

INITIATION DE COUVERTURE

LA SIGNATURE ÉLECTRONIQUE COMME MOTEUR

Nous initions la couverture du titre à l'ACHAT avec un Objectif de Cours de 1,27€. Cotée à la fois à Madrid et à Paris, Lleida est une petite société espagnole (15m€ de capitalisation) en forte croissance, qui s'est positionnée avec succès sur le marché de la signature électronique et des communications certifiées (25% du CA), multipliant son CA par 3,7x entre 2014 et 2018 sur cette activité, tout en poursuivant le développement de ses activités dans les télécoms (75% du CA). Déjà rentable et génératrice de FCF, Lleida dispose à la fois de possibilités de croissance importantes et de leviers significatifs sur sa rentabilité et sa génération de cash.

Matthieu Lavillunière, CFA
+33 1 73 73 90 34
mlavilluniere@invest-securities.com

Maxime Dubreil
+33 1 44 88 77 98
mdubreil@invest-securities.com

Thibault Morel
+33 1 44 88 77 97
tmorel@invest-securities.com

Une *small cap* de croissance déjà rentable et génératrice de cash

Cotée depuis 2015 à Madrid et depuis décembre 2018 à Paris, Lleida est une petite société espagnole (12,36m€ de CA en 2018) en très forte croissance organique (+27,7% en 2017 et +25,5% en 2018) qui a su développer une gamme de produits attractive et trouver un modèle de développement efficace sur le marché de la signature électronique et des communications certifiées (CA multiplié par 3,7x entre 2014 et 2018 sur cette activité), tout en poursuivant le développement de ses activités télécoms, notamment de négoce de SMS à l'international qui profite de la croissance du marché des SMS d'entreprise (A2P). En 2018, le groupe affiche une marge d'EBITDA ajusté de 7,2% et génère un FCF opérationnel après BFR de 573k€, tout deux en forte amélioration.

Une expansion rapide sur le marché de la signature électronique

Lleida a lancé en 2014 sa solution de signature électronique de contrats et de stockage de documents Click & Sign, qui a connu un succès fulgurant sur le marché espagnol. Le groupe s'est également implanté avec succès en Colombie (15% du CA de la division SaaS), où il a trouvé un modèle de développement, fondé sur des partenariats avec des acteurs locaux, répliquable dans d'autres pays. Grâce à la poursuite de son développement international et le lancement des fonctionnalités d'*onboarding* client (entrée en relation) dans sa plateforme Click & Sign, nous attendons un TMVA 2019-21 de 16,5% en organique sur cette activité (la division SaaS, 25% du CA 2018).

Opinion ACHAT, la valorisation ne reflète pas le potentiel du groupe

Au niveau groupe, nous attendons des croissances organiques de +6,7%/+9,2%/+10,3% sur 2019-21 grâce à l'expansion de l'activité de signature électronique et communications certifiées et de l'activité de négoce de SMS à l'international. Un effet mix favorable et le levier opérationnel permettront au groupe de faire progresser sa marge d'EBITDA ajusté de +4,4pts entre 2018 et 2021 (après +12,6pts entre 2016 et 2018) pour atteindre 11,6%. Enfin, le FCF devrait doubler, passant de 573k€ en 2018 à 1,047m€ en 2021. Notre valorisation par DCF, qui intègre des hypothèses qui se veulent prudentes (marge d'EBITDA à terme de 15%, croissance à l'infini de +2%) pointe vers un objectif de cours à 1,27€ par action. Nous initions la couverture du titre avec un **opinion ACHAT**.

en € / action	2019e	2020e	2021e
BNA dilué	0,04	0,06	0,08
var. 1 an	+21,5%	+45,4%	+33,1%
Révisions	n.s.	n.s.	n.s.

au 31/01	2019e	2020e	2021e
PE	22,7x	15,6x	11,7x
VE/CA	1,14x	1,00x	0,84x
VE/EBITDA	13,9x	9,8x	7,3x
VE/EBITA	17,1x	11,8x	8,5x
FCF yield*	2,1%	5,7%	8,3%
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%

* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

Informations clés	
Cours actuel (€)	0,92
Nb d'actions (m)	16,0
Capitalisation (m€)	15
Capi. flottante (m€)	4
ISIN	ES0105089009
Ticker	LLN-ES
Secteur DJ	Communications

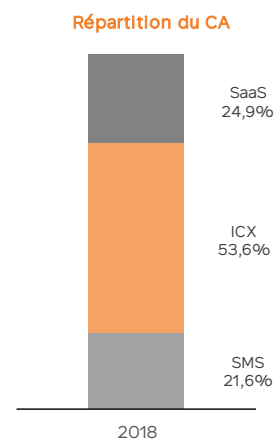
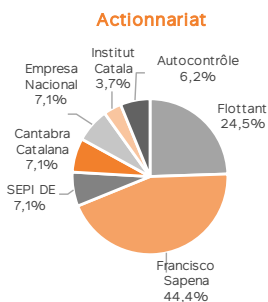
	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	-0,5%	-22,5%	-1,6%
Variation relative	+2,5%	-22,2%	-8,4%

Source : Factset, estimations Invest Securities

THESE D'INVESTISSEMENT

Après deux années de croissance organique impressionnante (+27,7% en 2017, +25,5% en 2018) liée au fort développement de ses activités SaaS (signature électronique et communications certifiées) et ICX (négoce international de SMS), Lleida poursuit son développement en amplifiant son internationalisation (Afrique du Sud, Moyen-Orient, Amérique Latine), sur le modèle de sa réussite en Colombie, et en continuant sa conquête commerciale sur son marché domestique. Ceci lui donnera un levier opérationnel sur ses marges et lui permettra d'augmenter très significativement sa génération de FCF.

DONNÉES FINANCIÈRES



Données par action	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
BNA publié	n.a	-0,03	-0,09	0,00	0,02	0,05	0,06	0,09
BNA corrigé dilué	n.a	-0,07	-0,07	0,01	0,03	0,04	0,06	0,08
Ecarts / consensus	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Ratios valorisation	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
P/E	n.a	n.a	n.s.	59,2x	28,1x	22,7x	15,6x	11,7x
VE/CA	n.a	n.a	1,56x	1,23x	1,26x	1,14x	1,00x	0,84x
VE/EBITDA ajusté	n.a	n.a	n.s.	23,4x	17,4x	13,9x	9,8x	7,3x
VE/EBITA ajusté	n.a	n.a	n.s.	35,7x	20,4x	17,1x	11,8x	8,5x
FCF yield op. avt BFR	n.a	n.a	n.s.	0,3%	3,0%	2,1%	5,7%	8,3%
FCF yield opérationnel	n.a	n.a	n.s.	2,8%	3,7%	1,8%	5,2%	7,8%
Rendement	n.a	n.a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

NB : les ratios sont calculés sur le cours moyen annuel pour les exercices terminés

Valeur d'Entreprise (m€)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Cours en €	n.a	n.a	0,75	0,66	0,93	0,92	0,92	0,92
Capitalisation	n.a	n.a	11,46	10,02	14,04	13,78	13,78	13,78
Dette Nette	n.a	n.a	2,38	2,29	1,65	1,63	0,94	-0,05
Valeur des minoritaires	n.a	n.a	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions/ quasi-dettes	n.a	n.a	0,16	0,03	0,09	0,09	0,09	0,09
+/- corrections	n.a	n.a	-1,82	-0,21	-0,19	-0,34	-0,34	-0,34
Valeur d'Entreprise (VE)	n.a	n.a	12,17	12,13	15,59	15,15	14,46	13,47

Compte résultat (m€)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
CA	9,13	8,41	7,78	9,88	12,36	13,27	14,50	15,99
var.	n.s.	-7,9%	-7,5%	+27,1%	+25,1%	+7,4%	+9,3%	+10,3%
EBITDA ajusté	-0,52	-0,85	-0,42	0,52	0,90	1,09	1,48	1,86
EBITA ajusté	-0,62	-0,95	-1,18	0,34	0,77	0,89	1,23	1,58
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+125,6%	+15,9%	+38,1%	+28,7%
EBIT publié	0,29	-0,70	-1,30	0,27	0,53	1,01	1,35	1,79
Résultat financier	-0,15	0,16	-0,11	-0,21	-0,12	-0,09	-0,06	-0,03
IS	-0,02	0,14	0,00	0,00	-0,14	-0,23	-0,32	-0,44
SME+Minoritaires	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RN pdg publié	0,12	-0,39	-1,41	0,06	0,27	0,70	0,97	1,33
RN pdg corrigé	-0,56	-0,82	-1,02	0,17	0,50	0,61	0,88	1,18
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+195,2%	+21,5%	+45,4%	+33,1%

Tableau de flux (m€)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
EBITDA ajusté	-0,52	-0,85	-0,42	0,52	0,90	1,09	1,48	1,86
IS théorique / EBITA ajusté	0,00	0,00	0,00	-0,08	-0,19	-0,22	-0,31	-0,39
Total capex	-0,65	-0,57	-0,18	-0,40	-0,23	-0,55	-0,35	-0,35
FCF op. net IS avt BFR	-1,16	-1,42	-0,60	0,03	0,47	0,32	0,82	1,11
Variation BFR	0,54	-1,14	0,30	0,30	0,10	-0,05	-0,07	-0,07
FCF op.net IS après BFR	-0,63	-2,56	-0,29	0,34	0,57	0,27	0,75	1,05
Acquisitions/cessions	0,00	0,14	-0,79	0,09	0,31	-0,15	0,00	0,00
Variation de capital	0,00	4,16	-0,07	-0,08	-0,04	0,00	0,00	0,00
Dividendes versés nets	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres dont correction IS	-0,18	0,19	0,80	-0,26	-0,21	-0,09	-0,06	-0,06
Free cash-flow publié	-0,81	1,93	-0,35	0,08	0,64	0,03	0,69	0,99

