

Full Company Report

Reason: Initiation of coverage

20 November 2019

Buy

from

Share price: EUR 1.13

closing price as of 19/11/2019

Target price: EUR 1.51

Upside/Downside Potential 33.4%

Reuters/Bloomberg LLN.MC/LLN SM

Market capitalisation (EURm) 18

Current N° of shares (m) 16

Free float 28%

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth 8

Daily avg. trad. vol. 12 mth (m) 6.22

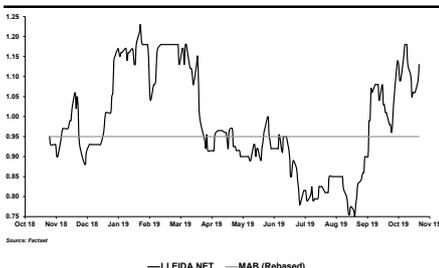
Price high/low 12 months 1.23 / 0.75

Abs Perfs 1/3/12 mths (%) 11.88/39.51/16.49

Key financials (EUR)	12/18	12/19e	12/20e
Sales (m)	12	13	15
EBITDA (m)	2	2	3
EBITDA margin	13.6%	16.6%	21.5%
EBIT (m)	1	1	2
EBIT margin	4.3%	8.6%	14.6%
Net Profit (adj.)(m)	0	1	2
ROCE	5.9%	12.2%	21.0%
Net debt/(cash) (m)	2	2	2
Net Debt Equity	0.8	0.6	0.5
Net Debt/EBITDA	1.4	0.9	0.7
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	14.4	31.5	55.0
EV/Sales	1.4	1.5	1.3
EV/EBITDA	10.2	9.3	6.1
EV/EBITDA (adj.)	10.2	9.3	6.1
EV/EBIT	32.5	18.0	9.1
P/E (adj.)	nm	23.2	11.3
P/BV	4.9	5.1	4.1
OpFCF yield	2.7%	4.2%	4.1%
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%
EPS (adj.)	0.02	0.05	0.10
BVPS	0.19	0.22	0.27
DPS	0.00	0.00	0.00

Shareholders

Francisco Sapena Soler (Founder) 41%; SEPI Desarrollo Empresarial * 7%; Cántabro Catalana de Inversiones 7%;



Analyst(s)

Juan Peña

juan.pena@gvcgaesco.es

+34 91 436 78 16

Una startup adulta

Lleida.net (LLN) tiene más de 20 años de track-récord, es la primera Operadora Certificadora desde 2008 y empresa de referencia en el campo de las comunicaciones certificadas y telecomunicaciones. Su misión es aportar seguridad, confianza, eficacia y rentabilidad a las comunicaciones electrónicas de empresas, AA.PP. y particulares. LLN se creó en 1995 como prestadora de servicios de internet para unos años más tarde convertirse en operadora de telecomunicaciones posicionándose como tercero de confianza y beneficiándose de las tarifas reguladas de interconexión. La compañía ejecutó su OPV en el MAB (2015) a 1,18EUR/acc. (-4% vs. cierre de ayer) con el objetivo de captar 5mEUR para apoyar su expansión internacional y desarrollo tecnológico. En 2018, LLN pasó a cotizar en el Euronext Growth.

✓ **Productos aparentemente commoditizados convertidos en state-of-the-art.** Ejemplos de ello son el Email y SMS certificados, factura electrónica certificada, contrato electrónico certificado, Click & Sign (circuitos de certificación online adaptados), Stamp ID Lleida.net (comprobación de DNI y pasaporte), Check All y Network (validación de números de teléfono), así como, envíos masivos de SMS (A2P). Según P&S Research, se da un fuerte potencial estructural de crecimiento del mercado global de firma electrónica de modo que podría crecer 6x hasta los 9,1bnUSD en 5 años desde 2017. En 2015 se produjo un hito transformacional para LLN con la obtención de la certificación ISO 27001 que permite el cumplimiento de los más altos estándares mundiales en seguridad de la información. LLN obtuvo una segunda certificación relevante: eIDAS (Certificado de Firma Electrónica Cualificada que equivale a la firma de firma de persona física en la UE) siendo la primera empresa española en conseguirla.

✓ **Alta fragmentación de su base de clientes y proveedores.** La empresa cuenta con más de 2.500 clientes activos que utilizan distinta tipología de productos ofertados. En consecuencia, dado su alto número, no existe gran dependencia de ninguno de ellos. Actualmente, la compañía cuenta únicamente con un cliente que supone c.5% de la facturación y el top 10 supone aproximadamente un 30%.

✓ **Alta escalabilidad de su modelo de negocio y fuerte presencia internacional (54% top-line neto generado fuera de España).** La operadora cuenta con oficinas en Lleida, Madrid, Londres, Miami, Bogotá; y filiales en Colombia, República Dominicana, Honduras, India, Chile, Brasil, USA, Irlanda y Guatemala. Por otro lado, LLN cuenta con representación mediante country managers en otros tantos mercados. Estimamos un crecimiento del top-line y EBITDA con CARG18/22e del +15,3% y +27,5% respectivamente. Pensamos que los M.EBITDA debería expandirse fuertemente en años sucesivos hasta alcanzar el 26% en 2022e.

✓ **Sólido balance con la garantía del alineamiento de intereses con su fundador.** LLN está participada en un 40,6% de su capital por F.J.Sapena (fundador y CEO). Ello junto con una ratio DN/EBITDA19 inferior a 1x, implica que LLN podría ejecutar M&A sin necesidad de ampliar capital en el corto/medio plazo o emitir convertibles.

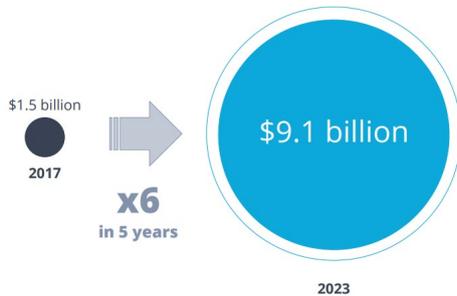
✓ **La valoración arroja un potencial superior al 40%.** Nuestro PO de 1,51EUR/acc. resulta de la valoración DCF18/22e (WACC 12,0%, g 2,5%, EV/EBITDA residual 5,7x y peso 74%). Realizamos un análisis de sensibilidad de LLN en función de la variabilidad del top-line, M.EBITDA residual y capex/ventas.

CONTENIDOS

Investment Case en 8 gráficos	3
Investment Case en ideas	4
Diagrama SWOT:	6
Hacia la mayor seguridad en la cadena de custodia de las comunicaciones	7
Propuesta de valor diferencial	9
Entorno competitivo	16
Principales contratos, certificaciones y patentes	18
Resultados 3T19, mejorando trimestre a trimestre	19
Estimaciones de resultados 2019/22e	21
Perfil de crecimiento rentable con expansión del top-line a CARG18/23e c.+8%	21
Crecimiento de los costes limitado por el crecimiento de las actividades más rentables	22
Beneficiándose en cuestión de rentabilidad de la alta escalabilidad de su negocio	22
Circulante sin grandes cambios...	23
Capex/ventas en tendencia descendente	24
FCF aupado por mayor generación de caja operativa	24
Niveles de deuda reducidos	25
Prácticamente sin carga impositiva en 2019	25
¿Remuneración al accionista?	26
Valoración	27
DCF18/22e	27
Estructura accionarial	28
CdA. Ofreciendo un delivery más que satisfactorio	29
Riesgos. Atractivo binomio potencial/incertidumbres	30

Investment Case en 8 gráficos

WORLDWIDE E-SIGNATURE MARKET GROWTH. HIGH STRUCTURAL UPSIDE LLEIDA.NET's GLOBAL PRESENCE



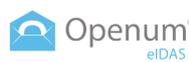
FROM COMMODITIZATION TO STATE-OF-THE-ART SOLUTIONS



Click & Sign is our cloud based eSignature platform. We provide our API and also a customized version for big companies.

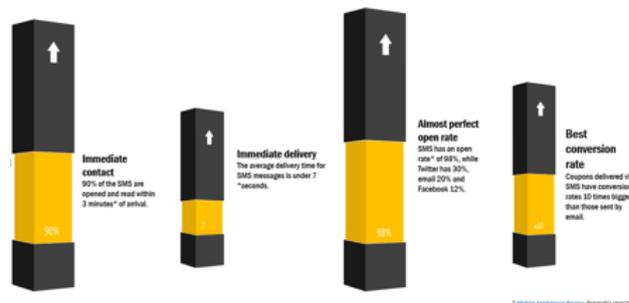


Under eKYC name, we offer a complete framework for Know Your Customer solutions, encompassing features from ID validation to video recorded onboarding.

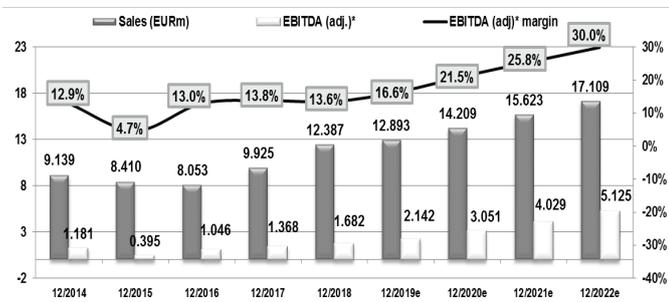


Openum eIDAS is the cloud based solution for the electronic registered service service compliant to European eIDAS regulation.

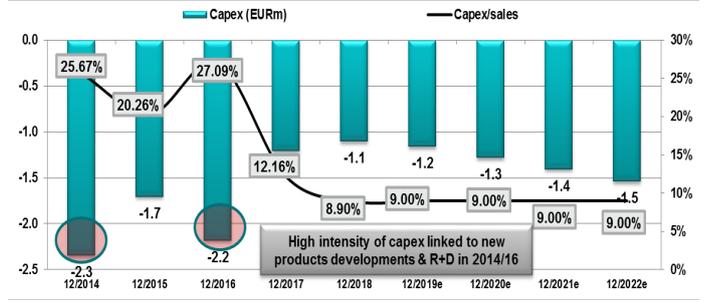
SMS MARKETING PROS



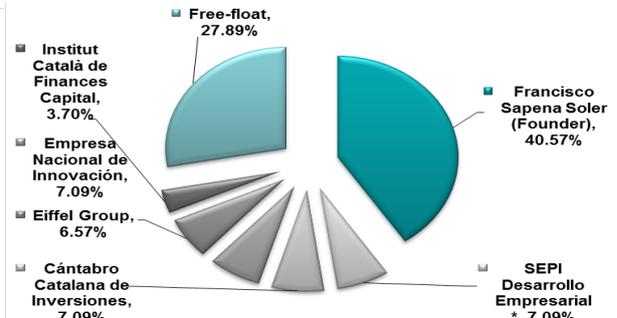
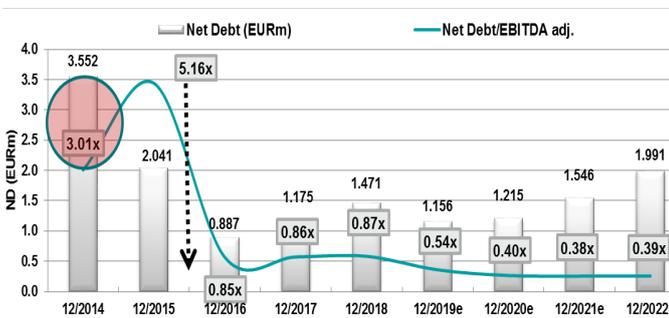
PROFITABILITY IN CRESCENDO DUE TO ITS HIGHLY SCALABLE BUSINESS MODEL



CAPEX EVOLUTION... LOWER INTENSITY IN ORGANIC TERMS



OPTIMAL LEVEL OF LEVERAGE, no need for capital increases or convertibles RELEVANCE OF ITS FOUNDER IN ITS CAPITAL STRUCTURE



Source: Leida.Net, P&S Research& GVC Gaesco Valores

Investment Case en ideas

Estos son los principales pilares que sustentan nuestro caso de inversión,

- ✓ **Potencia estructural de las certificaciones electrónica: 6x mercado potencial en 5 años.** Sus ventajas frente a medios tradicionales de envío como el postal son los incrementos que proporcionan productividad, eficiencias en materia de timing, seguridad, mejoras de atención al cliente y calidad de servicio.
 - I. **Materialización de eficiencias de opex.** El email certificado supone una reducción de costes de c.84% frente a una carta certificada tradicional y c.86% si se compara con un mensajero.
 - II. **Ahorros de tiempo en la gestión de envíos.** Este tipo de comunicaciones implican el uso de hasta 5 minutos como máximo vs. un día del correo tradicional y certificado. El tiempo de respuesta a dichas comunicaciones también se reduce ostensiblemente.
 - III. **Eficiencias en la gestión documental.**
 - IV. **Incremento de la agilidad en lo que respecta a propuestas/respuestas.** Aproximadamente el 68% de los contratos enviados por email o SMS certificado recibe respuesta.

PORTER'S FIVE FORCES ANALYSIS OF THE GLOBAL E-SIGNATURE MARKET



Source: OECD, The World Bank, AHS, HAC, HAI, EHA, AHIA, AHU, Expert Interviews and P&S Market Research Analysis

- ✓ **La tecnología in-house como elemento diferencial de LLN.** La oferta de LLN se caracteriza por emplear tecnología íntegramente desarrollada in-house. A cierre del 2018, LLN poseía 105 patentes concedidas. Gran parte de las mismas están relacionadas con la metodología de certificación de comunicaciones.
- ✓ **Operadora certificadora.** En 2005, Lleida.net obtuvo la autorización por parte del regulador convirtiéndose en la primera operadora de telecomunicaciones para más tarde pasar a ser también certificadora. Por otro lado, LLN es una de las seis operadoras de telecomunicaciones españolas miembros de la GSMA (Global System for Mobile Communications Association), asociación que gestiona el estándar de telefonía móvil GSM a nivel mundial. De hecho, es la primera empresa española con licencia propia en UK, EE.UU., Francia y Colombia obtenida sin la adquisición de una operadora ya existente (proceso de duración estimada entre 4 y 5 años).

Todo ello permite a LLN beneficiarse de su posición como tercero de confianza manteniendo la cadena de custodia legal de las comunicaciones. Asimismo también le favorece al acceder, desde su posicionamiento como operadora en algunos países, a las tarifas de terminación e interconexión reguladas.

- ✓ **Track-récord de mostrado históricamente.** Desde 2016, LLN fue capaz de incrementar su top-line entre un +23% y +25% anual. En los últimos dos años, el EBITDA creció en paralelo (+32% a/a) y se dio una fuerte reducción orgánica de deuda pasando de 3,7x DN/EBITDA a únicamente 1,4x en 2018.
- ✓ **Alta fragmentación de su base de clientes y proveedores.** La empresa cuenta con más de 2.500 clientes activos que utilizan distinta tipología de los productos ofertados que se traducen en más de 350k usuarios activos. En consecuencia, dado su alto número, no existe gran dependencia de ninguno de ellos. Actualmente, la compañía cuenta únicamente con un cliente que supone c.5% de la facturación y el top 10 supone aproximadamente un 30% de la facturación total.
- ✓ **Perfil de empresa de alto crecimiento.** Nuestras proyecciones tienen en cuenta una expansión elevada futura de las divisiones de Servicios SaaS (CARG18/22e +15%) y Soluciones wholesale SMS (+7,8%). Aunque el mercado de venta de SMS Wholesale está fuertemente commoditizado y es maduro en algunos países, LLN compensa este hecho con su incursión en otras geografías donde aún tiene cabida y con el lanzamiento de productos más sofisticados y complementarios respecto a sus servicios básicos.
- ✓ **Con prácticamente la totalidad de inversión ya desembolsada.** LLN destinó entre 2014/18 6,6mEUR al desarrollo de tecnología in-house y nuevos productos más sofisticados de modo que su ratio capex/ventas debería mostrar cierta estabilización tras años de ratios capex/ingresos de doble dígito: 8,9% 2018 reportado vs. 9% 2019e y en el término residual de nuestras estimaciones.
- ✓ **Óptimo nivel de endeudamiento (DN/EBITDA19e 0,54x).** La compañía podría ejecutar M&A sin necesidad de ampliar capital en el corto/medio plazo o emitir convertibles. Estimamos que, actualmente, su coste medio de la deuda es inferior al 2,5%; favorecida por el entorno de tipos bajos actuales en el mercado.
- ✓ **Fuerte compromiso del fundador, D. Francisco Sapena, en la gestión.** Tras la reciente venta de un 3,77% del capital a Eiffel Group, éste ostenta una participación del 40,57% de Lleida.net. Cabe mencionar que su posicionamiento en la estructura de capital apenas se diluyó con el paso de los años (únicamente -5,45% desde Ene-2016).
- ✓ **Reconocimiento en el mercado:** en octubre de 2019 la empresa fue adjudicataria del concurso para ser proveedor oficial exclusivo de la información sobre la portabilidad española al resto de operadoras a nivel mundial, durante los próximos dos años.
- ✓ **Patentes en continuo crecimiento:** el 13 de noviembre de 2019, la compañía publicó un Hecho Relevante informando que la oficina europea de patentes concedió a Lleida.net la patente europea de número EP3188435 sobre su método de correo electrónico certificado con firma electrónica reconocida denominado "METHOD FOR CERTIFYING AN ELECTRONIC MAIL COMPRISING A TRUSTED DIGITAL SIGNATURE BY A TELECOMMUNICATIONS OPERATOR" La concesión, vigente por un periodo de 20 años, es la segunda patente europea sobre métodos de certificación y notificación, así como de testigo digital en contrataciones y notificaciones electrónicas que recibe Lleida.net. La concesión de esta patente permitirá generar a la compañía durante su vida útil, unos ingresos adicionales en el segmento SaaS estimados en 20 millones de euros al ampliar el abanico de aplicaciones en donde la adopción del estándar europeo EIDAS impone la utilización de firmas electrónicas reconocidas de forma generalizada.

