

## RÉSULTATS 2019 PRÉLIMINAIRES

# LA TRAJECTOIRE DE FORTE CROISSANCE SE CONFIRME

Les résultats préliminaires de Lleida ont été très bien accueillis par le marché hier (+9,8%). Et pour cause, le groupe affiche une progression de +28% de sa marge brute et de +40% de son EBITDA retraité sur l'exercice 2019, malgré un début d'année difficile. Sur la fin de l'exercice, c'est l'activité ICX qui surprend par l'ampleur de sa dynamique (+61% de croissance au T4 2019) après des gains de contrats dont nous n'attendions pas une traduction si rapide dans l'activité. Alors que la société organise sa première journée investisseurs vendredi, le potentiel demeure très important. Opinion ACHAT réitérée avec un OC relevé à 1,64€ vs 1,34€.

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)

### CA et marge brute en nette progression au T4 2019

En amont de sa première journée investisseurs qui aura lieu vendredi à Lérida en Espagne (contacter [inversores@lleida.net](mailto:inversores@lleida.net) pour le webcast), la société a publié ses résultats 2019 préliminaires. Son CA est en très forte progression au T4 2019 à 4,185m€ (+38%). La grosse surprise provient de ICX (négoce international de SMS) dont l'activité explose de +61% à 2,547m€ au T4 vs 1,822m€ att par Invest Securities, après les accords signés avec les opérateurs chinois China Mobile et China Telecom et le gain d'un contrat comme fournisseur exclusif de portabilité des numéros en Espagne. L'activité SaaS (signature électronique et communications certifiées) accélère avec un CA de 1,034m€ (+41,3% vs +12% sur 9 mois) vs 1,098m€ att, tandis que la division SMS (opérateur télécom à destination des entreprises) recule de -16,6% à 604k€ vs 702k€ att. La marge brute (indicateur le plus important au vu du différentiel de rentabilité des activités) progresse de +28,3% au T4 à 2,053m€ vs 1,884m€ att (+10% sur 9 mois).

### Un EBITDA retraité qui poursuit sur sa lancée

L'EBITDA T4 publié est légèrement supérieur à notre attente à 699k€ (+172%) vs 663k€ att, tandis que l'EBITDA retraité de la R&D capitalisée ressort à 494k€ (en très forte hausse) vs 374k€ att notamment grâce à une bonne maîtrise des charges de personnel (869k€ vs 910k€ att). L'EBIT s'élève à 417k€ vs 374k€ att et le RN à 359k€, tous deux en très forte progression. Sur l'exercice 2019, nous retenons la progression de +15% de la marge brute (+15% en 2018) et celle de +40% de l'EBITDA ajusté (+73% en 2018), qui correspond à une marge d'EBITDA ajusté de 9,2% (+200pb).

### BNA 2020-21 relevés de +7,3%/+6,5%

Nous révisons nos BNA 2020-21 en hausse de +7,3%/+6,5% pour prendre en compte la forte dynamique de croissance sur l'activité ICX (+14% att en 2020 vs +12% préc). Notre valorisation par DCF est relevée à 1,64€ vs 1,34€ att. Le fort levier d'amélioration de la rentabilité (+200pb) combinée à la dynamique de croissance a un impact significatif sur notre valorisation car nos estimations de génération de cash sont fortement relevées (+39% en 2021). Comme nos attentes sont assez conservatrices, la poursuite de cette forte dynamique peut permettre une importante revalorisation de la société. Nous réitérons notre opinion ACHAT avec un OC relevé à 1,64€ vs 1,34€.

in € / share	2019p	2020e	2021e
Adjusted EPS	0,04	0,06	0,08
chg.	+31,6%	+38,1%	+37,9%
estimates chg.	+15,9%	+7,3%	+6,5%
au 31/01	2019p	2020e	2021e
PE	30,9x	22,4x	16,2x
EV/Sales	1,58x	1,38x	1,18x
EV/EBITDA	17,2x	13,8x	10,1x
EV/EBITA	20,4x	16,6x	11,8x
FCF yield*	2,0%	4,0%	6,0%
Div. yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%

\* After tax op. FCF before WCR

key points	
Share price (€)	1,35
Number of Shares (m)	16,0
Market cap. (€m)	22
Free float (€m)	5
ISIN	ES0105089009
Ticker	LLN-ES
DJ Sector	Communications

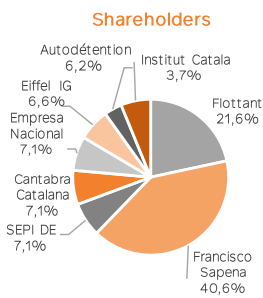
	1m	3m	Ytd
Absolute perf.	+31,1%	+33,7%	+35,0%
Relative perf.	+31,3%	+29,1%	+33,5%

