

### ETUDE D'ACTUALISATION

## D'EXCELLENTS FONDAMENTAUX MAIS PLUS DE POTENTIEL

**Le groupe espagnol a vu sa croissance nettement accélérer du fait de la crise sanitaire, ses solutions de signature électronique et de communications certifiées étant plébiscitées par les entreprises pour faire face aux contraintes imposées pendant cette période. Si notre objectif de cours est revu très fortement en hausse (7,8€ vs 2,05€) du fait d'un potentiel de croissance durablement accéléré et du levier important sur ses marges (TMVA 19-22e de l'EBITDA attendu de +45%), la valorisation actuelle n'offre plus de potentiel à court terme après le parcours exceptionnel du titre (+795% depuis le 31/12 et +67% sur 1 mois). Nous conseillons d'attendre une meilleure opportunité pour rentrer sur le dossier.**

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)

### La crise sanitaire a permis d'accélérer très nettement sur la division SaaS

Le groupe a connu un afflux de nouveaux clients pour sa division SaaS (signature électronique & communications certifiées, 32% du CA 20e) pendant la crise sanitaire. Après une nette accélération sur le S1 20 (+32%), la croissance de la division devrait encore s'accroître au S2 20 (+61%) avec la montée en puissance de gros contrats signés pendant la première partie de l'année. Le groupe se positionne maintenant sur les demandes de règlement de factures et notifications de retards de paiement, qui promettent de se multiplier dans les prochains trimestres. Nous relevons fortement notre scénario avec des progressions du CA SaaS attendues de +46%/+46%/+30% en 20-22e (vs +27%/+20% en 20-21e préc). Parallèlement, les perspectives des activités télécoms (68% du CA 20e) sont globalement inchangées.

### Un fort levier sur la rentabilité et la génération de cash – OC porté à 7,8€

La croissance de l'activité SaaS combinée à une hausse des charges contenue devrait permettre au groupe de faire fortement progresser sa rentabilité, avec une hausse de la marge d'EBITDA de 9,6% en 19 à 16,6% en 22e (vs 13,2% préc), soit un TMVA 2019-22 de +45%. Les BNA devraient également progresser très rapidement (TMVA 19-22e de +40%), aidés par des charges financières modérées et un taux d'IS réduit (reports déficitaires et crédits d'impôts). Parallèlement, le free cash-flow atteindrait selon nos estimations 2,57m€ en 2022 (vs 246k€ en 2019). A plus long terme, les tendances initiées par la crise sanitaire transforment radicalement les perspectives de la société (FCF 2029e de 7,021m€ vs 2,779m€ dans notre précédent scénario), ce qui explique que notre objectif de cours soit revu en très forte hausse, à 7,8€ vs 2,05€ préc.

### Attendre un niveau de cours plus raisonnable pour se positionner

Si nous apprécions beaucoup les fondamentaux de Lleidanetworks et sommes confiants dans ses perspectives, le cours a connu un parcours extraordinaire, notamment après l'annonce selon laquelle les investisseurs américains pourront bientôt acheter le titre en dollars (via l'OTCQX), ce qui a été validé hier par l'AG du groupe. Ce mouvement a porté la valorisation de la société sur des niveaux élevés (VE/CA 20 de 8,1x) et il nous semble préférable d'attendre de meilleures opportunités pour se positionner sur le titre.

en € / action	2020e	2021e	2022e
BNA dilué	0,10	0,13	0,20
var. 1 an	+88%	+27,4%	+50,0%
Révisions	+47,2%	+29,2%	n.s.
au 31/01	2020e	2021e	2022e
PE	86,1x	67,6x	45,0x
VE/CA	8,10x	6,62x	5,50x
VE/EBITDA	69,6x	49,3x	33,1x
VE/EBITA	75,7x	53,4x	35,4x
FCF yield*	1,1%	1,4%	2,2%
Rendement	0,1%	0,1%	0,2%

\* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

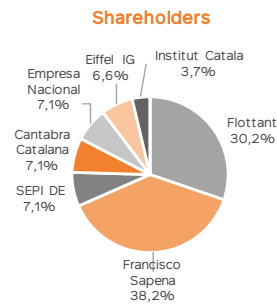
Informations clés			
Cours actuel (€)	8,95		
Nb d'actions (m)	16,0		
Capitalisation (m€)	144		
Capi. flottante (m€)	43		
ISIN	ES0105089009		
Ticker	LLN-ES		
Secteur DJ	Communications		
	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	+67,3%	+198%	+795%
Variation relative	+70,1%	+208%	+1115%

Source : Factset, estimations Invest Securities

## THESE D'INVESTISSEMENT

Lleidanetworks a vu la croissance de sa division signature électronique-communications certifiées (SaaS) accélérer significativement pendant la crise sanitaire et le confinement, beaucoup d'entreprises utilisant ses solutions pour s'adapter aux mesures de distanciation sociales et pour garder le contact avec leurs clients et leurs salariés. A ce premier coup d'accélérateur va bientôt succéder un second : l'utilisation des solutions de communications certifiées pour les demandes de règlement et autres notifications de retards de paiement, alors que les sociétés en difficulté vont malheureusement se multiplier.

## DONNÉES FINANCIÈRES



Données par action	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
BNA publié	-0,03	-0,09	0,00	0,02	0,07	0,09	0,14	0,20
<b>BNA corrigé dilué</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,07</b>	<b>0,01</b>	<b>0,03</b>	<b>0,06</b>	<b>0,10</b>	<b>0,13</b>	<b>0,20</b>
Ecart /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	0,01	0,01	0,02

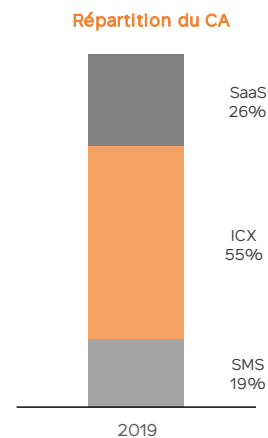
Ratios valorisation	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
P/E	n.a	n.s.	59,2x	28,1x	17,9x	86,1x	67,6x	45,0x
VE/CA	n.a	1,56x	1,23x	1,26x	1,15x	8,10x	6,62x	5,50x
VE/EBITDA ajusté	n.a	n.s.	23,4x	17,4x	12,0x	69,6x	49,3x	33,1x
VE/EBITA ajusté	n.a	n.s.	35,7x	20,4x	13,2x	75,7x	53,4x	35,4x
FCF yield op. avt BFR	n.a	n.s.	0,3%	3,0%	6,6%	1,1%	1,4%	2,2%
FCF yield opérationnel	n.a	n.s.	2,8%	3,7%	3,9%	0,9%	1,2%	2,0%
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,2%

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

Valeur d'Entreprise (m€)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Cours en €	n.a	0,75	0,66	0,93	0,99	8,95	8,95	8,95
Capitalisation	n.a	11,46	10,02	14,04	14,92	134,77	134,77	134,77
Dette Nette	n.a	2,38	2,29	1,65	0,92	-0,08	-1,45	-3,70
Valeur des minoritaires	n.a	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions/ quasi-dettes	n.a	0,16	0,03	0,09	0,10	0,10	0,10	0,10
+/- corrections	n.a	-1,82	-0,21	-0,19	-0,19	-0,19	-0,19	-0,19
<b>Valeur d'Entreprise (VE)</b>	<b>n.a</b>	<b>12,17</b>	<b>12,13</b>	<b>15,59</b>	<b>15,75</b>	<b>134,59</b>	<b>133,23</b>	<b>130,98</b>

