

No hay mal que dure cien años, ni cuerpo que lo aguante

Analista: Guillermo Serrano - gfs@checkpointp.com

7am, 5 febrero 2025*

2024 ha finalizado con una caída de 2€ millones en la Deuda Financiera Neta (hasta los 7,4€ millones), reflejo de la fuerte generación de caja de Lleida.net. Esta caída equivale al 9% de la capitalización bursátil actual y, en nuestra opinión, es la señal más clara de la infravaloración del valor.

Más aún, esperamos una caída de 2,4€ millones de euros en 2025, equivalente al 11% de la capitalización bursátil. En el 4T24, la caída fue de 624€ mil, la mayor de todos los trimestres de 2024.

Esta relación entre amortización de la deuda y capitalización sigue siendo atractiva a pesar de la revalorización de la acción del 16% registrada ayer tras el anuncio de los resultados.

Los resultados del 4T24 han sido buenos en comparación con el 4T23 y del 3T24: las ventas aumentaron un 28% hasta 5,1€ millones vs el 4T23 y un 16% frente al 3T24.

El EBITDA (cash) del 4T24 fue de 813€ mil euros (16% sobre ventas), comparado con los -308€ mil del año pasado. Esperamos que la buena tendencia para el 2025 continúe.

Previsiones y precio objetivo

Sin cambios nuestras previsiones de ventas y EBITDA (cash) para 2025 y 2026.

LLN cotiza un VE/Ebitda (cash) para 2025 y 2026 de 9x y 7x, que en nuestra opinión son atractivos dado el perfil de crecimiento de lleida.net.

Mantenemos nuestro precio objetivo a 12-18 meses en 3,00€, lo que situaría a la acción en un múltiplo EV/Ebitda (cash) de 14x para finales de este año.

Renta Variable

BME Growth Tecnología

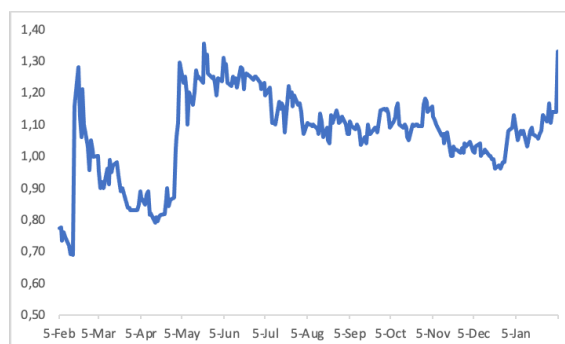
Precio (5pm 29/10/24): €1,33

RIC: LLN

Precio Objetivo (12-18 m): €3,00

Rango 52 semanas (€):	1,36-0,69
Cap. Bur. (€ millones):	21,3
No. Acciones (millones):	16,05
Vol medio diario (€, 12m):	58 mil
Volatilidad media diaria:	5,1%

Gráfico de precios (12 meses)