Hemos incluido este impacto en nuestra valoración final

Diagrama SWOT:

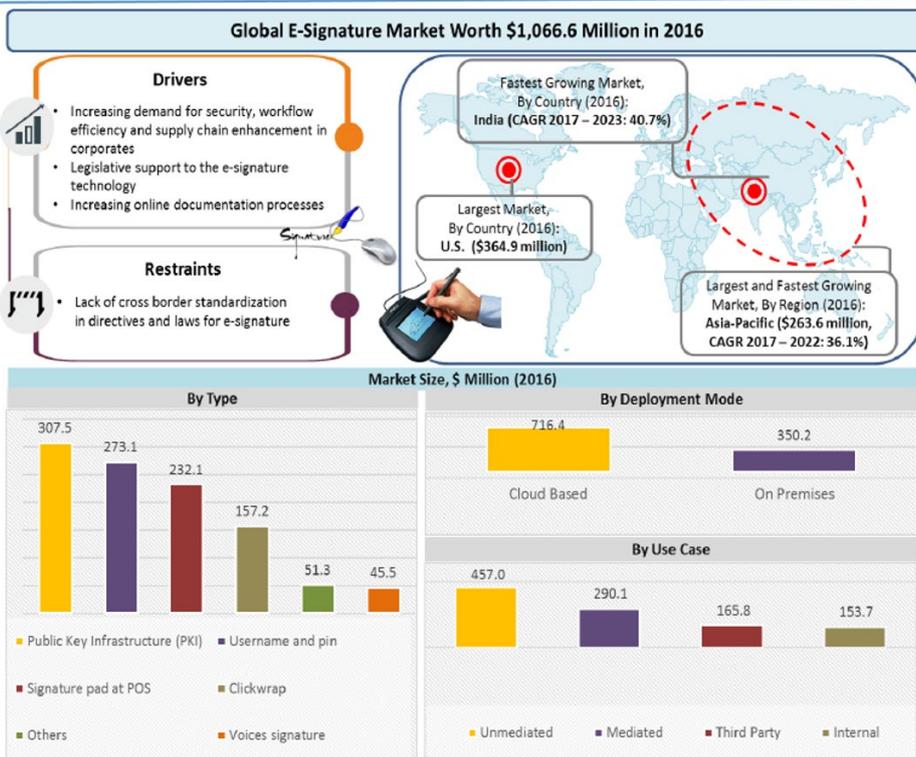
LLEIDA.NET. SWOT ANALYSIS	
Fortalezas	Debilidades
<ul style="list-style-type: none"> Primera operadora de SMS de España 9 de cada 10 más importantes mayoristas de SMS a nivel mundial son clientes de Lleida.net 7 de los 10 mayores call centers españoles son clientes de Lleida.net Sector con altas barreras de entrada. Reglamento Europeo de firma electrónica Presencia en 4 centros de datos a nivel mundial: España (2), Bogotá (1) y Francia (1) Alta fragmentación de base de clientes y diversificación geográfica Elevado número de ventajas de las comunicaciones electrónicas certificadas vs. convencionales Licencia propia de operador en España, UK, EE.UU., Francia y Colombia: venta a proveedores, interconexión y mantenimiento de cadena de custodia Menor impacto medioambiental de comunicaciones digitales Miembro de la GSMA (sólo lo son 6 operadoras españolas) Dilatado track-record para tratarse de una tecnológica. Fundación en 1995. Patentes a nivel europeo, americano y global Elevada participación e implicación en la gestión de su fundador (Francisco Sapena Soler) Elevado crecimiento del top-line Creciente reputación de marca en sector nicho Fortaleza de su balance con un endeudamiento bajo control FCF y B. Neto positivo e in crescendo en ramp-up ISO 27001 para servicio de correo certificado por la British Standard Institution. EIDAS Expertise en tratamiento de datos de terceros Más de 1.500 redes internacionales de operadoras con conexión bidireccional Alta escalabilidad global del negocio 	<ul style="list-style-type: none"> Mercado commoditizado y con fuerte componente de precio Riesgo de tipos de cambio por actividad de filiales extranjeras Masa crítica limitada frente a grandes tecnológicas Limitados canales de comercialización Baja liquidez y volumen negociado de sus acciones. Aunque cotizando en el MAB y Euronext Growth Sin pago de dividendos por el momento Fuerte incremento de los gastos de personal
Oportunidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> Atomización del mercado con cierta debilidad de algunos de sus competidores a nivel mundial Macrotendencia en digitalización de comunicaciones y conectividad con seguridad jurídica Múltiples posibilidades en crecimiento Valoración futura de su elevado número de patentes Tecnología in-house 100% pudiendo licenciarla para su uso por terceros Creciente necesidad de certificación legal del comunicaciones Cross-selling de productos: soluciones de contratación, gestión documental y certificación electrónica Homogeneización de normativa TTP (Trusted Third Party) a nivel europeo Incremento de fraude digital a nivel mundial que hace aún más necesarias las comunicaciones con validez jurídica La inexistencia de estándares definidos en el mercado requiere flexibilidad de actores y aumenta las posibilidades de patentes Incremento de acuerdos con country managers locales para potenciar su presencia global 	<ul style="list-style-type: none"> Proyectos de I+D+i fallidos por los cuales deban materializarse impairments Lock-up de alguno de sus accionistas Posibles ampliaciones de capital a futuro Posibilidad de efecto de overhang por parte de su mayor accionista y fundador Consolidación más lenta de lo deseado en algunos países extranjeros Potenciales adquisiciones: riesgos de materialización de sinergias, integración, goodwill,... Legislaciones cambiantes especialmente en ciertos países emergentes en certificación jurídica

Hacia la mayor seguridad en la cadena de custodia de las comunicaciones

A continuación pasamos a describir los principales sectores en los cuales la compañía está presente.

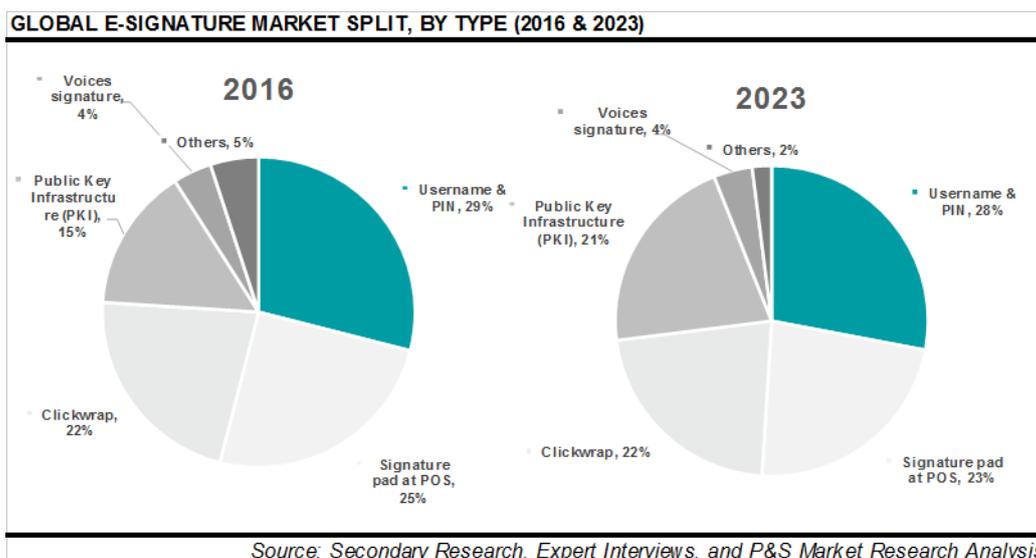
Comunicaciones certificadas

LLEIDA.NET. E-SIGNATURE MARKET SUMMARY



Source: News Journals, Company Websites, Annual Reports, Expert Interviews and P&S Market Research Analysis

Se trata de la prestación del servicio de “**tercero de confianza**” (TTP, trust Third Party) mediante servicios SaaS. El TTP es aquella figura ajena a una comunicación entre dos partes que, mediante la puesta a disposición de sus medios técnicos permite obtener a éstas una evidencia de la existencia de dicha comunicación. Esa evidencia puede ser empleada posteriormente ante las pertinentes autoridades administrativas o judiciales como documento de prueba.

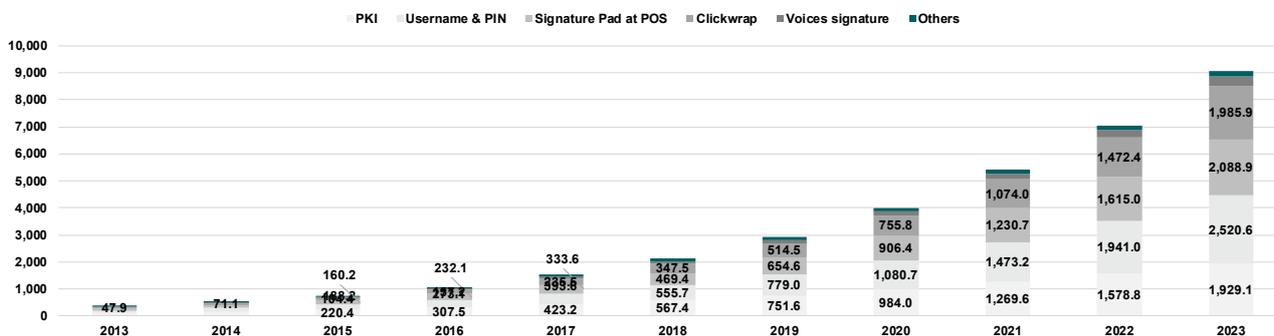


Source: Secondary Research, Expert Interviews, and P&S Market Research Analysis

LLEIDA.NET. GLOBAL E-SIGNATURE MARKET (USDm, 2013/2023e)													
Type/Year	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CARG2013/16	CARG2017/23
PKI	111.4	158.9	220.4	307.5	423.2	567.4	751.6	984.0	1,269.6	1,578.8	1,929.1	40.3%	28.8%
Username & PIN	87.8	129.8	188.2	273.1	393.6	555.7	779.0	1,080.7	1,473.2	1,941.0	2,520.6	46.0%	36.3%
Signature Pad at POS	76.1	111.5	160.2	232.1	333.6	469.4	654.6	906.4	1,230.7	1,615.0	2,088.9	45.0%	35.8%
Clickwrap	47.9	71.1	104.4	157.2	235.5	347.5	514.5	755.8	1,074.0	1,472.4	1,985.9	48.6%	42.7%
Voices signature	16.0	22.9	32.2	45.5	63.8	87.8	120.0	162.8	217.8	281.7	359.3	41.7%	33.4%
Others	21.2	29.2	39.3	51.3	66.9	84.2	99.7	116.5	142.3	166.3	189.2	34.3%	18.9%
TOTAL	360.4	523.4	744.7	1,066.7	1,516.6	2,112.0	2,919.4	4,006.2	5,407.6	7,055.2	9,073.0	43.6%	34.7%
% change		45.2%	42.3%	43.2%	42.2%	39.3%	38.2%	37.2%	35.0%	30.5%	28.6%		

Source: Journals, Company Websites, Annual Reports, Expert Interviews and P&S Market Research Analysis, Lleida.net & GVC Gaesco Valores

LLEIDA.NET. GLOBAL E-SIGNATURE MARKET (USDm, 2013/2023e)



Source: Journals, Company Websites, Annual Reports, Expert Interviews and P&S Market Research Analysis, Lleida.net & GVC Gaesco Valores

El reconocimiento en España (y en paralelo o con anterioridad en otros países donde LLN está presente) de esta figura desde la primera redacción de la Ley de Servicios de la Sociedad de la Información y Comercio Electrónico permitió que el sector se haya expandido con anterioridad a otros países en la UE. Con todo, la nueva normativa europea homogeniza este ámbito en toda la Unión; creándose la categoría de “prestadores de servicios de e-delivery”. Ello permitirá operar sin necesidad de analizar la normativa propia de cada Estado.

El mercado se caracteriza por presentar un proceso de alta maduración y crecimiento. Éste se vincula con las necesidades relacionadas con la utilización de herramientas de comunicaciones digitales desde una perspectiva jurídicamente más segura fomentando una mejor experiencia de usuario simultáneamente.

LLN está realizando sustanciales inversiones para potenciar dicho segmento con el lanzamiento de nuevos productos más sofisticados y a la vez con su entrada en numerosos países a nivel mundial (generalmente 3 nuevos países por año que requieren un período de ramp-up de c.2 años).

Venta de SMS

En este segmento se engloba a las operadoras y grandes empresas que compran y venden grandes volúmenes de SMS. Enfatizar que éste es sensiblemente más maduro que el pipeline anteriormente citado dada la fuerte explotación tecnológica del SMS. No obstante, enfatizar que el crecimiento de este mercado A2P oscila entre el +6/8% (estimaciones internas de operadoras).

Mientras que el uso de SMS entre personas físicas (P2P) se limitó con el incremento de penetración de la redes sociales; el uso de SMS entre empresas y personas (A2P) continuó experimentando crecimientos relevantes año tras año al convertirse en una herramienta importante de marketing y comunicación entre empresa/cliente.

Propuesta de valor diferencial

LLN opera en dos sectores muy diferenciados en los que entabla relaciones comerciales con más de 350 operadores en todo el mundo y realiza más de 3,5m de operaciones de todos sus productos cada día. Pasamos a exponer cada uno de estos pipelines.

Se dio una alta dependencia de su negocio de SMS (75,7% de las ventas 2018, -15,2p.p. desde 2014) que hace el papel de cash cow. LLN no tiene pensado el abandono del SMS; de hecho, su papel de operadora es una barrera de entrada para muchos competidores y es una herramienta complementaria a los servicios que ofrecen de contratación y certificación. No obstante, mencionar que si bien algunos productos están interrelacionados, cada una de las líneas de negocio de LLN podría funcionar de manera independiente.

En relación a la captación de clientes en su mercado doméstico español, la competencia está más desarrollada que en otros países; sin embargo, la gama de productos y la adaptación de los mismos al cliente posicionan a Lleida.net como un actor clave del sector.

Servicios SaaS (25,2% top-line 3T19)

Esta división engloba certificación, validación de datos y otros ingresos (de acuerdo con la anterior segmentación reportada de LLN). Se trata de una línea de servicios desarrollada para convertir las comunicaciones electrónicas en documentos eficaces, eficientes, vinculantes y respetuosos con el medioambiente y con la máxima seguridad jurídica. Esperamos que esta línea de negocio presente crecimiento significativo en el futuro (CARG17/22e +17%) y aumente su peso en la facturación total de la compañía (33,1% 2022e, +8,2 p.p. desde 2018 reportado) mediante la captación de nuevos clientes. Éstos pueden descomponerse en dos grandes líneas,

- **Servicios de notificación.** Permiten enviar la información requerida al destinatario de una manera sencilla y mucho más económica que los medios tradicionales, teniendo a un tercero de confianza como es Lleida.net como testigo digital.



Fuente: Lleida.net y GVC Gaesco Valores

- **Servicios de Contratación.** Gracias a su plataforma tecnológica in-house, se pueden cerrar contratos al instante. Sin tiempo de esperas, ni envíos de mensajeros con la documentación. Permite añadir todos los documentos necesarios y validar tanto los teléfonos como correos electrónicos incluso los DNI. Por otro lado posibilita a las empresas tener una tasa de conversión mucho más alta, en tiempo más reducido, con costes mucho más bajos y teniendo siempre a un tercero como testigo digital.

