

## Lleida.net

A mayor crecimiento, mejores múltiplos

## Comprar

Analista: Guillermo Serrano - [gfs@checkpoint.com](mailto:gfs@checkpoint.com)

7am, 21 enero 2020

El BPA (a / impuestos) del 4T19 fue de 2.43 céntimos, 8 veces mayor que el resultado del 4T18. Detrás de este aumento estuvo un incremento del 38% en ventas y un 114% en Ebitda. Los resultados anunciados ayer confirman la sólida tendencia a nivel operativo de Lleida.net.

El fuerte aumento (+ 67%) en las ventas de ICX durante el trimestre (€ 2.5 millones) en parte se explican con el anuncio de que Lleida.net ha obtenido una licencia para operar (línea fija y SMS) en la República Dominicana junto con la firma de un acuerdo de interconexión con China Mobile y China Telecom (con unos mil millones de clientes).

La división SaaS también creció con fuerza, con un aumento del 38%, hasta € 1 millón, comparado con un crecimiento promedio del 12% durante los primeros nueve meses del año. El anuncio de que Zurich y BNP llevarán el producto de certificación a Polonia y Alemania, respectivamente, es un ejemplo representativo del potencial en Europa.

La división de soluciones de SMS volvió a caer con una disminución del 17% en ventas durante el trimestre y del 6% en el año. Se sabe desde hace tiempo que Lleida.net está desenfazando esta división en favor de la división SaaS.

El Ebitda reportado creció un 117% hasta los € 747 mil y excluyendo las activaciones de I + D, el aumento fue del 397% hasta € 542 mil (el más alto de la historia). La contención de costos continúa siendo la característica dominante, permitiendo la tendencia en la expansión del margen observado durante los últimos 3 años. Los gastos operativos (efectivo) del 4T19 crecieron solo un 3%.

Hemos subido nuestro precio objetivo de la acción hasta €1,80 (vs €1,60) en base a nuestra confianza en el 2020. Consideramos que el precio de Lleida.net está actualmente infravalorado en relación con sus múltiplos históricos y en relación con nuestra valoración de la suma de las partes.

### Renta Variable

### España Telecom/Software

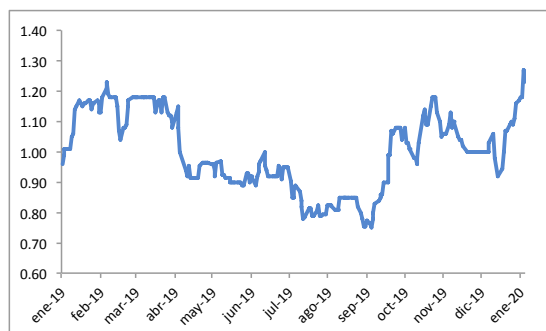
Precio (4 pm 20/01/20): €1,35 (LLN.MC),  
€1,26 (ALLN.PA)

Precio objetivo: €1.80

### Trading Data

Máx/Min. 52 semanas (€): 0.84 - 1.35  
Cap.Bur. (€ millones): 21,67  
No. acciones (millones): 16.04  
Volumen medio diario: 11,369

### Share Price Chart (LTM)



(€ millones)	2018	2019e	2020f	2021f
Ventas	12,4	13,6	15,7	17,5
<b>Ebitda</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>
R. Neto	0,2	0,9	1,3	1,9
<b>BPA</b>	<b>0,02</b>	<b>0,06</b>	<b>0,08</b>	<b>0,12</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>1,9</b>	<b>1,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,5</b>
<b>VE/Ebitda</b>	<b>27,2</b>	<b>17,8</b>	<b>10,3</b>	<b>7,6</b>
P/B	89,0	22,9	16,1	11,5
RxFC	3%	5%	8%	11%

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](http://www.checkpoint-partners.com) o escribiéndonos a [gfs@checkpoint-partners.com](mailto: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.

