

Dos goles en contra en el 2023, todavía queda mucho partido

Analista: Guillermo Serrano - gfs@checkpointp.com

7am, 5 septiembre 2023*

Lleida.net registró unas pérdidas de 0,6€ millones en el 2T23 (publicadas el pasado 9 de agosto) debido a un descenso trimestral imprevisto del 48% en las ventas de ICX hasta los 1,2€ millones. Esta caída fue la principal responsable de las pérdidas del trimestre. También la baja de 472 como cliente (anunciada en el 1T23) afectó, como era de esperar, a Notificaciones que cayeron un 25%.

¿Qué va a pasar ahora?

Creemos que el negocio SaaS sigue generando crecimiento (sin la pérdida de 472, el SaaS seguiría mejorando en 2023), mientras que se espera que las divisiones de SMS continúen aportando (relativamente estables hasta este 2T) flujo de caja.

La compañía ya inició en 2022 un plan de racionalización de gastos que se ha traducido en un aumento contenido del 3% de los gastos operativos en la primera mitad del 2023, en línea con la inflación. Esperamos que los esfuerzos por reducir costes continuarán.

Nuevas previsiones y precio objetivo

Reducimos (un 18%) las previsiones del Margen Bruto para 2023 hasta los 10,4€ millones de euros (vs 10,8€ millones en 2022) y el Flujo de Caja Operativo (Ebitda cash) a 0,5€ millones (frente a una previsión anterior de 2,4€ millones de euros)

Rebajamos nuestro precio objetivo de 5,00€ a 3,00€ euros para reflejar nuestras menores estimaciones. Pensamos que Lleida net sigue siendo una sólida apuesta de crecimiento SaaS que se ha visto afectada a corto plazo por acontecimientos, en parte, atribuibles a terceros.

Renta Variable

BME Growth
Tecnología

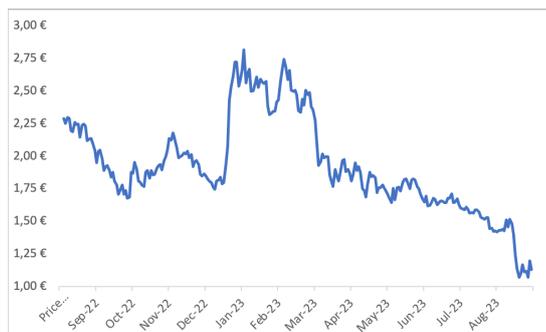
Precio (4pm 4/9/23): €1,20

RIC: LLN

Precio Objetivo (12-18 m): €3,00

Rango 52 semanas (€):	2,82-1,07
Cap. Bur. (€ millones):	19,3
No. Acciones (millones):	16,05
Vol medio diario (€, 12m):	91 mil
Volatilidad media diaria:	3.5%

Gráfico de precios (12 meses)



(€ millones)	2022	2023e	2024e	2025e
Ventas	20,7	18,1	20,0	21,4
Ebitda	0,8	0,5	1,9	2,5
B. Neto	-0,5	-0,9	0,4	1,0
BPA	-0,03	-0,06	0,03	0,06
Deuda neta	8,6	8,7	7,4	5,7
VE/ Ventas	1,3	1,5	1,4	1,3
VE/Ebitda	34,9	56,6	14,5	11,0
P/B	-37,4	-21,4	44,8	20,1
RFC	3%	1%	8%	11%

Razones para creer en Lleida.net

Lleida net opera en nichos de mercado (SMS y LegalTech) donde su posición de mercado sigue siendo sólida. También pensamos que el grupo saldrá reforzado (complementariedad) de su adquisición de Indenova. La caída de los ingresos SMS, el inesperado episodio de 472 y un reajuste en Indenova más lento de lo previsto, han sido acontecimientos adversos a corto plazo pero consideramos que están dentro de una tendencia de crecimiento y creación de valor a largo plazo.