Compte résultat (m€)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
CA	8,41	7,78	9,88	12,36	13,66	16,52	20,11	23,84
var.	-7,9%	-7,5%	+27,1%	+25,1%	+10,5%	+21,7%	+21,0%	+18,5%
EBITDA ajusté	-0,85	-0,42	0,52	0,90	1,31	1,93	2,70	3,96
<b>EBITA ajusté</b>	<b>-0,95</b>	<b>-1,18</b>	<b>0,34</b>	<b>0,77</b>	<b>1,19</b>	<b>1,78</b>	<b>2,50</b>	<b>3,70</b>
var.	n.s.	n.s.	n.s.	+125,6%	+55,5%	+49,2%	+40,4%	+48,2%
EBIT publié	-0,70	-1,30	0,27	0,53	1,10	1,60	2,60	3,70
Résultat financier	0,16	-0,11	-0,21	-0,12	0,00	-0,14	-0,02	-0,02
IS	0,14	0,00	0,00	-0,14	-0,01	-0,16	-0,48	-0,69
SME+Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RN pdg publié	-0,39	-1,41	0,06	0,27	1,09	1,30	2,10	2,99
<b>RN pdg corrigé</b>	<b>-0,82</b>	<b>-1,02</b>	<b>0,17</b>	<b>0,50</b>	<b>0,83</b>	<b>1,57</b>	<b>1,99</b>	<b>2,99</b>
var.	n.s.	n.s.	n.s.	+195,2%	+66,9%	+87,6%	+27,4%	+50,0%

Tableau de flux (m€)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
EBITDA ajusté	-0,85	-0,42	0,52	0,90	1,31	1,93	2,70	3,96
IS théorique / EBITA ajusté	0,00	0,00	-0,08	-0,19	-0,01	-0,16	-0,48	-0,69
Total capex	-0,57	-0,18	-0,40	-0,23	-0,27	-0,30	-0,34	-0,38
<b>Operating FCF bef. WCR</b>	<b>-1,42</b>	<b>-0,60</b>	<b>0,03</b>	<b>0,47</b>	<b>1,03</b>	<b>1,47</b>	<b>1,88</b>	<b>2,89</b>
Change in WCR	-1,14	0,30	0,30	0,10	-0,42	-0,25	-0,30	-0,32
<b>Operating FCF after WCR</b>	<b>-2,56</b>	<b>-0,29</b>	<b>0,34</b>	<b>0,57</b>	<b>0,62</b>	<b>1,21</b>	<b>1,58</b>	<b>2,57</b>
Acquisitions/disposals	-0,01	0,21	-0,15	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Capital increase/decrease	4,16	-0,07	-0,08	-0,04	0,25	0,00	0,00	0,00
Dividends paid	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,16	-0,20	-0,30
Other adjustments	-0,16	-0,19	-0,19	-0,01	-0,10	-0,05	-0,02	-0,02
<b>Published Free Cash Flow</b>	<b>1,43</b>	<b>-0,35</b>	<b>-0,08</b>	<b>0,53</b>	<b>0,77</b>	<b>1,01</b>	<b>1,36</b>	<b>2,25</b>



### Prochains événements

nd

Balance Sheet (m€)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Assets	6,56	5,93	4,46	4,14	4,23	4,39	4,52	4,65
Intangible assets/GW	4,29	3,64	3,85	3,84	3,85	3,85	3,85	3,85
WCR	1,32	0,98	0,73	0,67	1,17	1,43	1,73	2,05
Group equity capital	5,85	4,37	2,87	3,07	4,39	5,62	7,52	10,21
Minority shareholders	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions	0,00	0,16	0,03	0,09	0,10	0,10	0,10	0,10
<b>Net financial debt</b>	<b>2,02</b>	<b>2,38</b>	<b>2,29</b>	<b>1,65</b>	<b>0,92</b>	<b>-0,08</b>	<b>-1,45</b>	<b>-3,70</b>

Financial ratios (%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Adjusted EBITDA/Sales	n.s.	n.s.	5,2%	7,2%	9,6%	11,6%	13,4%	16,6%
Adjusted EBITA/saled	n.s.	n.s.	3,4%	6,2%	8,7%	10,7%	12,4%	15,5%
Adjusted Net Profit/Sales	n.s.	n.s.	1,7%	4,0%	6,1%	9,4%	9,9%	12,6%
ROCE	n.s.	n.s.	6,5%	15,9%	22,0%	30,6%	40,0%	55,3%
ROE adjusted	n.s.	n.s.	5,9%	16,3%	19,0%	27,9%	26,5%	29,3%
Gearing	34,5%	54,3%	79,8%	53,9%	21,0%	n.s.	n.s.	n.s.
ND/EBITDA (in x)	n.s.	n.s.	4,4x	1,8x	0,7x	0,0x	-0,5x	-0,9x

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

## SOMMAIRE

<b>1- La crise sanitaire comme catalyseur de la croissance</b>	<b>p.4</b>
1.1 La division SaaS au cœur de la thèse d'investissement...	p.4
1.2 ...a connu un coup d'accélérateur important pendant la crise sanitaire	p.5
1.3 Les demandes de règlement comme relais de croissance	p.7
1.4 Des attentes relevées dans des proportions importantes sur le SaaS	p.8
1.5 Des perspectives peu affectées pour les divisions ICX et SMS	p.9
<b>2- Une forte progression de la rentabilité et de la génération de cash</b>	<b>p.11</b>
2.1 Un EBITDA en hausse forte et durable sur 2020-22 <sup>e</sup>	p.11
2.2 Peu de frais financiers et des déductions d'impôts	p.12
2.3 Une forte progression de la génération de cash	p.13
<b>3- Une valorisation devenue déraisonnable malgré les bons fondamentaux</b>	<b>p.14</b>
3.1 Un titre au parcours encore plus explosif que ses comparables en 2020	p.14
3.2 Un objectif par DCF revu en nette hausse	p.15
<b>Avertissement</b>	<b>p.18</b>

## 1- La crise sanitaire comme catalyseur de la croissance

### 1.1 La division SaaS au cœur de la thèse d'investissement...

La division SaaS de Lleidanetworks (Lleida), qui représentait 26% du CA 2019, a un poids beaucoup plus important dans les perspectives et la valorisation du groupe, du fait de son potentiel de croissance, du levier important sur la marge opérationnelle qu'elle procure et de la valorisation des sociétés cotées exerçant ce métier.

Lleida fait partie de la catégorie restreinte des sociétés qui ont clairement bénéficié de la crise du Covid-19 et des mesures restrictives prises par les Etats pour la combattre.

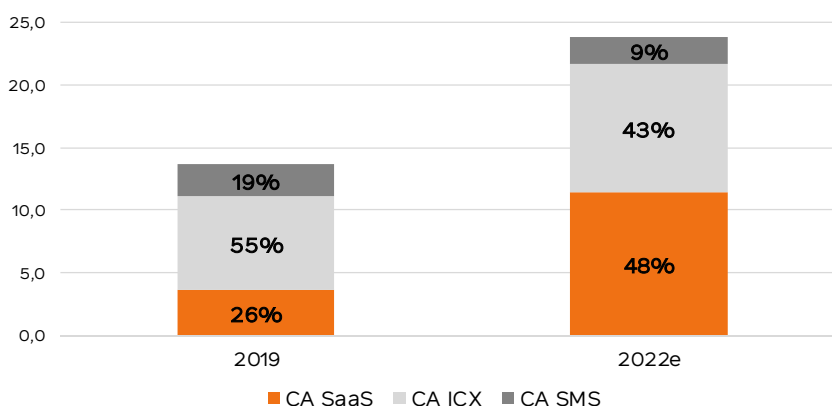
Rappelons que la société a trois divisions :

- **SaaS (26% du CA 2019)**, qui fournit une plateforme de signature électronique de contrats et de stockage des documents, une plateforme d'onboarding clients (gestion de l'entrée en relation), ainsi que des services de communications certifiées permettant aux sociétés clientes de conserver la trace des SMS ou mails envoyés.
- **ICX (55% du CA 2019)**, une activité de négoce de SMS à l'international pour des agrégateurs et opérateurs télécoms. Elle met à disposition des « routes » nécessaires au transit de SMS à l'international, ce qui permet à ses clients de ne pas négocier des accords dans chaque pays du monde et de réaliser des économies sur les prix grâce aux volumes importants négociés.
- **SMS (19% du CA 2019)**, activité historique d'opérateur télécom en Espagne sur le marché du SMS A2P (Application to Person), i.e des messages envoyés par les entreprises vers les particuliers (notifications bancaires, confirmation de réservation, programmes de fidélité, annonces de promotions...).

