

Lleida.net

Comprar

Viento en contra en el 4T, esperamos que Indenova rebote en 2023

Analista: Guillermo Serrano - gfs@checkpointp.com

7am, 9 marzo 2023*

Lleida.net ha anunciado unos resultados antes de impuestos negativos en el 4T22 de €300 mil comparado con +€245 mil en el 4T21.

El 4T suele ser estacionalmente fuerte (durante el periodo 2016-2021 las ventas del 4T fueron de media un 20% mayores que la media de los 3 primeros Ts) y no lo ha sido esta vez (la única excepción fue en 2018 cuando disminuyeron un 3% respecto a la media de los 3 primeros Ts).

Las ventas del 4T22 fueron de €5,0 millones (-8%), los beneficios brutos de €2,9 millones (-5%) y el Ebitda de €432 mil (-38%). Los mayores gastos por amortizaciones y las pérdidas por tipo de cambio llevaron el trimestre a pérdidas.

Los 3 principales culpables: el descenso de los ingresos por Contrataciones e ICX debido a la disminución de la actividad de clientes, la devaluación del peso colombiano e Indenova.

Para 2023, esperamos un repunte de Indenova (esperábamos que el 4T22 fuera el inicio del repunte, pero aún no se ha producido). Lleida.net ha invertido para adaptar Indenova a su modelo de negocio a costa de menores ingresos durante 2022.

Una mejor Indenova junto a un buen rendimiento en Latinoamérica levantaría el Ebitda (caja) a repuntar hasta los €2,4 millones en 2023 (frente a nuestra previsión anterior de €3,0 millones).

Hemos revisado a la baja nuestro precio objetivo hasta los €5,00 por acción para reflejar las nuevas previsiones de ventas y beneficios para 2023 (presentando por primera vez las previsiones para 2024). Mantenemos nuestra recomendación de **COMPRAR**.

Renta Variable

BME Growth Tecnología

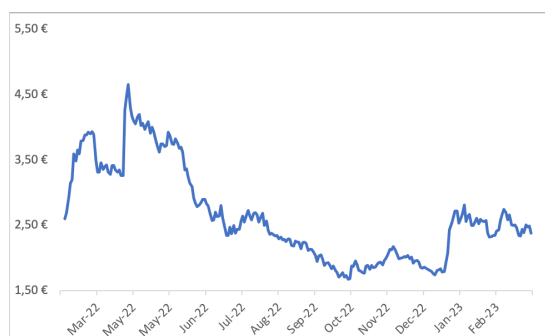
Precio (4pm 8/3/23): €2,27

RIC: LLN

Precio Objetivo (12-18 m): €5,00

Rango 52 semanas (€):	4,67-1,68
Cap. Bur. (€ millones):	36,4
No. Acciones (millones):	16,05
Vol medio diario (€,12m):	140 mil
Volatilidad media diaria:	4,1%

Gráfico de precios (12 meses)



(€ millones)	2021	2022e	2023e	2024e
Ventas	18,0	20,7	23,0	25,7
Ebitda	1,6	0,8	2,4	3,0
B. Neto	0,9	-0,3	1,1	1,5
BPA	0,05	-0,02	0,07	0,09
Deuda neta	7,3	8,6	7,1	6,2
VE/Ebitda	27,8	54,7	18,3	14,9
P/B	41,6	-116,0	33,2	23,9
RFC	4%	2%	6%	7%

El 4T22 se vio afectado por múltiples factores, pero las perspectivas siguen siendo positivas

Nuestra visión de lleida.net se divide a partes iguales entre lo que ocurre en Indenova y lo que está impulsando el resto de las áreas de negocio:

Indenova:

Estimamos que Indenova ha costado al Ebitda 2022 de Lleida.net alrededor del millón de euros. Esta disminución estimada se produce casi exclusivamente por la caída en los ingresos en relación con el proforma de 2021, ya que la base de costes operativos quedó prácticamente intacta en 2022 (si bien, se han llevado a cabo algunas reestructuraciones para racionalizar algunas de sus áreas),

Lleida.net consideró necesario fusionar el modelo de negocio de Indenova al modelo SaaS de "pago por uso" de lleida.net. Hubo que implementar cambios y no todos los clientes de Indenova quisieron adaptarse a corto plazo, lo que provocó un descenso significativo en la actividad.

