

Los resultados del 2T18 muestran unos beneficios antes de impuestos de €181 mil vs. (€137 mil), impulsados tanto por un fuerte crecimiento en ventas como en la contención de gastos. El Ebitda (sin activaciones) se multiplicó por 10 en el 2T18 hasta los €364 mil en relación con el mismo trimestre del año pasado, evidencia de que las inversiones realizadas en años anteriores siguen dando sus frutos.

Las tres líneas de negocios juntas reportaron un crecimiento trimestral en ventas del + 28% hasta los € 3.1 millones, siendo el más alto ICX con un aumento del 45% y seguido del SaaS con un 32%. El margen bruto aumentó a un menor ritmo del 15% en el 2T18 por los menores márgenes que acompañan a los descuentos concedidos a clientes con mayores volúmenes.

El aumento en las ventas se explica por una estrategia agresiva de crecimiento en ICX combinado con una división de Software que se beneficia cada vez más de la demanda generada por el entorno regulatorio derivado de la RGPD, eIDAS y MiFID II.

La deuda neta cayó €277 mil este trimestre a €1,99 millones desde €2,26 millones en el 1T18, un reflejo de la fortaleza operativa de Lleida.net.

Hemos revisado al alza nuestras proyecciones de BPA para 2018 y 2019 a € 0,04 (vs € 0,03) y € 0,10 (vs € 0,08), respectivamente, sobre la base de mejores expectativas en cuanto a costes operativos y en el IS de 2019.

Aumentamos nuestro P.O. a 12 meses hasta €1.53 por acción, con un potencial de revalorización del 33%. Parte del aumento en nuestra revisión al alza del P.O. se debe a la reducción del WACC al 9.2%, algo que consideramos justificado dada la actual generación de flujo de caja libre y el perfil de menor riesgo de Lleida.net.

Renta Variable

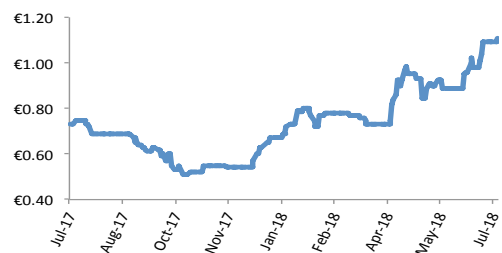
España Telecom/Software

Precio: €1.15 (4pm 16 julio)
RIC: LLN.MC

Datos

Máx/Min. 52 semanas (€):	0,51 -1,15
Cap.Bur. (€ millones):	18,46
No. acciones (millones):	16.04
Volumen medio diario:	5,322

Gráfico (1 año)



(€ m)	2017	2018e	2019e	2020e
Ventas	9,9	12,8	14,2	16,2
Ebitda	0,6	1,3	2,0	2,3
R. Neto	0,0	0,6	1,6	1,7
BPA	0,00	0,04	0,10	0,10
Deuda Neta	2,4	1,5	-0,1	-1,3
VE/Ebitda	35,5	15,5	9,0	7,5
P/B	382,7	30,9	11,8	11,2
RxFC	2%	6%	10%	10%

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.checkpoint-partners.com o escribiéndonos a gfs@checkpoint-partners.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 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.

La OPV de DocuSign en 2018 es un buen ejemplo para comparar con Lleida.net

Lleida.net es una apuesta al crecimiento de la digitalización. Su principal propuesta de valor se basa en proporcionar la seguridad jurídica que requieren las empresas en las transacciones *on-line*, especialmente cuando se trata de trabajar de manera masiva con consumidores. En otras palabras, es apostar por el mercado de transacciones digitales y más concretamente como notario digital durante el intercambio de contratos y entrega de notificaciones (mensajes de correo electrónico certificado y SMS certificado) y la validación de identidades.

La seguridad jurídica significa, en este caso, que las empresas pueden trasladar la carga de la prueba, en caso de disputa, al consumidor a un coste bastante modesto. Sin un Lleida.net como testigo digital, las empresas incurrirían en mucho mayores gastos tratando de demostrar ante la autoridad relevante que un contrato o notificación se intercambiaron en un momento determinado, con un contenido particular, etc.