Prochains événements

nd

Bilan (m€)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Actifs immobilisés	5,87	6,56	5,93	4,46	4,14	4,77	5,00	5,28
dont incorporels/GW	3,86	4,29	3,64	3,85	3,84	3,97	4,10	4,31
BFR	0,33	1,32	0,98	0,73	0,67	0,71	0,78	0,85
Capitaux Propres groupe	2,09	5,85	4,37	2,87	3,07	3,77	4,76	6,10
Minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions	0,15	0,00	0,16	0,03	0,09	0,09	0,09	0,09
Dette fi. nette	3,96	2,02	2,38	2,29	1,65	1,63	0,94	-0,05

Ratios financiers (%)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
EBITDA ajusté/CA	n.s.	n.s.	n.s.	5,2%	7,2%	8,2%	10,2%	11,6%
EBITA ajusté/CA	n.s.	n.s.	n.s.	3,4%	6,2%	6,7%	8,5%	9,9%
RN corrigé/CA	n.s.	n.s.	n.s.	1,7%	4,0%	4,6%	6,1%	7,3%
ROCE	n.s.	n.s.	n.s.	6,5%	15,9%	16,2%	21,2%	25,7%
ROE corrigé	n.s.	n.s.	n.s.	5,9%	16,3%	16,1%	18,6%	19,3%
DN/FP	189,2%	34,5%	54,3%	79,8%	53,9%	43,1%	19,7%	n.s.
DN/EBITDA (en x)	n.s.	n.s.	n.s.	4,4x	1,8x	1,5x	0,6x	0,0x

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

SOMMAIRE

1 – Un historique qui montre une forte capacité à saisir les opportunités	p.4
2- La signature électronique au cœur de la valeur de la société	p.5
2.1 Les fondamentaux de la division	p.5
2.2 Une forte croissance qui devrait se poursuivre dans les années à venir	p.7
3- ICX, la division d’interconnexion internationale de SMS de Lleida	p.10
3.1 Comprendre l’activité de négoce de SMS à l’international	p.10
3.2 Une forte croissance tirée par le dynamisme du marché des SMS A2P	p.11
4- La division SMS, l’activité historique de Lleida	p.14
4.1 Un opérateur télécom spécialisé dans les SMS A2P	p.14
4.2 Une activité mature en érosion progressive	p.15
5- Un groupe en forte croissance, rentable et générateur de cash	p.16
6- Opinion ACHAT avec un objectif de cours de 1,27€	p.20
6.1 Des comparables aux métiers éloignés, aux enseignements limités	p.20
6.2 Les paramètres de la valorisation par DCF de Lleida	p.21
6.3 Une valorisation par DCF de 1,27€	p.22
Avertissement	p.23

1- Un historique qui montre une forte capacité à saisir les opportunités

L'historique de Lleida est marqué par une évolution rapide de son portefeuille d'activités, avec une capacité d'anticipation remarquable et une faculté à rapidement se positionner sur de nouveaux marchés. Le groupe parvient à faire fructifier son savoir-faire pour faire évoluer son offre : de fournisseur d'accès à Internet local, en passant par l'hébergement de sites web, la gestion des communications (SMS) et jusqu'à la signature électronique et les communications certifiées. Le groupe a su abandonner les métiers devenus matures ou moins intéressants pour se concentrer sur les marchés d'avenir.

Fondée en 1995 par Sisco Sapena, Lleida avait pour premier objet social la fourniture de services d'accès à Internet dans la ville éponyme (ou Lérida en castillan) en Catalogne. La société va rapidement développer, en sus de sa première activité, des services d'hébergement de sites web sur ses propres serveurs. L'hébergement du réseau de chat hispanophone IRC Hispano, le premier du monde en langue espagnole au début des années 2000, va permettre à la société de développer son savoir-faire dans la gestion d'un nombre important d'utilisateurs et lui donner un poste d'observation privilégié de l'évolution des besoins de communication sur Internet.

En 2005, le groupe détecte une opportunité sur le marché des SMS d'entreprises et demande un agrément d'opérateur téléphonique en Espagne. Lleida se développe rapidement sur ce marché, avec son positionnement spécifique centré sur le SMS (à la différence de la plupart des opérateurs télécoms qui proposent également la voix). Toujours à l'affût d'opportunités de développement, Lleida se lance dans l'échange de SMS internationaux et devient en 2007 la deuxième entreprise espagnole (après Telefónica) à devenir membre de la GSMA (Global System for Mobile communications Association) qui regroupe des opérateurs et des sociétés de l'écosystème mobile. Cela lui permet d'établir des relations d'affaires avec des réseaux et opérateurs mobiles internationaux. La même année, la société perçoit l'utilité de fournir une couche de sécurité juridique aux SMS échangés, afin d'établir un niveau de sécurité équivalent à celui des messages en format papier. Lleida lance le développement du SMS certifié. Elle a alors 21 salariés.

Pour se concentrer sur les métiers cités au paragraphe précédent, Lleida cède certaines activités historiques, dont celle d'hébergement de sites web. Le groupe se développe dans les années suivantes sur le marché des SMS d'entreprise et se positionne comme hub pour l'envoi de SMS internationaux. En 2009, la société obtient une licence d'opérateur télécom au Royaume-Uni. Lleida développe également sa gamme de services dans les communications certifiées, avec le lancement des services « Email certifié » et « Contrat email » en 2010. Peu à peu, le groupe réalise que les perspectives sont plus prometteuses sur ce marché que dans ses activités télécoms classiques. En 2013, la stratégie d'internationalisation est centrée sur la promotion de ces activités, notamment en Amérique Latine (Colombie, République Dominicaine, Panama, Chili).

En 2015, Lleida s'introduit sur le marché libre de Madrid (MAB) via une augmentation de capital qui lui permet de lever 5m€ dans le but de renforcer sa gamme de produits de communication certifiée et de signature électronique et d'accélérer sa croissance internationale (Europe, Amérique Latine, Emirats, Afrique du Sud). En 2017, le siège social de Lleida est déplacé à Madrid. Depuis le mois de décembre 2018, Lleida est également cotée sur Euronext Paris. A fin 2018, la société compte 70 salariés.

Le développement de la société a été réalisé avec des moyens limités jusqu'en 2015, avec seulement 3 augmentations de capital en 2004, 2006 et 2007 représentant respectivement 54k€, 105k€ et 400k€, ce qui traduit la capacité de la société à lancer des activités atteignant rapidement le point d'équilibre.

2- La signature électronique au cœur de la valeur de la société

2.1 Les fondamentaux de la division

La division SaaS (25% du CA 2018) fournit des services de communication certifiée, qui permettent aux sociétés clientes de conserver la trace de leurs SMS ou mails, ainsi que des services de signature électronique de contrats. Ces solutions, accessibles en mode SaaS depuis un simple navigateur web, sont utilisées dans la communication d'informations « sensibles » et dans la gestion de la facturation et du règlement des clients. Les avantages sont multiples : sécurité juridique, gains de productivité, digitalisation, impact environnemental positif. Lleida poursuit le développement de sa gamme de produits pour entretenir sa très forte dynamique de croissance (TMVA 2014-18 de +39%), en accentuant sa stratégie consistant à passer de simples solutions de communication certifiée à des solutions clés en mains simplifiant les processus de gestion de ses clients.

Lleida a lancé en 2006 son service de SMS certifié, complété par le mail certifié en 2010. La fonction de ces solutions est de convertir les communications numériques en documents certifiés, via l'enregistrement du moment de l'envoi, celui de la réception ainsi que le contenu transmis. Lleida fait office de tiers de confiance (ie de témoin numérique) afin de sécuriser les communications en certifiant leur existence et leur contenu. Le statut (très réglementé) d'opérateur télécoms de la société fait d'elle un acteur très crédible sur ce métier.

Les cas d'utilisation sont nombreux et expliqués dans le schéma ci-dessous. Ils se regroupent pour l'essentiel dans deux catégories, l'envoi d'informations relativement sensibles aux clients ou aux salariés de l'entreprise et la gestion de la facturation et du règlement des clients, pour lesquels l'entreprise doit pouvoir prouver les relances qu'elle a effectuées. Notons que les communications certifiées peuvent servir de preuves juridiquement recevables.



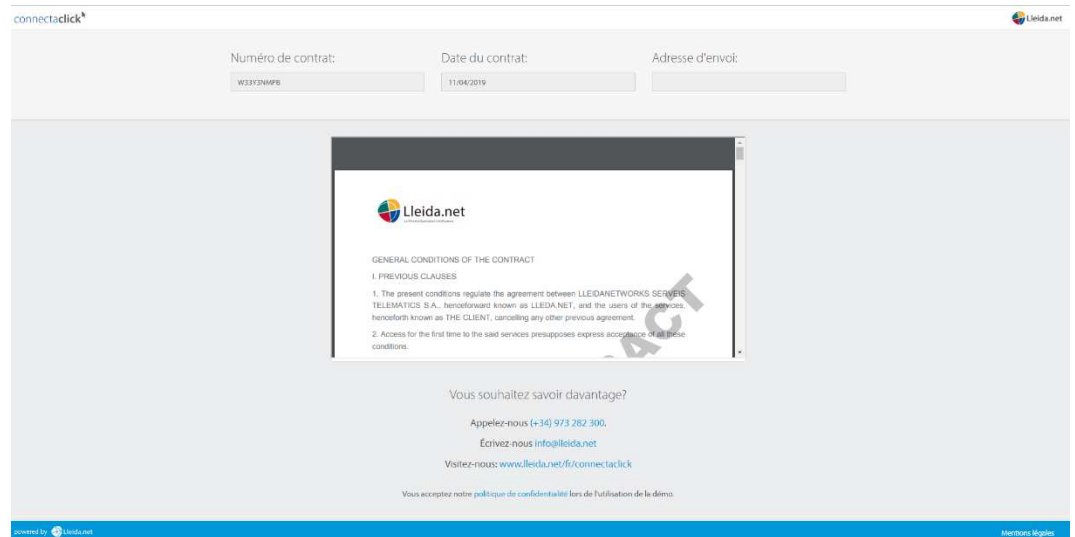
Source : Lleida, Invest Securities

Lleida enrichit continuellement sa gamme de produits avec notamment des solutions de certification des courriers électroniques entrants ou encore de notification d'ouverture de mails. En 2014, la société lance sa solution Click & Sign (à l'époque nommée Connectaclick), une plateforme en ligne de signature électronique de contrats et de stockage de documents (fiches de paie, factures, pièces d'identité...). L'avancée de la signature des contrats peut être suivie en temps réel en identifiant si chaque document a été reçu, ouvert ou signé.