Contratación: el pasado mes de julio de 2023, Lleida net dio a conocer cifras de producción relativas a la principal línea de producto click & sign que apuntan hacia un incremento de usuarios únicos y volúmenes de uso. Evidencia que sigue aportando crecimiento.

Notificación: se compone de su producto de correo electrónico certificado y, excluyendo el efecto 472, sigue arrojando tasas positivas de crecimiento. Además, en un contexto de ralentización de la economía y de aumento de la morosidad, el producto de Notificación se espera que se mantenga fuerte.

Otros SaaS: es una mezcla de Indenova y otros servicios de Lleida net, que en su conjunto incluyen licencias de servicios, comprobación de correo electrónico, sellos de tiempo, directorios de móviles para otros operadores y verificaciones de identidad. Esta división ha crecido un 18% durante el 1S23 (si bien un 3% en el 2T23), pero esperamos que el crecimiento sea positivo en adelante tras los cambios implementados tras la adquisición de Indenova.

Soluciones SMS e ICX: ha dado muestras de flaquear en 2023, especialmente el ICX. Es una división rentable porque la base de costes que se utiliza para gestionarla es bastante modesta, si bien sus ingresos son más difíciles de predecir y dependen de influencias externas difíciles de anticipar. A pesar de los problemas, Lleida net es un actor global de calado en este nicho del espacio de las telecomunicaciones y su infraestructura de software le permite mantenerse siempre competitiva en relación con otros actores.

De cara a 2024, esperamos que los costes sigan reajustándose, mientras que los ingresos deberían repuntar en ausencia de los factores negativos observados en 2023. La mezcla de ambos debería traducirse en una mejora del Ebitda y, con ella, en la vuelta a un círculo virtuoso de creación de valor.

