MESES DE CAJA SEGÚN EL RITMO DE GASTO

SUPUESTO	QUEMA ANUAL (C$ M)	CAJA (C$ M)	MESES
Ritmo de caja operativa del 1S26	7,9	31,2	47
Escenario base de SDN, 2027	16,2	31,2	23
Base 2027 con Plurilock cerrado	16,2	19,1	14

Fuente: Estados financieros 2T26 [S001], comunicado Plurilock [S007]; cálculo SDN. Intereses sobre la caja: 3 %. Sin cláusula de empresa en funcionamiento citada en los filings revisados.

EXHIBIT 4 ACCIONES EN CIRCULACIÓN Y DILUIDAS (MILLONES)



Fuente: Estados de patrimonio [S001][S005]; «diluidas hoy» por método del tesoro a C$1,89 (opciones de 11,6 M a C$0,49; el resto, fuera del dinero a ~C$2,87; warrants 7,25 M a C$1,42); cálculo SDN.

Dilución pasada y futura. Entre diciembre de 2024 y diciembre de 2025 las acciones subieron un 33 %, con dos colocaciones privadas de unidades acción+warrant (C$10 M a C$0,75, 13,3 M de acciones, warrant a C$1,10; C$12 M a C$1,50, 8 M de acciones, warrant a C$1,82) y ejercicios de warrants y opciones por unos C$24 millones [S005][S006]. En 2025 se concedieron 10,2 millones de opciones y en 2026 otras 3,0 millones (media C$4,23) [S001]. Opciones (19,8 M) más warrants (7,25 M) son el 12 % del capital actual; el plan pasó en junio a ser variable (hasta el 10 % del capital en cada concesión) y admite ejercicio sin caja [S001]. El cierre de Plurilock añade el 4,03 %.

08 El precio pide ventas de C$104–186 millones en 2031: entre 2 y 4 veces las de Plurilock hoy

LO QUE PIDE EL PRECIO

Mecánica. Partimos del EV de hoy (C$403 M). Calculamos las ventas de 2031 que hacen que el valor por acción hoy sea C$1,89, con la trayectoria de gastos, dilución y financiación del base. El valor de 2031 es ventas × múltiplo de salida; se suma la caja, el valor de Plurilock (C$33,8 M) y se divide por las acciones de entonces (incluida la emisión necesaria para financiar la quema), y se descuenta al 15-25 % durante 5,2 años.

EXHIBIT G VENTAS DE 2031 QUE JUSTIFICAN C$1,89 HOY (C$ M)

MÚLTIPLO EV/VENTAS DE SALIDA	DESCUENTO 15 %	DESCUENTO 20 %	DESCUENTO 25 %
6x	151	186	227
8x	119	147	179
12x	84	104	127

Fuente: Modelo DCF inverso de SDN. Referencia: el escenario base tiene C$25 M de ventas en 2031; Plurilock factura ~C$43 M al año; las ventas de QeM de los últimos 12 meses son C$0,023 M.

EXHIBIT 5 VENTAS DE 2031 POR ESCENARIO FRENTE A LO QUE PIDE EL PRECIO (C$ M)



Fuente: Modelo de SDN [S001][S007][S009]. Plurilock: 1S26 de C$21,5 M × 2.

LEYENDO AL MERCADO

C$147 millones (US$104 M) de ventas en 2031 son el 3,2 % del mercado de QRNG que prevé Statista para 2030. Sobre el mercado de PQC de MarketsandMarkets serían el 3,7 % y sobre el de chips de 2033, el 5,2 %. Alguien debe comprar su entropía en volumen, a un precio que no existe todavía, y con certificados que aún no tiene. Posible, pero es la parte más optimista de un mercado de tamaño incierto.

