

## Inversión en crecimiento x beneficios a corto plazo

Analista: Guillermo Serrano - [gfs@checkpointp.com](mailto:gfs@checkpointp.com)

7am, 11 agosto 2022

Los resultados del 2T22 de lleida.net muestran un fuerte aumento del 23% en la facturación, hasta los €5,3 millones, si bien con una pequeña pérdida antes de impuestos de €6 mil (frente a +€268 mil en 2T21).

Un aumento de costes (por contrataciones de personal) en 2021 y una adquisición (InDenova), son el resultado una mayor confianza de sus gestores en el mercado SaaS.

Como resultado, y a pesar del aumento del 21% en el margen bruto hasta los €2,7 millones en el 2T22, los costes (caja) han crecido un 34% hasta los €2,5 millones (y, si incluimos la depreciación, un 41%).

Concretamente, la caída en el beneficio es por InDenova que generó sólo €479 mil en ventas en el 2T22 (€461 mil en 1T22) dado que la mayor parte de su facturación se produce en el 4T. Esperamos un mejor 2º semestre, pero este 1er semestre está aportando más costes que ingresos.

Nuestras expectativas, como resultado de la inversión en costes en 2021 y 2022, son de cifras de beneficios sustancialmente mejores en 2023. No obstante, hemos reducido las estimaciones de Ebitda para 2022 de €3,3 millones a €2,3 millones.

El precio de la acción se ha visto afectado por el aumento de la prima de riesgo en los valores tecnológicos y el sesgo tradicional del mercado hacia los beneficios a corto plazo.

Hemos reducido nuestro precio objetivo a €7,50 por acción debido al aumento de las primas de riesgo, pero mantenemos nuestras previsiones para 2023.

Mantenemos la recomendación de **COMPRAR**.

### Renta Variable

### BME Growth Tecnología

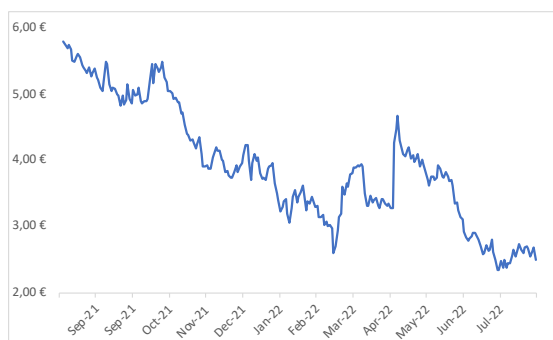
Precio (4pm 10/8/22): €2,50

RIC: LLN

**Precio Objetivo (12-18 m): €7,50**

Rango 52 semanas (€):	5,80-2,35
Cap. Bur. (€ millones):	40,1
No. Acciones (millones):	16,05
Vol medio diario (€, 12m):	179 mil
Volatilidad media diaria:	3,9%

Gráfico de precios (12 meses)



(€ millones)	2020	2021	2022e	2023e
Ventas	16,6	18,1	24,5	29,1
<b>Ebitda</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>4,3</b>
B. Neto	1,1	1,0	1,3	2,9
<b>BPA</b>	<b>0,07</b>	<b>0,06</b>	<b>0,08</b>	<b>0,18</b>
<b>Deuda neta</b>	<b>-2,3</b>	<b>4,2</b>	<b>3,2</b>	<b>0,6</b>
<b>VE/Ebitda</b>	<b>21,8</b>	<b>27,2</b>	<b>19,0</b>	<b>10,5</b>
P/B	35,9	41,2	31,3	13,7
RFC	4%	4%	5%	9%

## La inversión viene dada por la confianza, los beneficios llegan después.

El comienzo del 2022 ha estado marcado por las turbulencias en la economía mundial y lleida.net no ha sido ajena a ello.

Hasta hace poco se ha venido beneficiando del mercado que generó la pandemia del Covid-19. Las empresas tuvieron que digitalizar sus contrataciones y notificaciones en un tiempo récord, lo que provocó una aceleración de la facturación y los beneficios de la empresa durante el 2020 y 2021.

Por todo ello, la empresa amplió entonces su base de clientes (5 años de trabajo comprimidos en 1 año) tanto en España como en el extranjero, una vez que sus servicios (antes considerados productos interesantes pero no esenciales) se convirtieron en una necesidad. A medida que la oportunidad de mercado aumentaba, también lo hacía el compromiso de lleida.net de dar servicio a esta oportunidad de mercado.