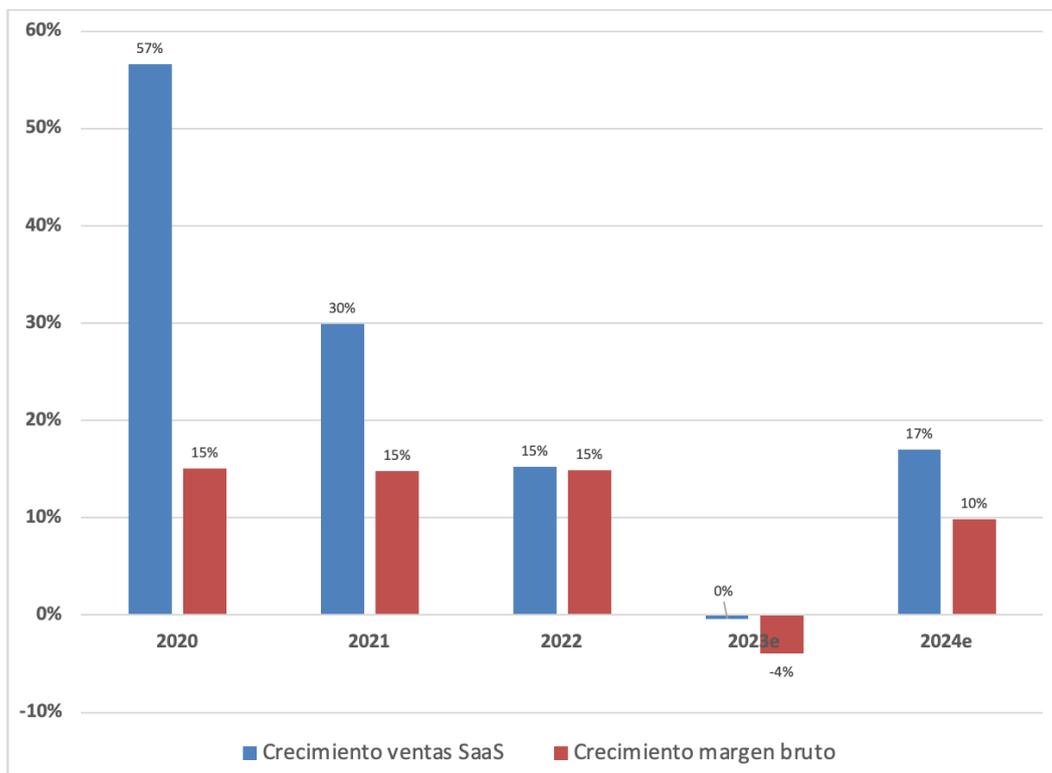
Razones de la caída del precio de LLN

Las acciones [lleida.net](https://www.lleida.net) han caído un 50% en los últimos 12 meses y algo más del 90% desde sus máximos del 2020. La razón: una fuerte contracción de los múltiplos de valoración tras una ralentización del crecimiento en ventas.

El repunte del valor durante la pandemia del 2020 (de 1€ a más de 10€ por acción) se dio por la expectativa generada que las soluciones digitales de [lleida.net](https://www.lleida.net) fueran una alternativa eficaz, inmediata y legal a los contratos y notificaciones en papel, para beneficio de personas, empresas y entidades públicas (como así fue).

En su punto más álgido (octubre de 2020), [lleida.net](https://www.lleida.net) cotizaba con un VE/Ventas de más de 10x, sustentado por un aumento del 57% en las ventas de SaaS durante ese año. Si bien, dado que el SaaS contribuyó al 26% de las ventas totales, se tradujo en tan solo un incremento del 15% del Margen Bruto (las dos divisiones SMS juntas crecían a un solo dígito).

Crecimiento real y esperado de ventas SaaS y margen bruto (2020-2024e)

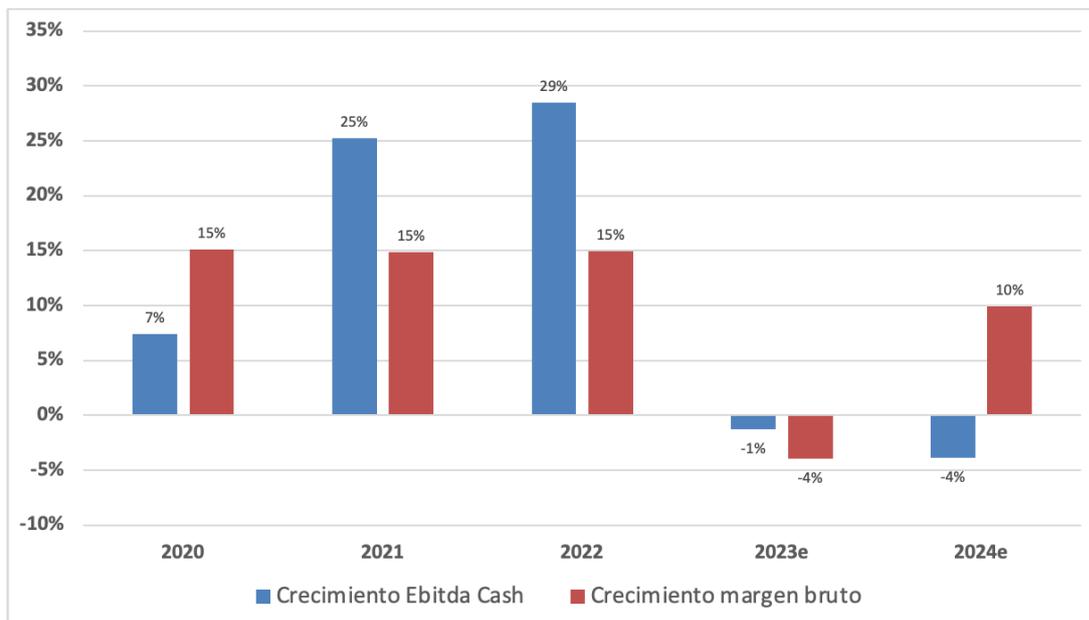


Fuente: [lleida.net](https://www.lleida.net) y Checkpoint

Un año después, en 2021, las ventas SaaS se ralentizaron hasta el 30% de crecimiento (por debajo de las expectativas del mercado), lo que hizo caer la cotización un 50% hasta octubre de 2021 (por compararlo con el máximo de octubre de 2020) y su múltiplo VE/Ventas hasta los 4,8x,. Ese año, Lleida net invirtió en crecimiento mediante un aumento del 25% en gastos operativos (principalmente de personal), sin embargo, el crecimiento del Margen Bruto no acompañó y se mantuvo estable en el 15%. Esta diferencia en crecimientos comenzó a presionar los márgenes de Ebitda.

