

MAKHEIA

Sortie de crise en vue !

13 septembre 2021

ACHAT

Objectif : **0,29 €**

Potentiel : **16%**

Le secteur de la communication est en phase de rebond

Représentant 34 Md€ en 2019, le marché français de la communication a subi plusieurs années de tensions avec l'avènement du digital et la recomposition du paysage concurrentiel traditionnel des agences. La crise sanitaire de 2020 est venue achever ces mutations avec une chute historique de la marge brute des agences et la disparition de plusieurs petits acteurs. Aujourd'hui, le secteur est en phase de rebond et, derrière les mastodontes internationaux, une dizaine d'indépendants de taille intermédiaire (entre 10 et 100 M€ de marge brute) dont Makheia sont appelés à se concentrer.

Une stratégie de repositionnement payante

Groupe indépendant de communication, Makheia est le fruit d'opérations de rapprochement depuis 2008 entre plusieurs agences complémentaires. Il a représenté près de 20 M€ de chiffre d'affaires avant de subir à partir de 2015 la mutation du marché et la disparition du marketing traditionnel. Courant 2020, avec la perte d'un important client et la crise sanitaire, le groupe a choisi de se repositionner autour de 3 marques fortes pour survivre et reprendre le chemin de la croissance ; il bénéficie ainsi aujourd'hui d'une structure claire, d'un portefeuille de grands comptes fidèles et des récompenses régulières et prestigieuses pour ses campagnes dont celle de l'agence de l'année 2020 (Ad Wolrd Masters)

Des perspectives bénéficiaires et un rapprochement en vue

Après plusieurs années de pertes, l'exercice 2021 devrait marquer un tournant avec d'une part, le retour à l'équilibre attendu du ROC et d'autre part, la confirmation de la restauration de la santé financière du groupe portée par l'apport de 7 M€ de fonds propres entre 2020 et 2021 (conversion d'une partie de l'obligation convertible de l'actionnaire Isatis et deux plans de BSA lancés entre 2020 et 2021). Sur ces bases assainies, un rapprochement avec un acteur complémentaire de taille similaire permettrait au groupe d'envisager sereinement les années à venir.

Un potentiel de 16% basé sur un OC à 0,29 € sans rapprochement

Nous initions la couverture de Makheia group avec une recommandation ACHAT et un OC de 0,29 € issu de la méthode des DCF. Après son fort repli au moment de la crise sanitaire en 2020 puis le rebond progressif porté par les nouvelles sur la restructuration financière, le titre conserve un upside intéressant dans l'attente de la mise en œuvre de la stratégie de rapprochement envisagée.

Infos marché

Secteur	Agence de médias
Cours (€)	0,25
Capitalisation (M€)	8,7
Marché	Euronext Growth Paris
Bloomberg	ALMAK

Actionnariat

Edouard Rencker	3,7%
Isatis Capital	34,9%
Nextstage AM	15,7%
Autocontrôle et liquidité	0,2%
Flottant	45,4%

M€ (31/12)	2020	2021e	2022e	2023e
CA (M€)	9,8	10,4	11,2	11,8
Var%		5,8%	7,7%	5,5%
ROC	-2,7	0,0	0,2	0,3
Marge op. (%)	-27,5%	0,1%	1,9%	2,7%
RNpg	-3,2	-0,1	0,1	0,2
BNPA publié €	-0,09	0,00	0,00	0,01
Var. BNPA (%)	ns	sn	ns	82,1%
Dividende (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF	-0,7	-0,1	-0,2	-0,1
ROCE	-42,0%	-1,1%	1,6%	2,7%
VE/CA (x)	1,0	0,8	0,7	0,7
VE/ROC (x)	-3,5	ns	37,9	25,5
PER (x)	ns	ns	65,1	35,8
Dette fin. Nette	0,7	-0,8	-0,6	-0,5
Gearing net (%)	10%	-9%	-7%	-5%

Estimations Midcap Partners

Prochain évènement :

Octobre 2021 : Résultats semestriels

Contact

Analyste :	Christel CLEME - CLEME FINANCE
Email :	christel@clemeffinance.com
Tel :	+33(0)669461264