Para 2023 y años posteriores, ya se observa una integración entre las soluciones y capacidades de automatización de software de Indenova con el software de contratación y notificación de Lleida.net en su oferta comercial. Para nuestras previsiones de Ebitda, esperamos que el millón de euros que "desapareció" en 2022 reaparezca en 2023 y proporcione una plataforma más sólida para el crecimiento a medio y largo plazo de la compañía.

Todas las demás áreas:

El área de Contratación SaaS (€611 mil en 4T22) ha registrado ya 3 trimestres consecutivos de caídas (-1%, -4% y -33%), lo que es un signo claro de que las entidades financieras no están promocionando las tarjetas de crédito con tanta agresividad como antes (el negocio de contratación está muy expuesto a este segmento). Por ellos, hemos incorporado una visión más conservadora en nuestras previsiones.

La parte de Notificación SaaS terminó el año con un descenso del 15% (hasta los €701 mil), pero logró un aumento del 5% para el conjunto de 2022. Aunque hemos reducido algo nuestras expectativas, seguimos viendo la Notificación SaaS como un área de crecimiento futuro.

En "Otros SaaS" Lleida net recoge los ingresos de SaaS no relacionados con la Certificación y Notificación junto con los de Indenova. Las cifras comparativas con 2021 están distorsionadas por la entrada de Indenova en las cuentas de Lleida.net en noviembre de

2021, por lo que las comparaciones carecen de relevancia. En general, esperamos que esta división sea una locomotora de crecimiento y beneficios en 2023.

En el cuarto trimestre, el negocio de Soluciones SMS (negocio corporativo nacional), de mayor margen, creció un 22% (y un 34% para el conjunto de 2022), lo que demostró la fortalezas de Lleida.net a pesar de la competencia de otros operadores. Seguimos siendo positivos para 2023, si bien es verdad que el negocio de SMS tiende a ser más impredecible porque depende de tendencias globales en un sector relativamente opaco.

En el área de ICX, un negocio mayoritariamente internacional, se sigue en continua evolución con operadores que entran y salen del negocio constantemente. Lleida.net se mantiene luchando por su cuota de mercado con una base de costes baja y eficiente. A pesar de un final de año flojo (-12%), los resultados del conjunto del ejercicio han sido más que aceptables, con un aumento de los ingresos del 8%. Esperamos que SMS ICX crezca también en 2023.

En resumen, percibimos 2022 como el año en el que gran parte de la atención y la energía del equipo directivo se centraron en la integración de Indenova, lo que probablemente afectó a otras áreas del negocio. Además, influencias externas como la depreciación del peso colombiano y las presiones inflacionarias en la economía en general hicieron el año un poco más difícil para el desempeño operativo.

Para 2023, vemos a un equipo directivo más centrado la mejorar productividad del equipo humano de LLeida.net combinado con un estricto control de gastos (no se prevén nuevas contrataciones en el 1S23 y una tendencia a cortar en otros gastos generales no esenciales). Este esfuerzo de austeridad queda reflejado también en nuestras previsiones para el 2023.

Los riesgos residen principalmente en la economía española, que se está ralentizando en consonancia con el resto de Europa, envuelta en una incertidumbre sobre los tipos de interés, como se desprende de las recientes cifras de inflación.

Desde el punto de vista de la valoración, ninguno de los múltiplos actuales es exigente en relación con sus medias históricas. El grueso de los descensos del precio de la acción ya se observó en 2022, lo que allana el camino para una recuperación del valor una que se empiecen a ver los resultados que esperamos para el año que viene.