Además de seguir desarrollando los productos tradicionales de contratación y notificación, la adquisición de InDenova fue un paso estratégico hacia la creación de soluciones integradas verticalmente para su base de clientes mediante la adquisición de experiencia en el espacio de la automatización de procesos digitales. Ambos esfuerzos han supuesto un aumento de los costes en un momento en que el mercado ha estado bajo la presión de la economía y la competencia en el mercado de los SMS (especialmente en 2021).

Si excluyéramos InDenova de los resultados del 2T22, la facturación habría crecido un 12% (esta vez el SMS crece con fuerza y el SaaS se queda atrás) pero el Ebitda (sin activaciones) habría sido mayor que hace un año (no se ha revelado, pero estimamos un incremento de entre el 50% y el 80%).

InDenova es la principal razón de la erosión de márgenes observada durante el primer semestre, pero esta adquisición representa una necesidad estratégica que esperamos de resultados en el segundo semestre de 2022 y en el 2023. No es que InDenova haya salido mal, es que InDenova tiene una cuenta de resultados que genera beneficios sólo en el 4T (por el ciclo de contratación y facturación pública, de donde deriva su base de clientes actual).

Nuestras expectativas anteriores eran ligeramente más optimistas, principalmente por lo que respecta a los productos SaaS tradicionales (la contratación y las

notificaciones han aumentado un 6% en el 2T22, de nuevo un reflejo de una economía más débil, principalmente en España).

Sin embargo, mantenemos nuestras expectativas en el SMS donde las ventas en el 2T22 han sido muy positivas, con un aumento del +34% en la división de Soluciones SMS (clientes corporativos españoles principalmente) y el crecimiento del +14% en la división de SMS ICX (operadores y agregadores internacionales). Se trata de una división muy complementaria de lleida.net y tiende a ser un factor de estabilización en la tendencia de resultados de la compañía.

Como resultado de las tendencias observadas hasta ahora durante el primer semestre de 2022, hemos reducido nuestras estimaciones de Ebitda (sin activaciones) y de Beneficio Neto para 2022 (las expectativas de facturación no se han visto afectadas). Por ello, hemos reducido nuestras previsiones de Ebitda (sin activaciones) en 2022 de €3,3 millones a €2,3 millones.

Mantenemos sin cambios nuestros estimados para 2023, así como nuestras previsiones a largo plazo, lo que significa que nuestra reducción del Precio Objetivo de €9,00 a €7,50 euros se debe únicamente al aumento de la prima de riesgo asociado a la subida de los tipos de interés y a la actual incertidumbre en las perspectivas económicas.

Desde el punto de vista de la valoración, lleida.net cotiza aproximadamente en el mismo rango de múltiplos que antes de la pandemia del Covid-19, cuando era un valor relativamente desconocido e infravalorado (las acciones cotizaban entre €0,50 y €1,00). A corto plazo, la acción se ha visto castigada por la erosión de los márgenes y la ralentización de las ventas en SaaS (ex-InDenova), pero esperamos que la tendencia se invierta en 2023.

Sobre la base de nuestras nuevas estimaciones para 2022 y manteniendo sin cambios nuestras estimaciones para 2023, lleida.net cotiza con un múltiplo VE/Ebitda de 19x y 10x respectivamente. En comparación, el sector de software en crecimiento de BME cotiza a un múltiplo EV/Ebitda estimado para 2022 y 2023 de 18x y 16x respectivamente.

Fundamentalmente, lleida.net sigue siendo un valor de crecimiento, como demuestra la evolución de las ventas en el 2T22 (y en los trimestres anteriores), a pesar del debilitamiento de la economía. Seguimos confiando en sus resultados futuros y, por tanto, mantenemos la recomendación de COMPRAR.