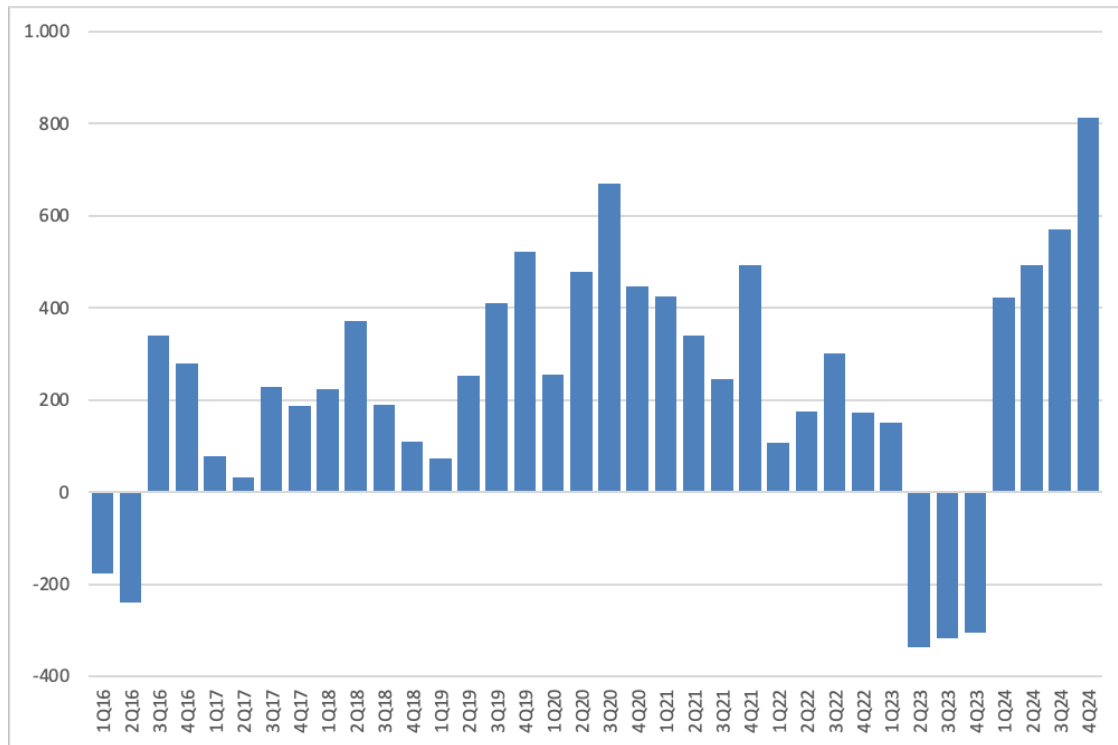


(€ millones)	2023	2024e	2025e	2026e
Ventas	16,6	19,1	21,2	23,0
Ebitda	-1,2	2,1	2,8	3,4
B. Neto	-2,7	0,8	1,3	1,7
BPA (€)	-0,17	0,05	0,08	0,11
Deuda neta	9,5	7,4	5,0	2,1
VE/ Ventas	1,9	1,5	1,2	1,0
VE/Ebitda	-25,7	13,5	9,3	6,8
P/B	-8,0	25,4	16,8	12,5
RFC	-7%	9%	11%	14%

El EBITDA sigue disparado, ahora le toca al mercado reconocerlo

Hace ya más de un año, lleida.net revisó a fondo sus gastos y reestructuró todas las divisiones para centrarse en el crecimiento rentable. Los resultados han sido un cambio radical en la rentabilidad y la generación de flujo de caja.

Gráfico 1: Ebitda (cash) trimestral de lleida.net (2016-2024) en miles de euros.



Fuente: Lleida.net, Checkpoint Partners.

El descenso secuencial del Ebitda durante los trimestres de 2021 a 2023 fue el resultado de una expansión basada en contrataciones de personal (incluida una adquisición) para captar un crecimiento que no cumplió con las expectativas del equipo gestor.

El precio de la acción se resintió durante el periodo 2022-2023, y el mercado aún muestra cierta prudencia antes de volver a apostar por Lleida.net. Con cuatro trimestres consecutivos de buenos resultados, entendemos que el mercado no va a tardar en reconocerlos en su valoración de las acciones.