Cuenta de Resultados por trimestre: 2021 y 2022

(€ 000')	1T21	2T21	3T21	4T21	1T22	2T22	3T22	4T22	%			
<i>Contratación</i>	638	853	813	915	762	842	784	611	19	-1	-4	-33
<i>Notificación</i>	613	404	518	824	627	498	642	701	2	23	24	-15
<i>Otro SaaS</i>	329	290	246	1004	754	696	576	1089	129	140	134	8
SaaS	1.580	1.547	1.577	2.743	2.143	2.036	2.002	2.401	36	32	27	-12
Soluciones SMS	688	665	672	685	1.061	902	834	838	54	36	24	22
ICX	1.719	2.096	2.046	1.958	2.013	2.381	2.341	1.721	17	14	14	-12
Ventas	3.987	4.308	4.294	5.386	5.217	5.319	5.178	4.960	31	23	21	-8
Coste de ventas	-1.984	-2.094	-2.231	-2.307	-2.602	-2.629	-2.632	-2.031	31	26	18	-12
Beneficio bruto	2.003	2.214	2.063	3.079	2.615	2.690	2.546	2.929	31	21	23	-5
<i>Margen bruto</i>	<i>50%</i>	<i>51%</i>	<i>48%</i>	<i>57%</i>	<i>50%</i>	<i>51%</i>	<i>49%</i>	<i>59%</i>				
Activación por I+D	193	207	166	210	269	336	292	259	39	62	76	23
Gastos de personal	-1.013	-909	-1.133	-1.216	-1.533	-1.643	-1.564	-1.612	51	81	38	33
Servicios Exteriores	-566	-966	-684	-1.371	-975	-868	-682	-1.144	72	-10	0	-17
Amortización	-265	-271	-277	-444	-518	-508	-516	-531	95	87	86	20
Otros	3	28	27	57	8	11	16	26	167	-61	-41	-54
Costes de explotación	-1.841	-2.118	-2.067	-2.974	-3.018	-3.008	-2.746	-3.261	64	42	33	10
Ingresos de explotación	355	294	162	315	-134	18	92	-73	-138	-94	-43	-123
Margen de explotación	9%	7%	4%	6%	-3%	0%	2%	-1%				
Ebitda*	617	546	412	759	376	515	592	432	-39	-6	44	-43
Margen Ebitda	15%	13%	10%	13%	7%	10%	11%	9%				
Ebitda (sin activ.)*	424	339	246	492	107	179	300	173	-75	-47	22	-65
Margen Ebitda	11%	8%	6%	9%	2%	3%	6%	3%				
Extraordinarios	0	-1	0	0	0	13	0	0				
Costes financieros netos	36	-26	-32	-70	19	-24	17	-227				
Resultado a/ impuestos	391	268	129	245	-115	-6	109	-300				
Flujo de caja	411	313	236	456	61	155	241	144	-85	-50	2	-68

Fuente: lleida.net y Checkpoint Partners

Cuenta de Resultados 2021-2024e

(€ millones)	2021	2022e	2023e	2024e
Ventas por división				
Servicios de software	7,4	8,6	10,1	11,8
Soluciones SMS	2,7	3,6	3,8	3,9
ICX	7,8	8,5	9,1	10,0
Ventas y otros ingresos	18,0	20,7	23,0	25,7
Coste de ventas	-8,6	-9,9	-10,3	-11,6
Beneficio Bruto	9,4	10,8	12,7	14,1
<i>% de crecimiento interanual</i>	15%	15%	17%	11%
<i>Margen bruto</i>	52%	52%	55%	55%
Activaciones (I+D)	0,8	1,2	1,2	1,2
Gastos de personal	-4,4	-6,3	-6,6	-7,1
Servicios Exteriores	-3,4	-3,7	-3,7	-4,0
Amortización	-1,3	-2,1	-2,1	-2,1
Costes de explotación totales	-9,1	-12,1	-12,4	-13,3
<i>% de crecimiento interanual</i>	22	34	2	7
Ingresos de explotación	1,1	-0,1	1,5	2,1
<i>Margen de explotación</i>	6%	0%	7%	8%
Ebitda	2,4	2,0	3,6	4,2
<i>Margen Ebitda</i>	13%	10%	16%	16%
Ebitda (sin activaciones)	1,6	0,8	2,4	3,0
<i>Margen Ebitda</i>	9%	4%	11%	12%
Ingresos financieros	0,0	0,0	0,0	0,0
Costes financieros	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2
Divisas y otros	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultados financieros	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2
Resultado antes de impuestos	1,0	-0,3	1,2	1,9
Impuesto	-0,2	0,0	-0,1	-0,4
Resultado Neto	0,9	-0,3	1,1	1,5
Flujo de caja	1,4	0,6	2,0	2,5