Estos son los principales productos ofrecidos por LLN en esta línea de ingresos,

- **SMS certificado:** Corto de texto convertido en un documento, con valor de prueba ante un tribunal si fuera necesario.
 - **E-mail certificado:** Correo electrónico convertido en un documento, con valor de prueba ante cualquier autoridad administrativa o judicial, en caso de ser necesario. Permite incorporar adjuntos.
 - **Contrato SMS:** Permite cerrar contratos vinculantes desde un teléfono móvil, de una forma sencilla y con plena validez jurídica. Combinable con email.
 - **Contrato e-mail:** certificado Cerrar contratos por email con la máxima validez jurídica.
 - **Combinable con SMS certificado y contrato SMS.** Mayor capacidad que el contrato SMS certificado y posibilidad de enviar archivos adjuntos.
 - **Recepción certificada:** Certificación de correos electrónicos entrantes. Buzón de correo que sella lo que recibe, adjuntos incluidos, y envía un certificado del envío al remitente. Servicio ideado para automatizar procesos de atención al cliente, mejorando la respuesta y la gestión interna.
 - **Factura certificada:** Envío de facturas como adjunto de un e-mail certificado. Acredita de forma fehaciente el envío, el contenido y la entrega.
 - **Click & Sign:** Construye tu propio proceso de contratación con la combinación de comunicaciones electrónicas certificadas y los servicios de validación de datos.
 - **eKYC docs:** Servicio de certificación para comprobar si un DNI o un pasaporte son válidos.
 - **Openum.** Notificación de apertura de los correos electrónicos. Se al destinatario un correo con un enlace que debe visitar para poder acceder al contenido deseado.
 - **Openum eiDAS.** Similar al anterior pero siguiendo el protocolo eiDAS.
- **Servicios de Validación de datos.** Permite validar la información principal del cliente como los números de teléfono, direcciones de correo electrónico y DNI.

Números de teléfono

- **Check all:** Comprobación del estado actual de un número de teléfono y su operadora actual.
- **Check network:** Comprobación de la operadora que pertenece un número de teléfono.
- **Phone analytic:** Herramienta de diagnóstico para utilizar en estadísticas y analíticas predictivas.
- **Phone alert:** Servicio de alerta de disponibilidad de un número de teléfono.

Direcciones de email

- **Email checker:** Servicio para comprobar si un email está operativo.

Documentos

- **Stamp ID Lleida.net:** Aplicación desarrollada por Lleida.net que sirve para comprobar si un documento de identidad es válido o no.

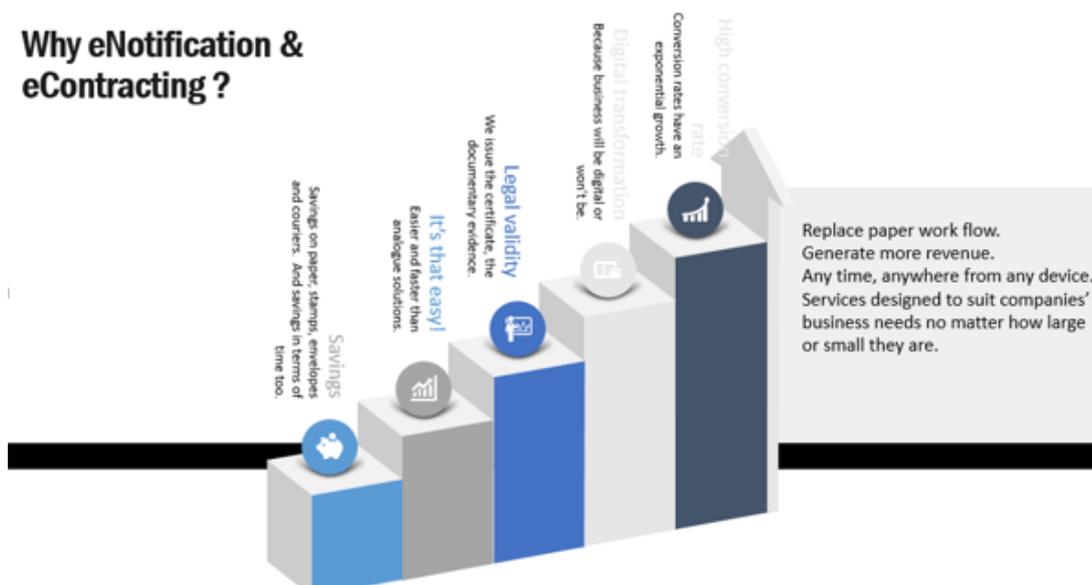


Fuente: Lleida.net y GVC Gaesco Valores

Soluciones SMS (74,8% top-line 3T19)

Con esto nos referimos a comunicaciones electrónicas pensadas para llegar al cliente de forma rápida y eficiente. Éstas están enfocadas especialmente a acciones de marketing y fidelización con posibilidad de gestionar la respuesta del cliente. **El servicios predominante de este pipeline es la venta de SMS wholesale.**

Why eNotification & eContracting ?



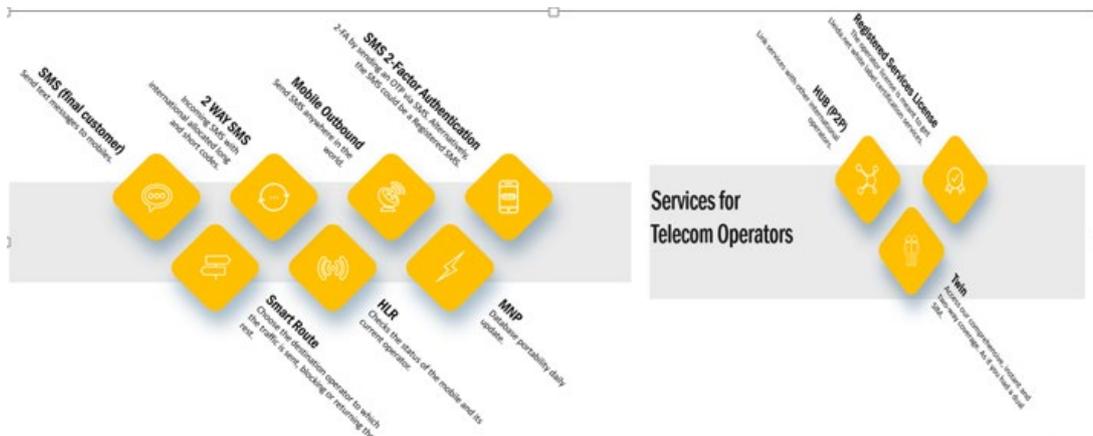
Fuente: Lleida.net y GVC Gaesco Valores

Para que un usuario al que se le envíe un mensaje SMS o MMS pueda responder se necesita numeración, es decir, un número de origen. Esa numeración puede subarrendarse a otro

operador o bien solicitarse al regulador para que puedan establecerse acuerdos de interconexión independientes con el resto de los operadores. Lleida.net dispone de numeración propia, independiente de otros operadores, en los países en los que dispone de licencia de operador (España, Francia, UK, Estados Unidos y Colombia).

La clave en este ámbito de operación para LLN es que al poseer licencias de operadora, opera con sus respectivas tarifas de terminación reguladas. Ello supone un ahorro relevante vs. otros competidores del sector.

El concepto “numeración propia” hace referencia a la numeración proporcionada directamente por el regulador para la asignación a los clientes de la compañía y es interoperable, permitiendo el propio rutado de la compañía, tanto nacional como internacional, sin dependencia de terceros.



Fuente: Lleida.net y GVC Gaesco Valores

Esta tipología de productos se descompone a su vez en dos grandes líneas,

- **Soluciones SMS comerciales.** Destinadas a clientes finales, supuso c.18% de su top-line total 1T19.
- **Soluciones SMS de Wholesale (ICX, interconexión).** Enfocadas a grandes actores del sector de la telecomunicación, donde Lleida.net ofrece sus interconexiones para llegar a determinados destinos con volúmenes muy importantes. Supuso c.57,2% de la facturación total registrada en el 3T19.

Wholesale...

- **Mobile outbound:** Envío de SMS a nivel nacional e internacional
- **Mobile inbound:** Lleida.net como operadora dispone de numeración propia para proveer este servicio internacionalmente.
- **MNP:** Actualización diaria de las bases de datos de portabilidad. Se optimiza tanto el envío de SMS como el de llamadas, escogiendo siempre la ruta.
- **HLR:** Las consultas HLR permiten saber si un número está o no activo en la red, es decir, si un número es real o inexistente. Si el número es real, el resultado que se obtiene es la red en la que el móvil está registrado.

Y para operadoras...

- **Detección de grey routes:** Localiza el tráfico de SMS entrantes que no estén cubiertos por ningún acuerdo de interconexión. Lleida.net puede monitorizar periódicamente la existencia de Grey Routes de entrada, advirtiendo al cliente y permitiendo que el tráfico recibido sea únicamente el facturable, al existir acuerdo previo al emisor.

- **Hub:** Como operadora de comunicación miembro de la Group Special Mobile Association, Lleida.net presta servicios de enlace con otras operadoras móviles y operadoras móviles virtuales tanto nacionales como internacionales.
- **Licencia de servicios certificados:** La licencia de operadoras está pensada en tener el whitelabel de los servicios de certificación de Lleida.net. Para poder licenciar una operadora, uno de los requisitos indispensables es realizar la interconexión con la operadora de manera directa y así tener el canal de certificación.
- **Twin:** Servicio destinado a Operadoras Móviles (MNOs y MVNOs) para obtener una cobertura SMS global, bidireccional e instantánea en países TWIN. Lleida.net asigna un número propio a un SMS llegado desde fuera del territorio nacional, transformándolo en un SMS con número local. Esa asignación supone que todos los envíos desde España a ese número tengan un coste local, ya que Lleida.net enlaza ambos números, otorgando una clara ventaja competitiva a los operadores usuarios del servicio. Funciona como una dual SIM, pero sin tarjeta.

Estrategia comercial y desarrollo internacional

La prioridad de LLN pasa por mantener y reforzar las relaciones con sus actuales clientes acompañándolos nacional e internacionalmente en todos sus ámbitos de actuación.

La compañía busca que sus productos sean de fácil manejo para sus clientes. De tal modo, no es necesario instalar software/hardware alguno para su uso. Es suficiente con emplear plataformas web o simplemente poner en copia (CC) al buzón de certificación de Lleida.net sin dejar de emplear las herramientas habituales de email, ... Todo ello contribuye a su fácil escalabilidad internacional.

Existen entornos que precisan de una gestión centralizada de los servicios de LLN. Se trata de grandes empresas con volúmenes muy elevados de comunicaciones o procesos complejos que necesitan de integraciones con sus propios sistemas. Para estos casos, otro de los valores competitivos de LLN es la **flexibilidad para el desarrollo de las adaptaciones taylor-made**. Esta flexibilidad, en el ADN de la Sociedad, es factible por el propio hecho de que **todos los servicios fueron desarrollados in-house**, lo cual otorga a los equipos todo el conocimiento necesario para adaptar el servicio a los requerimientos específicos, sin depender en ningún momento de terceros.

La primera ventaja competitiva a destacar es la condición de LLN como operadora de telecomunicaciones (España, UK, Colombia y EE.UU.). Ésta la obtuvo en 2005 y permitió, en primer lugar, convertirse en la primera operadora de SMS de España empezando su expansión internacional como hub. Posteriormente, se detectó la oportunidad en el campo de la certificación de mensajes de modo que la compañía consiguió el expertise necesario para el **tratamiento de datos de terceros y la posibilidad de ofrecer evidencia probatoria con validez jurídica (como tercero de confianza) a sus clientes por su condición de operadora.**

Siendo operadora, LLN actúa en el mercado de soluciones de SMS tanto en venta a proveedores como ofreciendo interconexión a operadoras. Por otro lado, al disponer de licencia de operadora en varios países, LLN obtiene la numeración propia del país y puede cerrar acuerdos con operadores locales. Ello permite garantizar que se pueda mantener la cadena de custodia o trazabilidad de los mensajes SMS, certificado de envío y recepción sin la necesidad de intervención de terceros.

En lo que respecta a online, la estrategia comercial pasa por la venta vía web de servicios de mensajes electrónicos certificados, con un enfoque de aproximación a PYMES, autónomos e incluso particulares.

Existen cuatro ejes de crecimiento internacionales,

- I. **LatAm**, focalizado en Colombia, Perú y México.
- II. **África**, centrándose en Sudáfrica.
- III. **Emiratos Árabes** con actividad importante en Dubái.
- IV. **Europa** con el foco en Francia.

Amplia variedad de clientes

La empresa cuenta con más de 2.500 clientes activos que utilizan distinta tipología de los productos ofertados que se traducen en más de 350k usuarios activos. En consecuencia, dado su alto número, no existe gran dependencia de ninguno de ellos.

Actualmente, la compañía cuenta únicamente con un cliente que supone más del 5% de la facturación (1S19).

Esta es la tipología de cliente en función de cada pipeline de LLN,

- I. **Servicios de comunicaciones certificadas.** En el caso de grandes empresas,
 - Aseguradoras y bancos. Por la especial complejidad de la tipología de contratos que emplean y del riesgo derivado de una incorrecta obtención de la prueba del contrato.
 - Utilities bajo la tutela de la normativa de protección al consumidor que obliga a obtener evidencias de los procesos de contratación con clientes.
 - Contact centers que incorporan esta tecnología para ofrecérsela a sus clientes.
 - Otros sectores en los que también se trabaja son: recobros, servicios postales institucionales, universidades, grandes compañías eléctricas, cadenas de retail, call centers, compañías aéreas y de marketing.
- II. **Servicios de Soluciones SMS.** Fundamentalmente el target cliente tiene que ver con operadoras de telecomunicaciones y agregadores a nivel internacional.
- III. **Servicios de validación de datos.** Enfocados a grandes empresas con bases amplias de datos y envíos masivos o llamadas. Necesidad de optimización de procesos.

En lo que respecta a **proveedores (c.150 en total)**, no se dio dependencia estratégica de ninguno de ellos. Recordar que la empresa, como proveedora de telecomunicaciones, abarca más de 1.500 redes internacionales de operadoras con posibilidad de conexión bidireccional. El peso de los 10 principales proveedores se redujo con el tiempo: 62% (1S19), -5 p.p. desde 2016.

Entorno competitivo

Es importante destacar que las entidades certificadoras de firma electrónica no suponen una competencia directa con la propia LLN al no tratarse ésta de una “entidad de firma electrónica” en sentido estricto.

Servicios certificados

Este segmento no presenta competencia 100% comparable con la propia LLN no siendo la compañía una empresa de validación de firma electrónica como antes se mencionó.

- **Entidades dedicadas a la validación de firma electrónica.** Empresas que verifican que quien está firmando es quien dice ser, el contenido y la fecha de generación. Camerfirma, FNMT, Firma Profesional, Izempe.

Estas firmas generan certificados de dicha firma, y certifican la veracidad de la entidad que firma la comunicación, el día y la hora de envío, pero no generan certificados de la transacción, ni de si se recepcionó en destino, ni cuándo se recibió, ni quién recepcionó –si fuera el caso- dicha comunicación. Como entidades de firma electrónica incluimos a Camerfirma, la FNMT (Fábrica Nacional de Moneda y Timbre), Firma profesional, IZEMPE (Empresa de certificación y servicios, se trata de una Sociedad anónima constituida en 2002 y supone un proyecto impulsado por el Gobierno Vasco y las Diputaciones Forales), etc. Lleida.net no es una “entidad validadora de firma electrónica” per se.

- **Entidades certificadoras de transacción.** Verifican el contenido, cuándo se envió/recibió y por qué medio se envió. Logalty, Rpost, Correos.

Empleando las firmas electrónicas de las primeras, certifican los procesos de comunicación que han tenido lugar entre ellas, esto es, si un sms se ha generado por alguien, cuál es su contenido, si se ha podido entregar y cuándo, al igual que sucede con un correo electrónico: el contenido completo, quién lo ha enviado, en qué momento, si se pudo entregar y cuándo se pudo entregar. Idéntica pauta puede aplicarse al proceso transaccional de un contrato: cuál fue la pregunta, cuando llegó, cuál fue la respuesta y cuándo se respondió. Cualquier entidad puede erigirse en un tercero en dicho proceso, pero necesita el reconocimiento, bien de las dos partes, o bien del organismo que juzga la disputa.

Como se comentó con anterioridad, las operadoras de telecomunicaciones son terceros de confianza por uso ya que sus certificados son admitidos en los tribunales como prueba reforzada. Dentro del espacio de entidades certificadoras, aunque en este caso no se trata de una operadora, podemos identificar a la española Logalty (perteneciente al Grupo Informa) que se dedica fundamentalmente a certificar transacciones de contratación. También la empresa de EE.UU. Rpost, cuyo objeto de negocio es el email certificado. Finalmente, mencionar que dentro de las operadoras postales podría incluirse Correos con sus servicios de burofax.

En lo que respecta a **competencia en el mercado doméstico de LLN**, éste está altamente fraccionado y formado por pequeñas compañías de certificación como Evicertia, ComfirmSign, Signaturit, Certimail, Colorluris, Burofax.eu, Noticeman EADTrust ... No obstante, el posicionamiento de LLN en el mercado es fuerte siendo considerado un actor de máxima solvencia con sólido track-récord e I+D+i íntegramente desarrollado in-house. Aunque, como se comentó, el mercado está fuertemente atomizado, debería darse una concentración en el medio plazo.

En el **plano internacional**, el número de competidores es reducido y se circunscribe fundamentalmente a EE.UU. y el ámbito de la certificación de emails y/o firma de contratos de forma remota mediante el uso de dispositivos móviles. Generalmente los productos son mucho más de nicho vs. la propia LLN.