## Las acciones de Lleida.net siguen infravaloradas

Hemos revisado al alza nuestro precio objetivo a 12 meses hasta los € 1.80 por acción, respaldado por los buenos resultados del 4T19 junto con nuestra percepción de mejores perspectivas para el 2020 y 2021.

El cambio principal en nuestra valoración de la suma de las partes está relacionado con la división ICX, que ahora la estimamos en unos € 14.2 millones. Esta división ha dado mejores resultados de los esperados de manera consistente durante los últimos dos años, un reflejo de la creciente oportunidad de vender el servicio de interconexión a agregadores y operadores de SMS. El acuerdo de interconexión con China Mobile y China Telecom, anunciado el pasado mes de septiembre, refuerza aún más las perspectivas.

Mantenemos prácticamente intactas nuestros estimados de valor de las divisiones de SaaS y Soluciones SMS, en relación a nuestro informe anterior publicado en octubre pasado.

Recientemente se han obtenido también importantes contratos que validan nuestra confianza en el crecimiento para el 2020. Los principales ejemplos son el contrato de Zurich para proporcionar SaaS en Alemania y el contrato de Portabilidad en España. En general estamos convencidos que la mayor seguridad jurídica que brindan los productos de Lleida.net es un atractivo en cualquier país del mundo, no solo para los entornos legales parecidos al de España.

Sector	División	FDC (€)	Año	VE/Ventas	VE/Ebitda
Software	SaaS	13,8	2020	2,9	23,5
			2021	2,4	14,9
Telecom	Soluciones SMS	2,6	2020	1,1	12,6
			2021	1,1	11,3
	ICX	14,2	2020	1,7	10,9
			2021	1,5	9,5
Suma de las partes		30,6	2020	2,0	14,6
			2021	1,7	11,6
Deuda neta		1,1			
Valoración		29,5			
Precio Objetivo		1,80			
Precio		1,35			
Potencial		33%			

Fuente: Checkpoint Partners

Para llegar a nuestra valoración mediante la suma de las partes de €30.6 millones, asumimos que Lleida.net tiene el potencial de obtener un margen de Ebitda del 15% con un crecimiento anual promedio a largo plazo de ventas del 7%. Hemos utilizado un WACC de 9.1%.

Además de nuestra valoración de la suma de las partes, hemos preparado los siguientes cuatro cuadros que, en nuestra opinión, resumen lo que percibimos como la subvaloración actual de Lleida.net. (Los siguientes cuadros se basan en tomar el precio diario actual de la acción frente a las ventas a plazo de 12 meses o los números reales o estimados de flujo de efectivo).

Mientras que en el primer gráfico, la relación Valor Empresa a Ventas ahora está ligeramente por encima del promedio de los últimos tres años ...

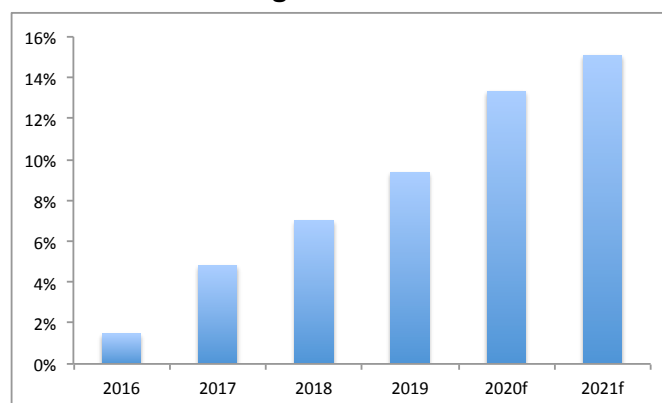
### Valor Empresa / Ventas



Fuente: Checkpoint Partners

... parece que no reconoce que el margen de Ebitda de Lleida.net se ha expandido mientras las ventas crecían a un promedio de 19% durante los últimos 3 años.