Lleida.net sobresale en aquellos países del mundo donde el sistema legal requiere una alta carga de prueba para cualquier disputa legal. Lleida.net goza de mayor seguridad jurídica como testigo digital porque es un operador de telecomunicaciones y, por lo tanto, es tratado como un **Tercero de Confianza** en casi todas las jurisdicciones legales.

DocuSign en cambio es una empresa enfocada principalmente en la fase contractual del acuerdo, a través de su software de firma digital. Esto significa que el software de DocuSign garantiza la identidad del firmante de un documento *on-line*, pero no prueba nada más.

Aunque ambas compañías operan en el mismo ecosistema, son más que probablemente complementarias que competidoras. Creemos que es poco probable que Lleida.net encuentre mucha presión competitiva por parte de DocuSign, a pesar de que es una empresa 50 veces más grande en cuanto a ventas y haya recibido 160 veces más capital en el tiempo, en comparación con Lleida.net.

En mayo pasado, DocuSign recaudó en una OPV en el Nasdaq unos \$440 millones a \$29 por acción (y colocó otros \$ 155 millones de acciones en circulación) con el objetivo de financiar la siguiente etapa de su desarrollo. La acción cotiza actualmente (13/7/18) a \$55.33 por acción, más de un 90% por encima del precio de la OPV. En comparación, Lleida.Net tuvo su salida a bolsa en 2015 cuando recaudó €5 millones en el mercado alternativo español MAB a €1,18 por acción, muy cerca de la cotización actual.

Desde una perspectiva de crecimiento a largo plazo, y a pesar del tamaño, ambas empresas son más parecidas de lo que uno se pudiera imaginar a primera vista.

1. En relación con el capital invertido, ambas compañías han arrojado resultados operativos similares (tomamos como referencia el margen bruto y el Ebitda para eliminar las distorsiones en relación con la mezcla de ventas):
 - DocuSign ha emitido unos \$ 577 millones (antes de IPO) de capital para llegar a donde está en la actualidad. En el 2018 (cierre de año es enero) reportó un margen bruto de \$ 400 millones, un +43% en relación al 2017 y +127% en relación al 2016.

- Lleida.net ha emitido € 5,5 millones de capital en sus 20 años de historia (último aumento en 2015). En 2017, publicó un margen bruto de € 5,2 millones, +26% en comparación con 2016 y +73% de incremento en comparación con 2015. Si solo tomamos Lleida.Net como referencia las ventas de Software, fue entonces de +28% en relación al 2017 y +140% en comparación con 2015.

Esto significa que DocuSign ha necesitado 1.5x el capital invertido para generar cada \$1 de margen bruto, mientras que Lleida.net ha requerido poco más de 1x de capital para generar €1 de margen bruto. Esto demuestra que, a pesar del tamaño, Lleida.net ha sido más eficiente en el uso del capital que DocuSign.

En cuanto al Ebitda, ambas compañías han generado márgenes negativos hasta el año 2016, y es solo ahora en el 2017 que ambos han reportado el Ebitda (en efectivo) en positivo. DocuSign generó \$ 8.7 millones durante 2017/18, equivalente a un margen de Ebitda del 1.7%, mientras que Lleida.Net reportó €0.6 millones, pero con un mejor margen del 6%. De nuevo, demuestra que en relación con el capital invertido, Lleida.net está siendo más rentable como empresa que DocuSign.

2. A pesar de perfiles de crecimiento similares, el mercado está valorando a ambas compañías de manera muy diferente.

- Con un aumento del 90% en el precio de la acción desde la salida a bolsa de DocuSign, ahora vale más de \$8 mil millones, colocándose en un múltiplo EV/Ventas 2017/18 de 17x. Los inversores históricos de DocuSign han obtenido un rendimiento anual promedio ponderado del 52% por los \$ 577 millones obtenidos en los últimos 15 años.
- Con base en el reciente aumento en el valor de las acciones de Lleida.Net, la capitalización de mercado actual se sitúa en los €18 millones. Sus inversores (ponderada por cada ronda de ampliación de capital) han generado una rentabilidad media anual del 25%. Sin embargo, si tuviéramos que aplicar las mismas métricas de valoración EV / Ventas de DocuSign (y solo para la división SaaS de Lleida.Net) los rendimientos estarían en el 53%.