Como barreras de entrada principalmente se encuentra la necesidad de generar confianza en el cliente final al adoptar el papel de tercero de confianza. Y es que estos clientes

depositan unos de sus activos más valiosos: datos de su base de clientes, contratos y notificaciones entre otros. Para superar esta barrera se requieren los siguientes ingredientes: tiempo, experiencia y proyectos. **Únicamente el hecho de adquirir una licencia como operadora de telecomunicaciones puede demorarse hasta 4 años en función del país. Por otro lado, los contratos firmados de interconexión y el posicionamiento internacional de LLN no podría ser replicado por otro nuevo entrante hasta pasados varios años.**

Otra dificultad para la entrada tendría que ver con la obtención de la certificación europea eIDAS.

Soluciones SMS

Presenta cinco tipos de operadores claramente definidos y de limitada interrelación entre ellos: los operadores clásicos, los operadores móviles virtuales, los agregadores, los hubs, los compradores o grandes emisores y el público en general. La competencia de esta línea de negocio incluye a operadores “incumbentes” de telecomunicaciones como Telefónica o Vodafone, operadores móviles virtuales (OMVs) como Euskaltel, hubs como Syniverse o Tata, agregadores como Mblox o Tyntec, y comercializadores de SMS como Google o WhatsApp.

- I. **Operadores incumbentes.** En los últimos años se produjo una reducción significativa del mercado de SMS de número corto **hasta reducirse al 25% de los niveles de 2010**. Ello fue propiciado por la irrupción de sistemas de mensajería como WhatsApp y su oferta gratuita en paquetes convergentes. En cambio, siempre se mantuvo un crecimiento atractivo en el mercado de interconexión –permitir que terceros puedan enviar mensajes a los usuarios cobrándoles el llamado “precio de terminación”-.
- II. **OMVs.** La cuota de mercado de éstos creció fuertemente en nuestro país gracias a la gran competencia en precios mayoristas, regulación favorable y apertura de infraestructuras de los propios incumbentes. Es por ello que, aunque el SMS siempre fue un producto secundario en su oferta, crecen las oportunidades al incrementarse el número de operadoras y sus necesidades de conexión.
- III. **Hubs (ejs. Syniverse, Tata, BICS).** Empresas que otorgan capacidad de conexión internacional a las operadoras incumbentes y virtuales simplificando los escenarios de roaming internacional. LLN actúa como hub con operadoras –especialmente de LatAm-.
- IV. **Agregadores (ejs. Mblox, CLX, Tyntec).** Nacen del alto crecimiento del mercado de número corto y agregan tráfico de un elevado número de compradores para negociar mejor los precios con los operadores. Poseen un componente internacional importante aunque con excesiva independencia del precio.
- V. **Compradores o grandes emisores de SMS (ejs. Google, WhatsApp, compañías de seguros/banca,...).** Generalmente son compañías con más de 10k clientes que emplean el SMS como método de comunicación.

Verificación de datos

Cubren el espectro de servicios relacionado con la verificación de si un número de teléfono, email es operativo junto con la validez de DNI/pasaporte y la lectura automatizada de sus datos.

Hasta ahora la práctica de mercado suponía que la mayoría de las empresas no prestaba atención a la verificación de los datos presentados por los clientes, ya que éstos eran aportados directamente por el cliente y almacenados, pero generalmente no tratados. A partir de la cada vez mayor utilización de los medios online y la aplicación de las normas anti

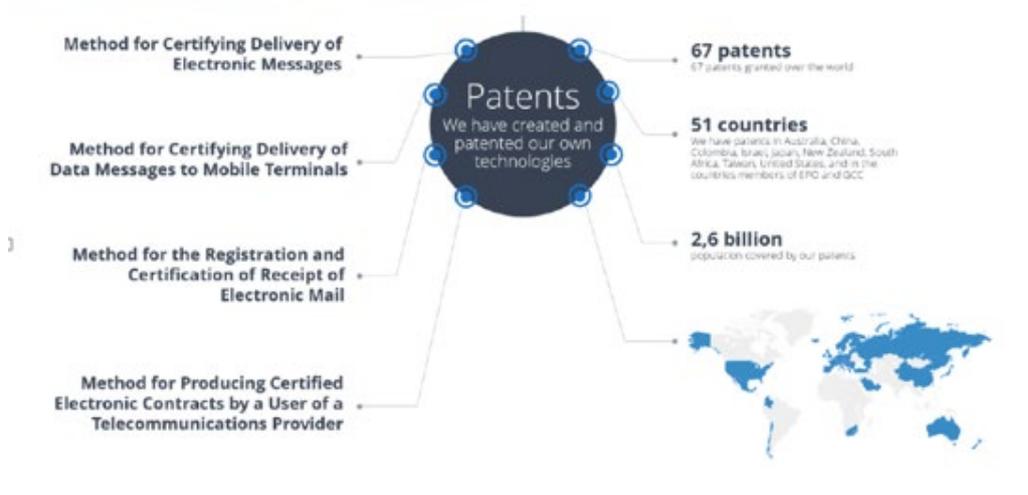
blanqueo, se hace necesario el tratamiento generalizado de estos datos a nivel de comprobación en tiempo real para evitar fraudes, tanto en entorno online como offline.

Lleida.net cuenta con capacidad de verificación propia gracias a sus acuerdos de interconexión, su experiencia como proveedor de servicio internet (ISP) y su servicio de certificación, que otorga la certidumbre de que se trata del propio usuario quien está efectuando la verificación, con su consecuente autorización. **Existen muy pocas empresas especializadas en esta materia a nivel mundial**; se pueden citar las norteamericanas Emailage y Jumio, así como la española Icar. Estas empresas cubren, individualmente, un único tipo de negocio, no los tres modelos que aporta LLN.

Principales contratos, certificaciones y patentes

Según LLN, las patentes que posee vigentes en la actualidad cubren un footprint poblacional de 2.900m de personal a nivel global. Destacar que las patentes se centran en su mayoría en los servicios de certificación de la empresa.

LLLEIDA.NET. MAIN CHARACTERISTICS OF ITS PATENTS AT A GLOBAL LEVEL



Fuente: Lleida.net y GVC Gaesco Valores

En lo referente a certificaciones, LLN obtuvo dos dignas de mención: ISO 27001 y eIDAS (Electronic IDentification And trust Services).

La norma **ISO 27001** es una norma internacional que proporciona los requisitos relacionados con los Sistemas de Gestión de Seguridad de la Información con el fin de permitir a una organización evaluar el riesgo y aplicar controles adecuados para preservar la confidencialidad, integridad y disponibilidad de los activos de información.

ISO 27001 cubre todos los aspectos del tratamiento e intercambio de la información (sin importar el soporte), incluyendo la seguridad del perímetro físico y las personas. ISO 27001 ayuda a asegurar la continuidad del negocio en casi todas las circunstancias, tales como incendios, inundaciones, piratería, pérdida de datos, violación de la confidencialidad e incluso el terrorismo.

En el caso de **eIDAS**,; siendo la primera empresa española que consigue dicho hito. El eIDAS es un reglamento europeo que establece un marco jurídico común para los servicios de confianza y los medios de identificación electrónica en la Unión Europea establecido en Jul-2016.

El objetivo del eIDAS es facilitar cualquier tipo de transacción electrónica entre ciudadanos, empresas y administraciones públicas de cualquier Estado de la Unión.

Resultados 3T19, mejorando trimestre a trimestre

La compañía presentó un avance de resultados 3T19 el pasado 14-octubre con una negativa reacción del mercado. **Sus títulos se depreciaron un 11% entre el 14 y 23-de octubre afectados también por temas macro como la sentencia de los políticos presos de Cataluña.** No obstante, mencionar que a nuestro modo de ver, **la empresa está haciendo un notable esfuerzo por incrementar su transparencia, recurrencia y visibilidad en el mercado.** A nuestro juicio, nos basamos en que las compañías cotizadas en el MAB no tienen obligación de reportar resultados 4 veces al año, sólo semestralmente. En el caso concreto de Lleida.net, no sólo reporta una vez al trimestre sino que la información facilitada se caracteriza por ser exhaustiva frente a otras empresas del mismo mercado.

LLEIDA.NET. POST-3Q19 RESULTS.

EURm	3Q'18	3Q'19	Δ% y/y	9M'18	9M'19	Δ% y/y
SaaS Services	0.72	0.85	18.1%	2.35	2.63	12.1%
SMS Solutions	0.52	0.59	14.3%	1.94	1.90	-2.3%
ICX Wholesale	1.82	1.94	6.5%	5.05	4.91	-2.8%
Net Revenues	3.06	3.38	10.6%	9.34	9.44	1.1%
Cost of sales	-1.63	-1.68	2.6%	-4.91	-4.48	-8.9%
Personnel expenses	-0.85	-0.95	12.4%	-2.06	-2.42	17.7%
External services	-0.38	-0.35	-10.2%	-1.59	-1.80	13.5%
Other income	-0.01	0.00	n.a.	0.00	0.01	n.a.
Activations	0.22	0.22	-2.2%	0.55	0.73	32.2%
Adj. EBITDA	0.41	0.63	51.9%	1.34	1.47	10.2%
% Adj. EBITDA M.	13.5%	18.6%	5.1pp	14.3%	15.6%	1.3pp
D & A & Others	-0.29	-0.29	-2.1%	-0.86	-0.85	-1.2%
Adj. EBIT	0.12	0.34	179.7%	0.47	0.62	31.0%
% EBIT Margin	4.0%	10.2%	6.2pp	5.1%	6.6%	1.5pp
Financial + Assoc. + Others	-0.05	0.11	-318.4%	-0.11	0.06	-155.9%
Adj. EBT	0.07	0.45	509.5%	0.36	0.68	88.2%
% EBT Margin	2.4%	13.3%	10.9pp	3.9%	7.2%	3.3pp
Taxes	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Adj. Net Profit	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
% Adj. Net Profit Margin	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Adj EPS	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Net Debt *	1.72	1.24	-28.1%	1.72	1.24	-28.0%
ND/Adj. EBITDA annualized	1.04	0.49		0.96	0.63	

Source: Lleida.Net & GVC Gaesco Valores Estimates.

* Comparing with net debt 2018

Tras un 1T19 muy penalizado en el yoy por unas elevadas ventas ICX en el 1T18, la compañía muestra una progresiva mejora a lo largo del año. El número de circuitos que la compañía está poniendo en marcha sigue creciendo y se debería de reflejar en los siguientes trimestres. Además se han conseguido nuevos contratos como el de portabilidades previamente mencionado, que traerán ingresos extra en 2020.

Las ventas de la **división de servicios SaaS** crecieron en el trimestre un 18.1% a/a, siguiendo con su aceleración continua a lo largo del año y acercándose al run rate del 20% fijado por la compañía como crecimiento esperado.

Observando el pipeline de **Soluciones ICX Wholesale (interconexión mayorista)**, los ingresos crecieron un 6.5% durante el 3T19 varios meses de caídas y se espera alcanzar la estabilidad a/a al final de 2019. Recordar que la volatilidad de este tipo de ingresos es elevada y de corto plazo.

Con todo, **el margen bruto registró un incremento de +3,8p.p. a/a hasta 50,5%** explicado por el mayor peso relativo del top-line originado en SaaS (mayores márgenes estructurales). La compañía espera que esta tendencia se mantenga por un incremento de valor en el mix de producto que LLN está potenciando en 2019.

Por el lado del **opex**, LLN continuó registrando una fuerte expansión de fuerza laboral (+12% en el 3T, con un incremento de la plantilla del 26% durante el año). Se reforzaron las áreas

comerciales de LatAm y Europa; así como el personal técnico y vinculado a la gestión de proyectos.

Así con todo, el EBITDA alcanzó un máximo de los últimos tres años, acercándose a un margen del 20% sobre ventas en el 3T

En cuanto a la **deuda**, se produjo una reducción de -100kEUR situándose la ratio **DN/EBITDA en 0,63x (3T19)**.

Esta buena evolución de los principales KPIs financieros y comerciales nos dan seguridad a la hora de realizar nuestras estimaciones

Estimaciones de resultados 2019/22e

La compañía no publicó guidance anuales ni Planes Estratégicos con los que poder realizar una comparativa respecto a nuestras estimaciones.

Perfil de crecimiento rentable con expansión del top-line a CARG18/23e c.+8%

La compañía no es una startup en fase de crecimiento acelerado a doble dígito y con elevada base de costes. La situación de madurez de la compañía le permite acometer ambiciosos planes de crecimiento con una rentabilidad creciente. El incremento orgánico de ventas en LLN se explica por varios factores: (I) ampliación de la base de clientes, (II) cross-selling y aumento de funcionalidades/productos junto con requerimientos en especial de clientes del high-end y (III) apertura de nuevos mercados (generalmente entre 2/3 países anualmente).

En paralelo con el incremento de adopción tecnológica de la certificación de comunicaciones y nuevo productos state-of-the-art enfocados a la identificación del usuario; se está dando una cada vez mayor adopción del envío de SMS en A2P entre aseguradoras, bancos, utilities, AA.PP. y clientes finales. A ello se suma el cross-selling de productos potenciando el área de validación de datos con el cruce de estas comunicaciones con las BB.DD. de las respectivas empresas.

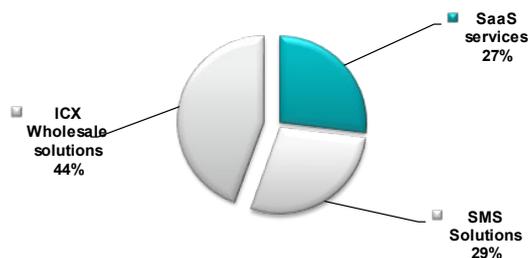
En estudios de consultoras como P&S anteriormente expuestos, se pone de manifiesto el fuerte crecimiento que experimentará el sector nicho de comunicaciones electrónicas certificadas: +34,7% a/a vs. +19,4% estimado para LLN. En este caso, pensamos que el menor crecimiento de dicho frontal en LLN viene explicado, no por su falta de expertise, sino por su menor masa crítica frente a otros jugadores del sector como DocuSign.

LLEIDA.NET. NEW TOP-LINE BREAKDOWN								
EURm	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	CARG18/22e
SaaS services	2.660	3.077	3.506	4.138	4.800	5.471	6.128	15.5%
% change		15.7%	14.0%	18.0%	16.0%	14.0%	12.0%	
% vs. total	26.9%	24.9%	27.3%	29.2%	30.8%	32.0%	33.2%	
SMS Solutions	2.827	2.668	2.638	2.652	2.665	2.665	2.665	0.0%
% change		-5.6%	-1.1%	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	
% vs. total	28.6%	21.6%	20.5%	18.7%	17.1%	15.6%	14.4%	
ICX Wholesale solutions	4.395	6.623	6.720	7.392	8.132	8.945	9.660	7.8%
% change		50.7%	1.5%	10.0%	10.0%	10.0%	8.0%	
% vs. total	44.5%	53.5%	52.2%	52.1%	52.1%	52.4%	52.3%	
TOTAL	9.882	12.368	12.865	14.181	15.596	17.081	18.453	8.4%
% change		25.2%	4.0%	10.2%	10.0%	9.5%	8.0%	

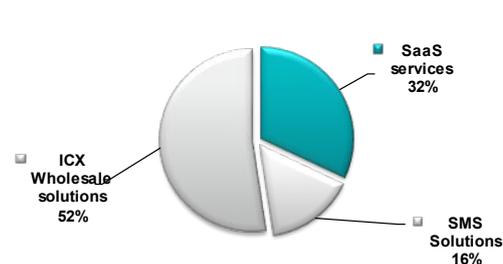
- **Servicios SaaS (27% top-line 2019e).** Generalmente, es el que concentran la gran parte de las inversiones de LLN y donde se está realizando el mayor esfuerzo en su internacionalización. Actualmente la compañía desembarca en c.3 países por año y; según nuestras estimaciones y analizando su track-récord histórico, necesita un período de ramp-up de c.2 años por país.
- **Soluciones SMS (20% top-line 2019e).** Esta línea de negocio mantendrá a futuro una estabilidad.
- **ICX soluciones wholesale (53% top-line 2019e).** Esta línea seguirá siendo el negocio principal de la compañía con un crecimiento del 10% anual.

No tenemos en cuenta M&A futuro a ejecutar por la empresa y tampoco hay certitud por el momento de que vaya a ejecutarse ninguna operación en el corto/medio plazo.

LLEIDA.NET. TOP-LINE BREAKDOWN (2017)



LLEIDA.NET. TOP-LINE BREAKDOWN (2022)



Source: Lleida.Net & GVC Gaesco Valores

Crecimiento de los costes limitado por el crecimiento de las actividades más rentables

Con el crecimiento del peso de los ingresos de soluciones SaaS y Soluciones wholesale ICX, con mayores márgenes, los costes, tanto directos como indirectos (al margen del personal) van reduciendo su peso a lo largo de los años del modelo. En lo que respecta a la partida de Personal, pensamos que crecerá a ratios del 8-10% anual en el futuro.