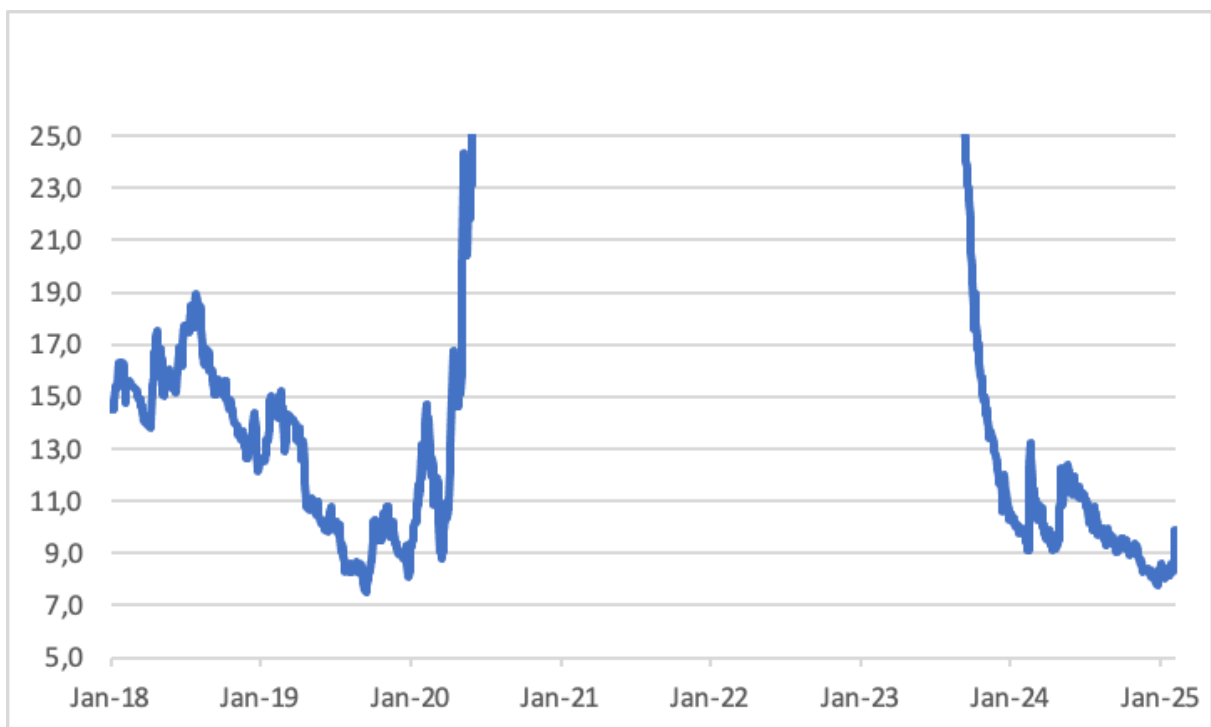
Los fundamentos de lleida.net siguen siendo excelentes porque existe una tendencia entre empresas y particulares de reforzar la validez jurídica de contratos y

notificaciones realizados por medios electrónicos. Para la mayoría, el papel es algo del pasado, pero a menudo se sustituye por contratos o notificaciones electrónicas jurídicamente vulnerables. Por un coste relativamente bajo, los usuarios pueden optar por una mayor seguridad jurídica, y a juzgar por la tasa de crecimiento de clientes en lleida.net, se confirma la tendencia.

En cuanto a los SMS, se sigue observando niveles de crecimiento positivos. El uso del SMS para notificaciones y contraseñas de un solo uso (OTP), se han convertido en un estándar de la seguridad en operaciones con el teléfono móvil.

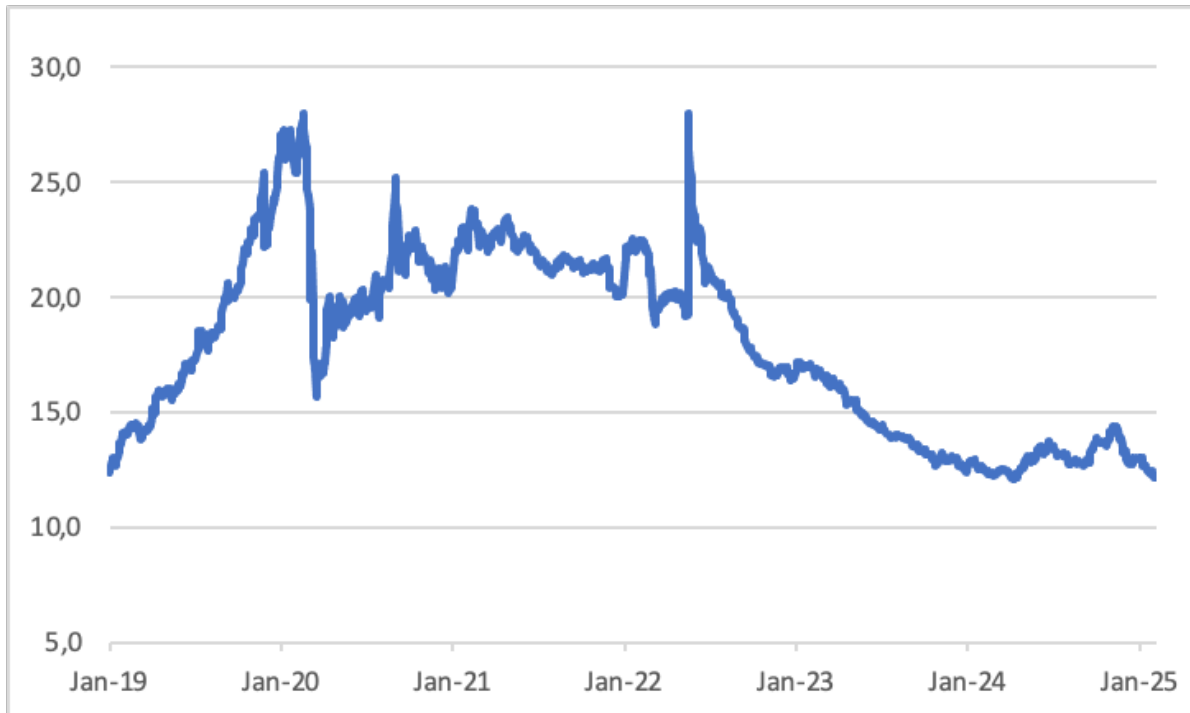
En cuanto al VE/Ebitda, hemos segmentado su evolución en tres períodos diferentes: el primero desde enero de 2018 a junio de 2020 con un múltiplo VE/Ebitda medio (12 meses) de 13,8x, el segundo de julio de 2020 a agosto de 2023 donde el múltiplo no es significativo dada la fuerte subida combinada del precio de la acción (especulación relacionada con el Covid) junto a una pérdida de Ebitda en 2023 y, el tercer periodo, de septiembre de 2023 hasta la actualidad (febrero de 2025) con un EV/Ebitda medio de 11,4. A principios de febrero de 2025, el múltiplo EV/Ebitda se sitúa en 8,2x.