Les services de certification de Lleida sont fournis grâce à des solutions SaaS (d'où le nom de la division SaaS dans le reporting de la société), c'est-à-dire que les logiciels sont hébergés dans le Cloud et que les clients y accèdent à distance au travers de leur navigateur Internet.

2- La signature électronique au cœur de la valeur de la société

Vue de la solution Click & Sign dans un navigateur Internet



Source : Lleida.net

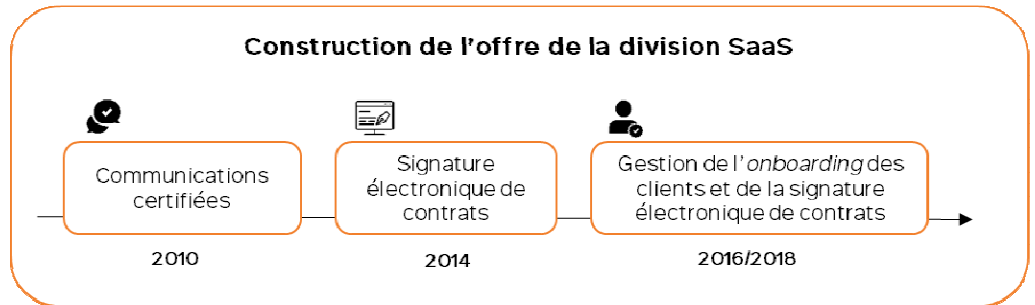
Les avantages procurés par les solutions de Lleida sont de plusieurs ordres :

- Le principal réside dans les gains de productivité liés au gain de temps, aux économies d'impression et de coûts d'envoi liés à la dématérialisation et à la suppression de certains déplacements.
- La sécurité juridique apportée par les solutions de Lleida peut permettre d'éviter des poursuites ou des litiges et de supporter les coûts associés.
- Les solutions de Lleida peuvent être utilisées en complément d'autres actions chez ses clients entreprenant des programmes de transformation digitale, la dématérialisation des documents ayant des bénéfices en termes de simplification des procédures, d'accessibilité et de partage des documents, etc...
- L'impact environnemental est également positif, ce qui est de plus en plus pris en compte par certaines entreprises qui se dotent d'une politique de RSE (responsabilité sociale et environnementale). A titre d'exemple, la Caisse d'Épargne espagnole CECA économise annuellement 6750 tonnes de papier depuis la digitalisation de la gestion de ses contrats.

Lleida poursuit l'enrichissement de sa gamme de produits de communication certifiée et de signature électronique. La société a développé des services d'*onboarding* client (gestion de l'entrée en relation), qui permettent de certifier l'identité d'un client via la validation d'un document d'identité ou la reconnaissance faciale. Les premières solutions lancées en 2014, Stamphoto et StampID, ont été intégrées en 2018 à une plateforme digitale nommée eKYC, qui ajoute de nouvelles fonctionnalités, comme la validation par reconnaissance faciale biométrique et la transformation des documents d'identité en format texte pour faciliter la gestion des relations contractuelles.

L'enrichissement de la gamme de Lleida est donc le fruit d'un mouvement stratégique depuis de simples solutions de communication certifiée vers des solutions clés en main de plus en plus abouties aidant les entreprises dans leur gestion (plateforme de gestion de l'*onboarding*, de signature et de stockage en ligne des contrats).

2- La signature électronique au cœur de la valeur de la société



Source : Lleida, Invest Securities

2.2 Une forte croissance qui devrait se poursuivre dans les années à venir

La division SaaS de Lleida a connu un développement spectaculaire, avec un TMVA de +39% sur la période 2014-2018, qui s'explique par : (i) l'extension de sa gamme de produits et le lancement réussi de la solution de signature électronique de contrats Click & Sign en 2014 et (ii) une expansion à l'international couronnée de succès en Colombie. Le groupe mise sur ses solutions d'*onboarding* clients et la réplication dans d'autres pays de son « modèle colombien » pour poursuivre sur sa lancée. Nous attendons des croissances organiques de +10,7%/+18,6%/+20,3% sur 2019-21 grâce à la prise en compte de ces leviers.

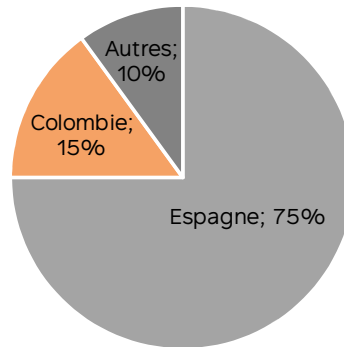
Le CA de la division SaaS (communications certifiées et signature électronique) est passé de 828k€ en 2014 à 3,079m€ en 2018, soit un TMVA de +39%, sans acquisition.

Lleida a su profiter depuis le lancement du SMS certifié en 2006 de la forte croissance de son marché en Espagne, en développant ses relations avec les grands comptes, principalement dans le monde bancaire (BBVA, Sabadell, CaixaBank), l'assurance (EuropAssistance, Mapfre, Zurich) et les utilities (Iberdrola, Endesa, GalpEnergia). Un autre levier a été l'enrichissement de sa gamme de produits : la très forte croissance entre 2014 et 2018 a notamment été permise par le fort succès en Espagne de la plateforme de signature électronique Click & Sign, lancée en 2014.

Le lancement des services de la division à l'international ont rencontré un succès plus mitigé jusqu'ici, avec notamment une implantation aux Etats-Unis qui n'a pas donné les résultats escomptés. En revanche, Lleida a trouvé la bonne formule en Colombie. La société s'est associée à des partenaires locaux, qui possèdent des relations avec les grands comptes du pays dans les secteurs ciblés (banque, assurance, utilities essentiellement) et permettent d'initier la relation d'affaires. Ce modèle s'avère indispensable pour atteindre rapidement le seuil de rentabilité, dans la mesure où le coût unitaire des services de Lleida est faible, impliquant que la société doit réaliser des volumes importants pour réaliser une marge significative. Lorsque l'activité a bien démarré, le groupe crée une filiale en propre pour poursuivre le développement (2 personnes en Colombie actuellement). Lleida est parvenue en deux ans à mettre un pied significatif dans le pays : en 2018, sur les 3m€ de revenus de la division SaaS, 15% sont réalisés en Colombie soit près de 500k€.

2- La signature électronique au cœur de la valeur de la société

CA de la division SaaS en 2018



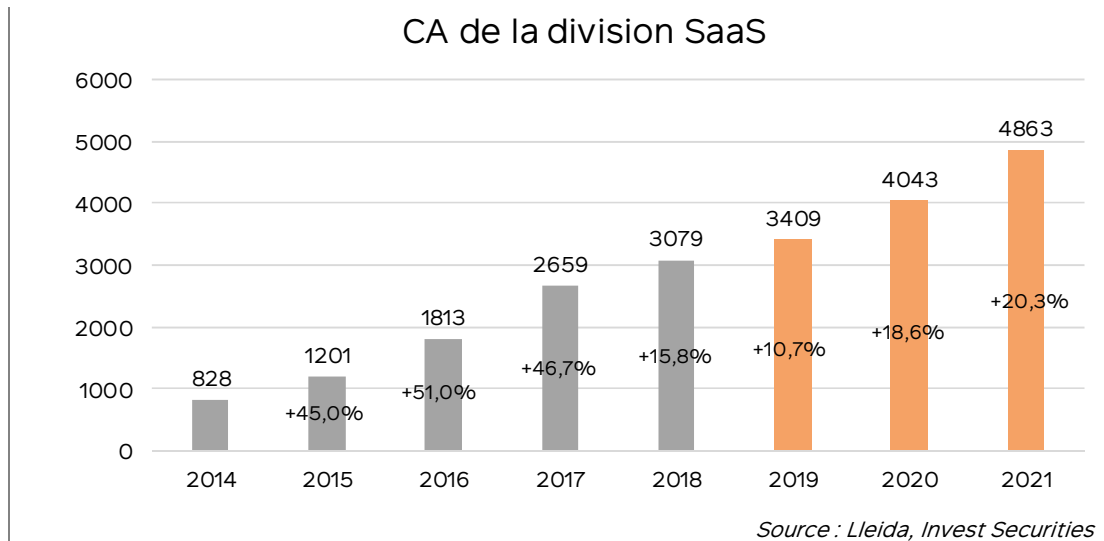
Source : Lleida, Invest Securities

Le marché espagnol, qui reste de loin le premier de la division (trois quarts de ses revenus environ) a atteint un stade de maturité plus avancé que les autres marchés sur lesquels Lleida se positionne ou envisage de se positionner. La plateforme de signature électronique Click & Sign y est le principal produit. La concurrence s'y intensifie et la croissance y est désormais d'environ +10%, ce qui explique le ralentissement du rythme de croissance IFl de la division en 2018.