Ainsi que nous le soulignons dans notre étude d'initiation du 28/05/2019, l'expansion de la division SaaS est centrale dans le cas d'investissement de la société, car (i) son potentiel de marge est très important (les chiffres de marge par division ne sont pas publics mais la marge brute de la division SaaS serait deux fois plus élevée que celles des deux autres divisions), (ii) son potentiel de croissance est significatif, en particulier à l'international, (iii) la valorisation de grands concurrents cotés comme Docusign (cotée au Nasdaq) est très élevée (cf 3.1).

Comme le montre le graphique ci-dessous, l'activité SaaS devrait voir son poids dans le mix du groupe fortement s'accroître à moyen terme, pour atteindre près de la moitié du CA en 2022.

**Evolution du mix de CA de Lleida sur 2019-22e**



Source : Lleida, Invest Securities

1.2 ...a connu un coup d'accélérateur important pendant la crise sanitaire

La crise sanitaire a entraîné une accélération importante de l'usage des solutions de Lleida, dont l'essentiel correspond à une transformation probablement définitive (signature électronique vs contrat papier, remplacement des lettres recommandées par des mails certifiés), même si la société a profité d'un effet d'aubaine temporaire sur les SMS certifiés en début de confinement.

Rappel de la gamme de produits de la division SaaS :

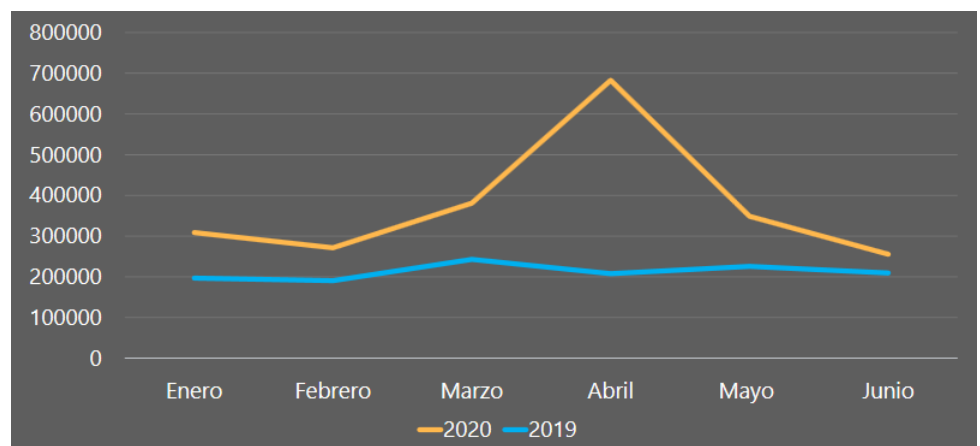
- **La signature électronique et la gestion de l'onboarding des clients.** Lleida a développé une plateforme de signature électronique de contrats et de stockage de documents (fiches de paie, factures, pièces d'identité...) nommée Click & Sign. Le groupe dispose également d'une plateforme digitale d'onboarding client (gestion de l'entrée en relation) permettant de certifier l'identité d'un client via la validation d'un document d'identité ou la reconnaissance faciale.
- **Les communications sécurisées (SMS sécurisé, mail sécurisé).** 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. La société fait figure de tiers de confiance (ou témoin numérique). Les cas d'utilisation de ces solutions sont l'envoi d'informations aux clients ou aux salariés, la gestion de la facturation et du règlement des créances. L'intérêt principal de ces solutions est la sécurité juridique qu'elle apporte aux clients du groupe.

Notons que la gamme de produits de la division est enrichie au fil du temps et que le groupe continue à investir dans son développement (env. 1m€ de R&D par an).

La crise sanitaire a nécessité une adaptation très rapide des méthodes de travail des entreprises, avec comme élément central la limitation des contacts humains susceptibles d'entraîner la transmission du Covid-19. Ceci a largement bénéficié à la division SaaS, qui a vu son CA croître de +32% sur le S1 2020. Les différents produits de la division ont profité de la situation, mais pour des utilisations et dans des proportions différentes.

Les SMS certifiés, utilisés par les sociétés notamment pour transmettre des informations importantes à leurs salariés (possibilité de venir travailler sur site, procédures sanitaires etc) ont connu une très forte accélération pendant la période de confinement (près de 700k SMS en avril vs 200k un an plus tôt), avant de voir leur croissance se réduire nettement. C'est le seul produit qui a bénéficié d'un effet d'aubaine ponctuel.

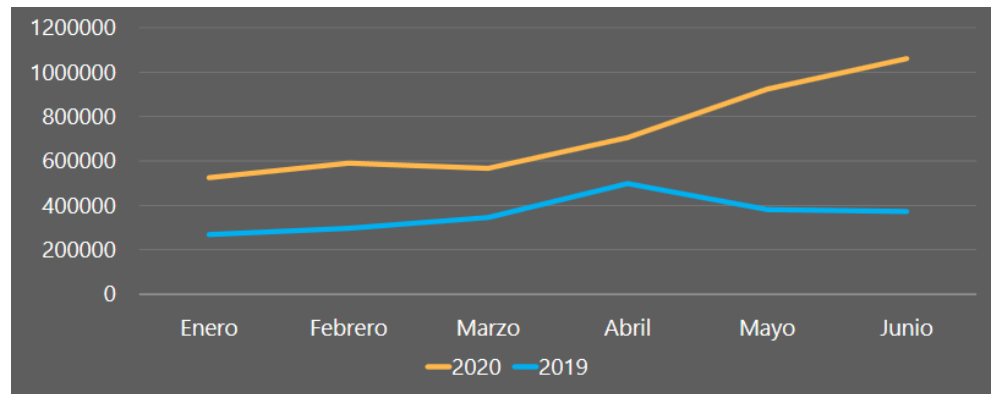
Volumes de SMS certifiés vendus mois par mois entre janvier et juin



Source : Lleida

Les mails certifiés ont connu une accélération plus tardive mais aussi plus durable. Certains clients ont basculé des SMS certifiés aux mails certifiés, qui permettent d'envoyer des messages plus longs et des pièces jointes, tandis que les nouveaux clients qui ont afflué pendant le confinement ont plébiscité cette solution, qui correspond à un changement structurel des usages, notamment avec l'utilisation des mails certifiés à la place des lettres recommandées, plus chères et dont la livraison a été perturbée par la crise sanitaire. Les envois de mails certifiés ont dépassé 1 million en juin contre moins de 400k un an plus tôt.

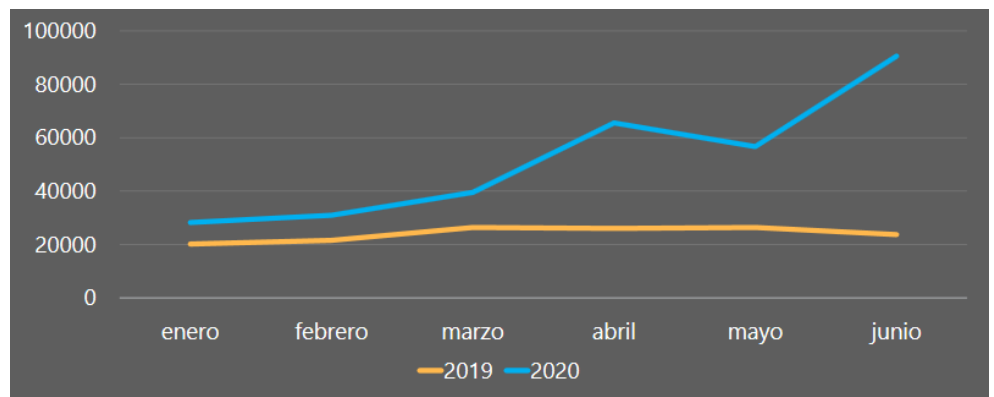
**Volumes de mails certifiés vendus mois par mois entre janvier et juin**



Source : Lleida

La plate-forme de signature électronique de contrats Click&Sign a vu une accélération pendant le confinement. Si les avantages procurés par cette solution sont nombreux (gains de productivité, impact environnemental positif, coût moindre), la crise sanitaire a convaincu beaucoup d'entreprises de « sauter le pas » avec un argument décisif : éviter de perdre des clients en raison des difficultés à signer des contrats papier. Notons les contrats significatifs avec Docalia et Management Financial Group dans le secteur financier et ALD Automotive et Alphabet España dans la location de véhicules. Au mois de juin, le nombre de signatures a été quasiment quadruplé, les nouveaux clients commençant à utiliser de manière significative la solution de Lleida. Le potentiel de développement de cette solution est très encourageant pour les trimestres à venir, sachant que Lleida facture ses solutions à l'usage.