Posteriormente, en 2022, el crecimiento de las ventas de SaaS volvió otra vez a ralentizarse, esta vez hasta el 15%, lo que coincidió con un crecimiento global del Margen Bruto del 15% (las ventas de SMS crecieron un 15% en 2022). A pesar de unos crecimientos razonables, los gastos operativos aumentaron un 29% (principalmente como consecuencia de la adquisición de Indenova), que supusieron una nueva contracción del margen Ebitda.

Crecimiento real y esperado de Ebitda cash y margen bruto (2020-2024e)



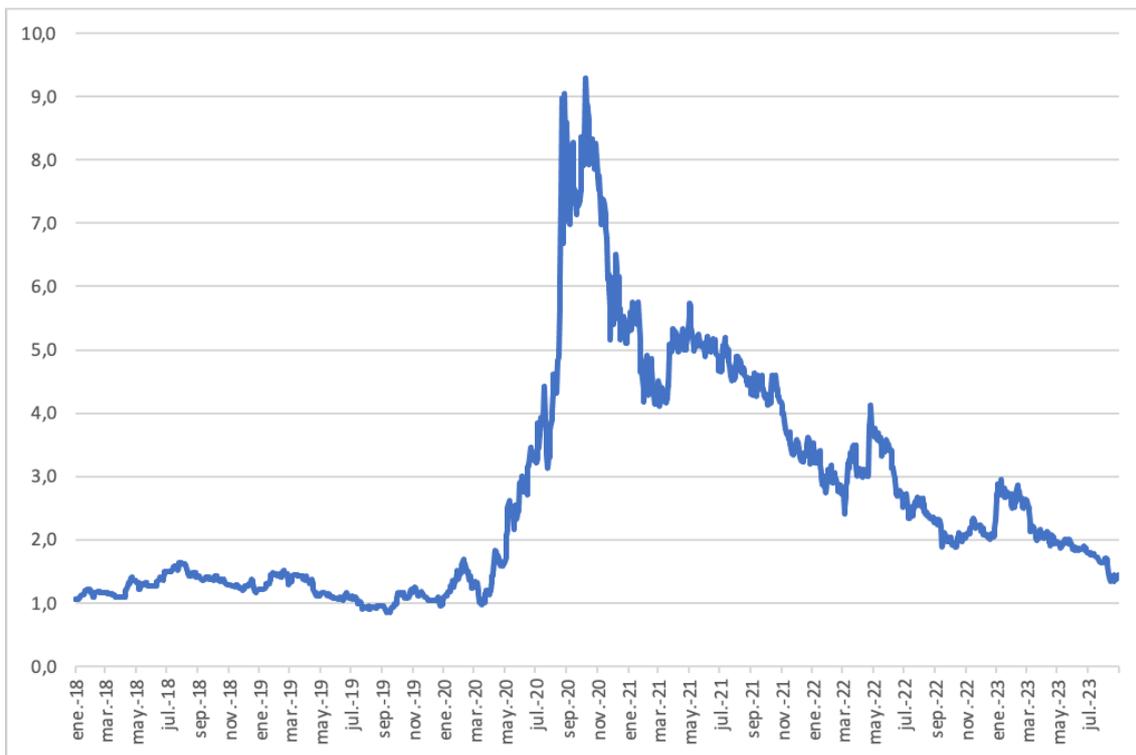
Fuente: lleida.net y Checkpoint

La evolución del Ebitda, unida a las corrección de valores tecnológicos en los mercados internacionales, hizo caer a LLN otro 63% (de octubre de 2021 a octubre de 2022). En el segundo aniversario del pico, el precio de la acción era ya de 1,78€ y la acción cotizaba a un múltiplo VE/Ventas 2022 de 1,8x.