Gráfico 2: Múltiplo EV/Ebitda (a 12 meses)



Fuente: Checkpoint Partners.

Gráfico 3: Múltiplo EV/Ebitda del sector TIC de BME Growth (a 12 meses)



Fuente: Checkpoint Partners.

Parte de la infravaloración de LLN se explica por el propio sector ICT (TIC). Este gráfico muestra la evolución del EV/EBITDA del sector BME Growth ICT (TIC) desde 2019, con un múltiplo medio de 18x, un 50% superior al múltiplo de 12x actual. Dado que el sector tiende a crecer más que la media de la economía, esperaríamos que rebotara hacia sus promedios a largo plazo y con ello ayudar a elevar también los múltiplos de valoración de LLN.

El crecimiento de Lleida.net aún no se ha trasladado a la evolución del precio de la acción, pero es solo cuestión de tiempo. Según nuestras estimaciones para 2025 y 2026, nuestro precio objetivo de 3€ por acción «sólo» elevaría el múltiplo EV/Ebitda (12 meses) a 14x para finales de 2025... que coincide con la media de valoración del periodo 2018-2020 que acabamos de mencionar. A pesar de la aparente agresividad de nuestro precio objetivo (subida del 270%), seguimos pensando que es realista.

Cuenta de Resultados por trimestre: 2023 y 2024

	T4 2023	T4 2024	Var.%	2023	2024	Var.%
Ventas	3.988	5.100	28%	16.491	19.059	16%
Coste de Ventas	-1.801	-2.347	30%	-7.320	-8.913	22%
Margen Bruto	2.187	2.753	26%	9.171	10.146	11%
% Margen Bruto	55%	54%		56%	53%	
Gastos de Personal	-1.684	-1.319	-22%	-6.748	-5.471	-19%
Servicios Exteriores	-809	-621	-23%	-3.202	-2.415	-25%
EBITDA SIN ACTIVACIONES	-306	813	366%	-779	2.260	390%
% sobre Margen Bruto	-14%	30%		-8%	22%	
Activaciones	234	238	2%	863	1.009	17%
EBITDA	-72	1.051	1560%	84	3.269	3792%
% sobre Margen Bruto	-3%	38%		1%	32%	
Amortización	-547	-475	-13%	-2.124	-2.106	-1%
Otros Ingresos	41	5	-88%	79	56	-29%
Otros resultados	-127	-1	-99%	-196	-7	96%
Indemnizaciones	-240	-32	-87%	-240	-32	87%
Provisiones saldos clientes	82	-140	271%	-64	-140	-119%
Resultado de Explotación	-863	408	147%	-2.461	1.040	142%
Resultado Financiero Neto	-92	-44	-52%	-195	-203	4%
Diferencias de Tipo de Cambio	-42	66	-257%	-64	3	-105%
Resultado antes de Impuesto	-997	430	143%	-2.720	840	131%
	T3 2023	T3 2024	Var.%	2023	2024	Var.%
Contratación	718	981	37%	3.073	3.466	13%
Notificación	436	546	25%	1.640	2.044	25%
Otros SaaS	638	753	18%	2.865	2.847	-1%
Total SaaS	1.792	2.280	27%	7.578	8.357	10%
Soluciones SMS	825	1.101	33%	3.330	3.776	13%
Soluciones ICX WHOLESALE	1.371	1.719	25%	5.583	6.926	24%
Total SMS	2.196	2.820	28%	8.913	10.702	20%
Total	3.988	5.100	28%	16.491	19.059	16%

