

El punto de inflexión ya está cerca

Analista: Guillermo Serrano - gfs@checkpointp.com

7am, 25 octubre 2022

Los resultados del 3T22 de lleida.net han mostrado un aumento en ventas del 21%, hasta los €5,2 millones, junto a un resultado antes de impuestos de €109 mil (vs €129 mil). La tendencia de crecimiento en ventas estuvo en línea con los trimestres anteriores de 2022 y en cuanto a Ebitda mucho mejores.

Las miradas del mercado siguen puestas en InDenova, que en los nueve primeros meses de 2022 registró unas ventas de €1,3 millones (vs €2,6 millones en todo 2021).

Esperamos ventas en InDenova de €2,5 millones para todo el 2022, que significa que aporte unas ventas de €1,2 millones junto a un Ebitda (s/activaciones) de €0,6 millones para el 4T22. Estos resultados serán bien recibidos por el mercado.

Seguimos siendo optimistas en cuanto a que 2023 continuará siendo un año de crecimiento (esperamos un +15%) para lleida.net, si bien el punto de partida será algo más bajo de lo esperado a principios del año en curso.

Hemos revisado a la baja nuestro precio objetivo hasta los €6,00 por acción (todavía con un potencial 226% de subida) a raíz de una revisión a la baja de nuestras previsiones para 2022 y 2023, dado el entorno económico actual.

Mantenemos nuestra recomendación de COMPRA, ya que pensamos que el mercado ha sobrevalorado el valor. La contribución negativa del Ebitda de Indenova durante los primeros 9 meses es en parte una distorsión, y deberíamos ver un repunte significativo en el 4T22.

Renta Variable

BME Growth Tecnología

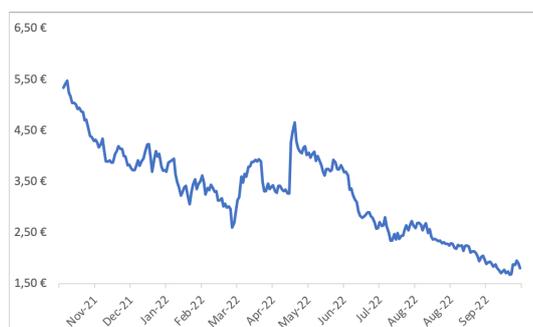
Precio (4pm 10/8/22): €1,84

RIC: LLN

Precio Objetivo (12-18 m): €6,00

Rango 52 semanas (€):	5,48-1,68
Cap. Bur. (€ millones):	29,5
No. Acciones (millones):	16,05
Vol medio diario (€, 12m):	157 mil
Volatilidad media diaria:	4,0%

Gráfico de precios (12 meses)



(€ millones)	2020	2021	2022e	2023e
Ventas	16,6	18,0	22,6	26,1
Ebitda	2,0	1,6	1,8	3,1
B. Neto	1,0	0,9	0,8	1,8
BPA	0,06	0,05	0,05	0,11
Deuda neta	-2,3	7,3	7,8	6,7
VE/Ebitda	19,2	23,5	20,7	12,2
P/B	28,4	33,7	34,9	16,5
RFC	5%	5%	6%	9%

InDenova ha sido una buena adquisición, pero su integración en lleida.net requiere algo de tiempo y esfuerzo

Los resultados del 3T22 han sido notablemente mejores que los dos primeros trimestres del año. Mientras que la tasa de crecimiento en ventas del 21% fue prácticamente la misma, el margen de Ebitda (s/activaciones) pasó del 2% y el 3% en 1T22 y 2T22 al 6% en 3T22.

Sin la adquisición de Indenova, el Ebitda (s/activaciones) de los primeros 9 meses de lleida.net habría subido cerca del 10% sobre un crecimiento de las ventas del 15%. En cambio, si se mira solo al Ebitda (s/activaciones) consolidado tal y como ha sido publicado, el descenso ha sido del 43%, hasta los €580mil. En condiciones normales se podría suponer que lleida.net tiene un problema con su rentabilidad. No es así y es ahí donde creemos que el mercado se está equivocando.