DocuSign estima que el mercado total para firmas digitales y similares rondará los \$ 25 mil millones en todo el mundo, que valida las expectativas de fuerte crecimiento para ambas compañías.

Resultados consolidados del 2T18: se acelera el crecimiento en ventas del Software

Los resultados del 2T18 es otro ejemplo más de la trayectoria reciente de Lleida.net, y en especial, es de destacar el 32% de crecimiento en Servicios de Software. La aceleración observada en este trimestre se debe al aumento de la demanda observada de notificaciones, relacionadas con la implementación del RGPD en toda Europa.

Las dos divisiones de SMS de Lleida.net también crecieron, en parte, porque la consolidación que se está produciendo en otros mercados europeos ha permitido aprovechar algunos de los vacíos que ha dejado la competencia durante sus procesos de fusión.

Más concretamente, cabe destacar que Lleida.Net se ha vuelto mucho más competitivo en el mercado mayorista de SMS (ICX), gracias a la ventaja competitiva que han generado con sus sistemas de software desarrollados internamente. Teniendo en cuenta todo el primer semestre, la compañía ha conseguido un crecimiento promedio de 69% en ventas, en comparación con el ya fuerte crecimiento de 42% para todo 2017. Es la división más escalable de Lleida.Net y ayuda a mejorar de manera notable el retorno a la inversión.

La división de Soluciones SMS, de menor crecimiento y orientada al cliente final, logró crecer un 1% durante el trimestre. Aunque ciertamente modesto, ha sido mejor de lo esperado dado que estábamos esperando caídas para todo el año. Nuestras previsiones apuntaban para el año 2018 hacia una disminución en ventas del 13%, dado el menor énfasis comercial de Lleida.net en esta área.

El crecimiento del margen bruto se redujo ligeramente a +15% durante el 2T18 a casi €1.5 millones, debido a que los mayores volúmenes de ventas generaron más descuentos para con los clientes. Además, hubo mayores costes de implementación con las nuevas soluciones GRPD que también contribuyeron a disminuir el margen bruto.

La mejor sorpresa del trimestre la dieron los costes operativos. Los costes operativos de caja durante en el 2T18 fueron de €1.1 millones, un 11% menores que en el 2T17. Es especialmente importante este resultado teniendo en cuenta que el crecimiento en ventas se está acelerando y que esto es fruto de una buena implementación procesos de eficiencia en el gasto, especialmente en el área de desarrollo comercial y ventas.

El resultado del crecimiento en ingresos combinado con la caída en gastos de operación ha sido un aumento en 10 veces el Ebitda (sin activaciones) hasta los € 344 mil, equivalente a un margen del 12%.

Los beneficios antes de impuestos en el 2T18 fueron de €181 mil vs. -€137 mil en el 2T17, lo que consolida la tendencia de resultados en positivo. Entre las pérdidas acumuladas y los créditos de I + D existe todavía un crédito fiscal de €4 millones que aún se compensarán con ganancias futuras, por lo que no prevemos que se pague ningún Impuesto de Sociedades en 2018 o 2019.