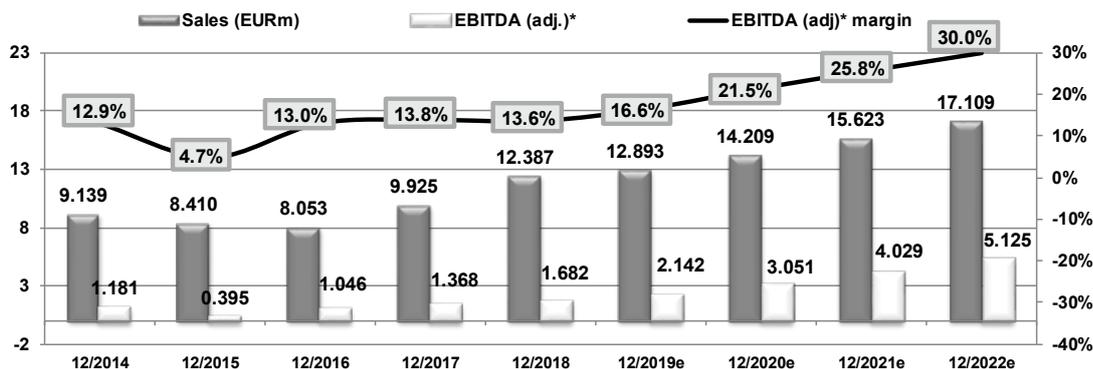
LLEIDA.NET. OPEX BREAKDOWN

EURm	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	CARG14/17	CARG18/22e
Supplies	-4.638	-6.335	-6.088	-6.210	-6.334	-6.461	-6.590	-10.5%	0.5%
% change	18.6%	36.6%	-3.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%		
National	-2.126	-2.853	-2.739	-2.793	-2.877	-2.992	-3.022		
% change	-13.3%	34.2%	-4.0%	2.0%	3.0%	4.0%	1.0%		
Intra-community acquisitions	-0.803	-1.917	-1.879	-1.935	-2.032	-2.073	-2.093		
% change	9.1%	138.9%	-2.0%	3.0%	5.0%	2.0%	1.0%		
Imports	-1.709	-1.565	-1.471	-1.481	-1.425	-1.396	-1.474		
% change	136.6%	-8.4%	-6.1%	0.7%	-3.8%	-2.0%	5.6%		
Personnel Expenses	-2.318	-2.641	-3.403	-3.743	-4.043	-4.245	-4.457	9.1%	12.6%
% change	15.2%	13.9%	28.8%	10.0%	8.0%	5.0%	5.0%		
Wages and salaries	-1.756	-2.056	-2.368	-2.605	-2.814	-2.954	-3.102		
% change	13.1%	17.1%	15.2%	10.0%	8.0%	5.0%	5.0%		
Social security payable by the company	-0.562	-0.585	-1.035	-1.138	-1.229	-1.290	-1.355		
% change	22.4%	4.1%	76.8%	10.0%	8.0%	5.0%	5.0%		
Other operating costs	-2.449	-2.515	-2.289	-2.197	-2.153	-2.132	-2.111	20.7%	-4.0%
% change	22.2%	2.7%	-9.0%	-4.0%	-2.0%	-1.0%	-1.0%		
TOTAL OPEX	-9.406	-11.492	-11.780	-12.151	-12.530	-12.838	-13.158	-0.9%	2.8%
% change	18.7%	22.2%	2.5%	3.1%	3.1%	2.5%	2.5%		

Source: Lleida.Net & GVC Gaesco Valores

Beneficiándose en cuestión de rentabilidad de la alta escalabilidad de su negocio

Esperamos una sólida expansión del EBITDA en el período analizado: CARG18/22e +20.4%. A medida que aumenta el número de clientes, LLN se apalanca en un mayor grado en sus centros de datos y desarrollos in-house creándose importantes economías de escala. Esperamos que la tendencia ascendente en términos de EBITDA continúe dado el alto apalancamiento operativo de su core business.

LLEIDA.NET. PROFITABILITY IN CRESCENDO DUE TO ITS HIGHLY SCALABLE BUSINESS MODEL


Source: Lleida.net & GVC Gaesco Valores

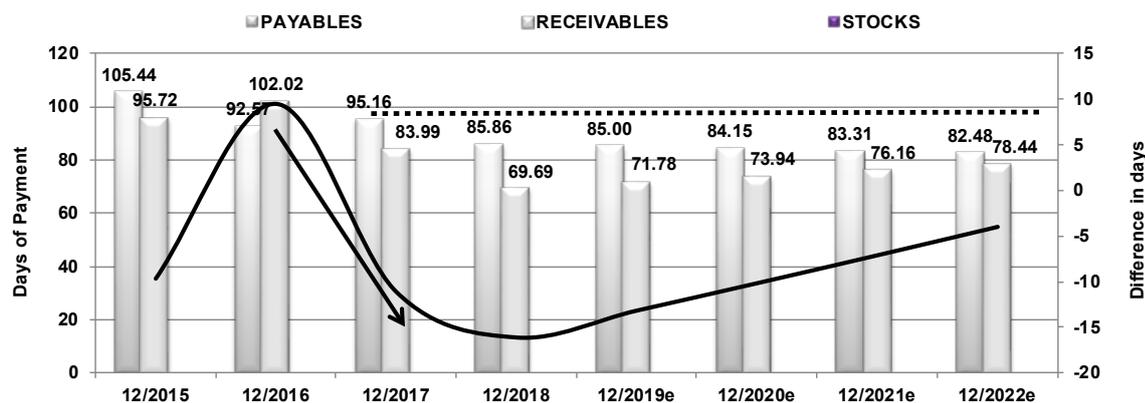
La compañía reportó EBITDA positivo desde hace años, habiendo dejado a nuestro modo de ver claramente sus estadios de ramp-up. En cuanto al **largo plazo**, esperamos que la compañía sea capaz de alcanzar un M.EBITDA de 30% en 2022e, siendo el término residual de nuestra valoración un 31%.

Circulante sin grandes cambios...

Por lo general, el impacto del circulante en los flujos de LLN **suele ser ligeramente positivo y no pensamos que esto cambie en un futuro próximo.**

En sus últimas CCAA 2018, LLN reportó un período medio de pago a sus proveedores que a nuestro modo de ver es óptimo (34,06 días vs. 37,98 días en 2017) y se encuentra por debajo del límite legal establecido por el Gobierno español de 60 días. En consecuencia, **pensamos que la empresa tiene espacio para retrasar algo más sus pagos en caso necesario** (aunque no pensamos que ésta sea una prioridad).

Como se observa en el gráfico adjunto, nuestras proyecciones marcan cierta estabilidad en la evolución del WC neto a pesar de la expansión del top-line antes comentada.

LLEIDA.NET. WORKING CAPITAL EVOLUTION


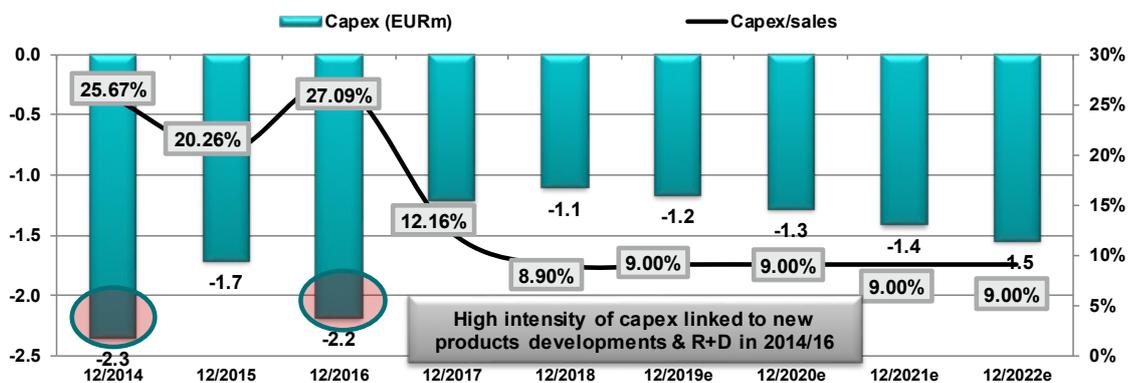
Source: Lleida.net & GVC Gaesco Valores

Por la parte de **clientes**, LLN incluyó deterioros por potenciales insolvencias por un importe de 0,555mEUR (c.4,5% top-line 2018). El período medio de cobro de clientes fue de 89 días en 2018 (vs. 82 días de 2017) por lo que habría cabida para su reducción gradual.

Capex/ventas en tendencia descendente

Generalmente los **niveles de activaciones** han sido elevados en los últimos años, dado el alto nivel de certificaciones activadas. Hemos estimado un volumen de activaciones del 9% sobre ingresos para todos los años del modelo dado que estimamos que las activaciones serán crecientes de la mano de la actividad de la compañía.

LLEIDA.NET. CAPEX EVOLUTION... LOWER INTENSITY IN ORGANIC TERMS



Source: Lleida.net & GVC Gaesco Valores

FCF aupado por mayor generación de caja operativa

En la siguiente tabla mostramos la obtención del FCF estimado para cada uno de los años contemplados en nuestro modelo. El FCF fue ya positivo en 2018 (c.0,2mEUR según nuestros cálculos) y seguirá una evolución positiva hasta 2022e

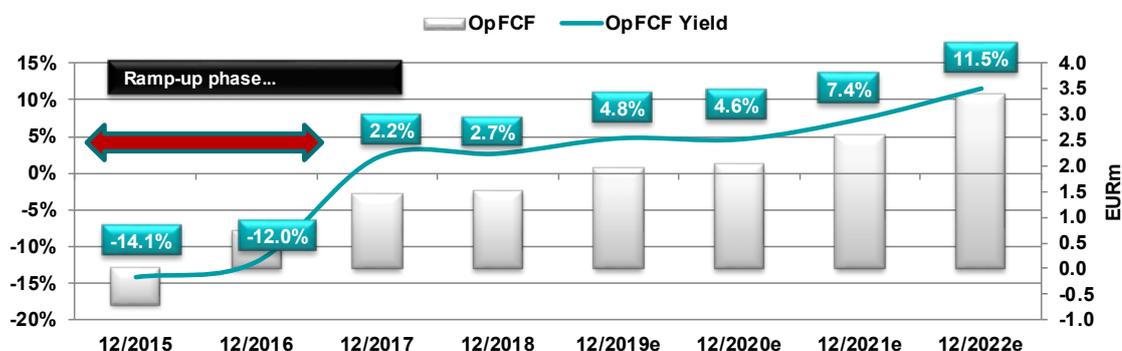
LLEIDA.NET. CF BREAKDOWN (EURm)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Cash Flow in Op	1.011	0.698	0.373	1.138	1.424	1.812	2.492	3.213	4.016
Change in NWC	0.000	-1.393	0.355	0.299	0.080	0.115	-0.470	-0.618	-0.621
Cash Flow Oper	0.000	-0.694	0.728	1.436	1.504	1.928	2.022	2.595	3.395
Capex	-2.346	-1.704	-2.181	-1.207	-1.102	-1.160	-1.279	-1.406	-1.540
/ Sales	25.7%	20.3%	27.1%	12.2%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
FCF	0.000	-0.381	-2.860	-0.927	0.168	0.814	1.011	1.746	2.544
/ Sales	0%	-5%	-36%	-9%	1%	6%	7%	11%	15%
Dividends	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Pay-out	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Source: Lleida.net & GVC Gaesco Valores

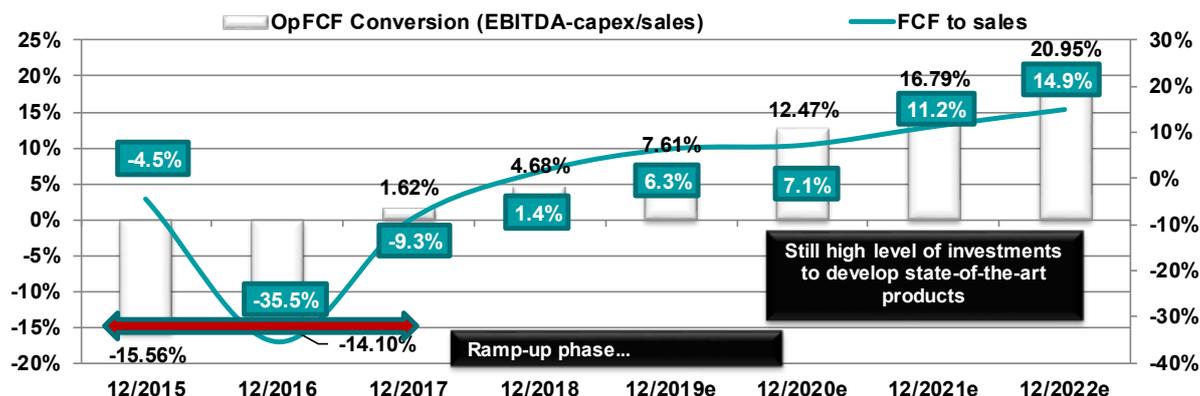
En los gráficos siguientes se observa el exponencial crecimiento de CFOp con origen en las actividades ordinarias de LLN y como consecuencia última de la expansión orgánica de su base de clientes y top-line. **Estimamos una la conversión de CFOp (EBITDA-capex) del 21% en 2022e (vs. 4,7% en 2018).**

LLEIDA.NET. FCF GENERATION BENEFITTING FROM HIGH OPERATIONAL LEVERAGE



Source: Lleida.net & GVC Gaesco Valores

LLEIDA.NET. CASH CONVERSION



Source: Lleida.net & GVC Gaesco Valores

Niveles de deuda reducidos

La deuda se ha reducido en 650 mil euros (-34%) desde el cierre de 2018 y actualmente se sitúa en unos niveles muy reducidos (0,63x DN/EBITDA). De esta manera, en un entorno de tipos de interés reducidos, la compañía podría acometer planes de endeudamiento con margen en su balance.

LLEIDA.NET. DEBT MATURITIES (2018, reported)

Year	2019	2020	2021	2022	2023	> 5 years	TOTAL
Financial debts	2.273	0.472	0.278	0.240	0.137	0.028	3.428
Debt with financial entities	2.253	0.451	0.269	0.240	0.137	0.028	3.379
Financial leases	0.020	0.020	0.008	0.000	0.000	0.000	0.048
Other debts	0.073	0.092	0.047	0.047	0.028	0.032	0.318
Commercial creditors & trades payable	1.860	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	1.860
Suppliers	1.447	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	1.447
Various creditors	0.212	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.212
Advances to customers	0.189	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.189
Personnel	0.012	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.012
TOTAL	4.205	0.563	0.325	0.288	0.165	0.060	5.605

Source: Lleida.Net & GVC Gaesco Valores

LLEIDA.NET. DEBT WITH FINANCIAL INSTITUTIONS (2018, reported)

	Short term	Long term	TOTAL
Credit facilities	1.330	0.000	1.330
Loans	0.771	1.127	1.898
Financial leases	0.020	0.029	0.048
Discounted effects	0.152	0.000	0.152
TOTAL	2.273	1.156	3.428

Source: Lleida.Net & GVC Gaesco Valores

Prácticamente sin carga impositiva en 2019

En cuanto a créditos fiscales, LLN posee unas bases imponibles negativas (BINs) de cerca de 1,5mEUR y deducciones pendientes de ser aplicadas de 2,3mEUR. Por lo tanto, LLN no prevé el pago de impuesto de sociedades en 2019. De cara a futuro, la empresa tendría una tasa fiscal efectiva del 25% (ya tomada en cuenta en nuestras estimaciones) y teórica cercana al 30%.

LLEIDA.NET. PENDING DEDUCTIONS

Accrual year	Amount (EURm)
2005	0.01
2006	0.07
2007	0.08
2008	0.20
2009	0.17
2010	0.18
2011	0.21
2012	0.25
2013	0.09
2014	0.13
2015	0.37
2016	0.19
2017	0.18
2018	0.17
TOTAL	2.31

Source: Lleida.net & GVC Gaesco Valores

LLEIDA.NET. Tax loss carryforwards to be offset

Accrual year	Amount (EURm)
2016	1.33
2017	0.14
TOTAL	1.47

Source: Lleida.net & GVC Gaesco Valores

De manera prudente, los auditores de LLN (BDO desde 2007) y la propia empresa no activaron la gran parte de las mismas. En lo que respecta a activos fiscales por impuesto diferido, LLN registró en su balance de 2018 únicamente 9,4kEUR.

En nuestras estimaciones consideramos una tasa fiscal efectiva del 25% y deducciones en años sucesivos según la reforma de la Ley Fiscal. Aunque no es el caso, las desgravaciones no tenidas en cuenta en los años contemplados en nuestra valoración por DCF, las consideramos en la valoración a VAN en activos financieros.

¿Remuneración al accionista?

La compañía no contempla por el momento remuneración a los accionistas, siendo la prioridad la inversión para sustentar el crecimiento orgánico futuro junto con la reducción de deuda.

Valoración

Empleamos el método de descuento de flujos de caja para valorar la compañía (ya que los métodos por Comparables y SotP consideramos que no son representativos con la realidad de la empresa). Por tanto, nuestro precio objetivo final de 1,51EUR/acc. lo obtenemos como resultado del DCF.

Por otro lado, pensamos que la compañía será casi con total seguridad adquirida en el medio/largo plazo (si el fundador lo permite). Sin embargo, **no aplicamos prima por M&A** a nuestro precio objetivo final de manera conservadora.