Table des matières

I.	L'ESSENTIEL	2
II.	UNE MUTATION DU MARCHÉ FRANÇAIS DE LA COMMUNICATION ACCELEREE PAR LA CRISE SANITAIRE	4
	A. Un secteur de la communication bouleversé par la digitalisation de l'économie	4
	B. Une mutation du marché accélérée par la crise sanitaire , un redémarrage en cours	8
	C. Un panorama concurrentiel dominé par des géants mondiaux	10
III.	MAKHEIA : UN « SURVIVANT » REPOSITIONNE	12
	A. Un historique riche de rapprochements, un modèle hybride	12
	B. Trois marques complémentaires	13
	C. Une dynamique commerciale portée par des récompensées nombreuses....	16
	D. Un portefeuille diversifié de clients grands comptes	18
IV.	ANALYSE DES COMPTES HISTORIQUES : UNE RESTRUCTURATION COMPLETE EN 2020	20
	A. Des résultats 2020 en redressement	20
	B. Une structure financière restaurée	22
	C. Un actionariat complètement remanié à fin 2020	24
V.	UNE SORTIE DE CRISE DES 2021 ET DES PERSPECTIVES PROMETTEUSES	26
	A. Une stratégie gagnante de repositionnement et de recherche d'adossement .	26
	B. Des perspectives bénéficiaires dès 2021	27
VI.	VALORISATION :	30
	A. Méthode d'actualisation des flux	30
	B. Approche par les comparables boursiers.....	31
	C. Indications sur les multiples de transaction	32
	D. Synthèse	32
VII.	MANAGEMENT	33
VIII.	HISTORIQUE	33
IX.	DONNEES BOURSIERES	34
X.	DONNEES FINANCIERES	35
XI.	DISCLAIMER	37

Analyse SWOT

Forces

- Groupe bien repositionné (segments / marques claires, avec une bonne visibilité)
- Portefeuille clients grands comptes avec un récurrence relativement élevée
- Equipe de qualité, satisfaction clients importante

Faiblesses

- Poids du passé sur l'image du groupe (beaucoup de mutations menées)
- Diversification métiers insuffisante (absent de l'Influence, les relations publiques, l'événementiel)
- Manque de taille critique (au moins 20 M€ de marge brute nécessaire)

Opportunités

- Rapprochement avec un autre acteur de taille intermédiaire pour « compter » sur le marché
- Diversification métiers à mener (notamment Influence et relations publiques)

Menaces

- Pression sur les prix
- Tendance récente à l'internalisation croissante par les clients
- Perte de managers clés

Source : Société, Midcap Partners



II. Une mutation du marché français de la communication accélérée par la crise sanitaire

Le marché français est un segment économique de 34 Md€ en 2019 avec plusieurs années de tensions et de recomposition de son paysage. En effet, le digital a changé en profondeur les composantes de la chaîne de valeur des agences qui ont dû intégrer de nouvelles compétences avec des organisations plus complexes et un bouleversement de leur base de rémunération. De plus, de nouveaux acteurs (cabinets de conseil, GAFA) sont venus sur leur terrain traditionnel.

La crise sanitaire est venue achever ces mutations avec une chute historique de la marge brute des agences et la disparition de plusieurs petits acteurs. Aujourd'hui le secteur est en phase de rebond.

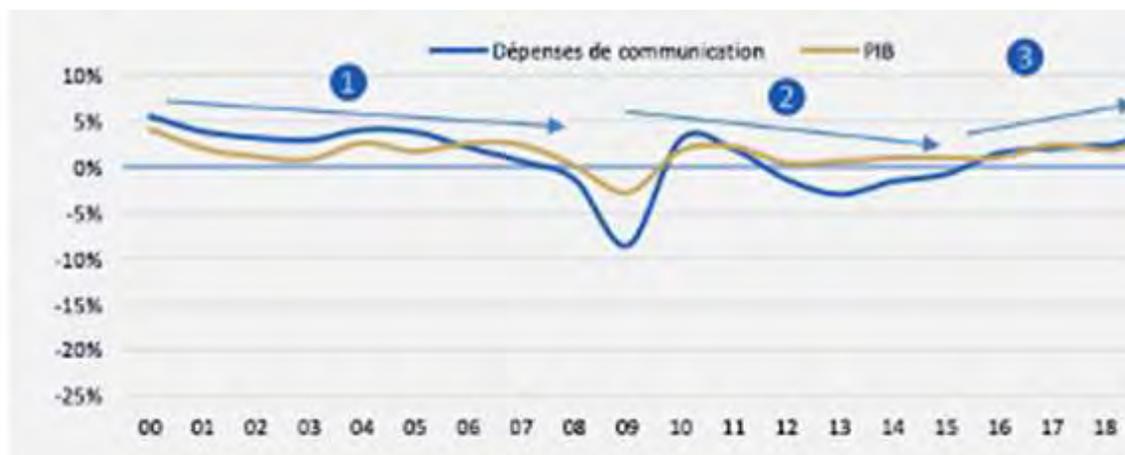
Derrière les mastodontes internationaux, une dizaine d'indépendants de taille intermédiaire (entre 10 et 100 M€ de marge brute) dont Makheia sont appelés à se concentrer.

