

Los beneficios crecen, los múltiplos tendrán que subir

Analista: Guillermo Serrano - gfs@checkpointp.com

7am, 24 julio 2024*

Lleida.net ha publicado unos buenos resultados en el 2T24 tanto si los comparamos con el 2T23 o el 1T24, sumados a un significativo descenso en la Deuda Neta de 1€ millón desde comienzos del año:

- El Ebitda (sin activaciones) del 2T24 fue de 492€ mil (margen sobre ventas del 10%), frente a los -336€ mil de hace un año. Esta mejora de 828€ mil se produjo por un aumento del 13% en el margen bruto combinado con una reducción del 17% de los gastos (caja) de explotación.
- Comparado con el 1T24, el Ebitda (sin activaciones) fue un 16% superior.
- Un aumento del 26% en el número de clientes frente al 1S23, que genera mejores expectativas de crecimiento a futuro.

La división ganadora en el 2T24 fue ICX SMS (mayorista) con un aumento del 54% en Ventas hasta los 1,9€ millones, seguida de Soluciones SMS (corporativos) con un aumento del 16% hasta 1€ millón y un aumento del 1% en Ventas SaaS hasta algo menos de 2€ millones.

Previsiones y precio objetivo

Mantenemos prácticamente sin cambios nuestras previsiones de ventas y EBITDA (sin activaciones) para 2024.

La acción cotiza ahora con unos múltiplos EV/Ebitda (sin activaciones) para 2024 y 2025 de 12,9x y 9,3x respectivamente, bajos para una empresa de crecimiento.

Mantenemos nuestro precio objetivo a 12-18 meses en 3,00€, lo que situaría a la acción en un múltiplo EV/Ebitda de 16x a finales del 2025.

Renta Variable

BME Growth Tecnología

Precio (5pm 23/7/24): €1,22

RIC: LLN

Precio Objetivo (12-18 m): €3,00

Rango 52 semanas (€):	1,51-0,67
Cap. Bur. (€ millones):	19.3
No. Acciones (millones):	16,05
Vol medio diario (€, 12m):	48 mil
Volatilidad media diaria:	4,7%

Gráfico de precios (12 meses)



(€ millones)	2023	2024e	2025e	2026e
Ventas	16,6	19,4	21,2	23,0
Ebitda	-1,2	2,1	2,8	3,4
B. Neto	-2,7	0,5	1,1	1,6
BPA	-0,17	0,03	0,07	0,10
Deuda neta	9,5	8,0	6,2	3,5
VE/ Ventas	1,7	1,4	1,2	1,0
VE/Ebitda	-24,1	12,9	9,3	6,7
P/B	-7,3	35,4	18,2	11,9
RFC	-7%	9%	12%	15%

Los múltiplos actuales de valoración apuntan a una empresa de bajo crecimiento: no estamos de acuerdo.

Nuestro gráfico del múltiplo VE/Ebitda (próximos 12m) muestra a una lleida.Net cotizando entre un múltiplo de 10x y 12x desde principios de año.



Nuestro precio objetivo a 12-18 meses de 3€ (capitalización bursátil de 48€ millones) apunta a un múltiplo VE/Ebitda de 16x para diciembre de 2025, una prima del 45% respecto a los niveles actuales.

Llegamos a nuestro precio objetivo y estimados de múltiplos de valoración de la siguiente manera:

- Esperamos que el **Ebitda** (sin activaciones) aumente hasta los 2,1€ millones en 2024 (a mitad de camino), a 2,8€ millones en 2025 y a 3,4€ millones en 2026 (utilizamos el año 2026 para nuestra estimación objetivo VE/Ebitda).
- Esperamos que la **Deuda Neta** de la empresa sea de 6€ millones a finales de 2025, como resultado de utilizar el Flujo de Caja Libre para amortizar deudas.

Desde una perspectiva de valoración, también existen tres factores adicionales que juegan a favor de un múltiplo VE/Ebitda más alto para lleida.net.

- **No se “desvía” caja del Ebitda para tener que invertirlo en Capex:** como la mayoría de las empresas de servicios de Software, no se invierte prácticamente nada en Capex (menos del 10% del Ebitda en la mayoría de los casos). Concretamente, para lleida.net el Capex fue de 94€ en 2022 y de 131€ mil en 2023, y esperamos un nivel similar en el futuro.
- **Los flujos de caja operativos se benefician de un régimen fiscal favorable para I+D.** El régimen fiscal vigente en España concede créditos fiscales a los 0,9€ millones de gasto declarado en I+D por lleida.net, con lo que estimamos un ahorro de tesorería de alrededor del 10% de este gasto en I+D. Aunque no es muy significativo, estimamos que añade en torno a 1-1,5€ millones de valor para los accionistas.
- **Los tipos de interés de la deuda se negociaron antes de que comenzaran las subidas de tipos en 2022.** Aunque no es muy significativo desde el punto de vista de la valoración, ha supuesto un cierto alivio desde la perspectiva del drenaje de tesorería en los dos últimos años.

