

CONTACT SOCIÉTÉ POST RÉSULTATS T2 2019

## NET REBOND DE L'ACTIVITÉ SAAS AU T2

La société a publié hier un CA T2 2019 de 3,22m€ (+2,7%) vs 3,47m€ att, un peu faible au niveau groupe mais marqué par un net rebond du CA de la division SaaS (signature électronique et communications sécurisées), qui ressort à 993k€ (+23,7%) vs 843k€ att. Nous révisons nos BNA en baisse de -8,8%/-9,2%/-4,2% sur 2019-21 pour prendre en compte l'accélération des charges de personnel, ce qui ne se reflète pas dans notre objectif de cours du fait de la détente du 10 ans espagnol qui compense parfaitement cet effet. Nous réitérons notre opinion à l'ACHAT, la bonne performance de la division SaaS crédibilisant notre scénario central qui repose en bonne partie sur cette activité.

Matthieu Lavillunière, CFA  
+33 1 73 73 90 34  
[mlavilluniere@invest-securities.com](mailto:mlavilluniere@invest-securities.com)

Maxime Dubreil  
+33 1 44 88 77 98  
[mdubreil@invest-securities.com](mailto:mdubreil@invest-securities.com)

Thibault Morel  
+33 1 44 88 77 97  
[tmorel@invest-securities.com](mailto:tmorel@invest-securities.com)

### Forte croissance de l'activité de signature électronique

La société a publié un CA T2 2019 de 3,22m€ (+2,7%) vs 3,47m€ att par Invest Securities. Cependant, ce chiffre qui peut sembler décevant au premier abord dissimule un mix d'activité favorable : le CA de la division SaaS (signature électronique et communications sécurisées), centrale dans la stratégie du groupe, s'élève à 993k€ (+23,7%) vs 843k€ att, ce qui est une excellente nouvelle après un accident au T1 2019 (-4,7%) ; l'activité d'ICX (interconnexion internationale télécoms) ressort à 1,631m€ vs 1,888m€ att, en progression de +4,8% vs +20% att. Enfin, l'activité SMS voit son déclin s'accélérer avec un CA de 599k€ (-23,1%) vs 740k€ att.

### Marge brute solide, EBITDA impacté par les recrutements

Compte tenu de la performance meilleure qu'attendu de Lleida sur la division SaaS, dont la rentabilité est très supérieure aux autres activités du groupe, la marge brute est en ligne (1,68m€ vs 1,70m€ att), en progression de +16,2%. Cet élément est probablement le meilleur indicateur du développement de la société, par rapport à un CA volatil et dont la rentabilité est très variable selon les activités. L'EBITDA publié est légèrement inférieur à notre attente à 535k€ vs 597k€ att (271k€ vs 319k€ att une fois ajusté de la R&D capitalisée) du fait de frais de personnels supérieurs à notre attente (823k€ vs 677k€ att), ce qui est en partie compensé par des dépenses de services externes bien maîtrisées (585k€ vs 677k€ att). L'EBT s'élève à 192k€ vs 252k€ att.

### Valorisation inchangée, recommandation ACHAT confirmée

Nous révisons nos BNA en baisse de -8,8%/-9,2%/-4,2% pour prendre en compte l'accélération plus rapide qu'attendu des charges de personnel. Cependant, cela pourrait également entraîner une croissance plus rapide que prévu du CA (les recrutements concernent les équipes commerciales) que nous n'intégrons par pour l'instant, par prudence. Notre valorisation par DCF demeure stable à 1,27€, nos révisions en baisse modérée étant compensées par un recul de notre WACC (-8pb) lié à la forte détente du 10 ans espagnol (0,40% vs 0,83% au moment de notre initiation). Nous réitérons notre recommandation à l'ACHAT, alors que le groupe nous semble en position de confirmer le redressement de sa dynamique de résultats lors du S2 2019 et d'entamer un mouvement de revalorisation.

en € / action	2019e	2020e	2021e
BNA dilué	0,04	0,05	0,07
var. 1 an	+10,7%	+44,8%	+40,4%
Révisions	-8,8%	-9,2%	-4,2%

au 31/01	2019e	2020e	2021e
PE	22,8x	15,8x	11,2x
VE/CA	1,06x	0,92x	0,77x
VE/EBITDA	13,9x	9,9x	7,0x
VE/EBITA	17,2x	12,1x	8,3x
FCF yield*	1,9%	5,5%	8,5%
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%

\* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

Informations clés	
Cours actuel (€)	0,84
Nb d'actions (m)	16,0
Capitalisation (m€)	13
Capi. flottante (m€)	3
ISIN	ES0105089009
Ticker	LLN-ES
Secteur DJ	Communications