**Opérations sur la plateforme Click&Sign mois par mois entre janvier et juin**



Source : Lleida

Bilan des éléments expliqués ci-dessous, la croissance de l'activité SaaS a accéléré initialement grâce à un effet d'aubaine sur le SMS certifiés, elle s'est ensuite déportée sur les solutions à plus forte valeur ajoutée de la division, comme Click&Sign, ce qui est un bon signe pour le caractère durable de l'accélération de la croissance.

La crise sanitaire a également eu des effets négatifs et a réduit l'activité de certains clients, à l'image du secteur hôtelier et des utilities. Cependant, l'impact global est très positif (+32% sur le CA S1). Si une partie de l'intérêt généré en mode « panique » par les contraintes du confinement s'est tarie, la crise a engendré des changements d'habitudes et des réflexions quant à la digitalisation des procédures qui vont demeurer durablement.

L'un des exemples du caractère structurel de cette transformation est celui des acteurs du crédit-bail pour les véhicules en Espagne, marché sur lequel Lleida fournit sa plateforme de signature électronique Click&Sign à 3 des 4 principaux acteurs et estime que la gestion électronique des contrats est devenue un standard de marché, sans retour en arrière possible, ce qui va ouvrir naturellement le marché des acteurs n'ayant pas encore adopté cette solution.

### 1.3 Les demandes de règlement comme relais de croissance

**La crise sanitaire a entraîné une crise économique qui, au-delà des aides fournies en urgence par les Etats pendant la période de confinement, va entraîner la multiplication des faillites et des défauts de paiement. Lleida va en bénéficier au travers de son offre de communications certifiées, dont l'un des cas d'utilisation est justement les demandes de règlement de factures et les relances (la preuve de ces demandes pourra être apportée sur le plan juridique).**

La crise sanitaire a fortement affecté l'activité économique, provoquant une récession mondiale dont l'impact a pour le moment été en partie compensé, notamment en Europe, par les interventions des Etats, au travers de mesures comme le chômage partiel et la mise en place massive de prêts garantis.

Dans ce contexte, Lleida pousse son offre de communications certifiées (le mail certifié en particulier) pour un cas d'utilisation amené à représenter d'importants volumes d'activité dans les prochains trimestres : les demandes de règlement de factures et autres notifications de retards de paiement. Ainsi, le groupe a signé un contrat au potentiel très important pendant le T2 2020 avec la poste sud-africaine, qui va utiliser les SMS et mails sécurisés de Lleida pour relancer les citoyens n'ayant pas payé leurs impôts. Un autre contrat a été conclu avec la poste zambienne (ZamPost) au mois de mai. Le management de Lleida est très confiant dans le fait que le secteur privé va se saisir de ces outils de communications sécurisées pour ces cas d'utilisation dans les trimestres à venir.

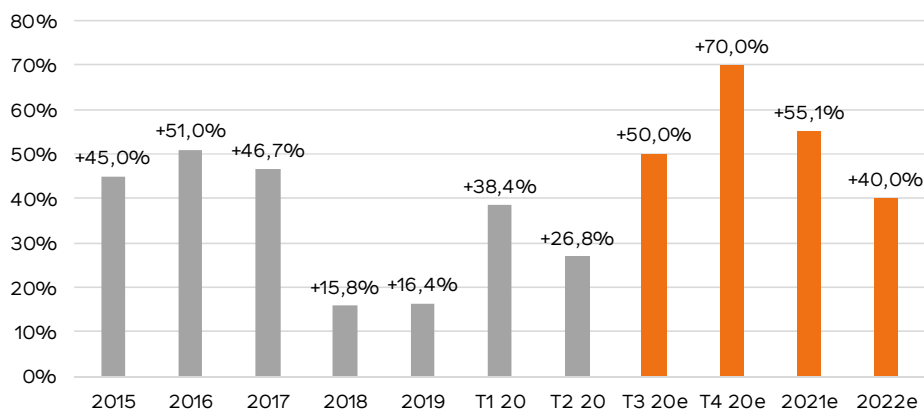
Le groupe compte profiter de l'accélération très forte des communications certifiées sur ce cas d'utilisation pour revenir sur le marché américain, sur lequel il avait tenté une première offensive sans succès il y a quelques années. Ainsi, la société a annoncé le 5 août 2020 le dépôt de 3 marques aux Etats-Unis pour sa division SaaS. Une semaine auparavant, elle avait annoncé son projet de cotation de ses titres sur le marché de gré à gré OTCQX à New York, qui a été validé par l'Assemblée Générale du groupe avant-hier (le 14/09/2020). Les deux objectifs affichés par Lleida sont : (i) donner à de nouveaux investisseurs la possibilité d'investir dans le groupe, (ii) accroître la visibilité de la société sur le marché américain. Si cette dernière initiative a entraîné un mouvement de spéculation quelque peu exagéré sur le titre (cf 3.1), elle est surtout le signe des ambitions élevées de Lleida outre-Atlantique.

#### 1.4 Des attentes relevées dans des proportions importantes sur le SaaS

Pour prendre en compte l'accélération de la croissance de la division SaaS (signature électronique & communications certifiées) décrite dans les paragraphes précédents, nous relevons fortement notre scénario et attendons des croissances de +46%/+55%/+40% en 2020-22 (vs +24%/+20% att sur 2020-21).

La prise en compte de l'accélération de la croissance de la division SaaS liée à la crise sanitaire, de la signature des nouveaux contrats (cf plus bas) et du relais de croissance lié aux demandes de règlement de factures nous amène à adopter le scénario suivant (cf courbe ci-dessous).

Croissance CA SaaS de Lleida



Source : Lleida, Invest Securities

La croissance de l'activité SaaS va selon toute vraisemblance s'accélérer dans les prochains trimestres et en particulier aux T3-T4 2020. En effet, il faut avoir en tête que les clients les plus importants génèrent habituellement un niveau d'activité normatif 3 à 6 mois après la signature de leur contrat. Or, le groupe a annoncé des contrats au potentiel très important pendant le T2, notamment avec la South African Post qui va utiliser les SMS et mails sécurisés de Lleida pour relancer les citoyens n'ayant pas payé leurs impôts, mais aussi avec Alphabet España et SegurCaixa Adeslas en Espagne.

L'accélération de la croissance de Lleida sera durable, non seulement à cause du rythme de montée en puissance des volumes des principaux clients, mais aussi du rôle de preuve de concept de l'expansion actuelle : les solutions de Lleida sont parfois adoptées par certaines filiales, dans un pays spécifique ou pour un cas d'utilisation unique, avec un potentiel d'expansion de l'activité aussi bien chez les clients existants (multiplication des usages) que chez les concurrents par imitation. Enfin, le relais de croissance que constitue l'accélération du marché des demandes de règlement et autres notifications de retards de paiement va stimuler l'activité du groupe de manière décalée (avec un démarrage probablement sur le T4 2020 puis une montée en puissance des volumes en 2021).

Enfin, soulignons que si la croissance estimée est importante, les niveaux attendus en 2021-22e ne sont pas supérieurs à ceux réalisés entre 2015 et 2017 et en relèvent donc pas de l'inédit pour la société, ce qui est rassurant quant à la capacité du groupe à gérer cette croissance.