Teniendo en cuenta estas particularidades, nuestras simulaciones de flujos de caja descontados apuntan a que el mercado está descontando en la actualidad un crecimiento de un solo dígito (c.3%-4%) en el Ebitda. Creemos que el mercado aún está todavía algo «conmocionado» por un 2023 muy malo, y se está tomando su tiempo para ajustar sus expectativas.

A medida que el mercado cambie sus expectativas hacia tasas de crecimiento del 10% o más (como hemos visto ahora en 2024), esperamos que el múltiplo VE/Ebitda mejore en consecuencia.

Una vez asumidas estas expectativas por el mercado, nuestras simulaciones de Descuento de Flujo de Caja, apuntan al objetivo de múltiplo VE/Ebitda de 16x para finales de 2025 (y así alcanzar nuestro precio objetivo de 3€ por acción). Creemos que a medida que avancen los buenos resultados trimestrales con comparaciones interanuales favorables, estos irán acompañados de mejoras en los múltiplos de valoración.

Suma de las partes: 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	13,9	26,9	2024e	1,7	n.m.	3,3	n.m.
				2025e	1,5	n.m.	2,9	n.m.
Telecom	SMS	5,9	11,5	2024e	1,6	5,5	3,1	10,6
				2025e	1,5	5,3	2,9	10,2
	ICX	8,2	15,9	2024e	1,1	5,5	2,1	10,8
				2025e	1,0	4,9	2,0	9,6
Sum of Parts		28,0	54,3	2024e	1,4	10,3	2,8	20,0
				2025e	1,3	8,3	2,6	16,1
Deuda Neta		8,4	6,4					
Valor de las acciones		19,6	47,9					
Por acción		1,22	3,00					
Potencial			146%					

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.

Apenas hemos cambiado nuestras estimaciones de ingresos y gastos para las diferentes divisiones, en relación a nuestro último informe. Construimos nuestro precio objetivo basándonos en un análisis DCF (WACC eel 9.5%) para cada una de las divisiones.

Cuenta de Resultados por trimestre: 2023 y 2024

(€ 000')	1T23	2T23	3T23	4T23	1T24	2T24	% cambio	
<i>Contratación</i>	766	856	733	718	804	784	5	-8
<i>Notificación</i>	506	374	324	436	507	525	0	40
<i>Otro SaaS</i>	989	716	522	638	864	649	-13	-9
SaaS	2.261	1.946	1.579	1.792	2.175	1.958	-4	1
Soluciones SMS	797	867	841	825	757	1.008	-5	16
ICX	1.633	1.230	1.349	1.371	1.781	1.897	9	54
Ventas	4.691	4.043	3.769	3.988	4.713	4.863	1	2
Coste de ventas	-1.907	-1.833	-1.779	-1.801	-2.174	-2.359	14	29
Beneficio bruto	2.784	2.210	1.990	2.187	2.539	2.504	-9	13
<i>Margen bruto</i>	<i>59%</i>	<i>55%</i>	<i>53%</i>	<i>55%</i>	<i>54%</i>	<i>51%</i>		
Activación por I+D	239	204	186	234	243	275	2	35
Gastos de personal	-1.667	-1.719	-1.678	-1.924	-1.428	-1.412	-14	-18
Servicios Exteriores	-983	-761	-649	-1.069	-691	-639	-30	-16
Amortización	-526	-513	-538	-518	-519	-523	-1	2
Provisiones	-24	-43	-79	-30	0	0	-100	-100
Otros	16	-66	19	110	3	39	-81	-159
Costes de explotación	-3.184	-3.102	-2.925	-3.430	-2.635	-2.535	-17	-18
Ingresos de explotación	-161	-688	-749	-1.009	147	244	n.m.	n.m.
Margen de explotación	-3%	-17%	-20%	-25%	3%	5%		
Ebitda*	389	-132	-230	-601	666	767	71	n.m.
Margen Ebitda	8%	-3%	-6%	-15%	14%	16%		
Ebitda (sin activ.)	150	-336	-318	-695	423	492	182	n.m.
Margen Ebitda	3%	-8%	-8%	-17%	9%	10%		
Extraordinarios	0	0	0	-230	0	0	n.m.	n.m.
Costes financieros netos	-115	38	-48	-457	-36	-93	n.m.	n.m.
Resultado a/ impuestos	-276	-650	-797	-1.466	111	151	n.m.	n.m.