DCF18/22e

Consideramos este método (DFC) como el más adecuado para valorar Lleida.net. Empleamos el descuento de flujos de caja considerando un intervalo de referencia a medio/largo plazo (2018/22e). Este período estará marcado por el crecimiento orgánico sin cambios a remarcar en lo que respecta a perímetro de consolidación y la consiguiente expansión de márgenes EBITDA por un mayor apalancamiento operativo y generación de caja.

El múltiplo implícito del residual ajustado es de únicamente 5,7x EV/EBITDA (peso del 74%) y se aplicó una tasa de descuento del 12,0% (WACC) con crecimiento a perpetuidad del 2,5% (g) dado el elevado crecimiento sectorial de las certificaciones electrónicas del que LLN sin duda se beneficiará.

LLEIDANET. DCF VALUATION CONSIDERING ONLY ORGANIC GROWTH

CASH FLOW (EURm)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	VR
Sales	9.139	8.410	8.053	9.925	12.387	12.893	15.166	16.722	18.125	18.578
% change		-8.0%	-4.2%	23.2%	24.8%	4.1%	17.6%	10.3%	8.4%	2.5%
Adj. EBITDA	1.181	0.395	0.559	1.347	1.681	2.142	3.265	4.104	4.830	5.202
% change		-66.5%	41.5%	140.8%	24.8%	27.4%	52.4%	25.7%	17.7%	7.7%
Adj. EBITDA M.	12.9%	4.7%	6.9%	13.6%	13.6%	16.6%	21.5%	24.5%	26.7%	28.0%
DDA	0.000	0.000	-0.655	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
EBIT	1.181	0.395	-0.095	1.347	1.681	2.142	3.265	4.104	4.830	5.202
Effective tax rate	12.0%	25.9%	-0.2%	0.4%	34.1%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
NOPLAT	1.039	0.293	-0.096	1.342	1.108	1.606	2.448	3.078	3.623	3.901
Depreciation&other provisions	0.894	1.092	1.147	1.078	1.152	1.029	1.059	1.002	0.905	0.905
Gross Operating Cash Flow	1.934	1.385	1.051	2.420	2.261	2.635	3.507	4.080	4.528	4.806
Capex	-2.346	-1.704	-2.181	-1.207	-1.102	-1.160	-1.364	-1.505	-1.631	-1.672
Capex/sales	25.7%	20.3%	27.1%	12.2%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Change in Net Working Capital	0.000	-1.393	0.355	0.299	0.080	0.115	-0.562	-0.482	-0.314	-0.387
Cash Flow to be discounted		-1.712	-0.775	1.511	1.238	1.590	1.582	2.093	2.582	2.748
DCF VALUATION (EUR m)										
WACC						12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
Discount Rate factor						1.00	0.89	0.80	0.71	0.64
Discounted Cash Flow						1.590	1.412	1.668	1.838	
Cumulated DCF						1.590	3.003	4.671	6.509	
WACC & DCF ANALYSIS										
Free Risk Rate (10y Govn. Bonds)	3.5%		Cumulated DCF	6.509			- Net Financial Debt (19e)			1.2
Company Risk Factor or Beta	2.3		Perpetual Growth Rate (g)	2.5%			- Minorities (estimated value)			0.0
Mkt Risk Premium	5.0%		Normalised Annual CF	2.748			+ Associates			0.0
Cost of Equity (Ke or COE)	15.0%		Terminal Value at Nominal `	29.645			- Pension underfunding			0.0
Cost of Debt (gross)	4.0%		Disc. Rate of Terminal Valu	0.64			- Off-balance sheet commitm.			0.0
Debt Tax Rate	25.0%		Discounted Terminal Value	18.840						
Cost of Debt net (kd or COD)	3.0%						Equity Market Value (EUR m)			24.2
Target Gearing (D/E) or % Kd	25%		Financial assets	0.000			Number of shares (m)			16.0
% Ke	75%		Enterprise Value (EURm)	25.3			Fair Value per share (EUR)			1.51
Normative Tax Rate	25%						Price (EUR)			1.100
WACC	12.0%						Potential upside (downside)			37%

Source: GVC Gaesco Valores Estimates

Estructura accionarial

El núcleo accionarial de la compañía lo compone, con una participación relevante (40,57% del capital), su fundador Francisco Sapena Soler. Como se observa en la tabla adjunta, su participación apenas se diluyó en los últimos años siendo prácticamente mayoritaria.

LLEIDA.NET. MAIN SHAREHOLDERS AND ITS EVOLUTION (% stake)

Month - Year	Jan-16	Jul-16	Jan-17	Jul-17	Jan-18	Jul-18	Jun-19
Francisco Sapena Soler (Founder)	46.02%	46.14%	45.42%	45.18%	45.22%	45.19%	40.57%
SEPI Desarrollo Empresarial *	21.27%	21.27%	21.27%	21.27%	21.27%	7.09%	7.09%
Cántabro Catalana de Inversiones						7.09%	7.09%
Empresa Nacional de Innovación						21.27%	7.09%
Eiffel Group							6.57%
Institut Català de Finances Capital	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%
Free-float	29.01%	28.89%	29.61%	29.85%	29.81%	15.66%	27.89%
TOTAL	100.00%						

Source: Lleida.net & GVC Gaesco Valores latest data reported to M* Fund participated by Santander, Enisa & Sepides.

A cierre de 2018, la Sociedad mantenía acciones en autocartera por un importe total de 954.287,7EUR (vs. 935.557,23EUR a/a).

El pasado 20-Jun-2019, LLN anunció la entrada con una posición significativa del capital de Eiffel Investment Group (Grupo financiero francés que gestiona 2bnEUR de activos y que ya estaba presente en Lleida.net a través de la sociedad Alto Investments). El Grupo adquirió de forma simultánea el 1,215% del capital de Lleida.net (194.932 acciones) procedentes de autocartera y el 3,77% adicional (605.068 acciones) provenientes de su accionista mayoritario D. Francisco Sapena Soler. El total de las acciones adquiridas fue de 800.000 acciones, un 4,984% de las acciones de Lleida.net a un precio unificado de **0,90EUR/acc.** (-66,7% respecto a nuestro precio objetivo).

Esta compra convierte a Eiffel Investment Group en el quinto mayor accionista de Lleida.net con un total del 6,568% de la Sociedad.

CdA. Ofreciendo un delivery más que satisfactorio

El Consejo de Administración (CdA) de Lleida.net está formado por un total de 8 consejeros de los cuales una es mujer (CFO) y todos ellos de nacionalidad española.

LLEIDA.NET. BoD COMPOSITION

Name	Appointment Date	Position
Francisco José Sapena Soler	30-Jun-11	President & CEO
Marcos Gallardo Messeguer	30-Jun-11	Secretary
Miguel Pérez Subias	01-Jun-15	Independent
Antonio López del Castillo	01-Jun-15	Independent
Jordi Carbonell i Sebarroja	01-Jun-15	Independent
Arrate María Usandizaga Ruiz	01-Jun-15	Management
Institut Català de Finances Capital	15-Dec-15	Dominical
Agrupación de Sepi Desarrollo Empresarial*	26-Jun-18	Dominical

Source: Lleida.net & GVC Gaesco Valores

* Joined with Empresa Nacional de Innovación and Cántabro Catalana de Inversiones

Hay información detallada de sus biografías en la página web de la compañía (Lleida.net)

Riesgos. Atractivo binomio potencial/incertidumbres

Pasamos a describir los riesgos que, a nuestro modo de ver, son más relevantes para la Sociedad. **Fuente: Lleida.net & GVC Gaesco.**

Alta dependencia de las comunicaciones por SMS

Lleida.net inició en 2012 la comercialización de sus productos certificados, tales como SMS certificado, email certificado, factura certificada o minuta certificada, por lo que no se puede disipar el riesgo de que la demanda se desvíe de la prevista inicialmente por la Sociedad, exponiendo a ésta a un riesgo comercial elevado en caso de que se incurra en tal desviación. No obstante, se observa actualmente en el mercado una necesidad creciente de mayores garantías de seguridad y eficacia en las comunicaciones electrónicas certificadas, factor que puede impulsar la demanda de los productos y servicios comercializados por la Sociedad.

Se dio una alta dependencia de su negocio de SMS (75,7% de las ventas 2018, -15,2p.p. desde 2014) que hace el papel de cash cow. LLN no tiene pensado el abandono del SMS; de hecho, su papel de operadora es una barrera de entrada para muchos competidores y es una herramienta complementaria a los servicios que ofrecen de contratación y certificación.

Potenciales incertidumbres regulatorias

LLN es un operador de telecomunicaciones autorizado por la CNMC y que está especializado en servicios SMS tanto de particulares como de empresas así como servicios de comunicaciones electrónicas.

El marco regulatorio aplicable a la actividad de Lleida.net proporciona amplias facultades a las autoridades administrativas competentes en materia de comunicaciones electrónicas certificadas (entre ellas, a título enunciativo y no limitativo, la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia). Además, dicha normativa es susceptible de modificaciones y cambios que pueden hacer incurrir a la Sociedad en costes adicionales o limitar su flexibilidad para responder a las condiciones de mercado, afectar a la competencia con otros operadores de telecomunicaciones o modificar su estructura de costes. Ello podría tener un efecto negativo significativo para el modelo de negocio actual y los intereses de LLN.

Menores captaciones netas de clientes en España

En relación a la captación de clientes en su mercado doméstico español, la competencia está más desarrollada que en otros países; sin embargo, la gama de productos y la adaptación de los mismos al cliente posicionan a Lleida.net como un actor clave del sector.

Riesgo derivado de su expansión internacional y riesgo país

Lleida.net ha basado gran parte de su crecimiento de estos últimos años en la internacionalización de su actividad, principalmente en países latinoamericanos como Colombia o Perú, así como en África, sobre todo en Sudáfrica. Un cambio del contexto político de ciertos países podría afectar al volumen de negocio del grupo. Sin embargo, este riesgo puede considerarse mínimo en la medida en que las ventas internacionales del Grupo no se concentran en un solo país.

Masa crítica limitada frente a grandes jugadores globales

La entrada de nuevos competidores en el mercado de las comunicaciones certificadas en el que opera Lleida.net puede afectar a su estrategia de crecimiento. No obstante, hay que

tener en cuenta que las barreras de entrada en dicho mercado son muy altas, debiendo de acreditar no sólo instalaciones, personal y equipo suficientes para el lanzamiento, mantenimiento y comercialización de una plataforma de comunicaciones certificadas, sino también un determinado número de certificaciones de calidad y el know-how necesario.

No se puede obviar que existe la posibilidad de entrada en el mercado de comunicaciones certificadas de nuevos actores, así como la complementación o reorientación del modelo de negocio de las operadoras de telecomunicaciones tradicionales hacia los productos certificados comercializados por Lleida.net.

Riesgos relacionados con la Propiedad Intelectual

La política de Lleida.net es patentar sus productos de certificación para evitar el plagio de la competencia. La imitación de sus productos podría llevar a una pérdida de parte del mercado y de imagen. Con el fin de reducir este riesgo, se ha creado un departamento de "Propiedad Intelectual" con el objetivo de garantizar que todos los procesos patentables se comercialicen correctamente en los mercados en los que opera la empresa, así como para identificar a los agentes que plagiarían dicho proceso.

- **Riesgos derivados de la pérdida de datos informáticos.** LLN gestiona diariamente datos sensibles sobre sus clientes atractivos para los hackers, por lo que existe la posibilidad de ataques cibernéticos. Para paliar una eventual pérdida de datos, el Grupo se basa en data centers independientes que trabajan simultáneamente y duplican todos los datos entre ellos. De esta manera, si uno de los servidores fuese atacado, los datos están almacenados en otro data center. Además, el Grupo tiene una póliza de seguro que cubre los riesgos cibernéticos.
- **Normativa de protección de datos.** El negocio de productos certificados de Lleida.net implica el tratamiento de un volumen considerable de información de carácter personal. La normativa relativa a la gestión y tratamiento de datos de carácter personal es compleja y diverge de manera significativa entre cada uno de los países en los que la Sociedad opera. **Con carácter general, la Sociedad dispone de medios suficientes y adecuados para controlar el cumplimiento de la normativa y mantiene sistemas de control destinados a garantizar y proteger el tratamiento de los datos personales de sus clientes conforme a lo establecido en la legislación aplicable.**

Sin embargo, en relación con las medidas implementadas por la Sociedad y los medios de que dispone para controlar el tratamiento de los datos de carácter personal, **no puede asegurarse que las medidas establecidas por Lleida.net no puedan fallar, o sean totalmente efectivas.** En caso de que se produjera cualquier fallo en el sistema, el negocio y la reputación de Lleida.net podrían verse significativamente perjudicados, y podrían exponerle a litigios o pérdidas.

Negocio intensivo en capital

Actualmente LLN destina entre 1 y 1,1mEUR anuales a inversión en actividades de I+D. No obstante, y aunque pensamos que estos niveles son elevados, podrían no ser suficiente en caso de una mayor evolución tecnológica. Actualmente nuestras estimaciones marcan ratios de capex/ventas del 9% pero las necesidades de inversión podrían incrementarse ostensiblemente en el futuro para el desarrollo de nuevos productos que suplan la gradual commoditización de los existentes.

Capacidad futura de mantener el ritmo de captación de clientes de modo orgánico

El rápido crecimiento del grupo en términos de facturación, personal y territorio puede conllevar un riesgo de pérdida de control y dispersión de recursos. El plan estratégico del grupo diseñado y aprobado por el Consejo de Administración prevé etapas importantes cuantificables que dan pistas sobre posibles problemas de crecimiento. El equipo de gestión,

bien formado y con conocimientos amplios en su campo de actividad, debe informar a la Junta de forma periódica de los principales indicadores de productividad para analizarlos y definir las posibles medidas correctivas requeridas.

Riesgo vinculado al éxito de los proyectos de I+D

Uno de los pilares estratégicos de Lleida.net es la inversión anual realizada en investigación y desarrollo, clave para el crecimiento y consolidación de la Sociedad, lo que le permite afrontar la entrada en nuevos mercados con claras ventajas competitivas.

El Plan de Negocio contempla la activación de los gastos incurridos de los proyectos de I+D+i a realizar por la Sociedad. Generalmente los niveles de activaciones oscilan entre el 5% y 18%. De manera prudente, desde GVC Gaesco hemos reducido los niveles de activaciones proyectados a futuro a la parte baja de la horquilla antes mencionada.

Riesgo de fluctuación en el tipo de cambio de divisas

Los Estados Financieros de la compañía están denominados en EUR. Por tanto, la repatriación de beneficios de filiales y sus cuentas de resultados individuales podrían sufrir quebrantos a nivel de Grupo por las oscilaciones de FX del EUR y las respectivas divisas locales. Con éstas nos referimos especialmente al USD, divisas de LatAm (COP –peso colombiano-, PEN –sol peruano- y MXN –peso mexicano- en su mayoría) y ZAR –Rand sudafricano-.

Aunque este efecto es notable a nivel de top-line se reduce el impacto en EBITDA ya que parte del opex incurrido está denominado en divisa local o dolarizado. En lo que respecta a FCF, debemos tener en mente el efecto que el FX supone en cuanto al capex (aunque los pagos se denominan en EUR, el importe final está altamente correlacionado con el tipo de cambio USDEUR), impuestos y otros factores en moneda local y dólar. Ello hace que, aunque se produzca una depreciación de divisas frente al EUR, ésta se suavice a nivel de FCF.

En su CCAA 2018 se especifica que LLN no está expuesta a un riesgo significativo por tipo de cambio; por tanto, no realiza operaciones de cobertura con instrumentos financieros.

Nuestras estimaciones tienen en cuenta un FX constante para años futuros por la imposibilidad de predecir el movimiento de divisas. Por otro lado, la compañía no tiene contratados derivados para paliar su exposición.

Impacto de incrementos de tipos de interés

De la deuda bancaria actual de Lleida.net (incluyendo subvenciones y créditos blandos vinculados a I+D), el 54% está vinculada a tipos de interés fijos. Ello hace que la compañía se vea relativamente poco impactada por potenciales subidas de tipos de interés en Europa que previsiblemente se darán a partir de 2020.

En cambio, el incremento en los tipos de interés de referencia sí que podría suponer un perjuicio para la capacidad de la compañía de materializar M&A futuro al dificultar la obtención de crédito e incrementar los costes de financiación. Previendo esto, uno de los motivos que LLN esgrimió para su incorporación al MAB fue la apertura de nuevos canales de financiación vía ampliaciones de capital.

Riesgo de crédito

La empresa podría no recuperar alguno de los activos financieros o cuentas a pagar de clientes a consecuencia de un incumplimiento de la contraparte de los contratos y plazos establecidos. La exposición de Lleida.net al riesgo de crédito a cierre de 2018 fue de aproximadamente 2,4mEUR.

La compañía realiza controles periódicos de su cartera de facturas pendientes de cobro teniendo alta certidumbre a la hora de considerar su cobro efectivo. En el caso de que existan motivos fundados para dudar del pago por parte del cliente, se reclasifica el activo y se dota la correspondiente provisión. Por otro lado, LLN trabaja con Crédito y Caucción para mitigar la insolvencia de clientes.