A. Un secteur de la communication bouleversé par la digitalisation de l'économie

✓ Quelle est la taille du marché français et son évolution jusqu'en 2019 ?

En 2019, le marché français de la communication représentait **34 Md€ dont 15 Md dédiés à l'achat d'espace publicitaire**¹. Il s'agit du troisième marché européen derrière l'Allemagne et le Royaume-Uni. Le secteur est très corrélé à l'activité économique globale : les dépenses de communication sont les premières à être coupées en cas de crise. En moyenne entre 2010 et 2019, les dépenses de communication ont progressé de 1% en moyenne par an ; la principale crise étant survenue en 2008.

Dépenses de communication vs croissance économique en France depuis 2000 (% de variation annuelle)



Source : Xerfi, France Pub IREP

Les agences de communication génèrent 12,9 Md€ de chiffre d'affaires en 2019² avec 20 000 entreprises et 73 000 salariés. La marge brute, indicateur clé du secteur, a progressé de 2,9% par an en moyenne entre 2007 et 2015 (+26%) soit environ 1,5% hors inflation. La marge nette évolue autour de 5%, en recul sur les 10 dernières années, les coûts ayant progressé de 3,5% en moyenne (2% hors inflation).³

¹ Les Echos (2019) : <https://planete.lesechos.fr/non-classe/les-chiffres-cles-de-la-publicite-4492/>

² Source : INSEE (2020) : <https://www.insee.fr/fr/statistiques/4796297>

³ <https://www.graphiline.com/article/27487/chiffres-cles-agences-de-communication>

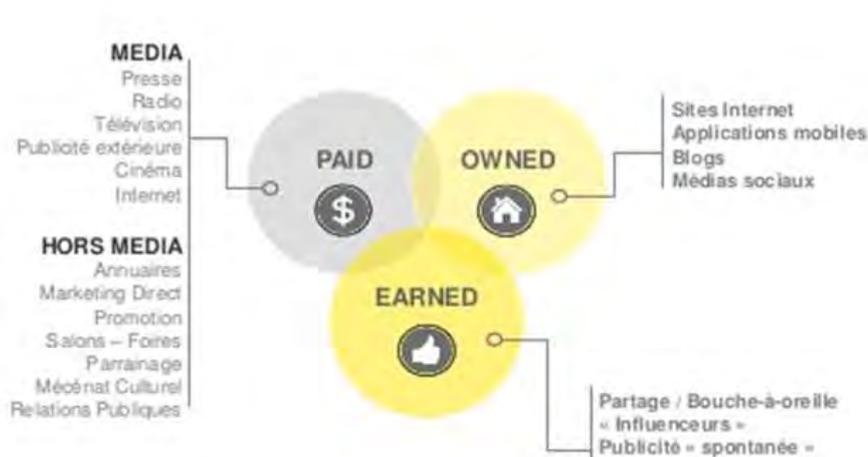


✓ Quels sont les acteurs traditionnels du secteur ?

Le secteur de la communication est divisé en plusieurs catégories d'intervenants selon leurs spécialités :

- Les agences de communication généralistes qui se veut le chef d'orchestre de la communication interne et/ou externe de ses clients. Elles vendent des plans généraux pour des grands groupes comprenant des analyses de marché, du conseil, de la création, de la production et le contrôle de la performance des campagnes.
- Les agences spécialisées comme les agences corporate (avec une vision centrée sur les produits et les valeurs d'une entreprise), les agences marketing services (spécialisées dans le relationnel, la stimulation et l'évènementiel), les agences digitales (expertise dans les réseaux, l'infographie, etc.), les agences relation presse, les standistes (qui conçoivent les grands salons).
- Les régies publicitaires qui sont des grossistes en achat d'espace publicitaire.
- Les agences média qui conseillent particulièrement sur le choix du canal.

Les différentes formes de communication



Source : Combien investissent réellement en communication les entreprises en France ?, Ernst & Young – 1^{er} mars 2017

Le secteur est très concentré et dominé par de très grandes agences - WPP, Publicis, Havas Group, Omnicom Group, Dentsu- suivies d'une myriade d'acteurs de plus petite taille.