Fuente: lleida.net y Checkpoint Partners

Ebitda, con y sin activaciones de I+D.

Estimado 4T23: la empresa no ha publicado formalmente cifras individualizadas del 4T23, sólo cifras de todo el 2023.

Cuenta de Resultados 2023-2026e

(€ millones)	2023	2024e	2025e	2026e
Ventas por división				
Contratación	3,1	3,2	3,7	4,2
Notificación	1,6	2,0	2,2	2,5
Otro SaaS	2,9	3,0	3,4	4,0
Servicios de software	7,6	8,2	9,3	10,7
Soluciones SMS	3,3	3,8	3,9	4,0
ICX	5,6	7,4	7,8	8,3
Ventas y otros ingresos	16,6	19,4	21,2	23,0
Coste de ventas	-7,3	-9,0	-9,4	-9,9
Beneficio Bruto	9,3	10,4	11,7	13,1
<i>% de crecimiento interanual</i>	-14%	13%	13%	11%
<i>Margen bruto</i>	56%	54%	56%	57%
Activaciones (I+D)	0,9	0,9	0,9	0,9
Gastos de personal	-7,0	-5,7	-5,9	-6,3
Servicios Exteriores	-3,5	-2,6	-3,1	-3,4
Amortización	-2,1	-2,2	-2,1	-2,2
Ingresos de explotación	-2,5	0,8	1,5	2,1
<i>Margen de explotación</i>	-15%	4%	7%	9%
Ebitda	-0,3	3,0	3,6	4,3
<i>Margen Ebitda</i>	-2%	15%	17%	19%
Ebitda (sin activaciones)	-1,2	2,1	2,8	3,4
<i>Margen Ebitda</i>	-7%	11%	13%	15%
Resultados financieros	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1
Resultado antes de impuestos	-2,7	0,6	1,3	2,0
Impuesto	0,1	-0,1	-0,2	-0,4
Resultado Neto	-2,7	0,5	1,1	1,6
Resultado sociedad dominante	-2,6	0,6	1,1	1,6
Resultado socios externos	0,0	0,0	0,0	0,0
Flujo de caja	-1,4	1,8	2,3	2,9

Fuente: LLN, Checkpoint partners

Balance de Situación 2023-2026e

(millones de euros)	2023	2024e	2025e	2026e
Activos fijos	10,8	9,9	9,4	8,6
Activos intangibles	9,5	8,8	8,2	7,3
Activos materiales	0,5	0,5	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	0,6	0,5	0,6	0,6
Activos corrientes	6,8	6,6	7,3	9,6
Deudores	5,1	5,7	6,2	6,5
Inversiones a corto plazo	0,4	0,4	0,4	0,4
Devengos a corto plazo	0,3	0,3	0,3	0,3
Efectivo	1,0	0,3	0,4	2,4
Activos	17,6	16,6	16,7	18,2
Patrimonio Neto	3,0	4,0	5,6	7,7
<i>Capital</i>	0,3	0,3	0,3	0,3
<i>Prima de emisión</i>	5,2	5,2	5,2	5,2
<i>Reservas</i>	1,5	-1,0	-0,5	0,6
<i>Recompra de capital social</i>	-1,4	-0,9	-0,4	0,0
<i>Cuenta de pérdidas y ganancias</i>	-2,6	0,6	1,1	1,6
Provisiones a largo plazo	0,2	0,2	0,2	0,2
Deuda a largo plazo	5,5	5,0	3,3	2,6
Pasivo corriente	8,7	7,2	7,3	7,5
Deuda a corto plazo	5,4	3,8	3,8	3,8
Provisiones	0,0	0,0	0,0	0,0
Acreedores	3,3	3,4	3,5	3,7
Pasivo	17,1	16,2	16,2	17,7
Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital circulante	1,9	2,3	2,6	2,8
Rotación deudores (días)	118	102	102	101
Rotación de acreedores (días)	65	70	69	68
Deuda financiera	9,7	8,7	7,0	6,3
Efectivo	1,4	0,7	0,8	2,8
Deuda neta	9,5	8,0	6,2	3,5

*

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
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
12.12.2023	C	0,80	3,00	12 meses	Guillermo Serrano
06.05.2024	C	1,10	3,00	12 meses	Guillermo Serrano
24.07.2024	C	1,22	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 tener en cuenta esta relación con la compañía analizada y que esto pudiera afectar la objetividad del informe. Por lo tanto, damos a entender que se debería considerar este informe como un solo factor de referencia para tomar una decisión de inversión.

Frecuencia de los informes: trimestral

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

Descargo de responsabilidad:

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

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

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

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

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

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

CHECKPOINT