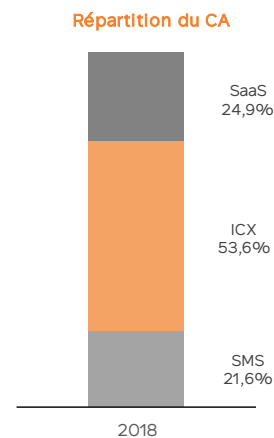
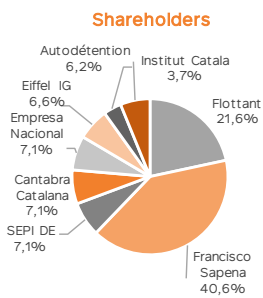
	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	-13,4%	-10,6%	-9,7%
Variation relative	-13,9%	-8,3%	-16,9%

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	0,04	0,06	0,09
<b>BNA corrigé dilué</b>	<b>n.a</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,07</b>	<b>0,01</b>	<b>0,03</b>	<b>0,04</b>	<b>0,05</b>	<b>0,07</b>
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	22,8x	15,8x	11,2x
VE/CA	n.a	n.a	1,56x	1,23x	1,26x	1,06x	0,92x	0,77x
VE/EBITDA ajusté	n.a	n.a	n.s.	23,4x	17,4x	13,9x	9,9x	7,0x
VE/EBITA ajusté	n.a	n.a	n.s.	35,7x	20,4x	17,2x	12,1x	8,3x
FCF yield op. avt BFR	n.a	n.a	n.s.	0,3%	3,0%	1,9%	5,5%	8,5%
FCF yield opérationnel	n.a	n.a	n.s.	2,8%	3,7%	1,5%	4,9%	8,1%
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	0,84	0,84	0,84
Capitalisation	n.a	n.a	11,46	10,02	14,04	12,65	12,65	12,65
Dette Nette	n.a	n.a	2,38	2,29	1,65	1,68	1,08	0,13
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
<b>Valeur d'Entreprise (VE)</b>	<b>n.a</b>	<b>n.a</b>	<b>12,17</b>	<b>12,13</b>	<b>15,59</b>	<b>14,08</b>	<b>13,48</b>	<b>12,53</b>

Compte résultat (m€)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
CA	9,13	8,41	7,78	9,88	12,36	13,30	14,68	16,30
var.	n.s.	-7,9%	-7,5%	+27,1%	+25,1%	+7,6%	+10,3%	+11,0%
EBITDA ajusté	-0,52	-0,85	-0,42	0,52	0,90	1,02	1,37	1,79
<b>EBITA ajusté</b>	<b>-0,62</b>	<b>-0,95</b>	<b>-1,18</b>	<b>0,34</b>	<b>0,77</b>	<b>0,82</b>	<b>1,12</b>	<b>1,51</b>
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+125,6%	+6,5%	+36,8%	+35,3%
EBIT publié	0,29	-0,70	-1,30	0,27	0,53	0,95	1,25	1,74
Résultat financier	-0,15	0,16	-0,11	-0,21	-0,12	-0,10	-0,06	-0,03
IS	-0,02	0,14	0,00	0,00	-0,14	-0,21	-0,30	-0,43
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	0,64	0,89	1,29
<b>RN pdg corrigé</b>	<b>-0,56</b>	<b>-0,82</b>	<b>-1,02</b>	<b>0,17</b>	<b>0,50</b>	<b>0,55</b>	<b>0,80</b>	<b>1,13</b>
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+195,2%	+10,7%	+44,8%	+40,4%

Tableau de flux (m€)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
EBITDA ajusté	-0,52	-0,85	-0,42	0,52	0,90	1,02	1,37	1,79
IS théorique / EBITA ajusté	0,00	0,00	0,00	-0,08	-0,19	-0,20	-0,28	-0,38
Total capex	-0,65	-0,57	-0,18	-0,40	-0,23	-0,55	-0,35	-0,35
<b>Operating FCF bef. WCR</b>	<b>-1,16</b>	<b>-1,42</b>	<b>-0,60</b>	<b>0,03</b>	<b>0,47</b>	<b>0,26</b>	<b>0,74</b>	<b>1,06</b>
Change in WCR	0,54	-1,14	0,30	0,30	0,10	-0,05	-0,07	-0,05
<b>Operating FCF after WCR</b>	<b>-0,63</b>	<b>-2,56</b>	<b>-0,29</b>	<b>0,34</b>	<b>0,57</b>	<b>0,21</b>	<b>0,66</b>	<b>1,01</b>
Acquisitions/disposals	0,00	0,14	-0,79	0,09	0,31	-0,15	0,00	0,00
Capital increase/decrease	0,00	4,16	-0,07	-0,08	-0,04	0,00	0,00	0,00
Dividends paid	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Other adjustments	-0,18	0,19	0,80	-0,26	-0,21	-0,09	-0,07	-0,06
<b>Published FreeCash Flow</b>	<b>-0,81</b>	<b>1,93</b>	<b>-0,35</b>	<b>0,08</b>	<b>0,64</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,60</b>	<b>0,95</b>

