

Lleida.net

Comprar

Ya no es Valor, es Crecimiento

Analista: Guillermo Serrano - gfs@checkpointp.com

7am, 22 julio 2020

El beneficio antes de impuestos de Lleida.net aumentó un 41% hasta los € 273 mil en el 2T20, en comparación con el 2T19, lo que confirma su buen desempeño durante la crisis del Covid. La compañía ha hecho también públicos una serie de contratos obtenidos durante las últimas semanas relacionados con su división de SaaS.

Las ventas de SaaS sumaron los € 1,3 millones, un 27% más, durante el segundo trimestre en comparación con el año anterior. Los contratos anunciados van a permitir mejorar aun más las expectativas para los próximos trimestres.

SMS Wholesale aumentó un 19% hasta los € 1,9 millones durante el trimestre y SMS Solutions cayó un 5% hasta los € 0,6 millones (los dos juntos aumentaron un 13%). Estas dos áreas no han sido inmunes al Covid, dado que se interrumpió una cantidad significativa de tráfico de SMS durante las primeras fases del confinamiento en España y en el extranjero. Si bien las ventas aumentaron, los márgenes estuvieron presionados.

El Ebitda de caja aumentó un 82% hasta los € 463 mil, gracias a unos gastos de operación más bajos y una disminución del 40% en la I + D activada. El confinamiento permitió ahorros en gastos de viaje y otras actividades asociadas con su actividad comercial.

Hemos mejorado nuestros estimados para el 2021 por las mejores expectativas. Ahora estamos estimando para el 2021 unas Ventas de € 22.5 millones (€ 21.8 millones), un Ebitda de caja de € 4.3 millones (€ 4.1 millones) y un Beneficio neto de € 3.6 millones (€ 3.4 millones). Además, presentamos nuestros estimados para 2022 por primera vez.

Tenemos un nuevo precio objetivo a 12 meses de € 6.00 (vs € 3.00) dado por las mejoras de las expectativas generadas por el aceleramiento en la transformación digital de las economías.

Renta Variable

España Telecom/Software

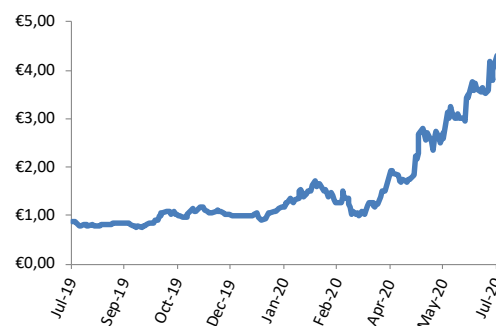
Precio (4 pm 20/04/20): €4,34 (LLN.MC),
€4,68 (ALLN.PA)

Precio objetivo: €6.00

Estadística

Máx/Min. 52 semanas (€): 0,75-4,86
Cap.Bur. (€ millones): 69,6
No. acciones (millones): 16.04
Volumen medio diario (€): 127.058

Precio (últimos 12 meses)



(€ millones)	2019	2020f	2021f	2022f
Ventas	13,7	18,5	22,5	27,4
Ebitda caja	1,3	2,8	4,3	5,0
R. Neto	1,1	2,0	3,6	4,0
BPA	0,07	0,12	0,23	0,25
Deuda Neta	1,1	-0,9	-3,4	-6,4
VE/Ebitda	52,5	25,1	16,0	14,0
P/B	64,1	34,8	19,2	17,3
RxFC	2%	4%	6%	6%

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 percepción del mercado ha cambiado sobre Lleida.net

El precio de las acciones de Lleida.net ha pasado de ser una empresa más del MAB a ser medidas como un valor tecnológico de crecimiento, un valor que ha despertado a raíz de la crisis generada por el Covid. Pensamos que todas las métricas de valoración histórica ya no son un punto de referencia para valorar Lleida.net, porque tanto Lleida.net como el resto del Mundo son cosas diferentes hoy en día.

