

Crecimiento explosivo en beneficios, la valoración en los suelos

Analista: Guillermo Serrano - gfs@checkpointp.com

7am, 6 mayo 2025*

Los resultados del 1T25 registraron un aumento del 477% y del 129% en los resultados antes de impuestos y el Ebitda (cash), respectivamente, mejor de lo previsto, impulsados por un incremento trimestral de las ventas del 12%, una expansión del margen bruto de 284 puntos básicos y una caída del 4% en los gastos de explotación.

Mejoramos nuestros estimados de Ebitda (cash) hasta los 3,7€ millones para 2025 (vs 2,8€ millones anteriormente) y un estimado de resultado neto de 2,3€ millones (vs 1,3€ millones anteriormente).

Las divisiones de SaaS han registrado un aumento de los ingresos del 16% este trimestre, hasta los 2,5€ millones frente al 1T24, y del 10% frente al 4T24.

Las divisiones de SMS también siguen creciendo; el SMS comercial, de mayor margen, ha liderado el aumento con un 29% frente al 1T24. El SMS ICX creció sólo un 1% pero, al menos, mantiene los niveles de un buen 2024 (+24%).

Precio objetivo y valoración

Elevamos nuestro precio objetivo a 12-18 meses a 4,00€ (vs 3,00€).

LLN cotiza ahora con unos múltiplos EV/Ebitda (cash) para 2025 y 2026 de 7x y 5x, respectivamente y somos de la opinión que esta acción está inusualmente o injustamente infravalorada.

Basándonos en la recientemente anunciada operación de Namirial, y si se aplicaran los mismos múltiplos a Lleida Net, su cotización se situaría entre 6,00€ y 9,70€ .

Renta Variable**BME Growth Tecnología**

Precio (5pm 29/10/24): €1,29

RIC: LLN

Precio Objetivo (12-18 m): €4,00

Rango 52 semanas (€): 1,36-0,96
 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	2024	2025e	2026e
Ventas	16,6	19,1	21,1	23,2
Ebitda	-1,2	2,1	3,7	4,6
B. Neto	-2,7	0,9	2,3	3,1
BPA (€)	-0,17	0,06	0,14	0,20
Deuda neta	9,5	7,4	4,6	0,6
VE/ Ventas	1,9	1,5	1,2	0,9
VE/Ebitda	-25,7	13,4	7,0	4,8
P/B	-8,0	24,2	9,3	6,8
RFC	-7%	9%	14%	17%

Una simple comparativa lo explica todo: Lleida Net tendría un valor estimado de entre 6,00€ y 9,70€ por acción, si se aplicaran los múltiplos de la adquisición de Namirial

Este pasado 26 de marzo, Bain Capital anunció la adquisición de Namirial, un proveedor italiano de Software de gestión de transacciones digitales. Aunque de mayor tamaño (6x más grande aproximadamente en relación a Lleida Net), ambas operan y compiten por servicios similares.

Se espera que la transacción de Namirial se cierre en el 2T25 a la espera de las aprobaciones reglamentarias. Aunque los términos financieros no se han hecho públicos, se estima que la operación valora Namirial en 1.100€ millones.

Hemos comparado Namirial y Lleida Net con cuatro métricas de valoración diferentes:

(1) VE/Ventas:

Namirial: se estima (no tenemos el dato oficial) que las ventas consolidadas de Namirial en 2024 fueron de alrededor de 130€ millones, lo que sitúa el valor de la transacción recientemente anunciada en casi 8,5x Ventas.

Lleida Net: el VE actual de 28€ millones sobre unas Ventas en 2024 de 19€ millones sitúa el múltiplo VE/Ventas en tan solo 1,5x, un descuento del 82% respecto a Namirial

(2) VE/Ebitda:

Namirial: partiendo de un Ebitda estimado de 30€ millones en 2024 (basado en una serie de hipótesis extrapoladas a partir de las cifras de 2023), el múltiplo VE/Ebitda de la operación se estima en 36x.