Estimamos que InDenova ha aportado una pérdida de caja de €0,5 millones durante estos primeros 9 meses del año pero que acabará el año en positivo. Cuando fueron adquiridos tenían un coste de caja fijo de unos €2,3 millones de euros al año o algo menos de €0,2 millones al mes (no ha cambiado significativamente en 2022). Si durante los primeros 9 meses del año han generado ingresos de €1,3 millones, los costes correspondientes fueron entonces de unos €1,8 millones, perdiendo por ellos unos €0,5 millones.

Cuando se anunció la adquisición de InDenova el año pasado, se sabía (probablemente no se entendió del todo) que más de la mitad de las ventas se facturaban en el cuarto trimestre, lo que significaba que los primeros 9 meses iban a transcurrir con pérdidas de Ebitda para luego compensarlas con beneficios en el último trimestre. Este ciclo de facturación, aparentemente inusual, tiene que ver con la naturaleza de su base de clientes (principalmente pertenecientes al sector público).

En parte creemos que el mercado ha interpretado el descenso de los beneficios trimestrales de lleida.net (durante estos primeros 9 meses) como la nueva normalidad y no es exacto. Como en muchas adquisiciones, siempre hay un elemento de sorpresas inesperadas y ajustes necesarios para integrar el nuevo negocio en la empresa adquirente, y, hasta cierto punto, ese ha sido el caso de Lleida.net. Aun así, no se espera que las cifras de InDenova para todo el año 2022 difieran significativamente de las del año pasado.

Esperamos que 2023 sea un mejor año para InDenova. Existen también ahora mismo buenos indicios, ya que hay nuevos productos de software híbridos (donde la Firma Digital InDenova se está introduciendo en el software Click & Sign de lleida.net con éxito) que están ganando contratos con la base de clientes. Lo consideramos como una señal de que el proceso de integración está funcionando, viniendo a validar la lógica de la adquisición.

Cuenta de Resultados por trimestre: 2021 y 2022

(€ 000')	1T21	2T21	3T21	4T21	1T22	2T22	3T22	%		
<i>Contratación</i>	638	853	813	-	762	842	784	19	-1	-4
<i>Notificación</i>	613	404	518	-	627	498	642	2	23	24
<i>Otro SaaS</i>	329	290	246	-	754	696	576	129	140	134
SaaS	1.580	1.547	1.577	2.741	2.143	2.036	2.002	36	32	27
Soluciones SMS	688	665	672	685	1.061	902	834	54	36	24
ICX	1.719	2.096	2.046	1.958	2.013	2.381	2.341	17	14	14
Ventas	3.987	4.308	4.294	5.384	5.217	5.319	5.178	31	23	21
Coste de ventas	-1.984	-2.094	-2.231	-2.288	-2.602	-2.629	-2.632	31	26	18
Beneficio bruto	2.003	2.214	2.063	3.096	2.615	2.690	2.546	31	21	23
<i>Margen bruto</i>	<i>50%</i>	<i>51%</i>	<i>48%</i>	<i>58%</i>	<i>50%</i>	<i>51%</i>	<i>49%</i>			
Activación por I+D	193	207	166	210	269	336	292	39	62	76
Gastos de personal	-1.013	-909	-1.133	-1.455	-1.533	-1.643	-1.564	51	81	38
Servicios Exteriores	-566	-966	-684	-1.125	-975	-868	-682	72	-10	0
Amortización	-265	-271	-277	-476	-518	-508	-516	95	87	86
Otros	3	28	27	61	8	11	16	167	-61	-41
Costes de explotación	-1.841	-2.118	-2.067	-2.995	-3.018	-3.008	-2.746	64	42	33
Ingresos de explotación	355	294	162	311	-134	18	92	-138	-94	-43
Margen de explotación	9%	7%	4%	6%	-3%	0%	2%			
Ebitda*	617	546	412	787	376	515	592	-39	-6	44
Margen Ebitda	15%	13%	10%	13%	7%	10%	11%			
Ebitda (sin activ.)*	424	339	246	516	107	179	300	-75	-47	22
Margen Ebitda	11%	8%	6%	10%	2%	3%	6%			
Extraordinarios	0	-1	0	0	0	13	0	-	-	-
Costes financieros netos	36	-26	-32	-40	19	-24	17	-47	-8	-
Resultado a/ impuestos	391	268	129	271	-115	-6	109	-129	-102	-16
Flujo de caja	411	313	236	475	61	155	241	-85	-50	2