**Comparaison de nos estimations actuelles vs notre précédent scénario**

en m€ au 31/12	2019	2020e	2021e	2022e
<b>CA SaaS nouveau scénario</b>	3585	5248	8141	11398
	+16,4%	+46,4%	+55,1%	+40,0%
<b>CA SaaS ancien scénario</b>	3585	4539	5460	
	+16,4%	+26,6%	+20,3%	

Source: société, Invest Securities

Comme le montre le tableau ci-dessus, nos estimations de CA de la division SaaS intégrant ces éléments sont très significativement supérieures à celles de notre scénario précédent, qui n'intégrait sur 2020-21 que le début de l'accélération de la croissance liées à la crise sanitaire et demeurerait sur un rythme proche de celui des années 2018-19 (+15% à +20% par an). On voit bien que la crise sanitaire a permis une accélération très nette des perspectives de croissance de la division.

**1.5 Des perspectives peu affectées pour les divisions ICX et SMS**

Peu affectées par la crise sanitaire, les perspectives des activités télécoms du groupe sont globalement inchangées : une croissance modérée de l'activité de négoce international de SMS (division ICX) à moyen terme et un déclin progressif de l'activité d'opérateur télécom (division SMS) au potentiel limité.

Rappel des produits des divisions ICX et SMS :

- **Activité historique de Lleida dans les télécoms, l'activité SMS (19% du CA 2019)** consiste en l'envoi de gros volumes de SMS de la part d'entreprises souhaitant toucher un nombre important de particuliers, activité nommée A2P (Application to Person) car les messages sont envoyés depuis une application professionnelle. Les usages sont variés : notifications bancaires, confirmations de réservations, programmes de fidélité. Lleida permet l'utilisation de SMS A2P et offre des services complémentaires permettant d'optimiser leur efficacité (vérification de l'état des numéros, mise à jour des bases de données de portabilité...). Les institutions financières sont de gros utilisateurs de ces services.
- La **division ICX (55% du CA 2019)** exerce une activité de hub consistant à vendre en gros des SMS à l'international à (i) des agrégateurs, qui vendent eux-mêmes des paquets de SMS aux entreprises (le marché A2P défini au paragraphe précédent), (ii) des opérateurs virtuels ou physiques, ce qui leur permet de ne pas nouer des accords d'itinérance dans chacun des pays du monde et qui leur permet parfois de minimiser leurs coûts d'itinérance (grâce aux prix de gros négociés par Lleida). Ainsi, Lleida a des accords avec 600 opérateurs donnant accès à 1500 réseaux dans le monde entier.

Le secteur télécom a été l'un des moins perturbés par la crise sanitaire. Les perspectives des divisions ICX et SMS n'ont donc pas été substantiellement modifiées.

Pour rappel, l'activité ICX a connu, après deux années de forte croissance en 2017-18 (+50,3%/+51,5%), un trou d'air en 2019 (-8,0% réalisés sur le S1 2019) lié à une intensification de la concurrence (les clients changent très vite de « route » pour leurs SMS internationaux lorsque se présente une solution plus compétitive). Le groupe, qui était pourtant prudent sur les perspectives de cette activité, a très bien réagi et relancé sa dynamique grâce à des gains de contrats importants, notamment avec les opérateurs China Mobile et China Telecom (T3 2019) et avec l'émirati Etisalat (T1 2020). Ceci a permis une réaccélération de la croissance à un niveau très important (+65% au T4 2019, +71,5% au T1 2020). La dynamique a nettement ralenti au T2 2020, du fait de la disparition du trafic de SMS liés au tourisme et aux voyages (compagnies aériennes, location de véhicules, taxis...) à cause de la crise sanitaire, qui n'a été qu'en partie remplacé par les SMS liés au travail à distance et à la santé (il ne s'agit pas ici de SMS certifiés mais bien de SMS classiques).

Pour le S2 2020, nous intégrons dans nos estimations la poursuite du ralentissement progressif de la croissance (+17%/-5% sur T3-T4 2020 notamment en raison d'une base de comparaison très élevée au T4 2019) puis une croissance modérée sur 2021-22 (+8%/+6%). En effet, nous préférons rester prudents au regard de la forte volatilité de cette activité (liée à la facilité pour les clients de changer de fournisseur). Néanmoins, la qualité des équipes de Lleida et la pertinence de ses logiciels, dans lesquels la société investit depuis une vingtaine d'années pourraient lui permettre de poursuivre un développement plus rapide (le TMVA 2017-20e de cette activité est de +32%).

**Estimation de CA des divisions ICX et SMS de Lleida sur 2019-22e**

	2019	T1 2020	T2 2020	T3 2020e	T4 2020e	2021e	2022e
CA ICX	7507	2303	1948	2256	2468	9693	10275
var	+13%	+71%	+19%	+17%	-5%	+8%	+6%
CA SMS	2569	662	566	533	636	2277	2163
var	-4%	-7%	-6%	-10%	-5%	-5%	-5%

Source: société, Invest Securities

En ce qui concerne la division SMS, il s'agit d'un métier plus mature d'opérateur télécom (certes spécialisé) au potentiel de marge limité dont le développement n'est pas une priorité stratégique pour le groupe. Si la variation d'un trimestre à l'autre peut connaître une certaine volatilité, la tendance est régulière sur le plan annuel, avec une décroissance autour de -5%, liée à la focalisation du groupe sur ses autres activités mieux margées. Nous intégrons la poursuite de cette tendance à moyen terme.

## 2- Une forte progression de la rentabilité et de la génération de cash

### 2.1 Un EBITDA en hausse forte et durable sur 2020-22e

La progression du CA combinée à une hausse modérée des charges permettra selon nos estimations de faire progresser l'EBITDA ajusté de Lleida à un rythme rapide avec un TMVA 2019-22e de +45%.

Comme nous l'expliquions dans notre étude d'initiation, Lleida, qui a été fondée en 1995 par Cisco Sapena et qui est dirigée par lui depuis lors, a l'avantage d'être déjà rentable et génératrice de cash (depuis 2017) dans son format actuel.

#### Construction de la marge d'EBITDA de Lleida sur 2016-22e

Compte de résultat (k€)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
CA	7777	9882	12360	13661	16620	20111	23835
var.	-7,5%	+27,1%	+25,1%	+10,5%	+30,1%	+20,5%	+18,5%
Marge brute	3906	5243	6024	7054	8099	9854	11918
en % du CA	50,2%	53,1%	48,7%	51,6%	48,7%	49,0%	50,0%
Frais de personnel	-1991	-2318	-2641	-3067	-3510	-3791	-4094
en % du CA	-25,6%	-23,5%	-21,4%	-22,5%	-21,1%	-18,8%	-17,2%
Services externes	-1 850	-2 449	-2 515	-2 728	-2 654	-3 360	-3 864
en % du CA	-23,8%	-24,8%	-20,3%	-20,0%	-16,0%	-16,7%	-16,2%
Autres revenus	-483	43	27	54	0	0	0
EBITDA ajusté	-418	519	895	1312	1935	2704	3960
Marge d'EBITDA ajusté	-5,4%	5,2%	7,2%	9,6%	11,6%	13,4%	16,6%

Source: société, Invest Securities

La marge brute du groupe ressort autour de 50% depuis 2016. Elle recule légèrement lorsque la croissance de l'activité ICX est supérieure à celle de la division SaaS (la marge brute de cette dernière étant environ deux fois plus élevée), comme en 2018, et vice versa. Au T1 2020, elle s'est affichée en recul de -6,1pts, du fait de la forte croissance d'activité (ICX) liée notamment aux contrats avec China Mobile et China Telecoms. Elle s'est à l'inverse accrue de +1,9pt au T2 2020 alors que la croissance d'ICX est ressortie inférieure à celle de la division SaaS (+19% vs +27%). Nous intégrons dans nos attentes une marge brute demeurant autour de 50% dans les années à venir par prudence, malgré la croissance beaucoup plus forte que nous attendons sur l'activité SaaS (TMVA 2019-22e de +47%) par rapport à ICX (TMVA 2019-22e de +11%).