Fuente: lleida.net y Checkpoint Partners

* Los resultados trimestrales se expresan tal como la empresa los comunicó en su nota de prensa de resultados. Nuestra previsión anual incluye partidas excepcionales (indemnizaciones por despido y provisiones para insolvencias) en el cálculo de nuestras cifras de EBITDA cash. La diferencia entre ambas cifras es inferior al 5%.

Cuenta de Resultados 2023-2026e

(€ millones)	2023	2024	2025e	2026e
Ventas por división				
Contratación	3,1	3,5	3,7	4,2
Notificación	1,6	2,0	2,2	2,5
Otro SaaS	2,9	2,8	3,4	4,0
Servicios de software	7,6	8,4	9,3	10,7
Soluciones SMS	3,3	3,8	3,9	4,0
ICX	5,6	6,9	7,8	8,3
Ventas y otros ingresos	16,6	19,1	21,2	23,0
Coste de ventas	-7,3	-8,9	-9,5	-10,1
Beneficio Bruto	9,3	10,2	11,7	12,9
<i>% de crecimiento interanual</i>	-14%	10%	15%	11%
<i>Margen bruto</i>	56%	53%	55%	56%
Activaciones (I+D)	0,9	1,0	1,0	0,9
Gastos de personal	-6,7	-5,5	-5,8	-6,1
Servicios Exteriores	-3,7	-2,6	-3,0	-3,4
Amortización	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
Ingresos de explotación	-2,5	1,0	1,7	2,2
<i>Margen de explotación</i>	-15%	5%	8%	10%
Ebitda	-0,3	3,1	3,8	4,3
<i>Margen Ebitda</i>	-2%	16%	18%	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	0,8	1,5	2,1
Impuesto	0,1	0,0	-0,2	-0,4
Resultado Neto	-2,7	0,8	1,3	1,7
Resultado sociedad dominante	-2,6	0,9	1,3	1,7
Resultado socios externos	0,0	0,0	0,0	0,0
Flujo de caja	-1,4	1,9	2,4	2,9

Fuente: LLN, Checkpoint partners

Balance de Situación 2023-2026e

(millones de euros)	2023	2024e	2025e	2026e
Activos fijos	10,8	9,9	9,3	8,3
Activos intangibles	9,5	8,8	8,1	7,1
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	7,2	8,4	11,2
Deudores	5,1	5,7	6,2	6,6
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	0,9	1,6	3,9
Activos	17,6	17,2	17,7	19,5
Patrimonio Neto	3,0	4,3	6,1	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>	1,5	-1,0	-0,2	1,1
<i>Recompra de capital social</i>	-1,4	-0,9	-0,4	0,0
<i>Cuenta de pérdidas y ganancias</i>	-2,6	0,9	1,3	1,7
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	7,4	7,9	8,3
Deuda a corto plazo	5,4	3,8	3,8	3,8
Provisiones	0,0	0,0	0,0	0,0
Acreedores	3,3	3,7	4,1	4,5
Pasivo	17,1	16,7	17,3	19,1
Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital circulante	1,9	2,0	2,0	2,2
Rotación deudores (días)	118	104	102	102
Rotación de acreedores (días)	65	75	77	80
Deuda financiera	9,7	8,7	7,0	6,3
Efectivo	1,4	1,2	2,0	4,3
Deuda neta	9,5	7,4	5,0	2,1

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
30.10.2024	C	1,095	3,00	12 meses	Guillermo Serrano
05.02.2025	C	1,33	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.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