### Margen de Ebitda



Fuente: Checkpoint Partners

Si nos basamos en la creciente rentabilidad de Lleida.net, y es que el crecimiento del Ebitda (ex-activaciones) promedió 144% en los últimos tres años, pensaríamos que los múltiplos de valoración pudieran estar reconociendo esta mejora. Pero la evidencia muestra lo contrario ...

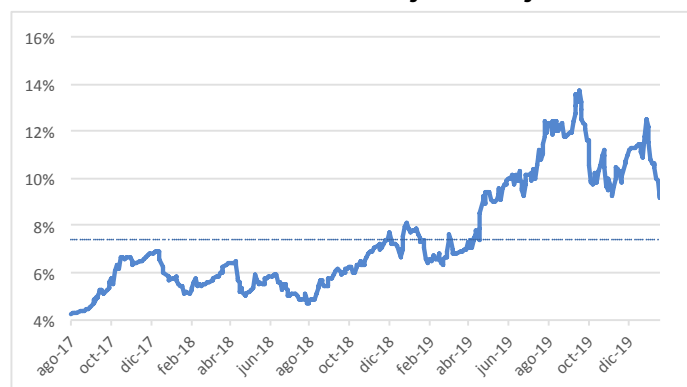
**VE/Ebitda (excl. activaciones)**



Fuente: Checkpoint Partners

Otra forma de mirarlo es a través de ratio de flujo de caja sobre el valor de la compañía. Este ratio está actualmente en el 8.4% que se compara ahora con el promedio histórico del 7.4% y es nuestra opinión que una compañía generadora de flujo de efectivo que crezca a dos dígitos debería tener este ratio en el 5% o incluso menos. Nuestro nuevo precio objetivo de € 1.80 por acción apunta a una estimación de rendimiento de flujo de efectivo 2020e de 6.4%, lo que inclusive deja a la acción más recorrido aún.