Valor Empresa / Ebitda (caja)
(a 12m)



Fuente: Checkpoint Partners

Precio/Beneficios
(a 12m)



Fuente: Checkpoint Partners

Rentabilidad sobre Flujo de Caja
(a 12m)



Fuente: Checkpoint Partners

La pregunta ahora es: ¿qué tipo de crecimiento necesitamos ver en Lleida.net para justificar la valoración actual?

Nuestro nuevo precio objetivo de 6 € se basa en un horizonte a 7 años en el que tendríamos que ver una tasa de crecimiento anual promedio del 25% en SaaS, una tasa de crecimiento del 15% en SMS ICX Wholesale y ningún crecimiento en las Soluciones SMS. A largo plazo, hemos elevado el crecimiento al 10% anual en SaaS y al 5% en SMS ICX Wholesale, mientras que mantenemos un crecimiento del 0% en Soluciones SMS.

También hemos reducido nuestro WACC al 8% del 9% basado en nuestra percepción de menor riesgo dado que ahora es rentable, genera flujo de efectivo libre y mantiene una posición financiera sólida.

Lleida.net ha demostrado una capacidad acreditada para vender innovación desde que fuera fundada hace 25 años. La medida de su éxito a largo plazo se puede ver en el rendimiento anual promedio del 41% sobre capital social invertido desde 1995, tomando en cuenta el precio actual de las acciones. Su reputación es y seguirá siendo su principal credencial para que el mercado crea en su capacidad para seguir generando crecimiento a futuro.

Lleida.net se ha convertido ahora en un valor reconocido como de Crecimiento y con toda probabilidad se valorará como tal en el futuro.

VALORACIÓN DE SUMA DE LAS PARTES

Sector	División	FDC (€)	Año	VE/Ventas	VE/Ebitda
Software	SaaS	57,7	2020	10,6	63,5
			2021	7,7	30,5
Telecom	Soluciones SMS	2,8	2020	1,1	9,8
			2021	1,1	7,3
	ICX	35,7	2020	3,4	22,7
			2021	2,9	17,2
Suma de las partes		96,2	2020	5,2	34,8
			2021	4,3	22,2
Deuda neta		-0,2			
Valoración		96,4			
Precio Objetivo		6,00			
Precio		4,34			
Potencial		38%			

Fuente: Checkpoint Partners

Una comparativa con DocuSign hace ver barata la acción de Lleida.net

DocuSign es la mayor empresa del mundo especializada en Firma Digital, principalmente usada en documentos como pueden ser un contrato. Aunque LLeida.net es algo más en cuanto a oferta de producto (su énfasis está en la comunicación certificada de documentos), pero mucho menor en tamaño, creemos que es útil comparar la valoración de ambas compañías.

DocuSign cotiza hoy en torno a los \$ 201 por acción y la capitalización de mercado es de alrededor de \$ 37 mil millones, 7 veces más de lo que valía en su salida a Bolsa. Fue solo hace dos años, en mayo de 2018, cuando DocuSign tuvo su IPO a \$ 29 por acción (amplió capital por unos \$ 440 millones y colocó otros \$ 155 millones en secundario).

Durante los primeros días de su salida a Bolsa, el precio de las acciones subieron un 40% llevando su entonces capitalización de mercado hasta los \$ 6 mil millones, colocándose en un múltiplo VE / Ventas (U12M) de unas 12x. En comparación, a mediados de 2018, Lleida.Net estaba aumentando las ventas en alrededor del 25% y su múltiplo VE / Ventas (U12M) estaba por debajo de 2x.