## Cuenta de Resultados por trimestre: 2021 y 2022

(€ 000')	1T21	2T21	3T21	4T21	1T22	2T22	%	
<i>Contratación</i>	638	853	-	-	762	842	19	-1
<i>Notificación</i>	613	404	-	-	627	498	2	23
<i>Otro SaaS</i>	329	290	-	-	754	696	129	140
SaaS	1.580	1.547	1.577	2.741	2.143	2.036	36	32
Soluciones SMS	688	665	671	685	1.061	902	54	36
ICX	1.719	2.096	2.046	1.958	2.013	2.381	17	14
<b>Ventas</b>	<b>3.987</b>	<b>4.308</b>	<b>4.294</b>	<b>5.384</b>	<b>5.217</b>	<b>5.319</b>	<b>31</b>	<b>23</b>
Coste de ventas	-1.984	-2.094	-2.231	-2.288	-2.602	-2.629	31	26
<b>Beneficio bruto</b>	<b>2.003</b>	<b>2.214</b>	<b>2.063</b>	<b>3.096</b>	<b>2.615</b>	<b>2.690</b>	<b>31</b>	<b>21</b>
<i>Margen bruto</i>	50%	51%	48%	58%	50%	51%		
Activación por I+D	193	207	166	210	269	336	39	62
Gastos de personal	-1.013	-909	-1.133	-1.455	-1.533	-1.643	51	81
Servicios Exteriores	-566	-966	-684	-1.125	-975	-868	72	-10
Amortización	-265	-271	-277	-476	-518	-508	95	87
Otros	3	28	27	61	8	11	167	-61
<b>Costes de explotación</b>	<b>-1.841</b>	<b>-2.118</b>	<b>-2.067</b>	<b>-2.995</b>	<b>-3.018</b>	<b>-3.008</b>	<b>64</b>	<b>42</b>
<b>Ingresos de explotación</b>	<b>355</b>	<b>294</b>	<b>162</b>	<b>311</b>	<b>-134</b>	<b>18</b>	<b>-138</b>	<b>-94</b>
Margen de explotación	9%	7%	4%	6%	-3%	0%		
<b>Ebitda</b>	<b>620</b>	<b>574</b>	<b>439</b>	<b>787</b>	<b>384</b>	<b>526</b>	<b>-38</b>	<b>-8</b>
Margen Ebitda	16%	13%	10%	15%	7%	10%		
<b>Ebitda (sin activ.)</b>	<b>427</b>	<b>367</b>	<b>273</b>	<b>577</b>	<b>115</b>	<b>190</b>	<b>-73</b>	<b>-48</b>
Margen Ebitda	11%	9%	6%	11%	2%	4%		
Extraordinarios	0	-1	0	0	0	13	-	-
Costes financieros netos	36	-25	-32	-40	-46	-37	-228	48
<b>Resultado a/ impuestos</b>	<b>391</b>	<b>268</b>	<b>129</b>	<b>271</b>	<b>-115</b>	<b>-6</b>	<b>-129</b>	<b>-102</b>
<b>Flujo de caja</b>	<b>411</b>	<b>313</b>	<b>236</b>	<b>475</b>	<b>61</b>	<b>155</b>	<b>-85</b>	<b>-50</b>

Fuente: [lleida.net](http://lleida.net) y Checkpoint Partners

## Cuenta de Resultados 2019-2023e

(€ millones)	2020	2021	2022e	2023e
<b>Ventas por división</b>				
Servicios de software	5,7	7,4	11,1	14,1
Soluciones SMS	2,6	2,7	4,1	4,2
ICX	8,1	7,8	9,3	10,7
<b>Ventas y otros ingresos</b>	<b>16,6</b>	<b>18,1</b>	<b>24,5</b>	<b>29,1</b>
Coste de ventas	-8,4	-8,6	-11,8	-13,3
<b>Beneficio Bruto</b>	<b>8,2</b>	<b>9,5</b>	<b>12,7</b>	<b>15,7</b>
<i>% de crecimiento interanual</i>	15%	16%	34%	24%
<i>Margen bruto</i>	49%	52%	52%	54%
Activaciones (I+D)	0,7	0,8	1,2	1,2
Gastos de personal	-3,6	-4,6	-6,8	-7,2
Servicios Exteriores	-2,5	-3,2	-3,5	-4,2
Amortización	-1,2	-1,3	-2,0	-2,0
<b>Costes de explotación totales</b>	<b>-7,3</b>	<b>-9,1</b>	<b>-12,3</b>	<b>-13,5</b>
<i>% de crecimiento interanual</i>	5	25	35	10
<b>Ingresos de explotación</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>3,5</b>
<i>Margen de explotación</i>	9%	6%	6%	12%
<b>Ebitda</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	<b>3,5</b>	<b>5,5</b>
<i>Margen Ebitda</i>	16%	13%	14%	19%
<b>Ebitda (sin activaciones)</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>4,3</b>
<i>Margen Ebitda</i>	12%	9%	10%	15%
Ingresos financieros	0,0	0,0	0,0	0,0
Costes financieros	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Divisas y otros	-0,3	0,0	0,1	0,0
<b>Resultados financieros</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>3,3</b>
Impuesto	0,0	-0,1	-0,1	-0,3
<b>Resultado Neto</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>2,9</b>
<b>Flujo de caja</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>2,1</b>	<b>3,7</b>