**Rentabilidad x Flujo de Caja**



Fuente: Checkpoint Partners

## Pérdidas y Ganancias trimestrales (consolidado)

(€ 000')	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	%				
Servicios													
Software	819	803	725	771	781	993	854	1.034	-5	24	18	34	
Soluciones SMS	647	779	518	724	709	599	592	604	10	-23	14	-17	
Soluciones ICX	1.675	1.556	1.815	1.527	1.343	1.631	1.935	2.547	-20	5	7	67	
<b>Ventas</b>	<b>3.141</b>	<b>3.138</b>	<b>3.058</b>	<b>3.022</b>	<b>2.833</b>	<b>3.223</b>	<b>3.382</b>	<b>4.185</b>	<b>-10</b>	<b>3</b>	<b>11</b>	<b>38</b>	
Coste de ventas	-1.597	-1.684	-1.632	-1.422	-1.337	-1.544	-1.675	-2.132	-16	-8	3	50	
<b>Margen bruto</b>	<b>1.544</b>	<b>1.454</b>	<b>1.426</b>	<b>1.600</b>	<b>1.496</b>	<b>1.679</b>	<b>1.707</b>	<b>2.053</b>	<b>-3</b>	<b>15</b>	<b>20</b>	<b>28</b>	
<i>Margen Bruto</i>	<i>49%</i>	<i>46%</i>	<i>47%</i>	<i>53%</i>	<i>53%</i>	<i>52%</i>	<i>50%</i>	<i>49%</i>	7	12	8	-7	
Activaciones (I+D)	166	162	224	235	239	264	219	205	44	63	-2	-13	
Personal	-690	-642	-847	-780	-755	-823	-952	-869	9	28	12	11	
Servicios Ext.	-630	-449	-384	-734	-667	-585	-345	-690	6	30	-10	-6	
Depreciaciones	-290	-283	-290	-289	-286	-281	-285	-282	-1	-1	-2	-2	
Otros ingresos	0	9	-6	23	6	-1	1	48	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	
<b>Gastos Op.</b>	<b>-1.610</b>	<b>-1.365</b>	<b>-1.527</b>	<b>-1.780</b>	<b>-1.702</b>	<b>-1.690</b>	<b>-1.580</b>	<b>-1.793</b>	<b>6</b>	<b>24</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	
<b>Ben. operativo</b>	<b>100</b>	<b>251</b>	<b>123</b>	<b>55</b>	<b>33</b>	<b>253</b>	<b>346</b>	<b>465</b>	<b>-67</b>	<b>1</b>	<b>181</b>	<b>745</b>	
<i>Margen Op.</i>	3%	8%	4%	2%	1%	8%	10%	11%	-63	-2	154	511	
<b>Ebitda</b>	<b>390</b>	<b>534</b>	<b>413</b>	<b>344</b>	<b>319</b>	<b>534</b>	<b>631</b>	<b>747</b>	<b>-18</b>	<b>0</b>	<b>53</b>	<b>117</b>	
<i>Margen Ebitda</i>	3%	8%	4%	2%	1%	8%	10%	11%					
<b>Ebitda*</b>	<b>224</b>	<b>372</b>	<b>189</b>	<b>109</b>	<b>80</b>	<b>270</b>	<b>412</b>	<b>542</b>	<b>-64</b>	<b>-27</b>	<b>118</b>	<b>397</b>	
<i>Margen Ebitda</i>	7%	12%	6%	4%	3%	8%	12%	13%					
Extraordinarios Gastos	0	0	0	0	0	0	0	-11					
financieros	-22	-32	-15	-31	-20	-20	80	-18	-9	-38	-633	-42	
FX	17	-25	-34	25	25	-41	27	-46	47	64	-179	-284	
<b>Res. no- operativos</b>	<b>-5</b>	<b>-57</b>	<b>-49</b>	<b>-6</b>	<b>5</b>	<b>-61</b>	<b>107</b>	<b>-75</b>	<b>-200</b>	<b>7</b>	<b>-318</b>	<b>###</b>	
<b>Beneficio a/imp.</b>	<b>95</b>	<b>194</b>	<b>74</b>	<b>49</b>	<b>38</b>	<b>192</b>	<b>453</b>	<b>390</b>	<b>-60</b>	<b>-1</b>	<b>512</b>	<b>696</b>	
<b>Flujo de caja</b>	<b>202</b>	<b>331</b>	<b>180</b>	<b>55</b>	<b>54</b>	<b>251</b>	<b>491</b>	<b>465</b>	<b>-73</b>	<b>-24</b>	<b>173</b>	<b>745</b>	

\* Ebitda sin activaciones

Fuente: Lleida.Net, Checkpoint Partners

## Pérdidas y Ganancias (consolidado)

(€ millones)	2018	2019e	2020f	2021f
<b>Ventas por división</b>				
Saas	3,1	3,7	4,8	5,8
Soluciones SMS	2,7	2,5	2,3	2,3
Soluciones ICX	6,6	7,5	8,6	9,4
<b>Ventas por división (%)</b>				
Saas	25%	27%	31%	33%
Soluciones SMS	22%	18%	15%	13%
Soluciones ICX	54%	55%	55%	54%
<b>Ventas</b>	<b>12,4</b>	<b>13,6</b>	<b>15,7</b>	<b>17,5</b>
Coste de ventas	-6,3	-6,6	-7,6	-8,4
<b>Margen bruto</b>	<b>6,0</b>	<b>7,0</b>	<b>8,1</b>	<b>9,1</b>
<i>Crecimiento</i>	15%	16%	16%	12%
<i>Margen</i>	49%	51%	52%	52%
Activaciones (I+D)*	0,8	0,9	0,7	0,7
Gastos de personal	-2,8	-3,3	-3,6	-3,8
Servicios exteriores	-2,3	-2,4	-2,5	-2,6
Depreciaciones	-1,2	-1,1	-1,1	-1,2
<b>Gastos de explotación</b>	<b>-6,3</b>	<b>-6,9</b>	<b>-7,2</b>	<b>-7,6</b>
<i>Crecimiento</i>	8	9	5	6
<b>Res. de explotación</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>
<i>Margen de explotación</i>	4%	8%	10%	12%
<b>Ebitda</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>
<i>Margen Ebitda</i>	13%	16%	17%	19%
<b>Ebitda (sin activaciones)</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>
<i>Margen Ebitda</i>	7%	9%	13%	15%
Ingresos financieros	0,0	0,0	0,0	0,0
Gastos financieros	-0,1	0,0	-0,1	0,0
FX y excepcionales	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Resultado no operativo</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>2,1</b>
Impuestos	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
<b>Resultado neto</b>	<b>0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>
<b>Flujo de caja</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>