Fuente: LLN, Checkpoint partners

Balance de Situación 2021-2024e

(millones de euros)	2021	2022e	2023e	2024e
Activos fijos	12,0	11,7	11,2	11,5
Activos intangibles	11,0	10,7	10,2	10,5
Activos materiales	0,6	0,6	0,7	0,7
Inversiones en empresas del grupo	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras inversiones	0,1	0,1	0,1	0,1
Activos diferidos	0,3	0,3	0,3	0,3
Activos corrientes	11,5	9,0	10,1	10,7
Deudores	5,2	6,1	6,5	6,9
Inversiones a corto plazo	0,8	0,8	0,9	0,9
Devengos a corto plazo	0,4	0,4	0,4	0,4
Efectivo	5,1	1,6	2,3	2,5
Activos	23,5	20,7	21,3	22,2
Patrimonio Neto	6,7	5,9	7,0	8,6
<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>	1,9	2,8	2,1	3,1
<i>Recompra de capital social</i>	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7
<i>Cuenta de pérdidas y ganancias</i>	0,9	-0,3	1,1	1,5
Deuda a largo plazo	8,6	7,9	7,1	6,4
Pasivo corriente	8,1	6,8	7,1	7,2
Deuda a corto plazo	4,6	3,2	3,2	3,2
Provisiones	0,0	0,0	0,0	0,0
Acreedores	3,5	3,6	3,9	4,0
Pasivo	23,5	20,7	21,3	22,2
Dividendos	0,5	0,0	0,0	0,0
Capital circulante	1,7	2,5	2,6	2,8
Rotación deudores (días)	88	99	100	95
Rotación de acreedores (días)	72	65	66	64
Deuda financiera	13,2	11,1	10,3	9,6
Efectivo	5,9	2,5	3,2	3,4
Deuda neta	7,3	8,6	7,1	6,2

Fuente: LLN, Checkpoint partners

Valoración por suma de las partes

División	Proyectado		Year	Actual		Proyectado	
	VE (€)	DFC (€)		VE/Ventas	EV/Ebitda	VE/Ventas	EV/Ebitda
Saas	27,1	52,5	2023e	3,8	237,7	7,4	460,0
			2024e	3,2	40,2	6,1	77,8
inDenova	7,3	14,2	2023e	2,4	11,4	4,7	22,1
			2024e	2,3	10,6	4,4	20,6
SMS	1,9	3,7	2023e	0,5	6,8	1,0	13,2
			2024e	0,5	5,5	1,0	10,6
ICX	8,7	16,8	2023e	1,0	9,5	2,0	18,4
			2024e	1,0	6,8	1,8	13,2
Sum of Parts	45,0	87,2	2023e	2,2	60,3	4,2	116,7
			2024e	2,0	19,0	3,8	36,7
Deuda Neta	8,6	7,1					
Valor de las acciones	36,4	80,1					

Por acción 2,27 5,00

Potencial 120%

Fuente: Checkpoint Partners

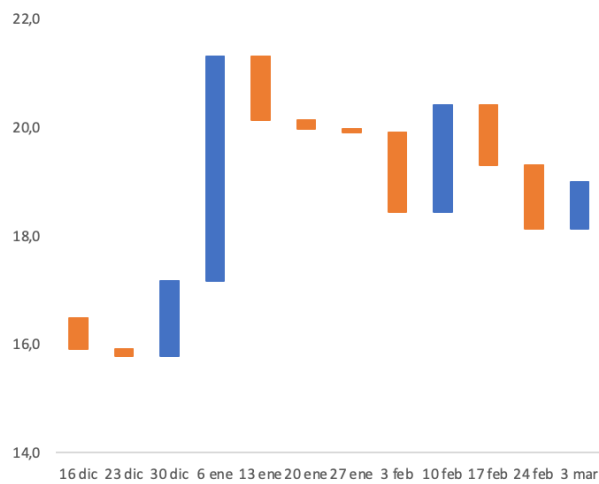
Nuestra valoración de la suma de las partes son sólo estimaciones sobre cómo creemos que el mercado está valorando cada una de las divisiones de lleida.net y de cómo las valoraríamos nosotros según nuestro precio objetivo de €5 por acción.

Hacemos también una estimación de cómo se distribuye el Ebitda de grupo entre cada una de las divisiones, dado que no se desvelan las cifras reales. Sobre la base de esas estimaciones, proporcionamos un múltiplo VE/Ebitda para cada una de las divisiones, tanto en la forma en que creemos que se están valorando actualmente como en la forma en que las valoramos según nuestro precio objetivo.