Fuente: LLN, Checkpoint partners

## Balance de Situación 2019-2023e

(millones de euros)	2020	2021	2022e	2023e
<b>Activos fijos</b>	<b>4,1</b>	<b>11,5</b>	<b>11,2</b>	<b>11,0</b>
Activos intangibles	3,6	10,2	9,9	9,6
Activos materiales	0,3	0,5	0,5	0,6
Inversiones en empresas del grupo	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras inversiones	0,0	0,6	0,6	0,6
Activos diferidos	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Activos corrientes</b>	<b>9,1</b>	<b>11,2</b>	<b>9,0</b>	<b>10,6</b>
Deudores	3,5	5,0	5,5	5,7
Inversiones a corto plazo	1,3	1,3	1,4	1,4
Devengos a corto plazo	0,3	0,3	0,3	0,3
Efectivo	4,1	4,5	1,8	3,2
<b>Activos</b>	<b>13,3</b>	<b>22,7</b>	<b>20,3</b>	<b>21,5</b>
<b>Fondos de los accionistas</b>	<b>7,3</b>	<b>7,9</b>	<b>8,7</b>	<b>11,0</b>
<i>Capital</i>	0,3	0,3	0,3	0,3
<i>Prima de emisión</i>	5,2	5,2	5,2	5,2
<i>Reservas</i>	1,3	2,4	3,0	3,8
<i>Recompra de capital social</i>	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
<i>Cuenta de pérdidas y ganancias</i>	1,0	1,0	1,3	2,9
<b>Deuda a largo plazo</b>	<b>2,1</b>	<b>7,1</b>	<b>6,4</b>	<b>5,1</b>
<b>Pasivo corriente</b>	<b>3,9</b>	<b>7,7</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>
Deuda a corto plazo	0,9	3,0	0,0	0,0
Provisiones	0,0	0,0	0,0	0,0
Acreedores	3,0	4,7	5,1	5,4
<b>Pasivo</b>	<b>13,3</b>	<b>22,7</b>	<b>20,3</b>	<b>21,5</b>
Dividendos	0,3	0,5	0,6	0,8
Capital circulante	0,5	0,4	0,4	0,3
Rotación deudores (días)	78	87	79	70
Rotación de acreedores (días)	70	85	81	77
Deuda financiera	3,0	10,1	6,4	5,1
Efectivo	5,3	5,8	3,2	4,6
<b>Deuda neta</b>	<b>-2,3</b>	<b>4,2</b>	<b>3,2</b>	<b>0,6</b>