Les principaux leviers de progression de la marge d'EBITDA ajusté (de la capitalisation de la R&D) sont le recul des frais de personnel et des services externes en proportion du CA.

En termes de frais de personnel, les principales équipes sont la technique, le commercial & marketing et la R&D. Les charges de R&D sont pratiquement stables depuis 2016 autour d'1m€ par an et ont vocation à augmenter moins vite que le CA, malgré la volonté de la société de renforcer sa gamme et de continuer à innover. Les frais commerciaux & marketing sont liés au niveau d'activité mais vont également croître moins vite que l'activité, notamment parce que Lleida gagne des clients de grande taille qui génèrent un CA important par rapport à l'investissement commercial consenti et parce que dans la période récente (crise sanitaire), beaucoup d'entreprises sollicitent spontanément le groupe pour utiliser ses solutions. Enfin, il y a un levier plus fort encore sur l'équipe technique qui est capable de gérer un volume d'activité bien supérieur sans investissement majeur. Ainsi, nous attendons un recul progressif des charges de personnel en pourcentage du CA de 22,5% en 2019 à 17,2% en 2022, ce qui correspond à une progression de +10,1% par an de ces charges que le management trouve réaliste.

Du côté des services externes, les frais liés aux voyages et aux salons professionnels seront fortement réduits en 2020 en raison du contexte sanitaire. Ainsi, au T2 2020, le poids des services externes en pourcentage du CA s'est réduit de -3,7pts à 14,4%. Cet élément sera le principal moteur de l'amélioration de la marge d'EBITDA en 2020 (+2,0pts estimés). D'autre part, les investissements consentis par le groupe à l'international (conseil notamment juridique, agents de ventes à l'étranger) portent aujourd'hui leurs fruits avec une expansion au Moyen-Orient, en Colombie et en Afrique du Sud qui a réellement démarré. Le groupe continuera d'investir pour renforcer ses positions et conquérir de nouvelles zones à moyen terme. Nous intégrons une reprise des frais de services externes en 2021-22e (reprise des voyages et salons, investissements à l'international), ces derniers remontant de 16,0% du CA en 2020e à 16,7% en 2021e puis 16,2% en 2022e.

Ainsi la réduction du poids (en pourcentage du CA) des frais de personnel de -5,3pts et des services externes de -3,8pts devraient permettre à la marge d'EBITDA ajusté de passer de 9,6% en 2019 à 16,6% en 2022e selon nos estimations. Ce levier important, combiné à la forte croissance attendue sur le CA, entrainerait un TMVA 2019-22e de l'EBITDA ajusté de +45%.

## 2.2 Peu de frais financiers et des déductions d'impôts

**Les BNA devraient progresser fortement (TMVA 2019-22e de +40%). Les charges financières seront modérées alors que le groupe est devenu cash net au S1 2020 tandis qu'il bénéficiera d'un taux d'impôt réduit jusqu'en 2023e grâce à l'utilisation des reports déficitaires et à des crédits d'impôts.**

Les amortissements resteront modérés du fait de la faible intensité capitalistique de l'activité de Lleida (ratio de capex/CA d'environ 2%). Nous attendons une croissance des amortissements proportionnelle à celle du CA du groupe. La marge d'EBIT est amenée à progresser nettement, de 8,1% en 2019 à 15,5% en 2022e, du fait de la hausse de la marge d'EBITDA ajusté et du faible niveau d'amortissements.

### Bas du compte de résultat de Lleida sur 2016-22e

Compte de résultat (k€)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
CA	7777	9882	12360	13661	16620	20111	23835
var.	-7,5%	+27,1%	+25,1%	+10,5%	+30,1%	+20,5%	+18,5%
EBITDA ajusté	-418	519	895	1312	1935	2704	3960
Marge d'EBITDA ajusté	-5,4%	5,2%	7,2%	9,6%	11,6%	13,4%	16,6%
Amortissement et dépréciations	-105	-158	-128	-131	-147	-207	-258
Autres	-655	-21	-1	11	-10	0	0
EBIT	-1296	269	529	1102	1605	2601	3701
Marge d'EBIT	-16,7%	2,7%	4,3%	8,1%	9,7%	12,9%	15,5%
Résultat financier & écarts de change	-111	-209	-116	-3	-138	-18	-18
Impôt sur les sociétés	0	-1	-141	-12	-165	-484	-691
Résultat net part du groupe	-1407	59	272	1086	1302	2099	2993
Marge nette	-18,1%	0,6%	2,2%	8,0%	7,8%	10,4%	12,6%

Source: société, Invest Securities

Les charges financières vont être faibles sur 2020-22e en raison du passage de la société en situation de cash net à partir du S1 2020. Notons que cette ligne du compte de résultat restera volatile en raison des écarts de change, qui représentent par exemple -49k€ au T1 et -41k€ au T2 2020.

D'autre part, le groupe va consommer en 2020e les 441k€ de déficits fiscaux reportables qui lui restent et commencer à utiliser ses 2,478m€ de déductions d'impôts sur le crédit R&D et IT (équivalent du CIR), qui lui permettent de déduire 25% de son résultat avant impôt chaque année. Ainsi, nous calculons un taux d'impôt de 11,2% en 2020 puis 18,8% en 2021-22, 19,9% en 2023 puis un retour à 25% à partir de 2024.

En synthèse, le groupe va bénéficier entre 2020e et 2022e d'un « alignement des planètes » (forte croissance, progression de la marge d'EBITDA, charges financières modérées, taux d'imposition réduit) permettant un décollage du résultat net part du groupe (2,993m€ att en 2022e, pratiquement le triple du niveau de 2019).

### 2.3 Une forte progression de la génération de cash

Selon nos estimations, le Free Cash-Flow du groupe, encore négatif en 2016, devrait dépasser les 2,5m€ en 2022, grâce à un EBITDA ajusté en progression rapide et à une hausse modérée des capex et de la consommation de BFR.

La forte croissance de la marge d'EBITDA ajusté va permettre un très fort accroissement du free cash-flow du groupe.

Grâce à ses déficits reportables et aux déductions fiscales (équivalent de CIR) auxquelles elle a droit, Lleida va conserver un taux d'impôt faible jusqu'en 2023. Par ailleurs, ses capex vont demeurer limités car l'activité de la société nécessite peu d'investissements (des serveurs principalement). Enfin, la forte croissance de l'activité du groupe va entraîner une consommation de BFR non négligeable mais maîtrisée dans les années à venir.

Comme le montre le tableau ci-dessous, le free cash-flow devrait progresser très fortement sur la période 2019-22e (multiplication par 4,2x entre 2019 et 2022e).

**Tableau des flux prévisionnel de Lleida sur 2019-22e**

Tableau de flux (en k€)	2019	2020e	2021e	2022e
CA	13 661	16 620	20 111	23 835
var.	+10,5%	+21,7%	+21,0%	+18,5%
EBITDA ajusté	1 312	1 935	2 704	3 960
marge d'EBITDA ajusté	9,6%	11,6%	13,4%	16,6%
impôts	-12	-165	-484	-691
Capex hors R&D capitalisée	-265	-302	-341	-382
Variation BFR	-417	-254	-300	-320
<b>FCF opérationnel après BFR</b>	<b>618</b>	<b>1214</b>	<b>1579</b>	<b>2568</b>

Source : Lleida, Invest Securities

La progression du FCF, qui est à la base de notre méthode de valorisation par DCF (cf. 3.2) montre bien en quoi la dynamique de croissance stimulée par la crise sanitaire va faire franchir un cap à la société dans son développement.

### 3- Une valorisation devenue élevée malgré les bons fondamentaux

#### 3.1 Un titre au parcours encore plus explosif que ses comparables en 2020

**La hausse du cours de Lleida en 2020 (+795%) est très supérieure à la progression de ses comparables, qui ont pourtant connu un parcours brillant. Les multiples de Lleida apparaissent désormais élevés (8,1x VE/CA 20, 76x VE/EBITA 20).**

Le titre Lleida a connu un parcours exceptionnel en 2020, avec une progression depuis le 31/12/2019 qui atteignait les +400% au début du mois d'août, après plusieurs phases de forte progression s'appuyant notamment sur les informations fournies par la société quant à la forte hausse de son activité en lien avec la crise sanitaire. Lleida a littéralement gagné plusieurs années de développement en quelques mois et a vu ses mettre en place des tendances durables qui seront bénéfiques à ses perspectives à moyen terme, notamment lorsque les solutions qu'elle fournit deviennent des standards de marché (cf. 1.2).