### Prochains événements

nd

Balance Sheet (m€)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Assets	5,87	6,56	5,93	4,46	4,14	4,78	5,01	5,31
Intangible assets/GW	3,86	4,29	3,64	3,85	3,84	3,98	4,11	4,34
WCR	0,33	1,32	0,98	0,73	0,67	0,72	0,79	0,84
Group equity capital	2,09	5,85	4,37	2,87	3,07	3,73	4,64	5,94
Minority shareholders	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
<b>Net financial debt</b>	<b>3,96</b>	<b>2,02</b>	<b>2,38</b>	<b>2,29</b>	<b>1,65</b>	<b>1,68</b>	<b>1,08</b>	<b>0,13</b>

Financial ratios (%)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Adjusted EBITDA/Sales	n.s.	n.s.	n.s.	5,2%	7,2%	7,6%	9,3%	11,0%
Adjusted EBITA/saled	n.s.	n.s.	n.s.	3,4%	6,2%	6,1%	7,6%	9,3%
Adjusted Net Profit/Sales	n.s.	n.s.	n.s.	1,7%	4,0%	4,2%	5,5%	6,9%
ROCE	n.s.	n.s.	n.s.	6,5%	15,9%	14,9%	19,2%	24,5%
ROE adjusted	n.s.	n.s.	n.s.	5,9%	16,3%	14,8%	17,3%	19,0%
Gearing	189,2%	34,5%	54,3%	79,8%	53,9%	45,1%	23,4%	2,2%
ND/EBITDA (in x)	n.s.	n.s.	n.s.	4,4x	1,8x	1,7x	0,8x	0,1x

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

## 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

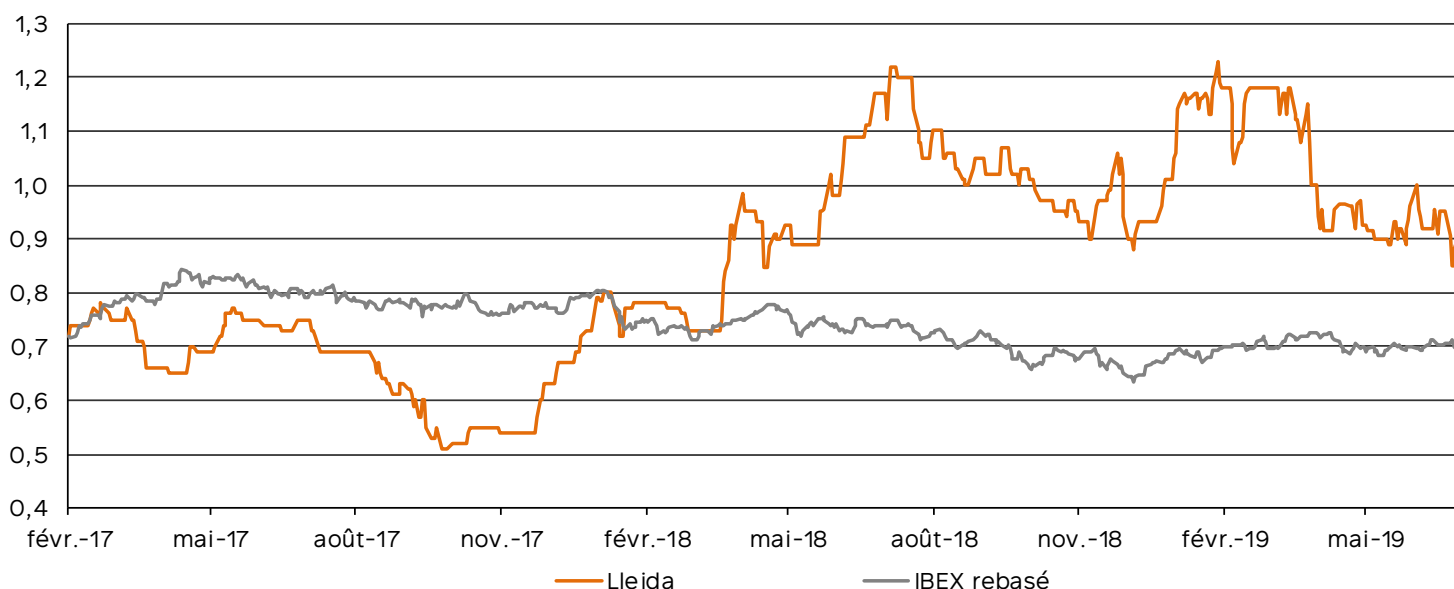
### OPPORTUNITES

- 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
<b>Lleida</b>	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