Fuente: LLN, Checkpoint partners

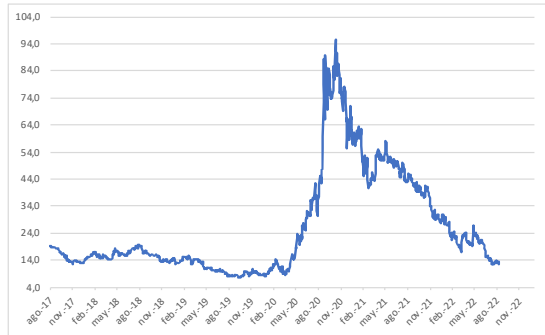
## Valoración por suma de las partes

Sector	División	Actual	Proyectado	Year	Actual		Proyectado	
		VE (€)	DFC (€)		VE/Ventas	EV/Ebitda	VE/Ventas	EV/Ebitda
Software	Saas	31,9	84,7	2022e	2,9	87,0	7,7	230,7
				2023e	2,3	18,0	6,0	47,7
	inDenova	5,8	15,3	2022e	2,0	11,3	5,3	30,1
				2023e	1,8	9,0	4,8	24,0
Telecom	SMS	1,6	4,4	2022e	0,4	3,1	1,1	8,3
				2023e	0,4	3,4	1,0	9,0
	ICX	7,6	20,1	2022e	0,8	8,0	2,2	21,3
				2023e	0,7	5,6	1,9	14,9
Sum of Parts		46,9	124,4	2022e	1,9	20,0	5,1	53,1
				2023e	1,6	11,0	4,3	29,3
Deuda Neta		6,8	4,6					
Valor de las acciones		40,1	119,8					
Por acción		2,50	7,50					
Potencial			200%					

Fuente: Checkpoint Partners

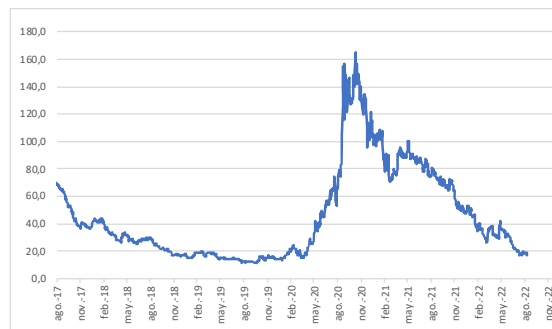
## Gráficas de valoración

### VE/Ebitda (s/ activaciones) (a 12 meses)



Fuente: Checkpoint Partners

### Precio/Beneficios (a 12 meses)



Fuente: Checkpoint Partners

### Rentabilidad x Flujo de Caja (a 12 meses)



Fuente: Checkpoint Partners



### **Criterios de la recomendación**

El sistema de recomendaciones está basado en rendimientos absolutos, medidos por el potencial alcista (incluidos los dividendos y el reembolso de capital) en un horizonte temporal de 12 a 18 meses. Las recomendaciones (o calificaciones) para cada acción están divididas en 3 categorías: Comprar (C), Mantener (M) y Vender (V). **Comprar:** se espera que la acción genere un rendimiento total superior al 15% durante los próximos 12 meses. **Mantener:** se espera que la acción genere un rendimiento total de entre -15% a + 15% durante los próximos 12 meses. **Vender:** se espera que la acción genere un rendimiento total inferior a -15% durante el horizonte temporal de los próximos 12 meses. Este criterio de recomendaciones se aplica principalmente a empresas con capitalizaciones de mercado de entre €50 y €500 millones, que se refieren a acciones que a menudo son menos líquidas y más volátiles que otras empresas del Mercado Continuo.

### **Historial de recomendaciones**

<b>Fecha</b>	<b>Recomen.</b>	<b>Precio (€)</b>	<b>P. Objetivo (€)</b>	<b>Validez</b>	<b>Analista</b>
27.10.2016	C	0,71	0,95	12 meses	Guillermo Serrano
16.01.2017	C	0,62	1,05	12 meses	Guillermo Serrano
28.04.2017	C	0,66	1,25	12 meses	Guillermo Serrano
20.07.2017	C	0,75	1,25	12 meses	Guillermo Serrano
26.10.2017	C	0,52	1,13	12 meses	Guillermo Serrano
31.01.2018	C	0,80	1,13	12 meses	Guillermo Serrano
16.03.2018	C	0,84	1,13	12 meses	Guillermo Serrano
17.03.2018	C	1.11	1.53	12 meses	Guillermo Serrano
17.07.2018	C	1.15	1.53	12 meses	Guillermo Serrano
17.10.2018	C	1.03	1.53	12 meses	Guillermo Serrano
24.01.2019	C	1.06	1.53	12 meses	Guillermo Serrano
24.04.2019	C	0.92	1.40	12 meses	Guillermo Serrano
23.07.2019	C	0.87	1.40	12 meses	Guillermo Serrano
21.10.2019	C	1.01	1.60	12 meses	Guillermo Serrano
21.01.2020	C	1.35	1.80	12 meses	Guillermo Serrano
21.04.2020	C	1.75	3.00	12 meses	Guillermo Serrano
21.07.2020	C	4,34	6.00	12 meses	Guillermo Serrano
26.10.2020	C	8,90	12.00	12 meses	Guillermo Serrano
26.01.2021	C	6.00	11.35	12 meses	Guillermo Serrano
20.04.2021	C	6.28	11.15	12 meses	Guillermo Serrano
22.07.2021	C	5.59	11.15	12 meses	Guillermo Serrano
22.07.2021	C	4,38	9.00	12 meses	Guillermo Serrano
11.11.2021	C	4.38	9.00	12 meses	Guillermo Serrano
22.02.2022	C	3.24	9.00	12 meses	Guillermo Serrano