(€ 000´)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	y-o-y (%)	
Servicios Software	694	608	707	649	819	803	18	32
Soluciones SMS	711	769	649	699	647	779	-9	1
Soluciones ICX	838	1.072	1.126	1.353	1.675	1.558	100	45
Ventas	2.243	2.449	2.482	2.701	3.141	3.140	40	28
Coste de ventas	-938	-1.177	-1.236	-1.328	-1.597	-1.676	70	42
Margen bruto	1.305	1.272	1.246	1.373	1.544	1.464	18	15
<i>Margen Bruto</i>	<i>58%</i>	<i>52%</i>	<i>50%</i>	<i>51%</i>	<i>49%</i>	<i>47%</i>		
Activaciones (I+D)*	184	203	222	240	166	162	-10	-20
Gastos de personal	-667	-606	-618	-647	-647	-645	-3	6
Servicios exteriores	-564	-635	-403	-561	-673	-459	19	-28
Depreciaciones	-251	-271	-273	-283	-290	-283	16	4
Otros ingresos	5	2	2	11	0	4	-100	100
Costes operativos	-1.477	-1.510	-1.292	-1.480	-1.610	-1.383	9	-8
Res. de explotación	12	-35	176	133	100	243	733	-794
<i>Margen operativo</i>	<i>1%</i>	<i>-1%</i>	<i>7%</i>	<i>5%</i>	<i>3%</i>	<i>8%</i>		
Ebitda**	79	33	227	176	224	364	184	1.003
<i>Margen Ebitda</i>	<i>4%</i>	<i>1%</i>	<i>9%</i>	<i>7%</i>	<i>7%</i>	<i>12%</i>		
Excepcionales	0	-12	-21	0	0	0	n.m.	n.m.
Gastos financieros	-36	-14	-35	-18	-22	-31	-39	121
Dif. tipos de cambio	0	-76	24	-33	17	-31	n.m.	n.m.
Res. No operativo	-36	-102	-32	-51	-5	-62	-86	-39
Res. a/impuestos	-24	-137	144	82	95	181	-496	-232
Flujo de Caja	38	5	169	147	202	329	432	6.480

* Excluido del cálculo de Ebitda

** Ebitda sin activaciones

Fuente: Lleida.Net, Checkpoint Partners

Revisión de estimados

Hemos revisado al alza nuestras estimaciones de beneficios netos y de beneficios por acción para 2018 y 2019, a la vez que presentamos por primera vez nuestras previsiones para 2020.

Las nuevas estimaciones de EPS para 2018 y 2019 son de €0.04 (vs €0.03) y €0.10 (€0.08) respectivamente, correspondientes a nuevas estimaciones de Beneficio Neto de €597 mil (€526 mil) y €1.6 millones (€1.2 millones). El beneficio por acción y el beneficio neto estimados para 2020 es de 0,10 euros y €1,7 millones, respectivamente.

Hemos mantenido nuestras previsiones de ingresos intactas, con un crecimiento anual en el margen bruto de aproximadamente €1 millón en cada año. La principal diferencia en nuestras nuevas previsiones para 2018 y 2019 se encuentra en la contribución de cada una de las divisiones.

Empezamos el año con un estimado relativamente agresivo de +58% de crecimiento en el área de Servicios de Software, que ahora reducimos a un crecimiento, aún fuerte, de +31% para todo el 2018. La razón principal de nuestra moderación en las previsiones ha sido debido al crecimiento observado el primer semestre (de +25 %) y en parte porque algunos de los grandes contratos que la compañía esperaba ahora tienen más probabilidades de comenzar a funcionar durante la segunda mitad del año.

Paralelamente, hemos revisado al alza nuestras previsiones de ventas de ambas divisiones de SMS. Sobre la base de una primera mitad de 2018 mejor que el esperado para ICX, con un crecimiento de +69%, ahora estimamos un aumento de +46% en las ventas para todo el año hasta los €6,4 millones. Antes estábamos apuntado a un crecimiento del 15% para el 2018, que ahora ha demostrado ser una estimación demasiado conservadora.

Con respecto a las soluciones de SMS, pronosticábamos una caída del 13% en las ventas y ahora creemos que Lleida.Net puede terminar el año con un crecimiento de +3% hasta los €2,9 millones. Los equipos comerciales y de desarrollo de negocios fueron un tanto tímidos en sus expectativas para 2018, dado el entorno tan competitivo del mercado y su propio mayor enfoque a la venta de software. Sin embargo, la base de clientes ha respondido mejor de lo esperado durante el 1S18 y dada la debilidad operativa en 2H17, Lleida.net tiene una oportunidad de superar los resultados del todo el año pasado.