Source : Factset, Invest Securities estimates

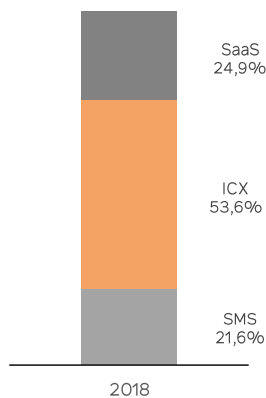
## THESE D'INVESTISSEMENT

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



**Sales breakdown**



Share information	2014	2015	2016	2017	2018	2019p	2020e	2021e
Published EPS (€)	n.a	-0,03	-0,09	0,00	0,02	0,05	0,07	0,10
Adjusted EPS (€)	n.a	-0,07	-0,07	0,01	0,03	0,04	0,06	0,08
Diff. I.S. vs Consensus	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Dividend	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Valuation ratios	2014	2015	2016	2017	2018	2019p	2020e	2021e
P/E	n.a	n.a	n.s.	59,2x	28,1x	30,9x	22,4x	16,2x
EV/Sales	n.a	n.a	1,56x	1,23x	1,26x	1,58x	1,38x	1,18x
VE/EBITDA ajusté	n.a	n.a	n.s.	23,4x	17,4x	17,2x	13,8x	10,1x
VE/EBITA ajusté	n.a	n.a	n.s.	35,7x	20,4x	20,4x	16,6x	11,8x
Op. FCF bef. WCR yield	n.a	n.a	n.s.	0,3%	3,0%	2,0%	4,0%	6,0%
Op. FCF yield	n.a	n.a	n.s.	2,8%	3,7%	1,7%	3,6%	5,7%
Div. yield (%)	n.a	n.a	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

NB : valuation based on annual average price for past exercise

Entreprise Value (€m)	2014	2015	2016	2017	2018	2019p	2020e	2021e
Share price in €	n.a	n.a	0,75	0,66	0,93	1,35	1,35	1,35
Market cap.	n.a	n.a	11,46	10,02	14,04	20,33	20,33	20,33
Net Debt	n.a	n.a	2,38	2,29	1,65	1,47	0,79	-0,26
Minorities	n.a	n.a	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions/ near-debt	n.a	n.a	0,16	0,03	0,09	0,09	0,09	0,09
+/- Adjustments	n.a	n.a	-1,82	-0,21	-0,19	-0,34	-0,34	-0,34
Entreprise Value (EV)	n.a	n.a	12,17	12,13	15,59	21,55	20,87	19,82

Income statement (€m)	2014	2015	2016	2017	2018	2019p	2020e	2021e
Sales	9,13	8,41	7,78	9,88	12,36	13,62	15,16	16,79
chg.	n.s	-7,9%	-7,5%	+27,1%	+25,1%	+10,2%	+11,3%	+10,8%
EBITDA ajusté	-0,52	-0,85	-0,42	0,52	0,90	1,25	1,51	1,96
EBITA	-0,62	-0,95	-1,18	0,34	0,77	1,05	1,26	1,68
chg.	n.s	n.s.	n.s.	n.s.	+125,6%	+37,7%	+19,3%	+33,5%
EBIT publié	0,29	-0,70	-1,30	0,27	0,53	1,05	1,46	1,96
Financial result	-0,15	0,16	-0,11	-0,21	-0,12	-0,14	-0,06	-0,03
Corp. tax	-0,02	0,14	0,00	0,00	-0,14	-0,23	-0,35	-0,48
Minorities+affiliates	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net attributable profit	0,12	-0,39	-1,41	0,06	0,27	0,68	1,05	1,45
Adjusted net att. profit	-0,56	-0,82	-1,02	0,17	0,50	0,66	0,91	1,25
chg.	n.s	n.s.	n.s.	n.s.	+195,2%	+31,6%	+38,1%	+37,9%

Cash flow statement (€m)	2014	2015	2016	2017	2018	2019p	2020e	2021e
EBITDA ajusté	-0,52	-0,85	-0,42	0,52	0,90	1,25	1,51	1,96
Theoretical Tax / EBITA	0,00	0,00	0,00	-0,08	-0,19	-0,26	-0,31	-0,42
Capex	-0,65	-0,57	-0,18	-0,40	-0,23	-0,55	-0,35	-0,35
Operating FCF bef. WCR	-1,16	-1,42	-0,60	0,03	0,47	0,44	0,84	1,19
Change in WCR	0,54	-1,14	0,30	0,30	0,10	-0,07	-0,08	-0,06
Operating FCF	-0,63	-2,56	-0,29	0,34	0,57	0,37	0,76	1,13
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	-0,04	-0,08	-0,07
Published FreeCash Flow	-0,81	1,93	-0,35	0,08	0,64	0,18	0,68	1,05