Le lancement de la plateforme eKYC est l'une des réponses de la société à cette moindre croissance, l'*onboarding* client étant un marché dont la demande est très dynamique. Lleida a donc l'ambition de ré-accélérer sa croissance sur son marché domestique.

A l'international, ce sont des produits comme le mail certifié (Colombie) ou le SMS certifié (Afrique du Sud) qui trouvent leur public. Le groupe veut désormais reproduire la démarche réussie en Colombie dans d'autres pays. L'Afrique du Sud et la France ont démarré au T1 2019 (avec un succès rapide dans le cas de l'Afrique du sud), avant le lancement au Moyen-Orient (principalement Dubai) au S2 2019 puis l'Inde, le Mexique et le Pérou à la fin de l'année. Le fait que la société ait éprouvé plusieurs modèles de développement à l'international et en quelque sorte « essuyé les plâtres » nous semble être un point très important quant à la visibilité que l'on peut avoir sur ce développement. Lleida a une bonne vision des facteurs clés de succès de son implantation dans un nouveau pays, ce qui limite les risques d'échec sur les lancements en cours et à venir. Si Lleida ne connaîtra probablement pas un succès rapide sur tous les marchés visés, il est raisonnable de penser que la société saura développer son activité en expansion rapide en Colombie et reproduire son « modèle colombien » dans de nouveaux pays. Lleida va également s'atteler à la vente de tous les produits de sa gamme dans les pays où il a réussi à percer, notamment le Click & Sign qui est par exemple en train d'être lancé en Colombie.

2- La signature électronique au cœur de la valeur de la société



Dans nos estimations pour la division SaaS, nous intégrons une accélération progressive de la croissance en Espagne grâce au lancement des solutions d'onboarding clients, ainsi qu'une croissance de l'activité internationale de +30% par an, qui intègre la poursuite d'une dynamique forte en Colombie et le développement réussi dans certains autres pays, comme l'Afrique du Sud. Ainsi, nous attendons des croissances de +10,7%/+18,6%/+20,3% sur 2019-21 au niveau de la division.

En 2021, l'Espagne ne représenterait plus que 56% du CA de la division vs 44% pour l'International. Ce scénario se veut conservateur et n'intègre qu'une atteinte partielle des objectifs de la société, qui a des ambitions bien supérieures.

Au T1 2019, Lleida a affiché une décroissance lfi de -5%, décevante par rapport à la trajectoire récente. Il faut cependant relativiser ce chiffre, tant la croissance de la division, pour être très dynamique dans la durée, est volatile d'un trimestre à l'autre : la croissance organique est par exemple passée de +32% au T2 2018 à +2,5% au T3 avant de revenir à +12,8% au T4. La société s'attend à ce que l'activité démarre avec de nombreux clients au T2 2019, lors duquel le chiffre devrait être meilleur.

3- ICX, la division d'interconnexion internationale de SMS de Lleida

3.1 Comprendre l'activité de négoce de SMS à l'international

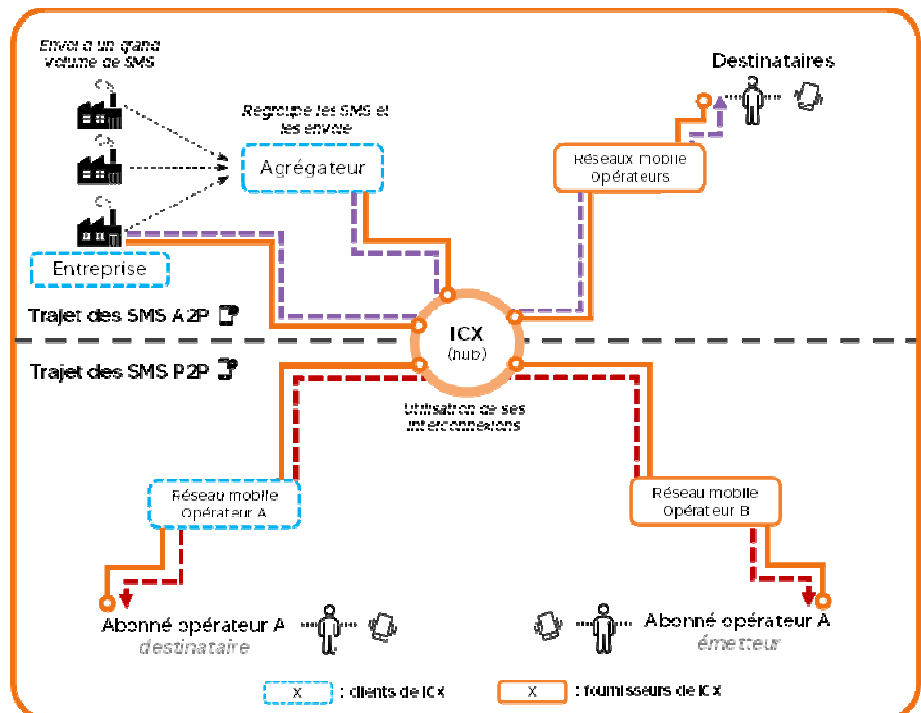
La division ICX de Lleida (54% du CA 2018) opère une activité de hub, réalisant du négoce de SMS à l'international pour des agrégateurs ou des opérateurs télécoms. Son activité participe à l'interconnexion des réseaux d'opérateurs physiques et virtuels à travers le monde et simplifie les démarches d'acteurs qui ne disposent pas des « routes » nécessaires au transit de SMS à l'international. Il permet également aux clients de réaliser des économies sur les prix grâce aux gros volumes que la division négocie.

Lleida a démarré en 2007 cette activité de hub, qui consiste en la vente en gros de SMS à l'international à (i) des agrégateurs, qui vendent des paquets de SMS internationaux à des entreprises (SMS A2P) ; (ii) des opérateurs virtuels ou physiques désirant offrir à leurs abonnés la possibilité d'envoyer des SMS à l'international à des conditions tarifaires attractives (SMS P2P).

Concrètement, le groupe achète aux opérateurs des réseaux destinataires le droit d'envoyer une quantité importante de SMS à leurs abonnés et le revend aux clients émetteurs avec une marge. La division ICX assure ensuite l'acheminement des SMS des clients par les « routes » appropriées, ce qui constitue un service d'interconnexion internationale. Pour ce faire, l'entreprise a conclu des accords d'itinérance avec plus de 600 opérateurs donnant l'accès à 1 500 réseaux dans le monde entier. L'intérêt de passer par Lleida pour les acteurs décrits au paragraphe précédent est :

- (i) **Un accès aux réseaux mobiles d'opérateurs étrangers**, lorsque les opérateurs, notamment virtuels n'ont pas conclu les partenariats d'itinérance nécessaires pour router les messages de leurs abonnés vers ces réseaux mobiles étrangers
- (ii) **La minimisation des coûts d'itinérance** grâce aux prix de gros négociés par Lleida.

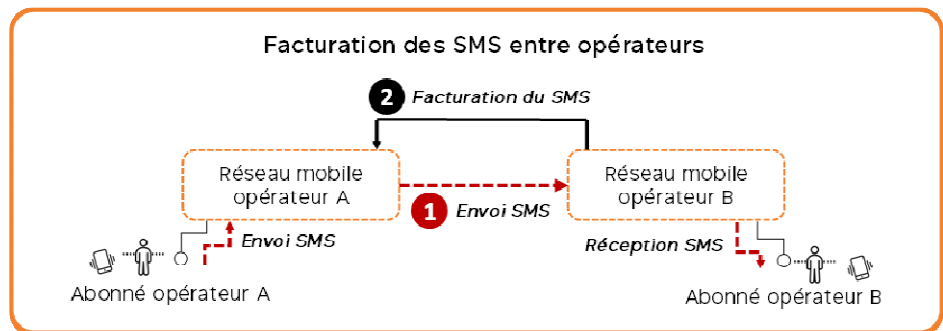
Le rôle d'ICX dans les communications inter-opérateurs



Source : Invest Securities

3- ICX, la division d'interconnexion internationale de SMS de Lleida

Les opérateurs mobiles possédant un réseau physique et les opérateurs virtuels sont les acteurs classiques du secteur télécoms. Ils sont chargés d'acheminer les messages SMS/MMS à leurs abonnés (les clients finals) sur leur propre réseau. Mais lorsque le message transmis ne provient pas de l'un de ses abonnés, l'opérateur de l'abonné « récepteur » va facturer celui de l'émetteur pour l'utilisation de son infrastructure si les deux acteurs ont signé un accord d'interconnexion et d'itinérance. Les opérateurs vont également facturer l'utilisation faite de leur réseau par les abonnés d'un autre opérateur lorsqu'ils ne sont plus couverts par ce dernier et notamment à l'étranger : c'est le *roaming*.



Source : Invest Securities

Dans la plupart des cas, les tarifs d'itinérance et de *roaming* sont fortement réglementés au niveau national (en France l'itinérance entre opérateurs n'est pas surfacturée aux clients finals) et parfois entre Etats, comme c'est le cas aujourd'hui en Europe (pas de surfacturation). Les tarifs ne sont en revanche pas réglementés sur les marchés internationaux hors U.E.