Son las mejoras en los gastos operativos entro de la cuenta de Pérdidas y Ganancias que generan la mejora en nuestras estimaciones de Beneficio Neto. Básicamente estamos reduciendo la base de gastos estimados en alrededor de €100 mil al año en relación a nuestras estimaciones anteriores.

También hemos reducido nuestro Impuesto de Sociedades estimado en €0,3 millones para el 2019, con base a los créditos fiscales aún pendientes de amortizar. Hemos tomado los €0,3 millones y los hemos colocado en nuestros estimados del 2020, lo que hará que el crecimiento del beneficio esperado sea bajo en relación al 2019.

Cuenta de resultados (consolidados)

(€ millones)	2017	2018f	2019f	2020f
Ventas por división				
Saas	2,7	3,5	4,3	5,1
Soluciones SMS	2,8	2,9	2,8	3,0
Soluciones ICX	4,4	6,4	7,1	8,1
Ventas por división (%)				
Saas	27%	27%	30%	31%
Soluciones SMS	29%	23%	20%	19%
Soluciones ICX	44%	50%	50%	50%
Ventas	9,9	12,8	14,2	16,2
Coste de ventas	-4,7	-6,6	-7,0	-8,0
Margen bruto	5,2	6,2	7,2	8,1
<i>Crecimiento</i>	25%	20%	16%	13%
<i>Margen</i>	52%	48%	51%	50%
Activaciones (I+D)*	0,8	0,6	0,6	0,6
Gastos de personal	-2,5	-2,7	-2,9	-3,2
Servicios exteriores	-2,1	-2,2	-2,3	-2,7
Depreciaciones	-1,1	-1,2	-0,9	-0,9
Gastos de explotación	-5,7	-6,1	-6,1	-6,7
<i>Crecimiento</i>	9	8	1	9
Res. de explotación	0,4	0,7	1,7	2,1
<i>Margen de explotación</i>	4%	5%	12%	13%
Ebitda	1,4	1,9	2,6	2,9
<i>Margen Ebitda</i>	15%	15%	19%	18%
Ebitda (sin activaciones)	0,6	1,3	2,0	2,3
<i>Margen Ebitda</i>	6%	10%	14%	14%
Gastos financieros	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Excepcionales	-0,2	0,0	0,0	0,0
Resultado no operativo	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Resultado antes de impuestos	0,0	0,6	1,6	1,9
Impuestos	0,0	0,0	0,0	-0,3
Resultado neto	0,0	0,6	1,6	1,7
Flujo de caja	0,3	1,2	1,9	1,9

Fuente: Lleida.net and Checkpoint Partners

Balance (consolidado)

(millones €)	2017	2018f	2019f	2019f
Activo Fijo	4,1	3,6	3,2	3,3
Inmovilizado intangible	3,5	2,9	2,5	2,5
Inmovilizado material	0,5	0,5	0,5	0,5
Inv. en empresas del grupo	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras inversiones	0,0	0,0	0,0	0,0
Activos por impuestos diferidos	0,1	0,1	0,2	0,2
Activo corriente	5,2	5,8	6,5	8,0
Inventarios	0,0	0,0	0,0	0,0
Deudores	2,6	3,1	3,6	4,2
Inversiones financieras	0,9	0,9	0,9	1,0
Periodificaciones a corto plazo	0,2	0,2	0,3	0,3
Efectivo	1,6	1,6	1,7	2,6
Activos	9,4	9,4	9,6	11,2
Patrimonio neto	2,9	3,5	5,1	6,7
<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>	-1,9	-1,8	-1,2	0,4
<i>Autocartera</i>	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
<i>Resultados del ejercicio</i>	0,1	0,6	1,6	1,7
Deudas a largo plazo	1,2	1,2	0,6	0,3
Pasivo corriente	5,3	4,7	4,0	4,2
Deudas a corto plazo	3,7	2,9	1,9	1,9
Provisiones	0,2	0,2	0,2	0,2
Acreedores	1,5	1,7	1,9	2,1
Pasivo	9,4	9,4	9,6	11,2
Capital circulante	1,1	1,4	1,7	2,0
Rotación deudores (días)	89	81	86	88
Rotación acreedores (días)	58	51	54	53
Deuda financiera	4,8	4,0	2,5	2,2
Caja	2,4	2,5	2,6	3,6
Deuda neta	2,4	1,5	-0,1	-1,3