Checkpoint suele ser contratada por las compañías (o por terceros) que aparecen en sus informes de análisis. Como resultado, los inversores o potenciales inversores deberían tener en cuenta esta relación con la compañía analizada y que esto pudiera afectar la objetividad del informe. Por lo tanto, damos a entender que se debería considerar este informe como un solo factor de referencia para tomar una decisión de inversión.

**Frecuencia de los informes:** trimestral

**Horizonte de inversión:** Nuestros informes se centran principalmente en pequeñas capitalizaciones y acciones relativamente ilíquidas donde deberían aplicarse los criterios de inversión de capital de riesgo estándar. Se debe realizar una inversión en acciones de capitalización bursátil por debajo de los €500 millones s en un horizonte temporal superior a dos años, a fin de aprovechar todo el potencial de la oportunidad de inversión.

Descargo de responsabilidad:

Checkpoint Partners (España) SLU [Checkpoint] es una empresa de asesoramiento financiero principalmente especializado en el sector tecnológico. Se puede obtener más información en nuestro sitio web [www.checkpointtp.com](http://www.checkpointtp.com) o escribiéndonos a [gfs@checkpointtp.com](mailto:gfs@checkpointtp.com)

Se ha tratado de comprobar en la medida de lo posible toda la información de terceros, con la pericia y corrección profesional de Checkpoint, sin embargo no ha sido verificada de forma independiente por lo que Checkpoint no ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, sobre la precisión, fiabilidad, puntualidad o integridad de la información.

Además, este informe se ha redactado de conformidad con el Reglamento Delegado (UE) 2016/958 de la Comisión, de 9 de marzo de 2016, que completa el Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación para la presentación objetiva de recomendaciones de inversión u otra información que recomiende o sugiera una estrategia de inversión y para la divulgación de intereses particulares o indicaciones de conflictos de interés.

Checkpoint no mantiene conflictos de interés en relación a la redacción de este informe de análisis según los términos previstos en el artículo 6.1 del reglamento, dado que Checkpoint no posee una posición larga o corta neta que sobrepase el umbral del 0,5 % del capital social total emitido por el emisor mencionado en este informe y la persona que elabora el informe no es un creador de mercado o un proveedor de liquidez de los instrumentos financieros del emisor, no ha sido gestor principal o adjunto durante los doce meses anteriores a cualquier oferta de instrumentos financieros del emisor, no es parte en un acuerdo con el emisor relativo a la prestación de servicios de empresas de inversión establecidos en las secciones A y B del anexo I de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.

Checkpoint está remunerado por la redacción de este informe por la empresa que está siendo analizada y puede estar, o tratando de estar, contratado por las compañía descrita en este informe para otro tipo de servicios financieros. El inversor debe tener en consideración este hecho y asumir que Checkpoint pudiera llegar a tener un conflicto de interés que pudiera afectar su objetividad. Por ello, este informe debe considerarse sólo como un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

Checkpoint no proporciona asesoramiento en asuntos legales y fiscales. Esto debe ser referido a los profesionales apropiados. El rendimiento pasado no es una garantía para futuros rendimientos. Las inversiones denominadas en moneda extranjera están sujetas a fluctuaciones en los tipos de cambio que podrían tener un efecto en la rentabilidad del inversor. Los precios de las inversiones pueden fluctuar y, por lo tanto, pudiera ocurrir que no recupere parte o el todo de su inversión original. Ni este informe ni ninguno de los documentos o la información que acompañara pueden ser reproducidos en su totalidad o en parte, ni podrán ser utilizados para cualquier fin distinto de aquel para el que se han presentado, sin el consentimiento previo por escrito de Checkpoint.

# CHECKPOINT