Un par de incidentes externos, ya en 2023, han descarrilado la tendencia de crecimiento del margen bruto del 15% en un momento en que la compañía empezaba a tomar medidas de ajuste para re-alinear los ingresos con los gastos. El impago sorpresa de 472 y la consiguiente pérdida del cliente, junto con la fuerte caída no anticipada de los ingresos de ICX durante el 1S23, han llevado nuestras expectativas de una caída en ventas del 13% (y crecimiento cero en ventas SaaS) para este año.

Los aspectos negativos en 2023 han hecho bajar aún más la acción hasta el precio actual de 1,20€ euros, hasta dejarlo en un múltiplo VE/Ventas 2023 de 1,5x.

VE/Ventas 2018-2023 (sobre estimados de ventas a 12 meses)



Fuente: Checkpoint

La correlación entre la ralentización del crecimiento de las ventas y la contracción del múltiplo VE/ventas ha sido notable durante los 3 últimos años. El impacto de la ralentización en ventas en el flujo libre de caja ha sido también considerable, dado que la compañía ha estado construyendo una estructura de gastos (personal principalmente) para niveles de crecimiento previstos más elevados, y de ahí el impacto en el precio de la acción.

Nuestra valoración de LLN

Sector	División	Objetivo		Year	Actual		Objetivo	
		Actual VE (€)	12 m DFC (€)		VE/Ventas	EV/Ebitda	VE/Ventas	EV/Ebitda
Software	Saas	16,5	32,6	2023e	1,9	neg.	3,8	neg.
				2024e	1,6	neg.	3,3	neg.
Telecom	SMS	5,6	11,1	2023e	1,6	5,5	3,2	10,9
				2024e	1,5	6,0	3,0	11,9
	ICX	6,0	11,9	2023e	0,9	5,3	2,0	10,4
				2024e	0,9	5,5	1,9	11,0
Sum of Parts		28,2	55,6	2023e	1,6	62,2	3,1	122,8
				2024e	1,4	15,1	2,8	29,8
Deuda Neta		8,9	7,4					
Valor de las acciones		19,3	48,2					
Por acción		1,20	3,00					
Potencial			150%					

Fuente: Checkpoint

Nuestra valoración de la suma de las partes son estimaciones de dónde creemos que el mercado está valorando cada una de las divisiones de lleida.net y de como las valoraríamos nosotros según nuestro precio objetivo de 3€ por acción.

Realizamos una estimación de cómo se distribuye el Ebitda entre cada una de las divisiones, dado que las cifras reales no son públicas. Basándonos en esas estimaciones, atribuimos un múltiplo VE/Ebitda para cada una de las divisiones, según creemos las valora el mercado y según nuestro precio objetivo.

Hemos cambiado nuestras estimaciones de ingresos y gastos para las diferentes divisiones, en relación a nuestro último informe de mayo 2023. Como resultado, hemos reducido el valor de la división SaaS de 52€ millones a los 33€ millones actuales, mientras que la suma de las dos divisiones de SMS parecido al que aparece en nuestro informe anterior (el valor relativo de SMS Solutions frente a ICX sí ha cambiado). Construimos nuestro precio objetivo basándonos en un análisis DCF para cada una de las divisiones.