Fuente: Lleida.net and Checkpoint Partners

Valoración por suma de las partes

Sector	Division	FDC (millones €)	Year	Objetivo VE/Ventas	Objetivo VE/Ebitda
Software	Saas	15,7	2018	4,5	37,9
			2019	3,6	16,1
Telecom	Soluciones SMS	2,7	2018	0,9	10,3
			2019	1,0	9,9
	ICX	8,0	2018	1,2	13,2
			2019	1,1	10,4
Suma de las partes		26,5	2018	2,1	20,5
			2019	1,9	13,0
Deuda neta		1,9			
Valoración		24,6			
Por acción		1,53			
Precio		1,15			
Potencial		33%			

Fuente: Checkpoint Partners

Hemos realizado una valoración mediante el método de la suma de las partes, lo que ayuda a comprender mejor la contribución de cada división al valor total de la empresa. El aspecto más revelador de la valoración viene por el lado del Software, que según nuestro estimados representa el 60% del valor mientras que solo contribuye al 27% de las ventas.

La división de servicios de software tiende a crecer más rápidamente y genera márgenes más altos, lo que justifica su mayor valor en relación a las ventas. Con base a una actividad que está creciendo al 30% este año, con un margen bruto estimado del 85% (y suponiendo que el 70% de los costes operativos del negocio se atribuyan a esta división) llegamos a una valoración de 3,6x las ventas previstas para 2019. Las dos divisiones de SMS las valoramos en 1,0 y 1,1x ventas respectivamente, dada la madurez aparente de la actividad.

Para llegar a nuestra suma de las partes de €24,6 millones, hemos asumido que Lleida.net tiene el potencial de generar un margen de Ebitda del 15% en el contexto de un crecimiento promedio a largo plazo en ventas del 7%. Hemos utilizado un WACC de 9,2%.

Cuadros comparativos

	Precio (13/07/18) (€)	Cap. Bur (€ m)	Deuda Neta			VE		
			2016 (€ m)	2017 (€ m)	2018e (€ m)	2016 (€ m)	2017 (€ m)	2018e (€ m)
Altia	15,60	107,3	-16,4	-20,5	-24,9	90,9	86,8	82,4
Catenon	0,72	13,5	3,7	4,2	4,7	17,2	17,7	18,2
Commcenter	1,20	7,9	8,6	8,5	8,1	16,5	16,4	16,0
Eurona	0,87	36,7	91,8	128,5	145,4	128,5	165,1	182,1
FacePhi	1,12	14,9	2,1	2,9	4,3	16,9	17,8	19,2
Gigas	5,75	24,6	1,8	2,3	2,0	26,4	26,9	26,6
Lleida.Net	1,11	17,8	2,4	1,5	-0,1	20,2	19,3	17,7
Voz Telecom	1,94	8,7	2,4	3,3	3,9	11,1	12,0	12,6
Total		231,4	96,4	130,6	143,5	327,8	362,0	374,9

Cartera	Acciones (#)	Precio (01/01/18) (€)	Cost (€)	Precio (13/07/18) (€)	Valoración (€)	Dif. (€)	Rendimiento (%)
Altia	61	16,39	1.000	15,60	952	-48	-5
Catenon	1.613	0,62	1.000	0,73	1.174	174	17
Commcenter	758	1,32	1.000	1,20	909	-91	-9
Eurona	474	2,11	1.000	0,83	393	-607	-61
FacePhi	917	1,09	1.000	1,12	1.028	28	3
Gigas	287	3,48	1.000	5,75	1.652	652	65
Lleida.Net	1.493	0,67	1.000	1,11	1.657	657	66
Voz Telecom	513	1,95	1.000	1,94	995	-5	-1
Total			8.000		8.760	760	9

Fuente: MAB, Checkpoint Partners

Las acciones de Lleida.Net se han revalorizado en un 66% desde el comienzo del año, el mejor rendimiento entre sus comparables del MAB.