La conclusion d'accords d'itinérance internationaux nécessite un engagement fort de l'opérateur qui ne peut pas toujours l'assumer : pour permettre à ses abonnés d'utiliser leur téléphone portable dans un pays étranger, ce dernier doit conclure des accords avec l'ensemble des opérateurs du pays car le choix du réseau d'itinérance est la plupart du temps aléatoirement déterminé selon la localisation de l'abonné dans le pays visité. **L'offre d'ICX répond parfaitement à ce besoin avec ses partenariats déjà établis avec un éventail très large d'opérateurs (plus de 600) partout dans le monde et les prix attractifs qu'elle peut négocier du fait des importants volumes gérés.**

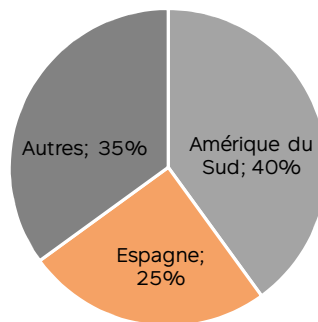
3.2 Une forte croissance tirée par le dynamisme du marché des SMS A2P

La division ICX a connu deux années de très forte croissance (+51,5% en 2018 après +50,3% en 2017) grâce au dynamisme des volumes sur le marché des SMS A2P, à sa technologie développée en interne qui la rend parfois moins onéreuse que les accords entre opérateurs et à son agilité qui lui a permis de capter la croissance des marchés africain et moyen-orientaux. Nous attendons une croissance plus modérée sur 2019-21 (+9,5%/+10%/+10%).

De par son ADN hispanophone, Lleida s'est développé fortement sur son marché national puis en Amérique du Sud (40% de son CA). La société s'est également développée en Afrique et au Moyen-Orient (nous y reviendrons plus bas).

3- ICX, la division d'interconnexion internationale de SMS de Lleida

CA de la division ICX en 2018



Source : Lleida, Invest Securities

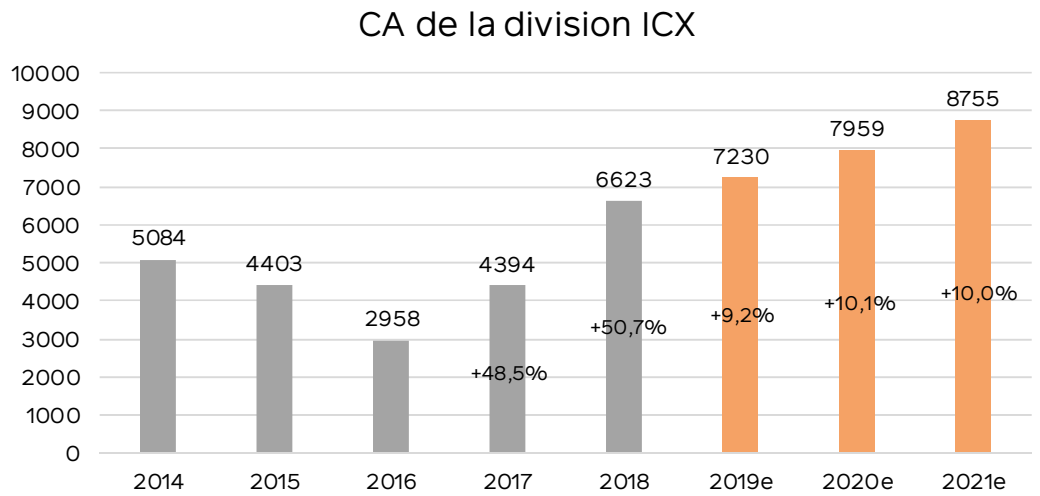
75% de l'activité de cette division est réalisée auprès d'agrégateurs sur le marché des SMS A2P (messages d'entreprises vers les particuliers, cf partie suivante), boosté par les besoins de certains acteurs à très forte croissance de la tech, comme Airbnb ou Whatsapp, qui utilisent les SMS pour valider des contrats ou envoyer des informations à leurs utilisateurs, partout dans le monde. Ainsi, alors que le volume de SMS en Espagne a baissé de -17% en 2018, le volume de SMS A2P a progressé de +19%.

Les 25% restants proviennent de l'activité réalisée auprès d'opérateurs (activité SMS P2P, de particuliers à particuliers), marché nettement moins bien orienté du fait notamment d'une baisse des tarifs sur le marché du *roaming* liée à plusieurs facteurs :

- (i) Des évolutions défavorables du cadre réglementaire (fin des surcoûts pour l'utilisateur final concernant le *roaming data* au sein de l'U.E depuis 2016)
- (ii) Une intensification de la concurrence sur ce marché avec l'arrivée de nouveaux acteurs ces dernières années. En effet, depuis 2015, Lleida a constaté l'arrivée de nouveaux concurrents avec une force de frappe importante : les hubs filiales d'opérateurs physiques historiques (Sparkle, filiale de Telecom Italia ; BICS, filiale de Belgacom) ou bien installés sur leurs marchés (TATA Telecoms) qui se sont montrés agressifs sur les prix. Seul avantage, cette intensification de la concurrence a limité l'accès à ce marché pour de nouveaux acteurs supplémentaires en augmentant significativement le seuil de volume d'achat minimal de SMS en gros.

Ainsi, Lleida a su développer son activité, en croissance de +48,5% en 2017 et +50,7% en 2018 après une période difficile. Outre son positionnement sur le marché dynamique de l'A2P, Lleida a bénéficié du fait que sa technologie développée en interne (gestion du routage des messages et de la facturation) lui permet d'afficher dans certains cas des tarifs inférieurs à ceux des accords entre opérateurs, sur un marché où le prix est le principal facteur de décision. De plus, la société a signé des accords avec de nouveaux opérateurs et a su profiter de son agilité pour capter la croissance des marchés africains et moyen-orientaux.

3- ICX, la division d'interconnexion internationale de SMS de Lleida



Source : Lleida, Invest Securities

Lleida a de nombreux projets pour poursuivre sur sa lancée dans les prochaines années : nouveaux accords en Afrique et dans les pays arabes en 2019, lancement d'un nouveau produit en 2020, obtention de licences d'opérateurs télécoms dans de nouveaux pays... Par prudence et après un T1 2019 difficile sur cette activité (-19,8%), nous intégrons une croissance de +9,5% en 2019 (dont +8,4% en lfl et +1,1% d'effet change) et +10% en 2020 et 2021.

4- La division SMS, l'activité historique de Lleida

4.1 Un opérateur télécom spécialisé dans les SMS A2P

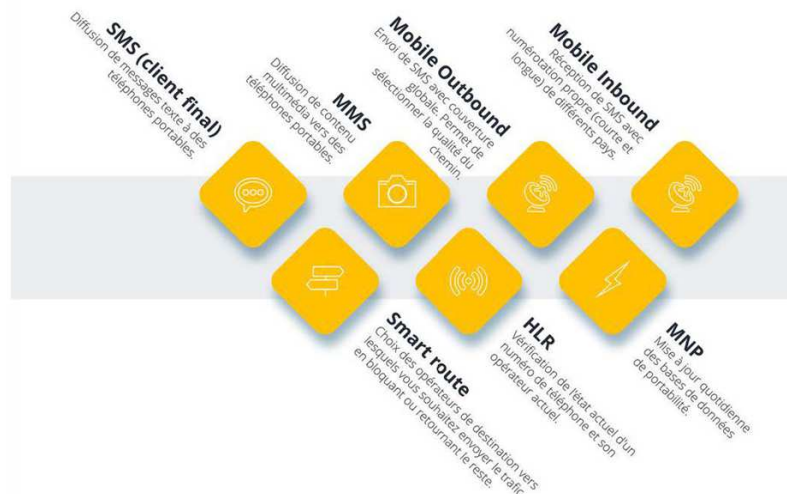
Activité historique de Lleida, puisque le groupe est opérateur télécoms en Espagne depuis 2005, la division SMS (22% du CA 2018) cible les entreprises en se concentrant sur le marché du SMS A2P (Application to Person), ie les gros volumes de SMS envoyés par les entreprises vers des particuliers. Le SMS est un moyen de communication privilégié et très efficace dans un panel varié d'utilisations.

L'activité de la division consiste au négoce de gros volumes de SMS pour les entreprises qui désirent toucher un nombre important de particuliers, ce que l'on appelle l'A2P (Application to Person). Envoyés depuis une application professionnelle, ces SMS servent pour des usages variés : notifications bancaires, confirmation de réservation, programmes de fidélité... Cette division est une activité historique de Lleida, qui a une licence d'opérateur télécoms en Espagne depuis 2005.

Les SMS présentent des avantages très significatifs sur d'autres moyens de communication et en particulier les mails : ils sont ouverts dans 97% des cas dans les 5 minutes suivant leur réception (source : Lleida.net), lus instantanément (en 5 secondes) et ont une forte probabilité de toucher la personne ciblée (les réductions envoyées par SMS sont 10 fois plus utilisées que celles envoyées par courrier électronique). Les institutions financières sont parmi les plus gros et plus anciens (depuis plus de 15 ans) utilisateurs de SMS A2P, pour une utilisation qui va des alertes anti-fraude à des rappels de paiements en passant par des relevés de comptes. Les SMS A2P sont également utilisés pour améliorer l'expérience utilisateur (information instantanée par exemple pour des réservations de billets de train ou d'avion), la satisfaction des clients et leur fidélité.

Certains cas d'utilisation des SMS A2P impliquent que l'utilisateur puisse répondre (confirmation d'un rendez-vous par exemple ou possibilité de se désabonner d'une liste d'envoi), ce qui implique un numéro d'origine du message. Celui-ci peut être loué à un opérateur ou éventuellement demandé directement au régulateur afin d'établir des accords d'interconnexion avec des opérateurs locaux. Lleida a des licences d'opérateur dans 5 pays (Espagne, France, Royaume-Uni, Etats-Unis, Colombie), où elle peut donc fournir des numéros à ses clients et conserver une part plus importante de la valeur ajoutée. Dans les faits, le CA de cette division est essentiellement réalisé en Espagne.

Les services proposés par Lleida ont pour fonction de permettre l'utilisation de SMS A2P et d'optimiser leur efficacité (vérification de l'état de numéros, mise à jour des bases de données de portabilité...).