**Next events**

nd

Balance Sheet (€m)	2014	2015	2016	2017	2018	2019p	2020e	2021e
Assets	5,87	6,56	5,93	4,46	4,14	4,64	4,94	5,28
Intangible assets/GW	3,86	4,29	3,64	3,85	3,84	3,83	4,04	4,31
WCR	0,33	1,32	0,98	0,73	0,67	0,73	0,82	0,88
Group equity capital	2,09	5,85	4,37	2,87	3,07	3,81	4,87	6,34
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
Net financial debt	3,96	2,02	2,38	2,29	1,65	1,47	0,79	-0,26

Financial ratios	2014	2015	2016	2017	2018	2019p	2020e	2021e
EBITDA margin	n.s.	n.s.	n.s.	5,2%	7,2%	9,2%	10,0%	11,7%
EBITA margin	n.s.	n.s.	n.s.	3,4%	6,2%	7,7%	8,3%	10,0%
Adjusted Net Profit/Sales	n.s.	n.s.	n.s.	1,7%	4,0%	4,8%	6,0%	7,5%
ROCE	n.s.	n.s.	n.s.	6,5%	15,9%	19,6%	21,9%	27,2%
ROE adjusted	n.s.	n.s.	n.s.	5,9%	16,3%	17,3%	18,6%	19,8%
Gearing	189,2%	34,5%	54,3%	79,8%	53,9%	38,6%	16,3%	n.s.
ND/EBITDA (in x)	n.s.	n.s.	n.s.	4,4x	1,8x	1,2x	0,5x	-0,1x

Source : company, Invest Securities Estimates

## 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

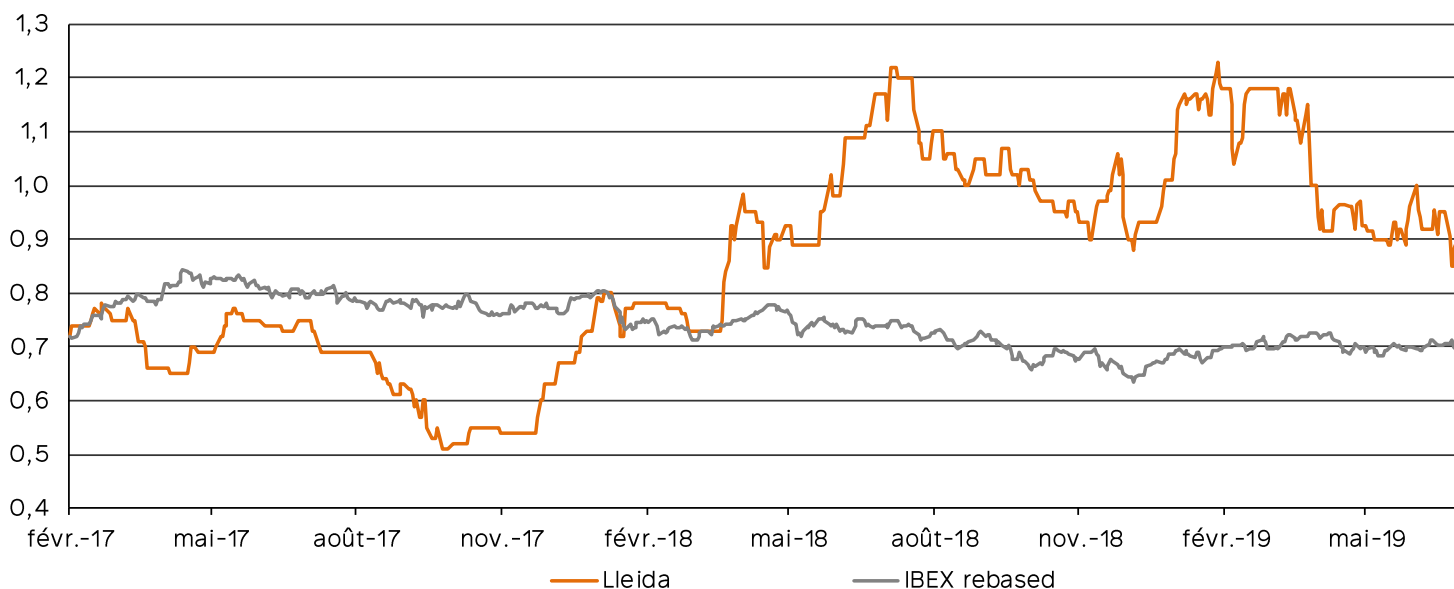
### OPPORTUNITES

- ❑ 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	Treasury stocks holding	Prior communication to company	Intérêt personnel de l'analyste	Liquidity contract	Listing Sponsor	Research Contract
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-Jarrosion**  
**Immobilier**

+33 1 44 88 77 88  
bfaure-jarrosion@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

**Ludovic Martin, CFA**  
**Biens de Consommation**

+33 1 73 73 90 36  
lmartin@invest-securities.com

**Vladimir Minot**  
**Immobilier**

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

**Thibault Morel**  
**Technologie**

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

**Jean-Louis Sempé**  
**Automobile**

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

**Thibaut Voglimacci**  
**Medtechs / Biotech**

+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