Lleida Net: tomando el Ebitda de los últimos 12 meses (2T24 a 1T25) de 2,8€ millones, situamos el múltiplo VE/Ebitda actual en 10x, un 72% de descuento respecto a Namirial

(3) PER:

Namirial: en 2023 (último informe en el InfoCamere italiano) las dos mayores filiales del grupo, Namirial y BIT4ID, tuvieron una pérdida de más de 4€

millones. Estimamos que estas dos filiales representan entre el 80% y el 85% de los ingresos del grupo. La razón de las pérdidas declaradas está relacionado a los altos costes financieros de sus 220€ millones de deuda financiera (2023) y unos 14 € millones de gastos en amortización y depreciación (2023).

Lleida Net: en cambio, Lleida Net ya era rentable en 2024 (algo menos de 1€ millón de Beneficio Neto) y se espera que obtenga un Beneficio Neto de 2,3€ millones en 2025. Tomando en cuenta los últimos 4 trimestres (2T24-1T25) LLN está cotizando a un PER de 15x (y de 8,5x si tomamos los estimados de Bº Neto de los siguientes 4 trimestres).

(4) EV/Empleado:

Namirial: fuentes públicas (LinkedIn) sitúan el número de empleados de Namirial en 848 en la actualidad (unos 155€ mil de ventas por empleado), lo que sitúa el valor de la transacción por empleado en 1,3€ millones. Si tomamos 1.000 como número de empleados (según la nota de prensa de la operación) el VE/Empleado de la operación se sitúa en 1,1€ millones.

Lleida Net: Las ventas por empleado en 2024, de 140€ mil euros, son similares a las de Namirial. En cuanto al VE/Empleado, Lleida net se sitúa en los 205€ mil, un 84% menor que Namirial (19€ millones en ventas generadas por sus 135 empleados).

Conclusiones:

A pesar de la escasa información disponible, hemos podido comprobar que a nivel individual de cada empresa, el grupo Namirial está creciendo por debajo del 10% (al menos así era en 2023). Si bien es verdad que Lleida Net sufrió un bache durante 2023, el crecimiento de las ventas fue del 15% en 2024 y del 10% previsto para 2025. El ritmo es incluso más acelerado si tomamos los márgenes brutos como referencia (+11% en 2024 y +17% en 2025).

Si comparamos los múltiplos de valoración, Lleida Net está infravalorada, por lo menos, en un 72% respecto a Namirial. Si los mismos múltiplos de valoración VE/Ebitda estimados de 36x usados para Namirial se aplicaran a Lleida Net, llegaríamos a los 6,00€ euros por acción (si se aplicara el múltiplo VE / Ventas de 8,5x , LLN subiría a los 9,70€ por acción).

Cuenta de Resultados por trimestre: 2022, 2023 y 2024

(€ 000')	1Q23	1Q24	1Q25	24/23 (%)	25/24 (%)
<i>Contratación</i>	766	804	1.051	5	31
<i>Notificación</i>	506	507	507	0	0
<i>Otro SaaS</i>	989	864	967	-13	12
SaaS	2.261	2.175	2.525	-4	16
Soluciones SMS	797	757	973	-5	29
ICX	1.633	1.781	1.792	9	1
Ventas	4.691	4.713	5.290	0	12
Coste de ventas	-1.907	-2.174	-2.290	14	5
Beneficio bruto	2.784	2.539	3.000	-9	18
<i>Margen bruto</i>	<i>59%</i>	<i>54%</i>	<i>57%</i>		
Activación por I+D	239	243	257	2	6
Gastos de personal	-1.667	-1.428	-1.409	-14	-1
Servicios Exteriores	-983	-691	-624	-30	-10
Amortización	-526	-519	-509	-1	-2
Provisiones	-24	0	0	n.m.	n.m.
Otros	16	3	1	-81	-67
Costes de explotación	-3.184	-2.635	-2.541	-17	-4
Ingresos de explotación	-161	147	716	n.m.	387
Margen de explotación	-3%	3%	14%		
Ebitda	389	666	1.225	71	84
Margen Ebitda	8%	14%	23%		
Ebitda (sin activ.)	150	423	968	182	129
Margen Ebitda	3%	9%	18%		
Extraordinarios	0	0	0	n.m.	n.m.
Costes financieros netos	-115	-36	-75	n.m.	n.m.
Resultado a/ impuestos	-276	111	641	n.m.	477