Fuente: lleida.net y Checkpoint Partners

El control de costes es a tomar en cuenta en el 3T22

Hay un par de partidas de costes que merecen ser destacadas en este 3T22.

Gastos de personal: aumentaron un 38% durante el 3T22, hasta algo menos de los €1,6 millones, vs +51% y +81% en los dos primeros trimestres del año. En lleida.net son conscientes que la adquisición de InDenova ha aportado 60 nuevos empleados y que, por tanto, existe una menor presión para crecer con nuevas contrataciones. El control de gastos sigue siendo una prioridad.

Servicios exteriores: se mantuvieron sin cambios en €0,7 millones vs 3T21, lo que no difiere mucho del descenso del 10% en el 2T22 y es mejor que el aumento del 72% observado en el 1T22 (debido a la vuelta del WMC). Una prueba más de que lleida.net sigue siendo consciente de sus gastos durante la integración con InDenova.

El resultado del control de gastos ha sido un aumento del 22% en el Ebitda (s/activaciones) y del 44% en el Ebitda (incluyendo las capitalizaciones de I+D). Aunque creemos que el potencial de margen de Ebitda (s/activaciones) a largo plazo de lleida.net debería situarse en el rango del 10%-15%, el 6% obtenido este 3T22 va en la dirección correcta. Esperamos que los márgenes de Ebitda (s/activaciones) en el 4T22 se sitúen entre el 15% y el 20% (aupado esta vez por InDenova) para terminar 2022 con una media del 8%.

Además, los SMS están repuntando en 2022 y el mercado tampoco parece notarlo.

ICX: en 2021, los ingresos de ICX cayeron un 4% como consecuencia del impacto de la pandemia de Covid-19 en las tarifas de terminación de las telecos además de la pausa en la actividad de algunos clientes clave. Las cosas se están normalizando en 2022 y se observa ahora un crecimiento del 15% en los primeros 9 meses del año.

Soluciones SMS: al ser la más pequeña de las divisiones de lleida.net, a menudo se le presta poca atención, pero en lo que va de 2022 ha crecido un 38%, lo que la convierte en la división que más crece en Lleida net (Otros SaaS parece haber crecido más, pero eso se debe a la adquisición de InDenova). Este 3T22 las ventas de Soluciones SMS han crecido un 24%, no muy lejos de la media del año.

La conclusión sobre este trimestre y de los primeros 9 meses del año es que podemos echar la culpa de los resultados a la distorsión contable que ha supuesto la adquisición de inDenova. Cuando la cuenta de resultados de lleida.net tiene que soportar una contribución negativa de Ebitda de €0,5 millones parece que todo está mal, pero no es así. Esperamos un final de año positivo y con buenos augurios para todo el 2023, a pesar de la economía (Latinoamérica va mejor que Europa y eso ayudará a Lleida.net).