Lleida.net : Summary tables

PROFIT & LOSS (EURm)	12/2016	12/2017	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e
Sales	8.1	9.9	12.4	12.9	15.2	16.7
Cost of Sales & Operating Costs	-7.0	-8.6	-10.7	-10.8	-11.9	-12.6
Non Recurrent Expenses/Income	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	0.6	1.3	1.7	2.1	3.3	4.1
EBITDA (adj.)*	1.0	1.3	1.7	2.1	3.3	4.1
Depreciation	-0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITA	-0.1	1.3	1.7	2.1	3.3	4.1
EBITA (adj)*	0.4	1.3	1.7	2.1	3.3	4.1
Amortisations and Write Downs	-1.1	-1.1	-1.2	-1.0	-1.1	-1.0
EBIT	-1.2	0.2	0.5	1.1	2.2	3.1
EBIT (adj.)*	-0.8	0.3	0.5	1.1	2.2	3.1
Net Financial Interest	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Other Financials	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Non Recurrent Items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Earnings Before Tax (EBT)	-1.4	0.0	0.4	1.0	2.1	3.0
Tax	0.0	0.0	-0.1	-0.3	-0.5	-0.8
<i>Tax rate</i>	<i>n.m.</i>	<i>0.6%</i>	<i>34.1%</i>	<i>25.0%</i>	<i>25.0%</i>	<i>25.0%</i>
Discontinued Operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Profit (reported)	-1.4	0.0	0.3	0.8	1.6	2.3
Net Profit (adj.)	-1.4	0.1	0.3	0.8	1.6	2.3
CASH FLOW (EURm)	12/2016	12/2017	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e
Cash Flow from Operations before change in NWC	0.4	1.1	1.4	1.8	2.7	3.3
Change in Net Working Capital	0.4	0.3	0.1	0.1	-0.6	-0.5
Cash Flow from Operations	0.7	1.4	1.5	1.9	2.1	2.8
Capex	-2.2	-1.2	-1.1	-1.2	-1.4	-1.5
Net Financial Investments	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	-1.5	0.2	0.4	0.8	0.7	1.3
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)	-2.7	-1.2	-0.1	0.0	2.0	3.7
Change in Net Debt	-4	-1	0	1	3	5
NOPLAT	-1	0	0	1	2	2
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)	12/2016	12/2017	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e
Net Tangible Assets	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Net Intangible Assets (incl. Goodwill)	3.6	3.8	3.8	4.0	4.3	4.8
Net Financial Assets & Other	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Total Fixed Assets	4.3	4.6	4.4	4.5	4.8	5.4
Inventories	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Trade receivables	2.3	2.3	2.4	2.5	3.2	3.8
Other current assets	1.5	1.2	0.9	0.9	0.9	1.0
Cash (-)	-1.5	-0.5	-1.1	-1.2	-1.4	-1.5
Total Current Assets	5.2	4.1	4.5	4.6	5.5	6.4
Total Assets	9.6	8.6	8.9	9.1	10.3	11.7
Shareholders Equity	2.8	2.9	3.1	3.6	4.4	5.1
Minority	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total Equity	2.8	2.9	3.1	3.6	4.4	5.1
Long term interest bearing debt	1.9	1.1	1.4	1.4	1.7	2.2
Provisions	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Other long term liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total Long Term Liabilities	2.1	1.2	1.5	1.5	1.8	2.3
Short term interest bearing debt	1.9	1.8	2.2	1.8	1.8	1.8
Trade payables	1.5	1.8	2.0	2.2	2.3	2.5
Other current liabilities	1.3	1.0	0.2	0.0	0.0	0.0
Total Current Liabilities	4.7	4.6	4.4	4.0	4.2	4.3
Total Liabilities and Shareholders' Equity	9.6	8.6	8.9	9.1	10.3	11.7
Net Capital Employed	5.3	5.3	5.6	5.7	6.6	7.7
Net Working Capital	0.8	0.5	0.4	0.3	0.9	1.4
GROWTH & MARGINS	12/2016	12/2017	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e
<i>Sales growth</i>	<i>-4.2%</i>	<i>23.2%</i>	<i>24.8%</i>	<i>4.1%</i>	<i>17.6%</i>	<i>10.3%</i>
EBITDA (adj.)* growth	164.4%	28.8%	24.8%	27.4%	52.4%	25.7%
<i>EBITA (adj.)* growth</i>	<i>-1.1%</i>	<i>244.7%</i>	<i>24.8%</i>	<i>27.4%</i>	<i>52.4%</i>	<i>25.7%</i>

Lleida.net : Summary tables

GROWTH & MARGINS	12/2016	12/2017	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e
Net Profit growth	n.m.	n.m.	357.2%	188.1%	105.5%	41.9%
EPS adj. growth	n.m.	n.m.	357.2%	188.1%	105.5%	41.9%
DPS adj. growth						
EBITDA (adj)* margin	13.0%	13.6%	13.6%	16.6%	21.5%	24.5%
EBITA (adj)* margin	4.9%	13.6%	13.6%	16.6%	21.5%	24.5%
EBIT (adj)* margin	n.m.	2.7%	4.3%	8.6%	14.6%	18.6%
RATIOS	12/2016	12/2017	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e
Net Debt/Equity	0.8	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5
Net Debt/EBITDA	4.2	1.8	1.4	0.9	0.7	0.6
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	3.2	6.3	14.4	31.5	55.0	72.4
Capex/D&A	121.0%	112.0%	95.6%	112.7%	128.8%	150.2%
Capex/Sales	27.1%	12.2%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%
NWC/Sales	10.0%	5.1%	3.5%	2.4%	5.8%	8.1%
ROE (average)	-33.0%	2.1%	9.2%	23.6%	40.3%	48.2%
ROCE (adj.)	-8.0%	3.0%	5.9%	12.2%	21.0%	25.6%
WACC	12.4%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
ROCE (adj.)/WACC	-0.6	0.3	0.5	1.0	1.7	2.1
PER SHARE DATA (EUR)***	12/2016	12/2017	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e
Average diluted number of shares	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0
EPS (reported)	-0.09	0.00	0.02	0.05	0.10	0.14
EPS (adj.)	-0.09	0.00	0.02	0.05	0.10	0.14
BVPS	0.18	0.18	0.19	0.22	0.27	0.32
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
VALUATION	12/2016	12/2017	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e
EV/Sales	1.5	1.3	1.4	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	21.7	9.7	10.2	9.3	6.1	5.0
EV/EBITDA (adj.)*	11.6	9.5	10.2	9.3	6.1	5.0
EV/EBITA	-126.9	9.7	10.2	9.3	6.1	5.0
EV/EBITA (adj.)*	31.0	9.5	10.2	9.3	6.1	5.0
EV/EBIT	n.m.	51.7	32.5	18.0	9.1	6.6
EV/EBIT (adj.)*	n.m.	47.7	32.4	18.0	9.1	6.6
P/E (adj.)	n.m.	n.m.	n.m.	23.2	11.3	7.9
P/BV	3.5	3.7	4.9	5.1	4.1	3.6
Total Yield Ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/CE	2.5	2.7	3.7	4.3	3.7	3.2
OpFCF yield	-14.6%	2.1%	2.7%	4.2%	4.1%	7.2%
OpFCF/EV	-12.0%	1.8%	2.3%	3.8%	3.7%	6.4%
Payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividend yield (gross)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV AND MKT CAP (EURm)	12/2016	12/2017	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e
Price** (EUR)	0.62	0.67	0.93	1.13	1.13	1.13
Outstanding number of shares for main stock	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0
Total Market Cap	10	11	15	18	18	18
Net Debt	2	2	2	2	2	3
<i>o/w Cash & Marketable Securities (-)</i>	<i>-1</i>	<i>-1</i>	<i>-1</i>	<i>-1</i>	<i>-1</i>	<i>-2</i>
<i>o/w Gross Debt (+)</i>	<i>4</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>4</i>
Other EV components	0	0	0	0	0	0
Enterprise Value (EV adj.)	12	13	17	20	20	20

Source: Company, GVC Gaesco Valores estimates.

Notes

* Where EBITDA (adj.) or EBITA (adj.) = EBITDA (or EBITA) -/+ Non Recurrent Expenses/Income and where EBIT (adj.) = EBIT -/+ Non Recurrent Expenses/Income - PPA amortisation

**Price (in local currency): Fiscal year end price for Historical Years and Current Price for current and forecasted years

Sector: Software & Computer Services/Software & Computer Services

Company Description: Lleida.net is the First Registering Operator, a leading Telecom company specialised in the field of registered communications, aiming at providing companies, public administrations and private users with secure, trustworthy, efficient and profitable electronic communications that will directly help to improve their results.

European Coverage of the Members of ESN

Aerospace & Defense	Mem(*)	Ence	GVC	Vidrala	GVC	Exel Industries	CIC
Airbus Se	CIC	Mytilneos	OPB	Vilmorin	CIC	Fincantieri	BAK
Dassault Aviation	CIC	Semapa	CBI	Viscofan	GVC	Groupe Gorge	CIC
Figeac Aero	CIC	The Navigator Company	CBI	Vranken Pommery Monopole	CIC	Haulotte Group	CIC
Latecoere	CIC	Tubacex	GVC	Food & Drug Retailers	Mem(*)	Ima	BAK
Leonardo	BAK	Chemicals	Mem(*)	Carrefour	CIC	Interpump	BAK
Lisi	CIC	Air Liquide	CIC	Casino Guichard-Perrachon	CIC	Manitou	CIC
Safran	CIC	Arkema	CIC	Jeronimo Martins	CBI	Prima Industrie	BAK
Thales	CIC	Plasticos Compuestos	GVC	Marr	BAK	Prysmian	BAK
Alternative Energy	Mem(*)	Electronic & Electrical Eq.	Mem(*)	Sonae	CBI	Talgo	GVC
Plc	BAK	Rexel	CIC	General Industrials	Mem(*)	Zardoya Otis	GVC
Siemens Gamesa Re	GVC	Fin. Serv. Holdings	Mem(*)	Adl Bionatur Solutions	GVC	Industrial Transportation	Mem(*)
Voltalia	CIC	Cir	BAK	Cembre	BAK	Bollore	CIC
Automobiles & Parts	Mem(*)	Corp. Financiera Alba	GVC	Sergeferrari Group	CIC	Clasquin	IAC
Brembo	BAK	Digital Magics	BAK	General Retailers	Mem(*)	Ctt	CBI
Faurecia	CIC	Eurazeo	CIC	Emova Group	IAC	Insurance	Mem(*)
Ferrari	BAK	Ffp	CIC	Fnac Darty	CIC	Axa	CIC
Fiat Chrysler Automobiles	BAK	Rallye	CIC	Fourlis Holdings	OPB	Catalana Occidente	GVC
Gestamp	GVC	Tip Tamburi Investment Partners	BAK	Inditex	GVC	Cattolica Assicurazioni	BAK
Indelb	BAK	Wendel	CIC	Jumbo	OPB	Generali	BAK
Landi Renzo	BAK	Fin. Serv. Industrials	Mem(*)	Maisons Du Monde	CIC	Mapfre	GVC
Piaggio	BAK	Athex Group	OPB	Ovs	BAK	Net Insurance	BAK
Pininfarina	BAK	Bolsas Y Mercados Espanoles	GVC	Unieuro	BAK	Unipolsai	BAK
Plastic Omnium	CIC	Dovalue	BAK	Healthcare	Mem(*)	Materials, Construction	Mem(*)
Sogefi	BAK	Nexi	BAK	Ab Biotics	GVC	Acs	GVC
Banks	Mem(*)	Tinexta	BAK	Abionyx Pharma	CIC	Aena	GVC
Alpha Bank	OPB	Financial Services Banks	Mem(*)	Amplifon	BAK	Astaldi	BAK
Banca Mps	BAK	Amundi	CIC	Atrys Health	GVC	Atlantia	BAK
Banco Sabadell	GVC	Anima	BAK	Crossject	CIC	Buzzi Unicem	BAK
Banco Santander	GVC	Azimut	BAK	Diasorin	BAK	Capelli	CIC
Bankia	GVC	Banca Farmafactoring	BAK	El.En.	BAK	Eiffage	CIC
Bankinter	GVC	Banca Generali	BAK	Fermentalg	CIC	Ezentis	GVC
Bbva	GVC	Banca Ifis	BAK	Fine Foods	BAK	Fcc	GVC
Bcp	CBI	Banca Mediolanum	BAK	Genfit	CIC	Ferrovial	GVC
Bnp Paribas	CIC	Banca Sistema	BAK	Guerbet	CIC	Groupe Adp	CIC
Bper	BAK	Finecobank	BAK	Korian	CIC	Groupe Poujolat	CIC
Caixabank	GVC	Poste Italiane	BAK	Oncodesign	CIC	Groupe Sfpi S.A.	CIC
Credem	BAK	Food & Beverage	Mem(*)	Orpea	CIC	Herige	CIC
Credit Agricole Sa	CIC	Advini	CIC	Recordati	BAK	Hexaom	CIC
Creval	BAK	Bonduelle	CIC	Shedir Pharma	BAK	Imerys	CIC
Eurobank	OPB	Campari	BAK	Theraclion	CIC	Kaufman & Broad	IAC
Intesa Sanpaolo	BAK	Coca Cola Hbc Ag	OPB	Household Goods	Mem(*)	Lafargeholcim	CIC
Liberbank	GVC	Danone	CIC	Abeo	CIC	Maire Tecnimont	BAK
Mediobanca	BAK	Ebro Foods	GVC	De Longhi	BAK	Mota Engil	CBI
National Bank Of Greece	OPB	Enervit	BAK	Elica	BAK	Obrascon Huarte Lain	GVC
Natixis	CIC	Fleury Michon	CIC	Fila	BAK	Sacyr	GVC
Piraeus Bank	OPB	Italian Wine Brands	BAK	Groupe Seb	CIC	Saint Gobain	CIC
Rothschild & Co	CIC	La Doria	BAK	Industrial Engineering	Mem(*)	Salini Impregilo	BAK
Societe Generale	CIC	Lanson-Bcc	CIC	Alstom	CIC	Sias	BAK
Ubi Banca	BAK	Laurent Perrier	CIC	Biesse	BAK	Sonae Industria	CBI
Unicredit	BAK	Ldc	CIC	Caf	GVC	Tarkett	CIC
Basic Resources	Mem(*)	Massimo Zanetti	BAK	Carraro	BAK	Thermador Groupe	CIC
Acerinox	GVC	Orsero	BAK	Cnh Industrial	BAK	Titan Cement International	OPB
Altri	CBI	Pernod Ricard	CIC	Danieli	BAK	Trevi	BAK
Arcelormittal	GVC	Remy Cointreau	CIC	Datalogic	BAK	Vicat	CIC
Corticeira Amorim	CBI	Tipiak	CIC	Emak	BAK	Vinci	CIC