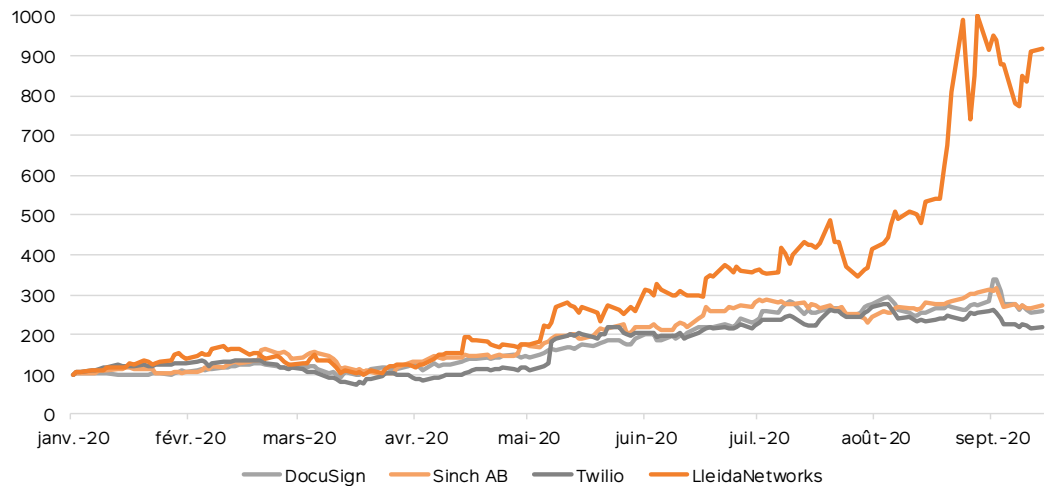
A ce parcours déjà très favorable a succédé depuis le 14/08/2020 une nouvelle phase de hausse qui a vu le titre passer de 4,8€ en clôture le 13/08 à 9,9€ le 24/08/2020, suite à la nouvelle selon laquelle les investisseurs américains pourront bientôt acquérir des actions Lleida en USD grâce à une cotation sur l'OTCQX. Au regard de la valorisation de certaines sociétés technologiques sur les marchés boursiers américains, cet élément a pu pousser certains investisseurs à spéculer sur le titre. Notons que le projet de cotation sur l'OTCQX a été validé par l'AG convoquée le 14/09/2020. S'il s'agit d'une bonne nouvelle pour la visibilité de la société et pour la liquidité de son titre, elle n'a pas d'impact direct sur sa valorisation fondamentale.

Observons maintenant le parcours des titres de Lleida et de ses comparables. Loin d'être idéaux, ces derniers affichent une taille très supérieure à celle de Lleida et un mix très différent, mais ils est tout de même instructif de les observer.

- Docusign est le leader mondial sur le marché de la signature électronique. 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 2019, le groupe américain a réalisé un CA de 974m\$ (+39%) et un résultat net de 59m\$.
- Twilio développe des solutions de communications pour les entreprises fournissant une large gamme de services : marketing mobile contextualisé, notifications de réservation au client, suivi de colis, communications sécurisées avec numéro anonyme, etc. En 2019, le groupe américain a réalisé un CA de 1,134Mds\$ (+75%) et un résultat net de 22m\$.
- Sinch est une entreprise suédoise qui 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. En 2019, son CA s'est élevé à 5,036MdsSEK (475m€) et son RN à 274mSEK (26m€).

Premier élément, les 3 comparables observés (les américains Docusign et Twilio et le suédois Sinch) ont connu un parcours boursier très favorable en 2020 (cf courbe en page suivante) grâce au contexte sanitaire globalement positif pour leur activité et à la hausse des valorisation des acteurs de la tech. Néanmoins, les progressions au 14/09/2020 (+173% sur Sinch, +159% sur Docusign, +117% sur Twilio), bien que très importantes, sont nettement moins fortes que celle du titre Lleida (+795%).

Evolution des cours de Lleida et ses comparables sur 2020  
(base 100 au 31/12/2019)



Deuxième élément, l'observation des multiples de valorisation montre des éléments intéressants. Du fait de son parcours boursier explosif, Lleida s'est rapprochée des multiples de ses comparables malgré sa taille très significativement inférieure. La société espagnole affiche désormais des multiples élevés (8,1x VE/CA 20, 76x VE/EBIT 20). Le groupe se paie même sur des multiples plus élevés que ceux du suédois Sinch, dont les perspectives sont pourtant florissantes (TMVA 19-22 de +38% sur le CA, de +48% sur l'EBIT selon le consensus Factset).

Multiples de valorisation de Lleida, Docusign, Twilio et Sinch

	Segment Lleida	Pays	Capl (m€)	Dettes nettes (m€)	VE (m€)	CA 2019	VE/CA 20e	VE/CA 21e	VE/CA 22e	VE/EBIT 20e	VE/EBIT 21e	VE/EBIT 22e
DocuSign	SaaS	US	31 654	-396	31 257	880	26,9x	20,4x	15,8x	328,0x	190,4x	112,9x
Twilio	SMS	US	28 200	-939	27 260	1 033	20,3x	16,1x	13,1x	1 476x	389x	
Sinch	ICX/SMS	Suède	4 378	2	4 380	475	6,4x	4,0x	3,4x	70,6x	46,4x	35,6x
<b>Moyenne</b>			<b>21 410</b>	<b>-444</b>	<b>20 966</b>	<b>796</b>	<b>17,9x</b>	<b>13,5x</b>	<b>10,8x</b>	<b>199x</b>	<b>570,9x</b>	<b>179x</b>
Lleida		Espagne	141	2	143	14	8,1x	6,6x	5,5x	75,7x	53,4x	35,4x

Source : Lleida, Invest Securities, Factset

Si les multiples de Lleida restent nettement inférieurs à ceux d'un groupe comme Docusign, rappelons que ce dernier est le leader mondial sur le marché de la signature électronique. On peut également être sceptique dans l'absolu des multiples de valorisation qu'une telle société peut atteindre aujourd'hui (27x le CA 2020, 113x l'EBIT 2022...).

3.2 Un objectif par DCF revu en nette hausse

Notre valorisation par DCF progresse fortement du fait du relèvement de nos estimations et atteint 7,8€ par action vs 2,05€ lors de notre dernière publication. Face à la très forte progression du cours, nous abaissons cependant notre recommandation à NEUTRE vs ACHAT.

Notre méthode pour l'estimation des FCF combine nos estimations pour la période 2020-22e puis une convergence linéaire sur 2022-2029e vers les paramètres retenus pour le long terme.

Suite à la forte accélération de la croissance du groupe et au renforcement de ses perspectives pour le moyen et long terme, nous avons relevé la croissance LT (à l'infini) que nous retenons de +2,0% à +2,5%.

Autre modification encore plus importante, la marge d'EBITDA ajusté en 2029e, qui sert dans le calcul de la valeur terminale. Nous relevons la marge attendue à cet horizon à 23,0% vs 15,0% précédemment. Ceci s'explique par le fait que l'accélération de la croissance va permettre au groupe de réduire ses frais de personnel et ses charges externes en proportion de son CA (comme expliqué dans le 2.1). Ce levier restera productif pour la marge du groupe à moyen terme. De plus, l'accélération de l'activité liée au Covid concerne essentiellement la division SaaS (signature électronique et communications certifiées) tandis que les perspectives des autres activités sont globalement inchangées (cf 1.4), ce qui permet à la division la mieux margée d'accroître son poids dans nos perspectives (39% du CA attendu en 2021 vs 30% précédemment), ce qui augmente le potentiel de marge du groupe.