Desde entonces, DocuSign no ha decepcionado al mercado, que ha visto como las ventas han crecido un 35% en 2018 y un 39% en 2019 con la expectativa de crecimiento de otro 33% en 2020. Este tipo de crecimiento ha resultado en una expansión del VE / Ventas (U12M) de 12x hasta las 37x, aun con pérdidas a nivel operativo y a nivel de beneficio neto. Las ventas han pasado de \$ 518 millones en 2017 a \$ 701 millones en 2018 y a \$ 974 millones en 2019 (el cierre contable de DocuSign es el 31 de enero, pero por motivos prácticos mostramos el año calendario). El múltiplo de VE / Ventas (adelantadas de 12 meses) actualmente es de 29x.

En comparación, en Lleida.net las ventas aumentaron un 25% en 2018 y un 11% en 2019, con una expectativa del 35% para 2020, lo que ha permitido que el múltiplo VE / Ventas (adelantadas de 12 meses) pase de un promedio de 1.1x a 1.6x durante el últimos dos años al actual múltiplo de 3.7x, luego de la reciente apreciación del precio de las acciones. Mientras que el crecimiento promedio de las ventas de Lleida.net se ha quedado atrás de DocuSign, Lleida.net ha podido elevar el Beneficio Neto de € 0.1 millones en 2017 hasta los € 1,1 millones del año pasado.

A pesar de la fuerte revalorización de las acciones de Lleida.net, estas siguen teniendo un descuento en múltiplos considerable en comparación con las de DocuSign. Desde una perspectiva de valoración de acciones de Crecimiento, los múltiplos de valoración de Lleida.net aún son asequibles.

Pérdidas y Ganancias trimestrales (consolidado)

(€ 000´)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	% y-o-y	
Servicios Software	781	993	854	1.034	1.081	1.259	38	27
Soluciones SMS	709	598	592	604	662	566	-7	-5
Soluciones ICX	1.343	1.631	1.935	2.547	2.303	1.948	71	19
Ventas	2.833	3.222	3.382	4.185	4.046	3.773	43	17
Coste de ventas	-1.337	-1.465	-1.675	-2.132	2.156	-1.880	61	28
Margen bruto	1.496	1.757	1.707	2.053	1.890	1.893	26	8
<i>Margen Bruto</i>	<i>53%</i>	<i>55%</i>	<i>50%</i>	<i>49%</i>	<i>47%</i>	<i>50%</i>	-12	-8
Activaciones (I+D)	239	272	219	205	168	163	-30	-40
Personal	-755	-822	-952	-869	-874	-876	16	7
Servicios Ext.	-667	-681	-345	-690	-760	-544	14	-20
Depreciaciones	-286	-282	-285	-282	-288	-297	1	5
Otros ingresos	6	0	1	48	0	-10	n.m.	n.m.
Gastos Op.	-1.702	-1.785	-1.580	-1.793	1.922	-1.727	13	-3
Ben. operativo	33	244	346	465	136	329	312	35
<i>Margen Op.</i>	<i>1%</i>	<i>8%</i>	<i>10%</i>	<i>11%</i>	<i>3%</i>	<i>9%</i>	<i>189</i>	<i>15</i>
Ebitda	319	526	631	747	424	626	33	19
<i>Margen Ebitda</i>	<i>1%</i>	<i>8%</i>	<i>10%</i>	<i>11%</i>	<i>3%</i>	<i>9%</i>		
Ebitda*	80	254	412	542	256	463	220	82
<i>Margen Ebitda</i>	<i>3%</i>	<i>8%</i>	<i>12%</i>	<i>13%</i>	<i>6%</i>	<i>12%</i>		
Extraordinarios	0	0	0	-11	0	0	n.m	n.m
Gastos financieros	-20	-20	80	-18	-19	-15	-5	-25
FX	25	-30	27	-46	-49	-41	-296	37
Res. no-operativos	5	-50	107	-75	-68	-56	-1460	12
Beneficio a/imp.	38	194	453	390	68	273	79	41
Flujo de caja	54	234	491	465	237	458	339	96

* Ebitda sin activaciones

Fuente: Lleida.Net, Checkpoint Partners

Pérdidas y Ganancias (consolidado)