09 Ni el bull (C$1,31) llega al precio: el base vale C$0,31 y el bear, la caja que se quema VALORACIÓN

EXHIBIT H ESCENARIOS: INPUTS, MECÁNICA Y RESULTADO (C$)

	BEAR	BASE	BULL
Ventas QeM 2031 (C$ M)	2,5	25	90
Margen bruto	60 %	70 %	75 %
Múltiplo EV/ventas de salida	3x	8x	10x
Gasto (opex) 2031 (C$ M)	4,5	26	50
Plurilock (C$ M)	17 (la mitad)	34 (lo pagado)	34 (sin sinergias)
Dinero que hay que captar 2027-31 (C$ M)	18	67	53
Precio de esa emisión (C$)	0,80	1,50	3,00
Acciones 2031 (M)	274	302	282
Valor por acción 2031 (C$)	0,11	0,79	3,38
Descuento	20 %	20 %	20 %
Valor por acción hoy (C$)	0,04	0,31	1,31
Frente a C$1,89	-98 %	-84 %	-31 %

Fuente: Modelo de SDN. Fórmula: [ventas 2031 × múltiplo + Plurilock + caja 2031] ÷ acciones 2031, descontado 5,2 años. Escenarios, no precios objetivo.

Bear — el sangrado lento. Los certificados se retrasan, Greybox y Krown no escalan y QeM recorta el gasto, pero gasta la caja. El valor presente cae a C$0,04 porque la caja se consume; hoy equivale a C$0,14 por acción (7 % del precio), el suelo teórico si se liquidara sin quemar más. **Base.** Se obtienen el SP 800-90B y el FIPS 140-3 en 2027, EaaS y SecureKey se venden a empresas y Plurilock revende servicios: C$25 millones de ventas en 2031 y financiación de C$67 millones a C$1,50. **Bull.** QeM alcanza ~US$64 millones de ventas (el 2 % del QRNG de Statista) con 75 % de margen y entra en beneficios en 2031. **Lo que invalidaría el base:** ningún certificado en 2027 o un segundo año sin ventas por encima de C$1 millón.

EXHIBIT 6 VALOR POR ACCIÓN POR ESCENARIO FRENTE AL PRECIO (C$)



Fuente: Modelo de SDN [S010]. Ponderaciones subjetivas de SDN; no son probabilidades calibradas.

ASIMETRÍA

El precio solo se sostiene en el extremo. De las 18 combinaciones de múltiplo y descuento, solo dos (bull con 15x y descuento del 15 % o del 18 %) superan C$1,89. El valor esperado (55 % bear, 35 % base, 10 % bull) es de C$0,26. Con múltiplos de 6x a 12x y descuentos del 15 % al 25 %, el base va de C$0,20 a C$0,54. La asimetría favorable depende de que QeM consiga un certificado y un cliente grande a la vez; con lo observado, la tesis alcista es una opción, no un caso base.

10 Liquidez justa, promoción visible y dilución constante: el riesgo está en la estructura, no solo en la tecnología

RIESGOS DE MICROCAP

EXHIBIT 7 CAÍDA FRENTE AL MÁXIMO DE 52 SEMANAS, VALORES CUÁNTICOS Y DE SEGURIDAD (%)



Fuente: Yahoo Finance, cierres del 15-10-2026 frente al máximo de 52 semanas [S010]: LAES 1,93/7,66; QNC 1,30/4,44; ARQQ 15,90/49,33; QUBT 6,84/19,11; IONQ 34,35/73,65 (US$).

EXHIBIT I RIESGOS Y DATOS QUE LOS SOSTIENEN

RIESGO	DATO	NIVEL
Liquidez	Volumen medio 20 sesiones: ~1,2 M acciones/día en NYSE American (~US$2,0 M) y ~0,4 M en TSXV (~C$1,0 M); ≈1 % de la capitalización por día [S010]	Medio
Promoción bursátil	La acción multiplicó por 30+ (C$0,16 a C$5-6) en 13 meses; el gasto en conferencias y promoción es una línea propia (C$0,29 M en 1S26) [S005][S002]	Alto
Opciones muy concentradas	10,2 M en 2025 y 3,0 M en 2026; 2,475 M al CEO a C$4,32 el 30-06-2026, con hitos [S001][S022]	Alto
Rotación de grandes tenedores	Capital Ventures International (grupo Susquehanna) declaró el 11,0 % el 18-06-2026 y el 2,4 % el 30-06-2026 [S023]	Medio
Dilución	+33 % de acciones en 2025; 12,3 % de sobrecarga por opciones y warrants; +4,03 % por Plurilock [S001][S007]	Alto
Gobierno corporativo	Pagos a empresas de directores por I+D, TI y consultoría (C$0,64 M en 1S26) [S001]	Medio
Ejecución de Plurilock	Circular, voto y NYSE American pendientes; pasivos de C$26 M y márgenes del 16 % [S009][S007]	Alto
Activos estratégicos	Pagaré de VGE en impago; Krown valorada con un descuento del 35 % elegido por QeM [S001]	Medio

Fuente: Filings de QeM [S001][S005][S007][S022], Yahoo Finance [S010], Schedule 13G [S023]. Niveles: criterio de SDN.