Fuente:

Lleida.net y Checkpoint Partners

Cuenta de Resultados 2023-2026e

(€ millones)	2023	2024	2025e	2026e
Ventas por división				
Contratación	3,1	3,5	4,2	4,7
Notificación	1,6	2,0	2,2	2,5
Otro SaaS	2,9	2,8	3,7	4,2
Servicios de software	7,6	8,4	10,0	11,5
Soluciones SMS	3,3	3,8	4,1	4,3
ICX	5,6	6,9	6,9	7,2
Ventas y otros ingresos	16,6	19,1	21,1	23,2
Coste de ventas	-7,3	-8,9	-9,2	-9,7
Beneficio Bruto	9,3	10,2	12,0	13,4
<i>% de crecimiento interanual</i>	-14%	11%	17%	12%
<i>Margen bruto</i>	56%	54%	57%	58%
 Activaciones (I+D)	 0,9	 1,0	 1,0	 1,0
Gastos de personal	-6,7	-5,5	-5,8	-6,2
Servicios Exteriores	-3,7	-2,6	-2,5	-2,7
Amortización	-2,1	-2,1	-1,8	-1,6
Ingresos de explotación	-2,5	1,1	2,9	4,0
<i>Margen de explotación</i>	-15%	6%	14%	17%
 Ebitda	 -0,3	 3,2	 4,7	 5,6
<i>Margen Ebitda</i>	-2%	17%	22%	24%
Ebitda (sin activaciones)	-1,2	2,1	3,7	4,6
<i>Margen Ebitda</i>	-7%	11%	17%	20%
 Resultados financieros	 -0,3	 -0,2	 -0,2	 0,0
Resultado antes de impuestos	-2,7	0,9	2,7	3,9
Impuesto	0,1	0,0	-0,4	-0,8
Resultado Neto	-2,7	0,9	2,3	3,1
Resultado sociedad dominant	-2,6	0,9	2,3	3,2
Resultado socios externos	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: LLN, Checkpoint partners

Balance de Situación 2023-2026e

(millones de euros)	2023	2024	2025e	2026e
Activos fijos	10,8	11,1	10,7	9,7
Activos intangibles	9,5	8,8	8,4	7,4
Activos materiales	0,5	0,4	0,4	0,4
Inversiones en empresas del gr	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras inversiones	0,1	0,1	0,1	0,1
Activos diferidos	0,6	1,7	1,8	1,9
Activos corrientes	6,8	6,5	7,2	8,1
Deudores	5,1	5,2	5,6	6,1
Inversiones a corto plazo	0,4	0,0	0,0	0,0
Devengos a corto plazo	0,3	0,3	0,3	0,3
Efectivo	1,0	1,0	1,2	1,6
Activos	17,6	17,5	17,9	17,8
Patrimonio Neto	3,0	4,1	6,4	9,5
Capital	0,3	0,3	0,3	0,3
Prima de emisión	5,2	5,2	5,2	5,2
Reservas	1,5	1,8	1,8	1,8
Recompra de capital social	-1,4	-0,2	-0,2	-0,2
Cuenta de pérdidas y ganancia	-2,6	0,9	2,3	3,2
Provisiones a largo plazo	0,2	0,0	0,0	0,0
Deuda a largo plazo	5,5	3,7	3,6	1,1
Pasivo corriente	8,7	9,4	7,6	6,9
Deuda a corto plazo	5,4	4,7	2,4	1,2
Provisiones	0,0	0,2	0,2	0,2
Acreedores	3,3	4,5	5,0	5,5
Pasivo	17,1	17,2	17,6	17,5
Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital circulante	1,9	0,7	0,6	0,7
Rotación deudores (días)	118	99	94	93
Rotación de acreedores (días)	65	83	99	103
Deuda financiera	9,7	8,4	5,9	2,2
Efectivo	1,4	1,0	1,3	1,7
Deuda neta	9,5	7,4	4,6	0,6

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
06.05.2025	C	1,29	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 debieran 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