(€ millones)	2019	2020e	2021e	2022e
Ventas por división				
Saas	3,7	5,4	7,5	9,9
Soluciones SMS	2,5	2,5	2,5	2,6
Soluciones ICX	7,5	10,6	12,5	14,9
Ventas por división (%)				
Saas	27%	29%	33%	36%
Soluciones SMS	18%	13%	11%	10%
Soluciones ICX	54%	57%	55%	54%
Ventas	13,7	18,5	22,5	27,4
Coste de ventas	-6,6	-9,6	-11,3	-13,3
Margen bruto	7,1	8,9	11,2	14,0
<i>Crecimiento</i>	18%	25%	26%	25%
<i>Margen</i>	52%	48%	50%	51%
Activaciones (I+D)*	0,9	0,7	0,7	0,7
Gastos de personal	-3,1	-3,6	-4,1	-5,1
Servicios exteriores	-2,7	-2,6	-2,8	-3,9
Depreciaciones	-1,2	-1,1	-1,0	-0,9
Gastos de explotación	-7,0	-7,3	-7,9	-9,9
<i>% Crecimiento</i>	10	5	8	26
Res. de explotación	1,1	2,3	4,0	4,8
<i>Margen de explotación</i>	8%	12%	18%	17%
Ebitda	2,3	3,4	5,0	5,6
<i>Margen Ebitda</i>	16%	18%	22%	21%
Ebitda (sin activaciones)	1,3	2,8	4,3	5,0
<i>Margen Ebitda</i>	10%	15%	19%	18%
Ingresos financieros	0,1	0,0	0,0	0,0
Gastos financieros	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
FX y excepcionales	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultado no operativo	0,0	-0,1	-0,1	0,0
Resultado antes de impuestos	1,1	2,2	3,9	4,8
Impuestos	0,0	-0,2	-0,3	-0,7
Resultado neto	1,1	2,0	3,6	4,0
Flujo de caja	1,3	2,5	3,9	4,2

Fuente: Lleida.net and Checkpoint Partners

Balance (consolidado)

(€ millones)	2019	2020e	2021e	2022e
Activo Fijo	4,4	4,2	4,1	4,0
Inmovilizado intangible	3,8	3,6	3,5	3,4
Inmovilizado material	0,4	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
Activo corriente	6,3	9,1	12,3	14,1
Inventarios	0,0	0,0	0,0	0,0
Deudores	3,6	4,4	5,4	6,2
Inversiones financieras	1,3	1,3	1,3	1,4
Periodificaciones a corto plazo	0,3	0,3	0,3	0,3
Efectivo	1,2	3,1	5,2	6,3
Activos	10,7	13,3	16,4	18,2
Patrimonio neto	4,4	6,7	9,9	13,3
<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>	-1,6	-0,5	1,3	4,5
<i>Autocartera</i>	-0,8	-0,4	-0,4	-0,4
<i>Resultados del ejercicio</i>	1,1	1,7	3,2	3,5
Deudas a largo plazo	1,7	1,7	1,4	1,3
Pasivo corriente	4,6	4,9	5,1	3,6
Deudas a corto plazo	1,9	1,8	1,7	0,0
Provisiones	0,1	0,1	0,1	0,1
Acreedores	2,6	3,1	3,3	3,5
Pasivo	10,7	13,3	16,4	18,2
(€ millones)				
Dividendos	0,2	0,3	0,5	0,6
Rotación deudores (días)	80	79	80	78
Rotación acreedores (días)	69	66	64	55
Deuda financiera	3,5	3,4	3,1	1,3
Caja	2,4	4,4	6,5	7,7
Deuda financiera neta	1,1	-0,9	-3,4	-6,4

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
21.01.2020	COMPRAR	1,35	1,80	12 meses	Guillermo Serrano
24.04.2020	COMPRAR	1,75	3,00	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, 22 julio 2020