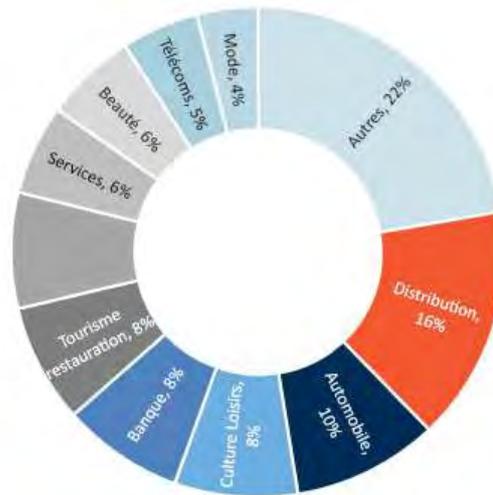
Selon l'INSEE, en France, les entreprises de plus de 50 employés (32% des entreprises) réalisent 89% des revenus du secteur quand celles de moins de 9 salariés (32% des entreprises) génèrent 1% des revenus. On note aussi une concentration géographique : la moitié de agences se situent en Ile de France.

✓ Qui sont les principaux annonceurs en France ?

Les annonceurs formulent une demande aux agences afin de concevoir un projet de communication :

- De manière générale, les annonceurs en France sont majoritairement les secteurs de la grande distribution et les constructeurs automobiles. Ces chiffres concernent ceux qui ont fait appel à des agences pour le branding, la stratégie média, les relations publiques, la communication corporate et l'évènementiel.

Répartition des dépenses publicitaires en France en 2019 par secteur annonceur



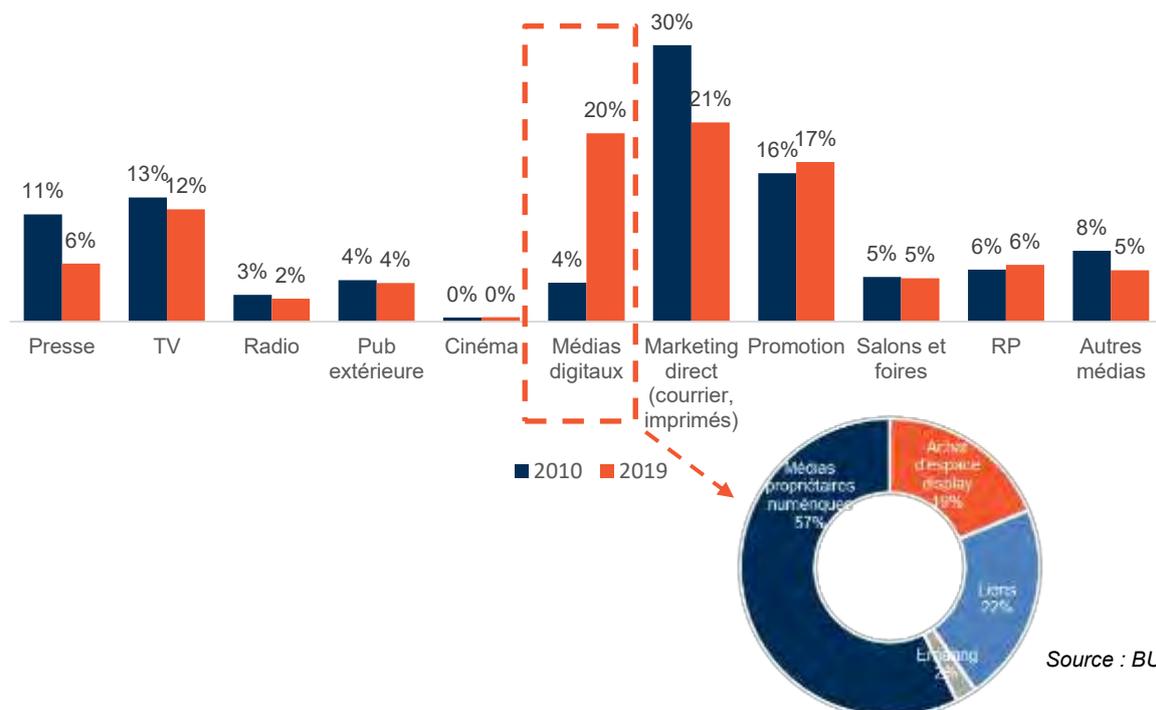
Source : BUMP

- En France, les principaux sont Leclerc, Renault, Lidl, Peugeot, P&G, Citroën, Intermarché, Carrefour, Orange et SFR. Ces annonceurs représentent 4 Md€ de chiffre d'affaires total en 2019.
- Ils ont un pouvoir de négociation très fort dans un contexte concurrentiel atomisé des agences : pressions pour la baisse des prix ou l'allongement des délais de paiement comme cela a souvent été le cas lors de conjoncture moins porteuse.

✓ Quelle place a pris le digital dans la communication ?