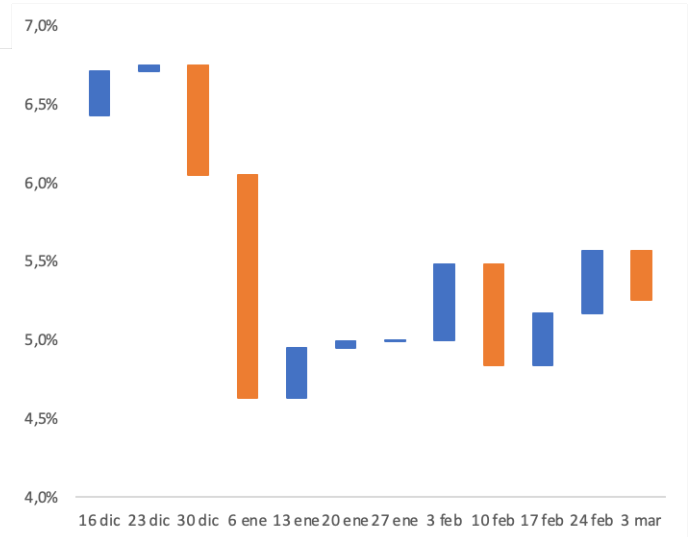
Construimos nuestro precio objetivo basándonos en un análisis de descuentos de flujo de caja para cada una de las divisiones.

Gráficas de valoración (evolución últimas 12 semanas)

VE/Ebitda-cash (x)
(estimados a 12 meses)

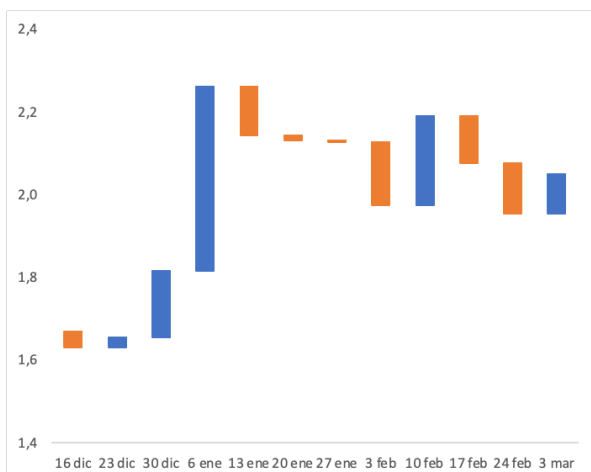


Rentabilidad x Flujo de Caja (%)
(estimados a 12 meses)

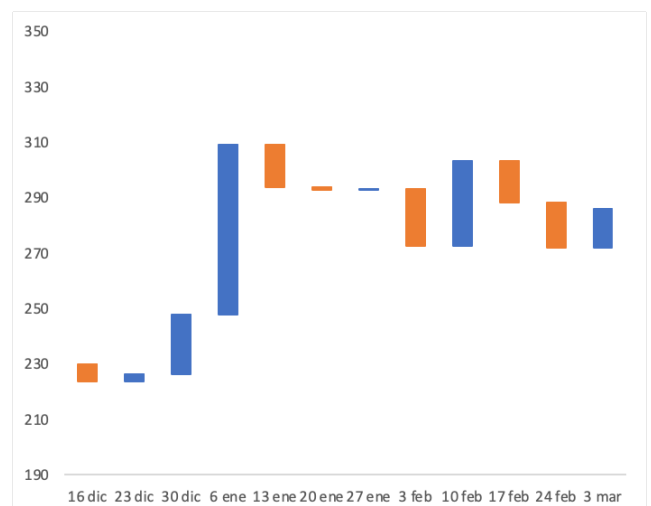


Source: Checkpoint Partners

VE/Ventas (x)
(estimados a 12 meses)



VE x Empleado (000€)
(estimados a 12 meses)



Source: 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

Fecha	Recomen.	Precio (€)	P. Objetivo (€)	Validez	Analista
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
11.08.2022	C	2.50	7.50	12 meses	Guillermo Serrano
25.10.2022	C	1.84	6.00	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 debieran de 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 o escribiéndonos a 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