En termes de taux d'actualisation, le WACC de Lleida est calculé selon la méthodologie suivante :

Un taux sans risque de -0,09%, correspondant à notre taux synthétique européen 10 ans (pondération des taux d'Etat 10 ans en fonction du poids des pays dans l'indice Eurostoxx).

Une prime de risque de 6,01%, correspondant à la différence entre l'inverse du PE prospectif (2021) de l'Eurostoxx et le taux sans risque.

Nous abaissons le bêta que nous retenons de 1,2x à 1,1x, considérant que le potentiel de croissance renforcé du groupe réduit son profil de risque.

#### Construction du WACC de Lleida

Société	Beta	Coût du Capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôt	WACC
LLEIDA	1,1x	6,5%	2,5%	0%	25%	6,49%

Source : Invest Securities, Factset

Nous retenons ainsi un WACC de 6,5%.

#### Tableau de flux de trésorerie prévisionnel sur 2019-29e

Tableau de flux (en k€)	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CA	13 661	16 620	20 111	23 835	27 704	31 566	35 245	38 545	41 273	43 249	44 331
var.	+10,5%	+21,7%	+21,0%	+18,5%	+16,2%	+13,9%	+11,7%	+9,4%	+7,1%	+4,8%	+2,5%
EBITDA ajusté	1 312	1 935	2 704	3 960	4 855	5 820	6 820	7 810	8 740	9 553	10 196
marge d'EBITDA ajusté	9,6%	11,6%	13,4%	16,6%	17,5%	18,4%	19,3%	20,3%	21,2%	22,1%	23,0%
Impôts	-12	-165	-484	-691	-950	-1357	-1589	-1819	-2035	-2223	-2372
Capex hors R&D capitalisée	-265	-302	-341	-382	-440	-498	-552	-599	-637	-662	-709
Variation BFR	-417	-254	-300	-320	-333	-332	-317	-285	-235	-171	-94
<b>FCF opérationnel après BFR</b>	<b>618</b>	<b>1214</b>	<b>1579</b>	<b>2568</b>	<b>3132</b>	<b>3633</b>	<b>4362</b>	<b>5108</b>	<b>5833</b>	<b>6497</b>	<b>7021</b>
Coef d'actualisation		0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5
FCF opérationnel actualisé		1176	1437	2194	2513	2737	3086	3393	3639	3806	3862

Source : société, Invest Securities



**Passage de la valeur d'entreprise à la valeurs des capitaux propres**

Valorisation	Valeur	Par action
Flux 2020-29e	27 844	1,73
Valeur terminale	99 162	6,18
Valeur entreprise Totale	127 006	7,91
DN fin 2019	-922	-0,06
Provisions	-96	-0,01
Immo financières	186	0,01
<b>Valeur Capitaux propres</b>	<b>126 175</b>	<b>7,86</b>

*Source: Lleida, Invest Securities*

La valeur d'entreprise ressort ainsi à 126,2m€. Pour le passage à la valeur des capitaux propres, nous intégrons : (i) la DN fin 2019 (922k€), (ii) la totalité des provisions à fin 2019 (96k€) et (iii) les immobilisations financières comptabilisées fin 2019 (186k€). Après prise en compte du nombre d'actions en circulation retraité de celles détenues par la société en autocontrôle (16,05m), nous obtenons une valorisation de 7,86€ par action.

Après la forte hausse du titre et malgré notre appréciation favorable des fondamentaux du groupe, nous ne voyons plus de potentiel de revalorisation sur les niveaux actuels. Si des acquisitions ou une accélération encore supérieure de la croissance pourraient justifier un relèvement de notre objectif, les niveaux actuels nous paraissent pour l'instant raisonnables. Les publications de résultats du groupe dans les prochains trimestres pourraient ramener le titre sur des niveaux inférieurs et fournir des opportunités d'achat plus attractives. A ce stade, nous conseillons d'attendre une meilleure opportunité et estimons que les investisseurs positionnés sur le titre peuvent profiter des phases de spéculation qui interviennent régulièrement pour se délester d'une partie de leurs titres en vue d'y revenir sur des niveaux inférieurs. Nous abaissons notre recommandation à NEUTRE vs ACHAT avec un objectif de cours fixé à 7,8€ (vs 2,05€ précédemment).

## 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

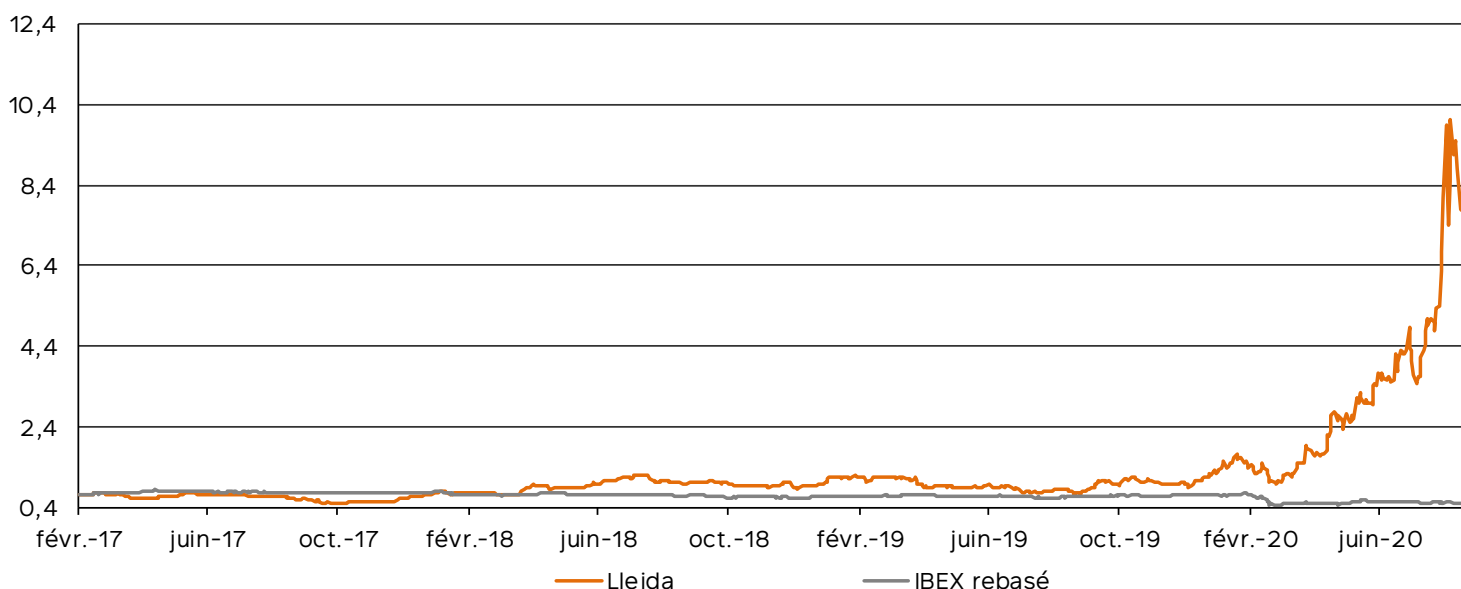
### OPPORTUNITES

- Bénéficie des mesures de distanciation sociale
- Développement à l'international
- Petites acquisitions pour compléter la gamme

### MENACES

- Echec du développement dans certains pays
- Possible ralentissement de la croissance de la division ICX

## 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

**Stéphane Afonso**  
**Immobilier**

+33 1 73 73 90 25  
safonso@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

**Jamila El Bougrini, PhD, MBA**  
**Biotech/Healthtech**

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

**Benoît Faure-Jarrosson**  
**Immobilier**

+33 1 73 73 90 25  
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

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

+33 1 73 73 90 36  
lmartin@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  
jlsampe@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

**Fabien Huet**  
**Liquidité**

+33 1 55 35 55 60  
fhuet@invest-securities.com

**Charlène Imbert**  
**Listing Sponsor**

+33 1 55 35 55 69  
cimberty@invest-securities.com