Cuenta de Resultados por trimestre: 2021 y 2022

(€ 000')	1T22	2T22	3T22	4T22	1T23	2T23		
<i>Contratación</i>	762	842	784	611	766	856	1	2
<i>Notificación</i>	627	498	642	701	506	374	-19	-25
<i>Otro SaaS</i>	754	695	576	1089	989	716	31	3
SaaS	2.143	2.035	2.002	2.401	2.261	1.946	6	-4
Soluciones SMS	1.061	901	834	838	797	867	-25	-4
ICX	2.013	2.380	2.341	1.721	1.633	1.230	-19	-48
Ventas	5.217	5.316	5.178	4.960	4.691	4.043	-10	-24
Coste de ventas	-2.602	-2.629	-2.632	-2.031	-1.907	-1.797	-27	-32
Beneficio bruto	2.615	2.687	2.546	2.929	2.784	2.246	6	-16
<i>Margen bruto</i>	<i>50%</i>	<i>51%</i>	<i>49%</i>	<i>59%</i>	<i>59%</i>	<i>56%</i>		
Activación por I+D	269	336	292	259	239	204	-11	-39
Gastos de personal	-1.533	-1.643	-1.564	-1.612	-1.667	-1.699	9	3
Servicios Exteriores	-975	-868	-682	-1.144	-983	-799	1	-8
Amortización	-518	-508	-516	-531	-526	-513	2	1
Provisiones	0	0	0	0	-24	-24	-	-
Otros	8	11	16	26	16	4	100	-64
Costes de explotación	-3.018	-3.008	-2.746	-3.261	-3.184	-3.031	6	1
Ingresos de explotación	-134	15	92	-73	-161	-581	20	n.m.
Margen de explotación	-3%	0%	2%	-1%	-3%	-14%		
Ebitda*	376	512	592	432	389	-44	3	n.m.
Margen Ebitda	7%	10%	11%	9%	8%	-1%		
Ebitda (sin activ.)*	107	176	300	173	150	-248	40	n.m.
Margen Ebitda	2%	3%	6%	3%	3%	-6%		
Extraordinarios	0	13	0	0	0	0		
Costes financieros netos	19	-24	17	-227	-115	14		
Resultado a/ impuestos	-115	-9	109	-300	-276	-567		
Flujo de caja	134	163	333	-28	11	-258	-92	-258

Fuente: lleida.net y Checkpoint Partners

Cuenta de Resultados 2021-2024e

(€ millones)	2022	2023e	2024e	2025e
Ventas por división				
Contratación	3,0	3,0	3,5	3,9
Notificación	2,5	1,8	2,1	2,3
Otro SaaS	3,1	3,7	4,4	4,9
Servicios de software	8,6	8,5	10,0	11,1
Soluciones SMS	3,6	3,5	3,6	3,8
ICX	8,5	6,1	6,3	6,6
Ventas y otros ingresos	20,7	18,1	20,0	21,4
Coste de ventas	-9,9	-7,7	-8,6	-9,0
Beneficio Bruto	10,8	10,4	11,4	12,4
<i>% de crecimiento interanual</i>	15%	-4%	10%	9%
<i>Margen bruto</i>	52%	57%	57%	58%
Activaciones (I+D)	1,2	0,9	0,9	0,9
Gastos de personal	-6,3	-6,7	-6,7	-6,9
Servicios Exteriores	-3,7	-3,2	-2,8	-3,0
Amortización	-2,3	-2,0	-2,1	-2,1
Costes de explotación totales	-12,3	-11,9	-11,6	-12,0
<i>% de crecimiento interanual</i>	36	-3	-3	3
Ingresos de explotación	-0,3	-0,7	0,7	1,3
<i>Margen de explotación</i>	-2%	-4%	3%	6%
Ebitda	1,9	1,4	2,8	3,4
<i>Margen Ebitda</i>	9%	7%	14%	16%
Ebitda (sin activaciones)	0,8	0,5	1,9	2,5
<i>Margen Ebitda</i>	4%	3%	10%	12%
Resultados financieros	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1
Resultado antes de impuestos	-0,5	-1,0	0,5	1,2
Impuesto	0,0	0,1	-0,1	-0,2
Resultado Neto	-0,5	-0,9	0,4	1,0
Resultado sociedad dominante	-0,5	-0,9	0,5	1,0
Resultado socios externos	-0,1	0,0	0,0	0,0