Las comparaciones con otras empresas del sector no son fáciles dada la heterogeneidad de las empresas que están cotizadas, donde algunas tienen beneficios netos positivos mientras que otras caen en ventas a la vez que generan pérdidas. Sin embargo, esperamos que Lleida.net tenga la cifra de crecimiento de ventas más fuerte con un 30% esperado en comparación con un promedio del 4% para el sector (arrastrado por el bajo rendimiento de Eurona).

En términos de crecimiento del Ebitda en 2018, también esperamos que Lleida.net obtenga un aumento del 119% en comparación con un promedio de -81%, una vez más distorsionado en gran medida por los malos resultados esperados de Eurona.

	Ventas			Ebitda			Beneficio Neto			Flujo de Caja		
	2017 (€ m)	2018e (€ m)	2019e (€ m)	2017 (€ m)	2018e (€ m)	2019e (€ m)	2017 (€ m)	2018e (€ m)	2019e (€ m)	2017 (€ m)	2018e (€ m)	2019e (€ m)
Altia	64,7	67,3	70,0	8,9	10,3	11,1	6,1	7,5	8,1	7,0	8,5	9,1
Catenon	13,3	13,5	14,6	1,4	1,2	1,1	0,0	-0,2	-0,3	0,8	0,7	0,7
Commcenter	48,8	50,8	52,8	2,2	0,0	0,0	0,0	-1,9	-1,9	1,9	0,1	0,2
Eurona	118,8	120,0	121,2	-4,3	-12,3	5,3	-28,1	-37,7	-17,7	-13,1	-21,8	-2,6
FacePhi	2,7	3,2	3,6	0,5	0,6	0,8	0,4	0,5	0,7	0,3	0,5	0,6
Gigas	5,9	7,3	8,4	0,4	0,6	1,3	-0,5	-0,4	0,2	0,4	0,5	1,1
Lleida.Net	9,9	12,8	14,2	0,6	1,3	2,0	0,0	0,6	1,6	0,3	1,2	1,9
Voz Telecom	9,7	10,4	11,1	-0,3	0,1	0,2	-1,6	-0,9	-0,6	-0,5	-0,1	0,0
	273,8	285,2	295,9	9,5	1,8	21,9	-23,7	-32,4	-9,9	-3,0	-10,5	10,9

	Crecimiento Ventas			Crecimiento Ebitda			Crecimiento BN			Crecimiento FC		
	2017 (€ m)	2018e (€ m)	2019e (€ m)	2017 (€ m)	2018e (€ m)	2019e (€ m)	2017 (€ m)	2018e (€ m)	2019e (€ m)	2017 (€ m)	2018e (€ m)	2019e (€ m)
Altia	-3%	4%	4%	-4%	16%	7%	-3%	22%	8%	-4%	20%	7%
Catenon	-6%	2%	8%	-	-12%	-5%	-99%	368%	32%	-	-8%	-5%
Commcenter	-13%	4%	4%	-	-	-	-	-	0%	-	-94%	67%
Eurona	-26%	1%	1%	-	187%	-	135%	34%	-53%	-	67%	-88%
FacePhi	35%	17%	14%	-	26%	24%	-	49%	25%	-	59%	28%
Gigas	23%	23%	15%	-	46%	125%	-36%	-27%	-	-	35%	124%
Lleida.Net	30%	30%	11%	-	119%	58%	0%	1138%	163%	-	329%	61%
Voz Telecom	4%	7%	7%	-	-	220%	82%	-42%	-32%	-	-86%	-
	5%	4%	4%	-4%	-81%	1147%	88%	37%	-69%	-217%	257%	-204%