Fuente: Lleida.net and Checkpoint Partners

## Balance (consolidado)

(€ millions)	2018	2019e	2020f	2021f
<b>Activo Fijo</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>
Inmovilizado intangible	3,8	3,9	4,0	4,2
Inmovilizado material	0,3	0,4	0,4	0,4
Inv. en empresas del grupo	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras inversiones	0,2	0,2	0,2	0,2
Activos por impuestos diferidos	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Activo corriente</b>	<b>4,5</b>	<b>5,5</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>
Inventarios	0,0	0,0	0,0	0,0
Deudores	2,4	2,8	3,2	3,5
Inversiones financieras	0,7	0,7	0,7	0,8
Periodificaciones a corto plazo	0,2	0,2	0,3	0,3
Efectivo	1,1	1,7	2,7	2,4
<b>Activos</b>	<b>8,9</b>	<b>10,0</b>	<b>11,6</b>	<b>11,7</b>
<b>Patrimonio neto</b>	<b>3,1</b>	<b>4,0</b>	<b>5,4</b>	<b>7,2</b>
<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	-1,6	-0,7	0,7
<i>Autocartera</i>	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
<i>Resultados del ejercicio</i>	0,3	0,9	1,3	1,9
<b>Deudas a largo plazo</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>0,0</b>
<b>Pasivo corriente</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>
Deudas a corto plazo	2,3	1,8	1,7	1,7
Provisiones	0,1	0,1	0,1	0,1
Acreedores	2,0	2,3	2,6	2,7
<b>Pasivo</b>	<b>8,9</b>	<b>10,0</b>	<b>11,6</b>	<b>11,7</b>
<b>(€ millones)</b>				
Capital circulante	0,4	0,5	0,6	0,8
Rotación deudores (días)	70	71	70	71
Rotación acreedores (días)	60	64	67	65
Deuda financiera	3,7	3,5	3,5	1,7
Caja	1,8	2,4	3,5	3,2
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>1,9</b>	<b>1,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,5</b>

Fuente: Lleida.net and 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
16.01.2017	COMPRAR	0,62	1,05	12 meses	Guillermo Serrano
28.04.2017	COMPRAR	0,66	1,25	12 meses	Guillermo Serrano
20.07.2017	COMPRAR	0,75	1,25	12 meses	Guillermo Serrano
26.10.2017	COMPRAR	0,52	1,13	12 meses	Guillermo Serrano
31.01.2018	COMPRAR	0,80	1,13	12 meses	Guillermo Serrano
16.03.2018	COMPRAR	0,84	1,13	12 meses	Guillermo Serrano
17.03.2018	COMPRAR	1.11	1.53	12 meses	Guillermo Serrano
17.07.2018	COMPRAR	1.15	1.53	12 meses	Guillermo Serrano
17.10.2018	COMPRAR	1.03	1.53	12 meses	Guillermo Serrano
24.01.2019	COMPRAR	1.06	1.53	12 meses	Guillermo Serrano
24.04.2019	COMPRAR	0.92	1.40	12 meses	Guillermo Serrano
27.07.2019	COMPRAR	0.87	1.40	12 meses	Guillermo Serrano
21.10.2019	COMPRAR	1.01	1.40	12 meses	Guillermo Serrano

Checkpoint lo hace y busca hacer negocios con las compañías cubiertas en sus informes de investigación. Como resultado, los inversores 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.

### 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, 21 enero 2020