Fuente: LLN, Checkpoint partners

Balance de Situación 2021-2024e

(millones de euros)	2022	2023e	2024e	2025e
Activos fijos	11,5	11,0	10,0	9,2
Activos intangibles	10,4	9,9	8,9	8,0
Activos materiales	0,6	0,6	0,6	0,6
Inversiones en empresas del grupo	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras inversiones	0,1	0,1	0,1	0,1
Activos diferidos	0,5	0,5	0,5	0,5
Activos corrientes	8,4	7,6	8,5	8,8
Deudores	5,5	5,5	5,7	6,0
Inversiones a corto plazo	0,8	0,8	0,9	0,9
Devengos a corto plazo	0,4	0,4	0,4	0,4
Efectivo	1,7	0,9	1,6	1,4
Activos	19,9	18,6	18,6	17,9
Patrimonio Neto	5,7	4,8	5,3	6,3
<i>Capital</i>	0,3	0,3	0,3	0,3
<i>Prima de emisión</i>	5,2	5,2	5,2	5,2
<i>Reservas</i>	2,4	1,9	1,1	1,5
<i>Recompra de capital social</i>	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7
<i>Cuenta de pérdidas y ganancias</i>	-0,5	-0,9	0,5	1,0
Deuda a largo plazo	6,8	6,1	5,5	3,7
Pasivo corriente	7,3	7,6	7,7	7,9
Deuda a corto plazo	4,3	4,3	4,3	4,3
Provisiones	0,0	0,0	0,0	0,0
Acreedores	3,0	3,3	3,4	3,6
Pasivo	19,8	18,5	18,5	17,9
Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,5
Capital circulante	2,5	2,2	2,2	2,4
Rotación deudores (días)	94	110	102	100
Rotación de acreedores (días)	60	65	68	68
Deuda financiera	11,1	10,4	9,8	8,0
Efectivo	2,5	1,7	2,5	2,3
Deuda neta	8,6	8,7	7,4	5,7

Fuente: LLN, Checkpoint partners

Criterios de la recomendación

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

Historial de recomendaciones

Fecha	Recomen.	Precio (€)	P. Objetivo (€)	Validez	Analista
31.01.2018	C	0,80	1,13	12 meses	Guillermo Serrano
16.03.2018	C	0,84	1,13	12 meses	Guillermo Serrano
17.03.2018	C	1,11	1,53	12 meses	Guillermo Serrano
17.07.2018	C	1,15	1,53	12 meses	Guillermo Serrano
17.10.2018	C	1,03	1,53	12 meses	Guillermo Serrano
24.01.2019	C	1,06	1,53	12 meses	Guillermo Serrano
24.04.2019	C	0,92	1,40	12 meses	Guillermo Serrano
23.07.2019	C	0,87	1,40	12 meses	Guillermo Serrano
21.10.2019	C	1,01	1,60	12 meses	Guillermo Serrano
21.01.2020	C	1,35	1,80	12 meses	Guillermo Serrano
21.04.2020	C	1,75	3,00	12 meses	Guillermo Serrano
21.07.2020	C	4,34	6,00	12 meses	Guillermo Serrano
26.10.2020	C	8,90	12,00	12 meses	Guillermo Serrano
26.01.2021	C	6,00	11,35	12 meses	Guillermo Serrano
20.04.2021	C	6,28	11,15	12 meses	Guillermo Serrano
22.07.2021	C	5,59	11,15	12 meses	Guillermo Serrano
22.07.2021	C	4,38	9,00	12 meses	Guillermo Serrano
11.11.2021	C	4,38	9,00	12 meses	Guillermo Serrano
22.02.2022	C	3,24	9,00	12 meses	Guillermo Serrano
11.08.2022	C	2,50	7,50	12 meses	Guillermo Serrano
25.10.2022	C	1,84	6,00	12 meses	Guillermo Serrano
09.03.2023	C	2,27	5,00	12 meses	Guillermo Serrano
10.05.2023	C	1,64	5,00	12 meses	Guillermo Serrano
05.09.2023	C	1,15	3,00	12 meses	Guillermo Serrano

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

Frecuencia de los informes: trimestral

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

Descargo de responsabilidad:

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

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

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

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

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

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

CHECKPOINT