	VE/Ventas			VE/Ebitda			P/B			RxFC		
	2017 (x)	2018e (x)	2019e (x)	2017 (x)	2018e (x)	2019e (x)	2017 (x)	2018e (x)	2019e (x)	2017 (x)	2018e (x)	2019e (x)
Altia	1,4	1,3	1,2	10,2	8,4	7,4	17,5	14,3	13,3	7%	8%	8%
Catenon	1,3	1,3	1,2	12,6	14,7	16,0	-	-	-	6%	5%	5%
Commcenter	0,3	0,3	0,3	7,4	-431,1	371,6	417,2	-	-	24%	1%	2%
Eurona	1,1	1,4	1,5	-30,0	-13,4	34,0	-	-	-	-36%	-60%	-7%
FacePhi	6,3	5,6	5,3	34,1	28,4	24,7	40,7	27,3	21,8	2%	3%	4%
Gigas	4,4	3,7	3,2	65,1	45,3	19,9	-	-	121,5	1%	2%	4%
Lleida.Net	2,0	1,5	1,2	35,5	15,5	9,0	382,7	30,9	11,8	2%	7%	11%
Voz Telecom	1,1	1,2	1,1	-	219,1	72,0	-	-	-	-6%	-1%	0%
	1,2	1,3	1,3	34,6	205,8	17,1	-	-7,1	-23,3	-1%	-5%	5%

Fuente: Checkpoint Partners

Criterio 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 meses.

Las recomendaciones (o calificaciones) para cada acción están divididas en 3 categorías: Comprar (B), Mantener (N) y Vender (S).

- Comprar: se espera que la acción genere un rendimiento total superior al 20% durante los próximos 12 meses.
- Mantener: se espera que la acción genere un rendimiento total de entre -20% a + 20% durante los próximos 12 meses.
- Vender: se espera que la acción genere un rendimiento total inferior a -20% durante el horizonte temporal de los próximos 12 meses.

Nuestro sistema de calificación se aplica solamente a las empresas con capitalizaciones de mercado de menos de € 50 millones que en la mayoría de los casos se refieren a acciones que son ilíquidas y más volátiles que sus pares de mayor tamaño.

Historial de recomendaciones

Fecha	Recomen.	Precio (€)	P. Objetivo (€)	Plazo validez	Analista
27.10.2016	COMPRAR	0,71	0,95	12 meses	Guillermo Serrano Sáenz de Tejada
16.01.2017	COMPRAR	0,62	1,05	12 meses	Guillermo Serrano Sáenz de Tejada
28.04.2017	COMPRAR	0,66	1,25	12 meses	Guillermo Serrano Sáenz de Tejada
20.07.2017	COMPRAR	0,75	1,25	12 meses	Guillermo Serrano Sáenz de Tejada
26.10.2017	COMPRAR	0,52	1,13	12 meses	Guillermo Serrano Sáenz de Tejada
31.01.2018	COMPRAR	0,80	1,13	12 meses	Guillermo Serrano Sáenz de Tejada
16.03.2018	COMPRAR	0,84	1,13	12 meses	Guillermo Serrano Sáenz de Tejada
17.07.2018	COMPRAR	1,15	1,53	12 meses	Guillermo Serrano Sáenz de Tejada

Checkpoint lo hace y busca hacer negocios con las compañías cubiertas en sus informes de investigación. Como resultado, los inversionistas pueden considerar que esto podría afectar la objetividad del informe y, por lo tanto, deberían considerar este informe como un solo factor para tomar su decisión de inversión. Actualmente, Checkpoint posee 26,000 acciones de Lleida.net.

Frecuencia de los informes

En la actualidad, Checkpoint se ha comprometido con una actualización trimestral del rendimiento financiero y operativo de Lleida.net.

Horizonte de inversión

Nuestros informes se centran principalmente en pequeñas capitalizaciones y acciones 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 50 millones de euros en un horizonte temporal de 3 a 5 años a fin de aprovechar todo el potencial de la oportunidad de inversión.

Fecha de difusión

7am, 17 julio 2018