Source : Lleida

4- La division SMS, l'activité historique de Lleida

La typologie de clients de cette division est proche de celle de la division SaaS : grands acteurs bancaires et de l'assurance, services publics et utilities, ainsi que des centres d'appels.

Lleida cherche à proposer ses services à de nouveaux secteurs comme les loueurs de véhicules et les centres d'appels, et à se renforcer dans l'assurance. Surtout, le groupe cherche à vendre aux clients de sa division SMS, dont le marché est mature (cf partie 4.2), les solutions de sa division SaaS, qui sont au cœur de la stratégie du groupe, que l'on peut qualifier de montée en gamme.

4.2 Une activité mature en érosion progressive

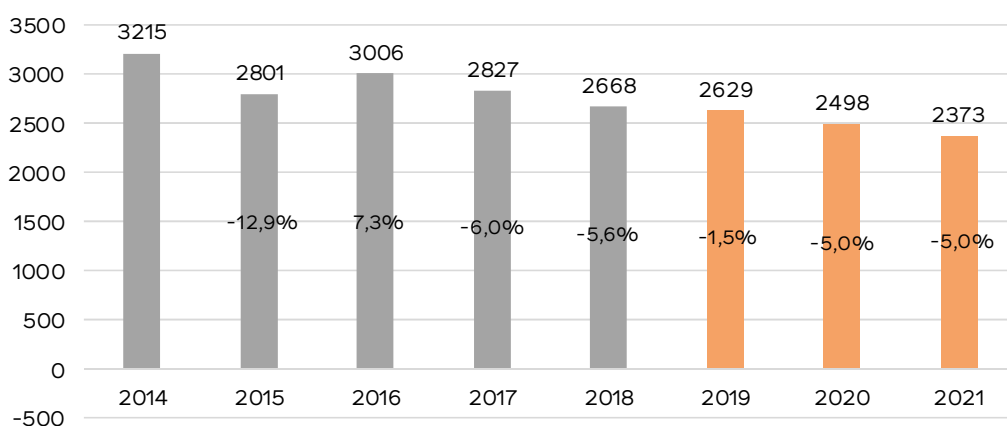
La division a connu une érosion de son activité en 2017/2018 (-6,0%/-5,6%). Nous pensons que les perspectives sont à une poursuite de cette tendance, le groupe se concentrant sur ses activités à plus forte valeur ajoutée. La division SMS n'est pas au cœur de la stratégie de Lleida et pourrait connaître un certain déclin dans les années à venir (-1,5% att en 2019 et -5% en 2020 et 2021).

Le marché des SMS A2P est en croissance en volume (+18,6% en Espagne en 2018 selon le CNMC), mais le métier d'opérateur n'est pas une priorité pour Lleida. Ces dernières années, la division a connu une érosion de son chiffre d'affaires (-6,0% en 2017 et -5,6% en 2018). Pour autant, le groupe ne peut pas se désengager de ce métier, sur lequel sont construites certaines de ses offres comme le SMS certifié et qui est indissociable de son activité ICX.

Nous pensons que Lleida continuera dans les années à venir à concentrer ses forces sur le développement de ses activités ICX et surtout sur la division SaaS. Par conséquent, nous intégrons une poursuite de la décroissance.

Au T1 2019, la division a affiché une croissance de +9,6% et la performance 2019 devrait être meilleure que les années précédentes. Nous attendons -1,5% en 2019 puis -5% en 2020 et 2021.

CA de la division SMS (en k€)



Source : Lleida, Invest Securities

5- Un groupe en forte croissance, rentable et générateur de cash

La trajectoire globale du groupe est très encourageante : en forte croissance, déjà rentable et génératrice de cash, Lleida a un potentiel de croissance important (TMVA de +8,8% att sur la croissance organique 2019-21), d'amélioration de ses marges (+4,4pts de marge d'EBITDA ajusté att sur la période) ainsi que de sa génération de cash (TMVA 2019-21 de +21,9% sur le FCF opérationnel après BFR).

Lleida est une société qui a connu plusieurs années de forte croissance et dont le CA est passé de 7,8m€ de CA en 2016 à 12,4m€ en 2018. Grâce à la poursuite de la dynamique de ses activités SaaS (signature électronique/communications certifiées) et ICX (hub télécoms), le groupe devrait atteindre 16m€ de CA en 2021, selon nos estimations détaillées précédemment.

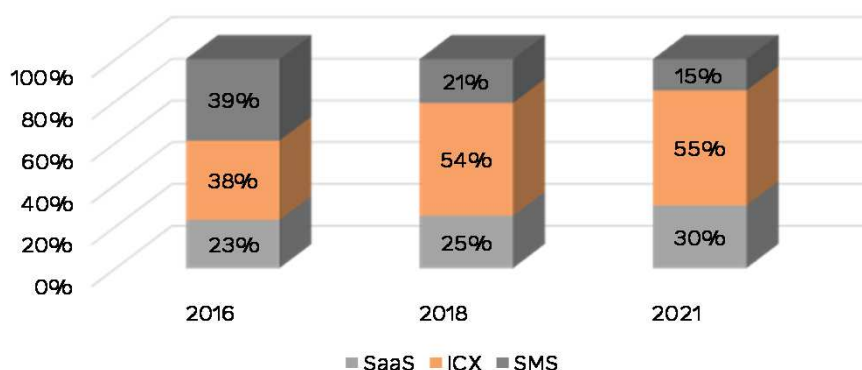
CA et EBITDA ajusté des divisions Services et Solutions sur 2016-21e (en k€)

en k€ au 31/12	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
CA SaaS	1 813	2 659	3 079	3 409	4 043	4 863
Croissance Ifl SaaS	+51,0%	+46,7%	+15,8%	+10,7%	+18,6%	+20,3%
CA SMS	3 006	2 827	2 668	2 629	2 498	2 373
Croissance Ifl SMS	+7,3%	-6,0%	-5,6%	-1,5%	-5,0%	-5,0%
CA ICX	2 958	4 394	6 623	7 230	7 959	8 755
Croissance Ifl ICX	-32,2%	+50,3%	+51,5%	+8,0%	+10,0%	+10,0%
CA Lleida	7 777	9 882	12 360	13 268	14 499	15 991
croissance Ifl	-7,2%	+27,7%	+25,5%	+6,7%	+9,2%	+10,3%

Source : Lleida, Invest Securities

Son mix, qui a fortement évolué ces dernières années, devrait continuer à voir la division SaaS progresser (30% du CA 2021 vs 25% en 2018), l'activité ICX conserver peu ou prou le même poids (55% vs 54%) et la division SMS décliner (15% vs 21%).

Evolution du mix de CA



Source : Lleida, Invest Securities

5- Un groupe en forte croissance, rentable et générateur de cash

Cette évolution devrait permettre à la marge brute du groupe de progresser modérément. En effet, la division SaaS a une MB pratiquement deux fois supérieure à celle des activités SMS et ICX. L'évolution du mix sera donc favorable à la MB du groupe. Cependant, l'expansion internationale de la division SaaS passe par des partenariats avec des acteurs locaux, qui ont des relations avec les grands comptes des secteurs que cible Lleida (banque, assurance, utilities). La société verse à ses partenaires des commissions, initialement significatives mais qui déclinent au fil du développement de l'activité, comptabilisées dans la marge brute. Comme nous attendons un succès dans une partie des nouveaux pays dans lesquels Lleida s'implante, la progression de la marge brute serait freinée par les commissions versées aux partenaires. Nous attendons 52% en 2021 vs 48,7% en 2018.

La croissance du groupe devrait également lui permettre de bénéficier d'un levier opérationnel sur ses frais de personnel et charges externes, qui devraient passer de 41,5% du CA en 2018 à 40,5% en 2021e, grâce à la poursuite de la croissance.

Ainsi, nous attendons que la marge d'EBITDA ajustée (selon notre méthodologie, l'activation des charges de R&D capitalisée est retraitée), qui a fortement progressé, de -10,1% en 2015 à 7,2% en 2018, poursuive sa trajectoire haussière, bien que de manière moins forte : nous attendons 8,1% en 2019e, 10,1% en 2020e et 11,5% en 2021e.

Compte de résultat prévisionnel sur 2016-21e

Compte de résultat (k€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
CA	7 777	9 882	12 360	13 268	14 499	15 991
var.	-7,5%	27,1%	25,1%	7,4%	9,3%	10,3%
Marge Brute	3 906	5 243	6 024	6 716	7 394	8 315
var.	29,3%	34,2%	14,9%	11,5%	10,1%	12,5%
OPEX	4 324	4 724	5 129	5 628	5 919	6 458
var.	11,6%	9,3%	8,6%	9,7%	5,2%	9,1%
EBITDA ajusté	-418	519	895	1 088	1 476	1 857
var.	n.s	n.s	72,6%	21,5%	35,7%	25,9%
EBIT ajusté	-1178	340	766	888	1 226	1 577
EBIT	-1 296	269	529	1 013	1 354	1 793
Résultat financier	-105	-113	-100	-78	-48	-10
IS	0	-1	-141	-232	-323	-442
SME+Minoritaires	0	0	0	0	0	0
RN pdg publié	-1 407	59	272	696	968	1 326
RN pdg corrigé	-1 016	169	500	607	883	1 175
var.	n.s	n.s	195,2%	21,5%	45,4%	33,1%

Source : Lleida, Invest Securities

La forte progression de la marge d'EBITDA ajusté ainsi que la baisse des frais financiers liée à la diminution de la dette nette (cf ci-dessous) permettra selon nos estimations un TMVA du RN corrigé de +33,2% par an sur 2018-21.

5- Un groupe en forte croissance, rentable et générateur de cash

En termes de génération de cash, le groupe a très fortement amélioré son FCF après variation de BFR, qui est passé de -2,559m€ en 2015 à 573k€ en 2018.