11 Qué vigilamos

SEÑALES

- **Certificado SP 800-90B del eCore-Q.** Si llega en 2027, sostiene el base; si se retrasa o falla, acerca el bear.

- **Voto de Plurilock (noviembre) y circular.** Letra pequeña sobre sus deudas, convertibles y el efecto en la caja de QeM.
- **Ventas trimestrales.** Por debajo de C$100 mil por trimestre sin Plurilock en 2027: el negocio de royalties no escala.
- **Colocación privada o ATM.** Cualquier emisión por debajo de C$1,50 abre el bear; el pago del pagaré de VGE.
- **FIPS 140-3 de SecureKey y primeras ventas del hito.** Los C$5,5 millones de hitos de SKV pendientes marcan avances.
- **Cierre trimestral del 3T26 (noviembre).** Caja real frente a nuestros C$31 millones y el gasto por empleado.

12 Metodología y límites

TRAZABILIDAD

DATO: resultados, caja, acciones, opciones, warrants, financiaciones y acuerdos salen del 40-F de 2025 y de los 6-K del 2T26 y de la operación con Plurilock, presentados ante la SEC [S001][S002][S003][S004][S005][S007][S008]; no hemos consultado SEDAR+ directamente, pero los estados y comunicados son los mismos que se archivan allí. Precios y volúmenes, de Yahoo Finance a cierre del 15-10-2026; tipo de cambio USD/CAD 1,4148 del 16-10-2026 [S010]. **CÁLCULO:** capitalización, EV, múltiplos, escenarios y DCF inverso son del modelo de SDN. Decisiones: (1) valoramos en C$ y convertimos a US$; (2) opciones y warrants por método del tesoro a C$1,89, con las opciones separadas por tramo (ejercitables a C$0,49; el resto a ~C$2,87, fuera del dinero); (3) quema del 3T26 estimada al ritmo del semestre; (4) la deuda contingente de SKV (C$9,0 M en balance, hasta C$20,5 M nominales) no se suma al EV: es el coste de unas ventas que ya modelamos; (5) Plurilock se valora por lo pagado en bear/base/bull, sin sinergias; (6) la deuda neta de Plurilock no se incluye en el EV combinado porque su detalle es SIN VERIFICAR; (7) no usamos consenso: no hay cobertura citada.

Corrección del 23 de octubre de 2026. Los tres escenarios descuentan ahora con el mismo tipo, el 20 % del caso base; antes el bear usaba el 25 % y el bull el 18 %. El valor por acción del bear pasa de C$0,03 a C$0,04 y el del bull, de C$1,43 a C$1,31 (de US$1,01 a US$0,92). El caso base no cambia.

LIMITACIÓN: la valoración depende de los ingresos de 2031 y del múltiplo de salida. Todas las cifras de mercado son de terceros y se contradicen; el valor de Plurilock es el precio pagado, no una tasación. Hay una diferencia en los filings: el MD&A del 2T26 da una caja operativa de −C$4,38 M y el estado de flujos de −C$3,95 M; usamos el estado de flujos, que cuadra con la variación de caja. El MD&A anual muestra activos totales de C$42,24 M frente a C$42,89 M en el balance del 2T26; usamos el balance. SIN VERIFICAR **y fuera de la valoración:** pilotos bancarios, importes de CSR5, Exascale, Energy Plug y Aegis, deuda de Plurilock, precio final de ID Quantique, ingresos de Quantinuum y Quside, la cifra de IQT de 14.000 M, el estado del certificado en el NIST (CMVP) y el laboratorio que ejecuta el FIPS (el AIF cita a Lightship; el MD&A, a Intertek). El ticker QNCCF (OTC) ya no es la cotización principal: no lo usamos.

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 corte de los datos y pueden cambiar sin previo aviso. Rendimientos pasados no garantizan rendimientos futuros. Invertir en acciones de microcapitalización y en tecnologías no probadas comporta un riesgo elevado de pérdida total del capital.