Media	Mem(*)	Kering	CIC	Ingenico	CIC	Iberdrola	GVC
Arnoldo Mondadori Editore	BAK	L'Oreal	CIC	Memscap	IAC	Iren	BAK
Atresmedia	GVC	Lvmh	CIC	Osmozis	CIC	Italgas	BAK
Cairo Communication	BAK	Moncler	BAK	Stmicroelectronics	BAK	Naturgy	GVC
Cofina	CBI	Safilo	BAK	Tier 1 Technology	GVC	Public Power Corp	OPB
Digital Bros	BAK	Salvatore Ferragamo	BAK	Telecommunications	Mem(*)	Red Electrica Corporacion	GVC
Digitouch	BAK	Sarantis	OPB	Acotel	BAK	Ren	CBI
Gedi Gruppo Editoriale	BAK	Smcp	CIC	Altice Europe	CIC	Snam	BAK
GI Events	CIC	Swatch Group	CIC	Bouygues	CIC	Solaria	GVC
Il Sole 24 Ore	BAK	Technogym	BAK	Euskaltel	GVC	Terna	BAK
Impresa	CBI	Tod'S	BAK	Iliad	CIC		
Iol	BAK	Real Estate	Mem(*)	Masmovil	GVC		
Ipsos	CIC	Igd	BAK	Nos	CBI		
Jcdecaux	CIC	Lar España	GVC	Orange	CIC		
Lagardere	CIC	Merlin Properties	GVC	Ote	OPB		
M6-Metropole Television	CIC	Quabit Inmobiliaria	GVC	Telecom Italia	BAK		
Mediaset	BAK	Realia	GVC	Telefonica	GVC		
Mediaset Espana	GVC	Software & Computer Ser.	Mem(*)	Tiscali	BAK		
Nrj Group	CIC	Agile Content	GVC	Vodafone	BAK		
Publicis	CIC	Akka Technologies	CIC	Travel & Leisure	Mem(*)		
Rcs Mediagroup	BAK	Alten	CIC	Accor	CIC		
Solocal Group	CIC	Altran	CIC	Aegean Airlines	OPB		
Teleperformance	CIC	Amadeus	GVC	Autogrill	BAK		
Tf1	CIC	Assystem	CIC	Beneteau	CIC		
Ubisoft	CIC	Atos	CIC	Compagnie Des Alpes	CIC		
Vivendi	CIC	Axway Software	CIC	Elior	CIC		
Vogo	CIC	Capgemini	CIC	Europcar	CIC		
Oil & Gas Producers	Mem(*)	Cast	CIC	Gamenet	BAK		
Ecoslops	CIC	Catenon	GVC	Groupe Partouche	IAC		
Enauta	CBI	Econocom	CIC	I Grandi Viaggi	BAK		
Eni	BAK	Esi Group	CIC	Ibersol	CBI		
Galp Energia	CBI	Exprivia	BAK	Int. Airlines Group	GVC		
Gas Plus	BAK	Gigas Hosting	GVC	Intralot	OPB		
Hellenic Petroleum	OPB	Gpi	BAK	Melia Hotels International	GVC		
Maurel Et Prom	CIC	Groupe Open	CIC	Nh Hotel Group	GVC		
Motor Oil	OPB	Indra Sistemas	GVC	Opap	OPB		
Repsol	GVC	Neurones	CIC	Pierre Et Vacances	CIC		
Total	CIC	Novabase	CBI	Sodexo	CIC		
Oil Services	Mem(*)	Reply	BAK	Sonae Capital	CBI		
Bourbon	CIC	Sii	CIC	Trigano	CIC		
Cgg	CIC	Sopra Steria Group	CIC	Utilities	Mem(*)		
Gaztransport Et Technigaz	CIC	Visiativ	CIC	A2A	BAK		
Rubis	CIC	Worldline	CIC	Acciona	GVC		
Saipem	BAK	Support Services	Mem(*)	Acea	BAK		
Technipfmc Plc	CIC	Bureau Veritas	CIC	Albioma	CIC		
Tecnicas Reunidas	GVC	Cellnex Telecom	GVC	Derichebourg	CIC		
Tenaris	BAK	Edenred	CIC	Edp	CBI		
Vallourec	CIC	Enav	BAK	Edp Renováveis	CBI		
Personal Goods	Mem(*)	Fiera Milano	BAK	Enagas	GVC		
Basicnet	BAK	Inwit	BAK	Endesa	GVC		
Brunello Cucinelli	BAK	Openjobmetis	BAK	Enel	BAK		
Cellularline	BAK	Rai Way	BAK	Erg	BAK		
Cie Fin. Richemont	CIC	Technology Hardware & Eq.	Mem(*)	Eydap	OPB		
Geox	BAK	Adeunis	CIC	Falck Renewables	BAK		
Hermes Intl.	CIC	Evolis	CIC	Greenalia	GVC		
Interparfums	CIC	Hf Company	CIC	Hera	BAK		

LEGEND:

BAK: Banca Akros; CIC: CM-CIC Market Solutions; CBI: Caixa-Banco de Investimento; GVC: GVC Gaesco Valores, SV, SA; OPB: Optima bank (as 1st November 2019)

List of ESN Analysts (**)

Artur Amaro	CBI	+351 213 89 6822	artur.amaro@caixabi.pt
Helena Barbosa	CBI	+351 21 389 6831	helena.barbosa@caixabi.pt
Dimitris Birbos	OPB	+30 210 81 73 392	dbirbos@optimabank.gr
Agnès Blazy	CIC	+33 1 53 48 80 67	agnes.blazy@cmccic.fr
Andrea Bonfà	BAK	+39 02 4344 4269	andrea.bonfa@bancaakros.it
Jean-Baptiste Bouchet	CIC	+33 1 53 48 80 69	jeanbaptiste.bouchet@cmccic.fr
Giada Cabrino, CIIA	BAK	+39 02 4344 4092	giada.cabrino@bancaakros.it
Nuno Castro	CBI	+351 21 389 68 39	nuno.castro@caixabi.pt
Pierre Chédeville	CIC	+33 1 53 48 80 97	pierre.chedeville@cmccic.fr
Emmanuel Chevalier	CIC	+33 1 53 48 80 72	emmanuel.chevalier@cmccic.fr
David Da Maia	CIC	+33 1 53 48 89 36	david.damaia@cmccic.fr
Claire Deray	IAC	+33 6 18 49 29 35	cd@sponsor-finance.com
Dominique Descours	CIC	+33 1 53 48 81 12	dominique.descours@cmccic.fr
Christian Devismes	CIC	+33 1 53 48 80 85	christian.devismes@cmccic.fr
Andrea Devita, CFA	BAK	+39 02 4344 4031	andrea.devita@bancaakros.it
Valérie Dieppe	IAC	+33 6 07 66 22 74	vdieppe@vdequity.com
Enrico Esposti, CIIA	BAK	+39 02 4344 4022	enrico.esposti@bancaakros.it
Rafael Fernández de Heredia	GVC	+34 91 436 78 08	rafael.fernandezdeheredia@gvcgaesco.es
Gabriele Gambarova	BAK	+39 02 43 444 289	gabriele.gambarova@bancaakros.it
Pietro Gasparri, CIIA, CEFA	BAK	+39 02 4344 4238	pietro.gasparri@bancaakros.it
Alexandre Gérard	CIC	+33 1 53 48 80 93	alexandre.gerard@cmccic.fr
Ebrahim Homani	CIC	+33 1 53 48 80 94	ebrahim.homani@cmccic.fr
Carlos Jesus	CBI	+351 21 389 6812	carlos.jesus@caixabi.pt
Jean-Christophe Lefèvre-Moulenq	CIC	+33 1 53 48 80 65	jeanchristophe.lefevremoulenq@cmccic.fr
João Miguel Lourenço	CBI	+35 121 389 6841	joao.lourenco@caixabi.pt
Konstantinos Manolopoulos	OPB	+30 210 817 3388	kmanolopoulos@optimabank.gr
Charles Henry Mata	CIC	+33 1 53 48 80 64	charleshenry.mata@cmccic.fr
Fanny Meindre, PhD	CIC	+33 1 53 48 80 84	fanny.meindre@cmccic.fr
Emanuele Oggioni	BAK	+39 0243 444 237	emanuele.oggioni@bancaakros.it
Jaime Pallares Garcia	GVC	+34 91 436 7818	jaime.pallares@gvcgaesco.es
Victor Peiro Pérez	GVC	+34 91 436 7812	victor.peiro@gvcgaesco.es
Juan Peña	GVC	+34 91 436 78 16	juan.pena@gvcgaesco.es
Alexandre Plaud	CIC	+33 1 53 48 80 90	alexandre.plaud@cmccic.fr
Francis Prêtre	CIC	+33 4 78 92 02 30	francis.pretre@cmccic.fr
Eric Ravary	CIC	+33 1 53 48 80 71	eric.ravary@cmccic.fr
Iñigo Recio Pascual	GVC	+34 91 436 7814	inigo.recio@gvcgaesco.es
Arnaud Riverain	IAC	+33 6 43 87 10 57	ariverain@greensome-finance.com
Beatriz Rodriguez Fernandez	GVC	+34 914 367 871	beatriz.rodriguez@gvcgaesco.es
Jean-Luc Romain	CIC	+33 1 53 48 80 66	jeanluc.romain@cmccic.fr
Vassilis Roumantzis	OPB	+30 2108173394	vroumantzis@optimabank.gr
Paola Saglietti	BAK	+39 02 4344 4287	paola.saglietti@bancaakros.it
Francesco Sala	BAK	+39 02 4344 4240	francesco.sala@bancaakros.it
Natalia Svyrou-Svyriadi	OPB	+30 210 81 73 384	nsviriadi@optimabank.gr
Luigi Tramontana	BAK	+39 02 4344 4239	luigi.tramontana@bancaakros.it

(**) excluding: strategists, macroeconomists, heads of research not covering specific stocks, credit analysts, technical analysts

Information regarding Market Abuse and Conflicts of Interests and recommendation history available in our web page: www.valores.gvcgaesco.es and our offices

The information and opinions contained in this document have been compiled by GVC Gaesco Valores S.V., S.A., from sources believed to be reliable. This document is not intended to be an offer, or a solicitation to buy or sell relevant securities. GVC Gaesco Valores S.V., S.A., will not take any responsibility whatsoever for losses which may derive from use of the present document or its contents, GVC Gaesco Valores S.V., S.A., can occasionally have positions in some of the securities mentioned in this report, through its trading portfolio or negotiation. Additionally, there can exist a commercial relation between GVC Gaesco Valores S.V., S.A., and the mentioned companies..

As of the date of this report, GVC Gaesco Valores S.V., S.A.,

- acts as registered advisor, agent or liquidity provider for the following companies: AB Biotics; Catenon SA; Clever Global SA, Euroespes, S.A., Facephi Biometría SA., Griñó Ecologic SA, Lleidanetworks Serveis Telematics SA., NBI Bearings Europe S.A. Trajano Iberia Socimi, SA; Asgard Investment Hotels (prev: Obsido Socimi SA, Eurona Telecom SA; Secuoya Grupo de Comunicación SA; Mercal Inmuebles Socimi SA; Neuron Bio SA; Student Properties Spain (SOCIMI); Solaria Casiopea (bonos MARF); Atrys Health, Quonia (Socimi); TIER1 Technology; Excem Capital Partners Sociedad de Inversión Residencial (Socimi YEXR) ; Agile Content; Imaginarium; Noel Bio; Promorent Socimi, SA. ENCE Energía y Celulosa; Plásticos Compuestos SA ;
- has participated and/or participates as lead or co-lead manager in corporate operations with the following companies: Clever Global SA; Dogi International Fabrics SA; Inypsa; Lleidanetworks Serveis Telematics SA, MasMovil Ibercom; Globasol (Solaria); ADL Bionatur Solutions ; Plásticos Compuestos SA ;
- has, during the last year, performed a significant amount of business with: Bankia, Ferrovial S.A., Codere.
- has a contractual relationship to provide financial services, through which GVC Gaesco Valores S.V.,S.A., executes orders on the treasury stocks of the following companies: CaixaBank S.A., Grupo Ezentis S.A.;
- has a liquidity contract as outlined by the CNMV's Circular 1/2017 with: Indra Sistemas; Melia Hotels International; Española de Viviendas en Alquiler S.A. (CEVASA);
- has signed a Corporate Brokerage agreement that includes a contractually agreed provision of research services and in return, GVC Gaesco Valores receives a compensation. These reports have been or could have been previously shown to the companies: Agile Content, Atrys Health ; Gigas Hosting ; Catenon ; Greenalia ; Quabit Inmobiliaria; ADL Bionatur Solutions

Employees of the sales departments or other departments of GVC Gaesco Valores or other entities of the GVC Gaesco Group may provide market, oral or written comments or investment strategies to customers that reflect opinions contrary to those expressed herein, and GVC Gaesco Valores or any other entity of the GVC Gaesco Group may make investment decisions on its own behalf that are inconsistent with the recommendations contained herein. **At the date of preparation of this report, GVC Gaesco Valores holds a non-significant equity interest in LLEIDANETWORKS SERVEIS TELEMATICS S.A. of its own account.**

Recommendation history for LLEIDA.NET

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
20-Nov-19	Buy	1.51	1.13

Source: Factset & ESN, price data adjusted for stock splits.

This chart shows GVC Gaesco Valores continuing coverage of this stock; the current analyst may or may not have covered it over the entire period. Current analyst: Juan Peña (since 20/11/2019)



ESN Recommendation System

The ESN Recommendation System is **Absolute**. It means that each stock is rated on the basis of a **total return**, measured by the upside potential (including dividends and capital reimbursement) over a **12 month time horizon**.



The ESN spectrum of recommendations (or ratings) for each stock comprises 5 categories: **Buy (B)**, **Accumulate (A)**, **Neutral (N)**, **Reduce (R)** and **Sell (S)**.

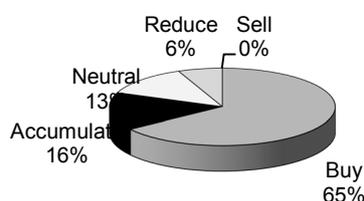
Furthermore, in specific cases and for a limited period of time, the analysts are allowed to rate the stocks as **Rating Suspended (RS)** or **Not Rated (NR)**, as explained below.

Meaning of each recommendation or rating:

- **Buy:** the stock is expected to generate total return of **over 15%** during the next 12 months time horizon
- **Accumulate:** the stock is expected to generate total return of **5% to 15%** during the next 12 months time horizon
- **Neutral:** the stock is expected to generate total return of **-5% to +5%** during the next 12 months time horizon
- **Reduce:** the stock is expected to generate total return of **-5% to -15%** during the next 12 months time horizon
- **Sell:** the stock is expected to generate total return **under -15%** during the next 12 months time horizon
- **Rating Suspended:** the rating is suspended due to a change of analyst covering the stock or a capital operation (take-over bid, SPO, ...) where the issuer of the document (a partner of ESN) or a related party of the issuer is or could be involved
- **Not Rated:** there is no rating for a company being floated (IPO) by the issuer of the document (a partner of ESN) or a related party of the issuer

Certain flexibility on the limits of total return bands is permitted especially during higher phases of volatility on the markets

GVC Gaesco Valores, S.V., S.A. Ratings Breakdown



For full ESN Recommendation and Target price history (in the last 12 months) please see ESN Website [Link](#)

Date and time of production: (20th November 2019 16:10 CET

First date and time of dissemination: (20th November 2019 16:15 CET

Disclaimer:

These reports have been prepared and issued by the Members of European Securities Network LLP ("ESN"). ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof), are neither liable for the proper and complete transmission of these reports nor for any delay in their receipt. Any unauthorised use, disclosure, copying, distribution, or taking of any action in reliance on these reports is strictly prohibited. The views and expressions in the reports are expressions of opinion and are given in good faith, but are subject to change without notice. These reports may not be reproduced in whole or in part or passed to third parties without permission. The information herein was obtained from various sources. ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) do not guarantee their accuracy or completeness, and neither ESN, nor its Members, nor its Members' affiliates (nor any director, officer or employee thereof) shall be liable in respect of any errors or omissions or for any losses or consequential losses arising from such errors or omissions. Neither the information contained in these reports nor any opinion expressed constitutes an offer, or an invitation to make an offer, to buy or sell any securities or any options, futures or other derivatives related to such securities ('related investments'). These reports are prepared for the clients of the Members of ESN only. They do not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive any of these reports. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities or investment strategies discussed or recommended in these reports and should understand that statements regarding future prospects may not be realised. Investors should note that income from such securities, if any, may fluctuate and that each security's price or value may rise or fall. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in these reports. In addition, investors in securities such as ADRs, whose value are influenced by the currency of the underlying security, effectively assume currency risk. ESN, its Members and their affiliates may submit a pre-publication draft (without mentioning neither the recommendation nor the target price/fair value) of its reports for review to the Investor Relations Department of the issuer forming the subject of the report, solely for the purpose of correcting any inadvertent material inaccuracies. Like all members employees, analysts receive compensation that is impacted by overall firm profitability. For further details about the analyst certification, the specific risks of the company and about the valuation methods used to determine the price targets included in this report/note, please refer to the specific disclaimer pages prepared by the ESN Members. In the case of a short note please refer to the latest relevant published research on single stock or contact the analyst named on the front of the report/note for detailed information on the valuation methods, earning estimates and risks. A full description of all the organisational and administrative measures taken by the Members of ESN to manage interest and conflicts of interest are available on the website of the Members or in the local disclaimer of the Members or contacting directly the Members. Research is available through the ESN Members sales representative. ESN will provide periodic updates on companies or sectors based on company-specific developments or announcements, market conditions or any other publicly available information. Unless agreed in writing with an ESN Member, this research is intended solely for internal use by the recipient. Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into Australia, Canada or Japan or distributed, directly or indirectly, in Australia, Canada or Japan or to any resident thereof. This document is for distribution in the U.K. Only to persons who have professional experience in matters relating to investments and fall within article 19(5) of the financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the "order") or (ii) are persons falling within article 49(2)(a) to (d) of the order, namely high net worth companies, unincorporated associations etc. (all such persons together being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied upon by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. The distribution of this document in other jurisdictions or to residents of other jurisdictions may also be restricted by law, and persons into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. By accepting this report you agree to be bound by the foregoing instructions. You shall indemnify ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) against any damages, claims, losses, and detriments resulting from or in connection with the unauthorized use of this document. For disclosure upon "conflicts of interest" on the companies under coverage by all the ESN Members, on the "interests" and "conflicts" of the analysts and on each "company recommendation history", please visit the ESN website (http://www.esnpartnership.eu/research_and_database_access/insite)

or refer to the local disclaimer of the Members, or contact directly the Member

www.bancaakros.it regulated by the CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

www.caixabi.pt regulated by the CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

www.cmcm.com regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

www.optimabank.gr regulated by the HCMC - Hellenic Capital Market Commission

www.valores.gvcgaesco.es regulated by CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores

Members of ESN (European Securities Network LLP)



GVC Gaesco Valores, S.V., S.A.
C/- Fortuny 17
28010 Madrid
Spain
Phone: +34 91 436 7813



Optima bank S.A.
32 Aigialeias Str & Paradissou,
151 25 Maroussi,
Greece
Phone: +30 210 81 73 383