Tableau de flux de trésorerie prévisionnel sur 2016-21e

Tableau de flux (en k€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
EBITDA ajusté	-418	519	895	1 088	1 476	1 857
marge d'EBITDA ajusté	-5,4%	5,2%	7,2%	8,2%	10,2%	11,6%
impôts	0	-85	-192	-222	-306	-394
Capex hors R&D capitalisée	-373	-358	-320	-550	-350	-350
Variation BFR	305	300	103	-49	-66	-66
FCF opérationnel après BFR	-292	335	573	267	753	1047
Acquisitions/cessions	-793	89	314	-150	0	0
Variation de capital	-71	-80	-43	0	0	0
Dividendes versés nets	0	0	0	0	0	0
Autres dont correction IS	802	-260	-207	-88	-64	-58
Ecart de conversion	-6	-96	-17	0	0	0
Variation DN	354	-85	-637	-29	-689	-990
DN à fin d'année	2 375	2 291	1 654	1 625	937	-53

Source : Lleida, Invest Securities

Dans la continuité de cette tendance, nous attendons un TMVA du FCF opérationnel après BFR de +22% sur la période 2018-21. Cette performance sera permise par la croissance de l'EBITDA (retraité de la R&D capitalisée), attendu à 1,857m€ en 2021 vs 895k€ en 2018, soit un TMVA de +27,1%. Les capex hors R&D capitalisée sont attendus à 550k€ en 2019 en raison d'investissements liés à un projet, puis 350k€ par an dans les années suivantes. Nous anticipons une diminution progressive de la Dette Nette, de 1,654m€ fin 2018 à un cash net de 53k€ en 2021.

5- Un groupe en forte croissance, rentable et générateur de cash

Bilan prévisionnel sur 2016-21^e

Bilan (en k€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Immobilisations incorporelles	3 642	3 847	3 842	3 968	4 096	4 311
Autres immobilisations	2 410	733	535	1 035	1 135	1 205
Total actif immobilisé	6 052	4 580	4 377	5 003	5 231	5 517
Créances clients	2 203	2 290	2 441	2 620	2 864	3 145
Autres créances	0	0	12	12	12	12
Investissements financiers court terme	1 253	1 012	703	703	703	703
Charges constatées d'avance	224	225	238	255	279	306
Disponibilités	1 357	530	1 116	1 199	1 888	2 877
Total actif	11 090	8 637	8 886	9 793	10 976	12 560
Capitaux propres pdg	4 374	2 871	3 069	3 772	4 755	6 096
Dettes financières	4 986	3 833	3 472	3 527	3 527	3 527
Provisions & autres dettes LT	282	151	332	332	332	332
Fournisseurs	1 448	1 782	2 013	2 160	2 361	2 604
Total passif	11 090	8 637	8 886	9 792	10 976	12 559
Dette nette	2 375	2 291	1 654	1 625	937	-53
var		-85	-637	-29	-689	-990
BFR en k€	980	733	666	715	781	847
BFR en % CA	12,6%	7,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,3%
BFR en jours de CA	46	27	20	20	20	19

Source : Lleida, Invest Securities

En termes bilanciaux, Lleida présente la situation suivante :

- Des immobilisations essentiellement incorporelles (3,84m€ fin 2018), réparties entre de la R&D capitalisée (2,70m€) de la Propriété Industrielle (530k€) et des avances sur actifs intangibles (570k€), et d'autres immobilisations principalement composées de bâtiments (160k€) et d'équipements informatiques (80k€)
- Des provisions à hauteur de 90k€
- Une dette nette fin 2018 de 1,65m€ décomposée en 1,82m€ de disponibilités et investissements financiers à court terme, 1,13m€ de dettes financières long terme et 2,35m€ de dettes financières à court terme. La trésorerie brute devrait augmenter jusqu'en 2021 pour atteindre 3,58m€

6- Opinion ACHAT avec un objectif de cours de 1,27€

6.1 Des comparables aux métiers éloignés, aux enseignements limités

Il est difficile de trouver des comparables de Lleida du fait de son mix d'activité original. Nos recherches nous ont permis d'identifier 3 acteurs présents sur l'un au moins des métiers du groupe espagnol. Si Docusign et Twilio affichent des valorisations stratosphériques du fait de leur leadership sur leur marché, Sinch est un comparable plus raisonnable, mieux valorisé que Lleida. Une revalorisation du groupe espagnol nous semble donc envisageable.

Peu d'entreprises cotées font les mêmes métiers que Lleida, encore moins avec le même mix de services. L'échantillon étudié se compose de 2 entreprises américaines (Docusign et Twilio) et une suédoise (Sinch, anciennement CLX Communications).

Docusign affiche une capitalisation boursière de 9,7Mds\$. Le groupe américain se concentre sur la signature électronique de contrats et fournit exclusivement ce service, en SaaS. Sa plateforme est appuyée par un réseau de centres de données dispersés géographiquement lui permettant d'atteindre un taux de disponibilité de service supérieur à 99,99%. En 2018, Docusign a réalisé un CA de 518m\$ (+36%) et 426m\$ de pertes. Le groupe est leader mondial sur le marché de la signature électronique et il affiche à ce titre une prime de valorisation qui limite l'intérêt de comparer ses ratios avec ceux de Lleida.

L'activité de Twilio (17Mds\$ de capitalisation) est centrée sur le développement de solutions de communications pour les entreprises. Les applications du service proposé par Twilio sont diverses : marketing mobile contextualisé, notifications de réservation au client, suivi de colis, communications sécurisées avec numéro anonyme, etc. Le groupe affiche un TMVA de son CA de +67,1% sur la période 2013-18. La multiplicité des canaux de distribution (notifications d'application, messageries instantanées du type Whatsapp, SMS, voix), son métier beaucoup plus tourné vers le développement de l'environnement et sa taille très supérieure à celle de Lleida (CA de 650m\$ en 2018) limitent également la pertinence de ce comparable.

Sinch est une entreprise suédoise cotée dont la capitalisation atteint 704m\$. Elle propose des solutions de communication entre entreprises et clients hébergées dans le cloud (Service SMS A2P, voix, Whatsapp, appels vidéo) ainsi que des logiciels dédiés aux opérateurs mobiles. L'entreprise propose également une offre de connectivité avec les objets connectés via les réseaux mobiles. Son CA a progressé fortement sur la période 2015-18 avec un TMVA de +70,8%.

Multiples de valorisation de Lleida, Docusign, Twilio et Sinch

	Segment Lleida	Pays	Capi (m€)	Dettes nette (m€)	VE (m€)	PER 18	PER 19e	PER 20e	VE/EBITDA 18	VE/EBITDA 19e	VE/EBITDA 20e
Docusign	SaaS	US	7 969	-286	7 683	n.m	n.m	n.m	208x	124x	85x
Twilio	SMS Solutions	US	15 320	-273	15 047	n.m	1 039x	407x	740x	246x	152x
Sinch (ex-CLX)	ICX/SMS Solutions	Suède	622	40	662	34x	31x	23x	18x	14x	12x
Moyenne			7 970	-173	7 797	34x	535x	215x	322x	128x	83x
Lleida		Espagne	0	0	0	59x	28x	23x	23x	17x	14x

Source : Lleida, Invest Securities

Les niveaux de valorisation stratosphériques de Docusign et Twilio reflètent une maturité supérieure à celle de Lleida et leur leadership sur leur marché. Sinch est la société la plus comparable, en termes de taille comme de mix d'activité. Ses multiples reflètent une valorisation supérieure à celle de l'espagnol (PE 19-20 de 31x/23x vs 27x/19,0x, VE/EBITDA 19-20 de 14x/12x vs 15,4x/11,0x) qui nous laissent penser que Lleida dispose d'un potentiel de revalorisation, au vu de sa croissance très dynamique sur des segments d'activité attractifs.

6- Opinion ACHAT avec un objectif de cours de 1,27€

6.2 Les paramètres de la valorisation par DCF de Lleida

Notre méthode pour l'estimation des FCF combine nos estimations pour la période 2019-21 puis une convergence linéaire sur 2021-2028 vers les paramètres retenus pour le LT.

Le premier paramètre d'importance, la croissance LT (à l'infini), a été retenue à hauteur +2,0%. Elle reflète le potentiel de croissance LT des pays développés et tient compte de la taille réduite de Lleida.

L'autre paramètre essentiel de la valorisation est la marge d'EBITDA ajusté en 2028, qui sert dans le calcul de la valeur terminale. Nous attendons une marge de 11,6% en 2021, en progression de +4,4pts par rapport à 2018. Nous intégrons par la suite une progression linéaire vers 15% à l'horizon 2028, ce qui reflète l'évolution attendue du mix de la société vers l'activité signature électronique et les communications certifiées dont le potentiel de rentabilité est supérieur aux autres activités du groupe.

En termes de taux d'actualisation, le WACC de Lleida est calculé ainsi :

Le rendement des obligations synthétiques 10 ans de l'Etat espagnol sont assimilées au taux sans risque (0,83% actuellement).

Le bêta est fixé à 1,2x, compte tenu de la taille du groupe.

La prime de marché prise en considération est celle du marché actions espagnol (IBEX 35) de 7,50%, calculée comme la différence entre l'inverse du PE prospectif de l'IBEX 35 et le coût sans risque.

Un levier financier correspondant à la structure financière du groupe.