Cuenta de Resultados 2019-2023e

(€ millones)	2020	2021	2022e	2023e
Ventas por división				
Servicios de software	5,7	7,4	9,6	11,5
Soluciones SMS	2,6	2,7	3,8	4,0
ICX	8,1	7,8	9,2	10,6
Ventas y otros ingresos	16,6	18,0	22,6	26,1
Coste de ventas	-8,4	-8,6	-10,9	-12,6
Beneficio Bruto	8,2	9,4	11,7	13,5
<i>% de crecimiento interanual</i>	15%	15%	25%	15%
<i>Margen bruto</i>	49%	52%	52%	52%
Activaciones (I+D)	0,7	0,8	1,2	1,2
Gastos de personal	-3,4	-4,4	-6,4	-6,7
Servicios Exteriores	-2,8	-3,4	-3,5	-3,6
Amortización	-1,2	-1,3	-2,1	-2,1
Costes de explotación totales	-7,4	-9,1	-12,0	-12,5
<i>% de crecimiento interanual</i>	7	22	32	4
Ingresos de explotación	1,4	1,1	1,0	2,2
<i>Margen de explotación</i>	9%	6%	4%	9%
Ebitda	2,6	2,4	3,0	4,3
<i>Margen Ebitda</i>	16%	13%	13%	17%
Ebitda (sin activaciones)	2,0	1,6	1,8	3,1
<i>Margen Ebitda</i>	12%	9%	8%	12%
Ingresos financieros	0,0	0,0	0,0	0,0
Costes financieros	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3
Divisas y otros	-0,3	0,0	0,2	0,0
Resultados financieros	-0,4	-0,1	0,0	-0,3
Resultado antes de impuestos	1,0	1,0	0,9	2,0
Impuesto	0,0	-0,2	-0,1	-0,2
Resultado Neto	1,0	0,9	0,8	1,8
Flujo de caja	1,6	1,4	1,7	2,6

Fuente: LLN, Checkpoint partners

Balance de Situación 2019-2023e

(millones de euros)	2020	2021	2022e	2023e
Activos fijos	4,1	12,0	11,8	11,6
Activos intangibles	3,6	11,0	10,8	10,6
Activos materiales	0,3	0,6	0,6	0,7
Inversiones en empresas del grupo	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras inversiones	0,0	0,1	0,1	0,1
Activos diferidos	0,2	0,3	0,3	0,3
Activos corrientes	9,1	11,5	11,3	12,0
Deudores	3,5	5,2	6,3	6,7
Inversiones a corto plazo	1,3	0,8	0,8	0,9
Devengos a corto plazo	0,3	0,4	0,4	0,4
Efectivo	4,1	5,1	3,8	4,1
Activos	13,3	23,5	23,2	23,7
Patrimonio Neto	7,3	6,7	7,1	8,2
<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>	1,3	1,9	2,8	3,2
<i>Recompra de capital social</i>	-0,8	-1,7	-1,7	-1,7
<i>Cuenta de pérdidas y ganancias</i>	1,0	0,9	0,8	1,8
Deuda a largo plazo	2,1	8,6	7,9	7,1
Pasivo corriente	3,9	8,1	8,1	8,3
Deuda a corto plazo	0,9	4,6	4,5	4,5
Provisiones	0,0	0,0	0,0	0,0
Acreedores	3,0	3,5	3,6	3,7
Pasivo	13,3	23,5	23,2	23,7
Dividendos	0,3	0,5	0,6	0,8
Capital circulante	0,5	1,7	2,7	2,9
Rotación deudores (días)	78	88	93	91
Rotación de acreedores (días)	70	72	62	58
Deuda financiera	3,0	13,2	12,4	11,6
Efectivo	5,3	5,9	4,6	4,9
Deuda neta	-2,3	7,3	7,8	6,7

Fuente: LLN, Checkpoint partners

Valoración por suma de las partes

Sector	División	Actual	Proyectado	Year	Actual		Proyectado	
		VE (€)	DFC (€)		VE/Ventas	EV/Ebitda	VE/Ventas	EV/Ebitda
Software	Saas	23,1	63,7	2022e	2,4	1061,7	6,7	2925,7
				2023e	2,0	45,5	5,6	125,3
	inDenova	5,0	13,8	2022e	2,0	27,0	5,5	n.m
				2023e	1,7	8,1	4,6	22,3
Telecom	SMS	2,1	5,7	2022e	0,5	3,2	1,5	8,9
				2023e	0,5	4,1	1,4	11,3
	ICX	7,6	20,8	2022e	0,8	7,7	2,3	21,3
				2023e	0,7	5,2	2,0	14,3
	Sum of Parts	37,7	104,0	2022e	1,7	20,7	4,6	57,0
				2023e	1,4	12,2	4,0	33,7
	Deuda Neta	8,2	8,2					
	Valor de las acciones	29,5	95,8					
	Por acción	1,84	6,00					
	Potencial		226%					