Société	Beta	Coût du Capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôt	WACC
LLEIDA	1,2x	9,8%	5,0%	7%	25%	9,41%

Source : Lleida, Invest Securities

6- Opinion ACHAT avec un objectif de cours de 1,27€

6.3 Une valorisation par DCF de 1,27€

Dans les FCF de Lleida, nous intégrons :

- Un EBITDA ajusté calculé en retirant de l'EBITDA publié la R&D capitalisée.
- Des capex et amortissements qui convergent vers 2,0% du CA.
- Un taux d'imposition de 25% correspondant à l'IS espagnol
- Un BFR stable à 5% du CA par an

Tableau de flux de trésorerie prévisionnel sur 2018-28e

en k€	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
CA	12 360	13 268	14 499	15 991	17 446	18 828	20 097	21 212	22 139	22 844	23 301
var.	+25,1%	+7,4%	+9,3%	+10,3%	+9,1%	+7,9%	+6,7%	+5,6%	+4,4%	+3,2%	+2,0%
EBITDA ajusté	895	1 088	1 476	1 857	2 111	2 369	2 626	2 874	3 107	3 316	3 495
marge d'EBITDA	7,2%	8,2%	10,2%	11,6%	12,1%	12,6%	13,1%	13,5%	14,0%	14,5%	15,0%
Impôts	-192	-222	-306	-394	-450	-506	-563	-618	-670	-717	-757
Capex	-233	-550	-350	-350	-377	-402	-424	-441	-455	-463	-466
Variation BFR	103	-49	-66	-66	-25	-69	-63	-56	-46	-35	-23
FCF opérationnel après BFR	573	267	753	1 047	1 258	1 391	1 575	1 759	1 936	2 101	2 249
Coef d'actualisation		1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0
FCF opérationnel actualisé		244	629	800	878	888	919	937	943	936	915

Source : Lleida, Invest Securities

Valorisation		
	k€	€/action
Flux 2019-28e	8 088	0,54
Valeur terminale	12 609	0,84
Valeur entreprise Totale	20 697	1,37
DN fin 2018	-1 654	-0,11
Provisions	-85	-0,01
Immo financières	189	0,01
Valeur Capitaux propres	19 147	1,27

Source : Lleida, Invest Securities

La VE induite ressort ainsi à 20,697m€. Pour le passage à la valeur des capitaux propres, nous intégrons : (i) la DN fin 2018 (1,654m€), (ii) la totalité des provisions à fin 2018 (85m€) et (iii) les immobilisations financières comptabilisées fin 2018 (189k€). Après prise en compte du nombre d'actions en circulation retiré de celles détenues par la société en autocontrôle (15,058m), nous obtenons une valorisation de 1,27€ par action.

Compte tenu du potentiel important de revalorisation du titre (+39% à ce jour), nous initions la couverture du titre à l'ACHAT.

ANALYSE SWOT

FORCES

- Capacité d'anticipation et agilité
- Société rentable et génératrice de cash
- Expansion rapide sur le marché de la signature électronique

FAIBLESSES

- CA volatile d'un trimestre à l'autre
- Activité à valeur ajoutée limitée dans la division SMS

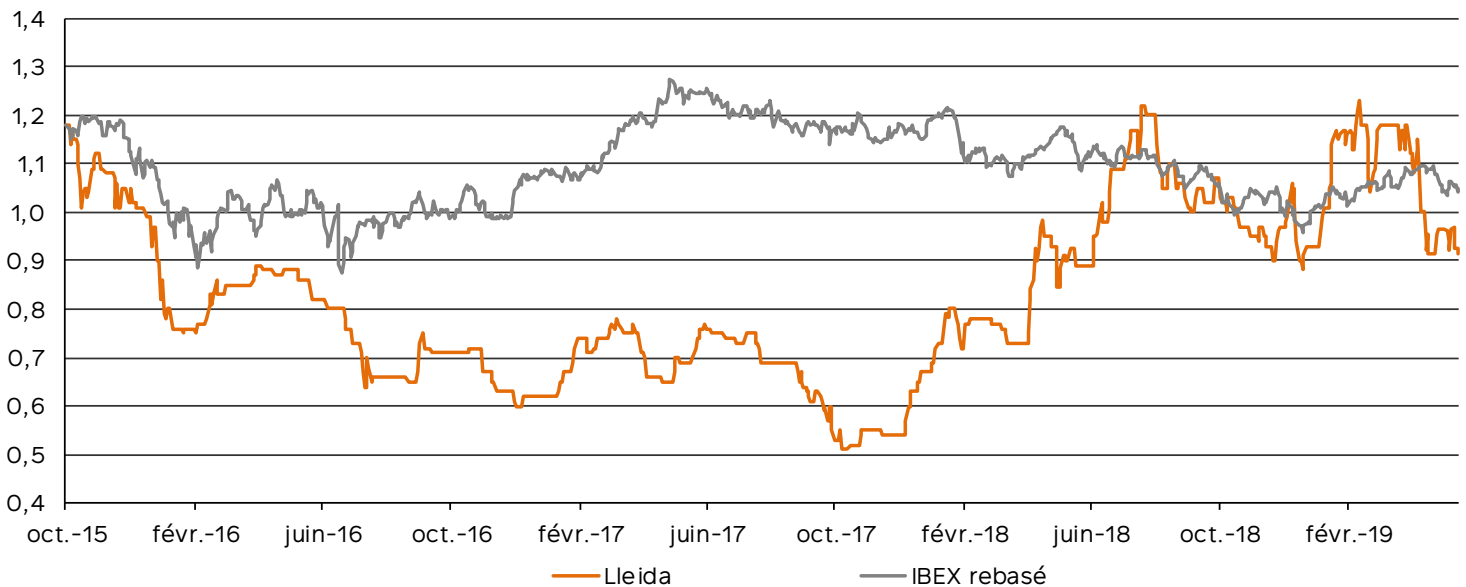
OPPORTUNITES

- Développement à l'international grâce à des partenaires locaux
- Ventes croisées, notamment dans la division SaaS
- Petites acquisitions pour compléter la gamme

MENACES

- Echec du développement dans certains pays
- Possible ralentissement de la croissance des SMS A2P

ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS L'INTRODUCTION EN BOURSE



DÉTECTION DES CONFLITS D'INTÉRÊTS

	Corporate Finance	Détention capitalistique de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Intérêt personnel de l'analyste	Contrat de liquidité	Listing Sponsor	Contrat d'analyse
Lleida	Non	Non	Oui	Non	Oui	Oui	Oui

AVERTISSEMENT

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation d'achat ou de vente des actions et/ou obligations émises par les émetteurs. Bien que toutes les précautions nécessaires aient été prises pour s'assurer que les faits mentionnés dans le présent document soient exacts et que les prévisions, opinions et anticipations qu'il contient soient sincères et raisonnables, Invest Securities n'a pas vérifié les informations contenues dans le présent document et en conséquence ni Invest Securities, ni l'un de ses mandataires sociaux, dirigeants ou employés ne peut être tenu pour responsable d'une quelconque manière de son contenu. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations contenues dans le présent document. Aucune personne n'accepte une quelconque responsabilité pour une perte de quelque nature que ce soit résultant de l'utilisation du présent document ou de son contenu, ou encore liée d'une quelconque manière au Présent document. Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux dispositions du règlement (UE) n°596/2014 du Parlement Européen sur les abus de marché. Le présent document est destiné uniquement (A) à des personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers et/ou (B) à des investisseurs qualifiés agissant pour compte propre, au sens des articles L.411-2, D.411-1 et D.411-4 du Code monétaire et financier. Le présent document vous est fourni à titre confidentiel pour information et ne peut être reproduit ou transmis, en tout ou partie, à toute autre personne ou publié.

DIRECTION

Marc-Antoine Guillen
Président

+33 1 44 88 77 80
maguillen@invest-securities.com

Jean-Emmanuel Vernay
Directeur Général

+33 1 44 88 77 82
jevernay@invest-securities.com

Anne Bellavoine
Directeur Général Délégué

+33 1 55 35 55 75
abellavoine@invest-securities.com

Pascal Hadjedj
Directeur Général Adjoint

+33 1 55 35 55 61
phadjedj@invest-securities.com

ANALYSE FINANCIÈRE

Maxime Dubreil
Responsable Recherche

+33 1 44 88 77 98
mdubreil@invest-securities.com

Johann Carrier
Stock-Picking

+33 1 44 88 77 88
jcarrier@invest-securities.com

Bruno Duclos
Immobilier

+33 1 73 73 90 25
bduclos@invest-securities.com

Benoit Faure-Jarrosson
Immobilier

+33 1 44 88 77 88
bfaure-jarrosson@invest-securities.com

Christian Guyot
Biens de Consommation

+33 1 80 97 22 01
cguyot@invest-securities.com

Matthieu Lavillunière, CFA
Technologie

+33 1 73 73 90 34
mlavilluniere@invest-securities.com

Vladimir Minot
Immobilier

+33 1 73 73 90 25
vminot@invest-securities.com

Jean-Louis Sempé
Automobile

+33 1 73 73 90 35
jlsampe@invest-securities.com

Olga Smolentseva
Biotechs

+33 1 44 88 88 09
osmolentseva@invest-securities.com

Thibaut Voglimacci
Medtechs / Biotechs

+33 1 44 88 77 95
tvoglimacci@invest-securities.com

SALLE DE MARCHÉ

François Habrias
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 70
fhabrias@invest-securities.com

Dominique Humbert
Vendeur-Négociateur

+33 1 55 35 55 64
dhumbert@invest-securities.com

Bertrand Le Mollé-Montanguon
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 74
blmm@invest-securities.com

Ralph Olmos
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 72
rolmos@invest-securities.com

Kaspar Stuart
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 65
kstuart@invest-securities.com

Renaud Vallette Viallard
Vente Institutionnelle

+33 1 72 38 26 32
rvv@invest-securities.com

Frédéric Vals
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 71
fvals@invest-securities.com

SERVICES AUX ÉMETTEURS

Thierry Roussilhe
Responsable

+33 1 55 35 55 66
troussilhe@invest-securities.com

Claude Bouyer
Senior Advisor

+33 1 44 88 88 02
cbouyer@invest-securities.com