Fuente: Checkpoint Partners

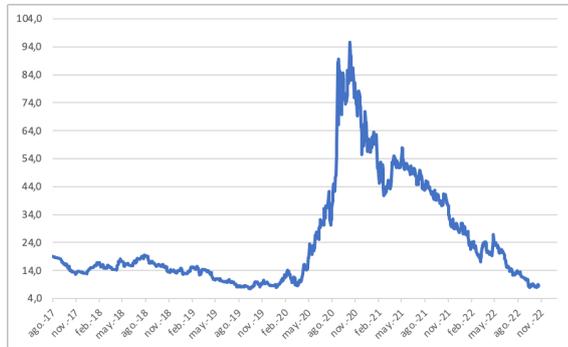
Nuestra valoración de la suma de las partes son sólo estimaciones sobre cómo creemos que el mercado está valorando cada una de las divisiones de lleida.net y de cómo las valoraríamos nosotros según nuestro precio objetivo de €6 por acción.

Hacemos también una estimación de cómo se distribuye el Ebitda de grupo entre cada una de las divisiones, dado que no se desvelan las cifras reales. Sobre la base de esas estimaciones, proporcionamos un múltiplo VE/Ebitda para cada una de las divisiones, tanto en la forma en que creemos que se están valorando actualmente como en la forma en que las valoramos según nuestro precio objetivo.

Construimos nuestro precio objetivo basándonos en un análisis de descuentos de flujo de caja para cada una de las divisiones.

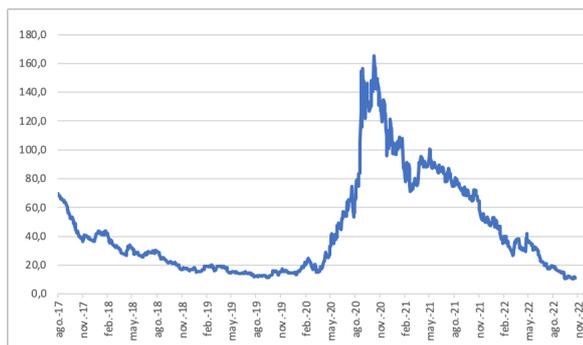
Gráficas de valoración

VE/Ebitda (s/ activaciones) (a 12 meses)



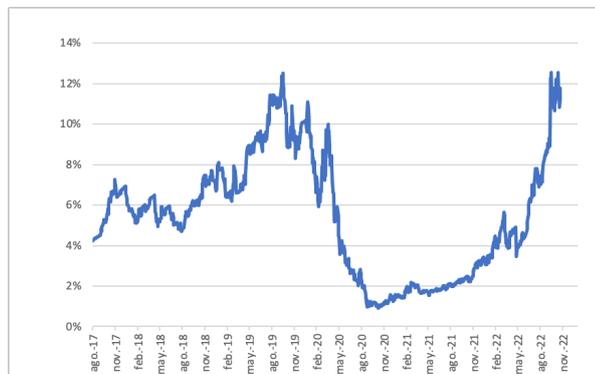
Fuente: Checkpoint Partners

Precio/Beneficios (a 12 meses)



Fuente: Checkpoint Partners

Rentabilidad x Flujo de Caja (a 12 meses)



Fuente: 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 entre €50 y €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
27.10.2016	C	0,71	0,95	12 meses	Guillermo Serrano
16.01.2017	C	0,62	1,05	12 meses	Guillermo Serrano
28.04.2017	C	0,66	1,25	12 meses	Guillermo Serrano
20.07.2017	C	0,75	1,25	12 meses	Guillermo Serrano
26.10.2017	C	0,52	1,13	12 meses	Guillermo Serrano
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

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