Le marché de la communication digitale ne cesse de se développer depuis le début des années 2010. Il représentait moins de 5% des dépenses de communication et est devenu en 2019 le premier média devant les supports traditionnels (presse, TV, cinéma, radio, affichage) avec près de 7 Mds € de dépenses à la fois sur les sites corporate mais l'achat d'espaces et de liens.

Evolution des dépenses de communication par médias en France entre 2010 et 2019



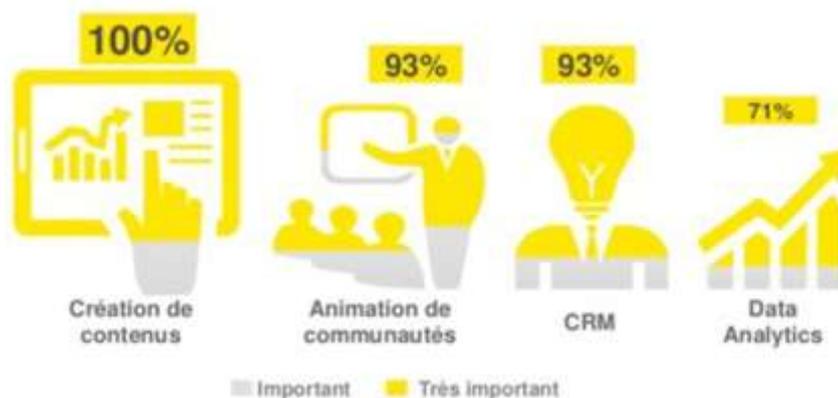
Source : BUMP

Cette évolution s'est accélérée sur la période récente avec la montée en puissance des réseaux sociaux et du marketing d'influence via TikTok ou Instagram avec la tendance à "l'advertainment" (communication + divertissement).

Parallèlement, la digitalisation a entraîné (et permis) une connaissance accrue des performances des opérations de communication avec une capacité de ciblage très fine. Selon le management de Makhiea, la recherche d'efficacité a remplacé l'exubérance et la transgression créative sur de nombreux dispositifs avec une disparition des anciens métiers du marketing. Les marques et les entreprises attendent désormais une efficacité de chacun de leurs investissements marketing et publicitaire. Cette mutation introduit une exigence de technicité accrue des métiers du conseil et de la communication. La démultiplication des plateformes digitales et leur suivi génèrent de nouvelles attentes et de nouveaux métiers : Social stratégestes, Data analystes, UX-designers, spécialistes du « Funnel⁴ ».

Selon une récente étude d'E&Y, la création de contenus et l'analyse de données sont désormais les principales attentes des clients envers leur agence avec un besoin de connaissance client renforcé.

Principales compétences attendues par les entreprises pour leur communication



Source : Combien investissent réellement en communication les entreprises en France ?, Ernst & Young – 1^{er} mars 2017

✓ Qui sont les nouveaux acteurs du marché avec la digitalisation de la communication ?

Le marché a ainsi connu sur les dix dernières années une mutation profonde avec plusieurs nouveaux entrants :

- des pure players du digital : agences de communication uniquement en ligne et spécialistes de la data ;
- des cabinets de conseil comme Accenture et Deloitte qui peuvent déborder dans leur mission d'accompagnement en transformation digitale ;
- les GAFAs puisque ces grands groupes font de la collecte et de l'analyse des données leur spécialité. Les GAFAs captent la majorité des investissements dans l'e-pub et recrutent de plus en plus de profils créatifs pour proposer une communication ciblée et innovante. Google et Facebook captent l'essentiel de la publicité digitale.

⁴ Le funnel marketing est une stratégie marketing permettant de transformer un visiteur lambda en un client fidèle.

B. Une mutation du marché accélérée par la crise sanitaire , un redémarrage en cours

✓ L'impact du Covid a été violent pour le marché de la communication

Selon le BUMP 2020, la crise sanitaire du Covid-19 a entraîné une **chute historique de 7,3 Md€ des dépenses de communication (-21,6%)** nettement supérieure au recul de près de 8% du PIB. Les annonceurs ont réagi très rapidement en gelant leurs budgets et le peu d'appels d'offres de l'année sont sortis sur des niveaux de prix très agressifs.

Par médias, **la crise a confirmé la place du digital** qui a extrêmement bien résisté face aux médias traditionnels : il a progressé de 0,5% avec notamment une hausse de 2,6% des dépenses en SEO, de 7% des investissements sur les réseaux sociaux et des autres leviers. Seul le display a reculé de 2%. Le numérique capte aujourd'hui 55% du secteur de la publicité (hors autres médias) et en 2020, les GAFAs représentent 70% des parts de marché contre 55% en 2019⁵.

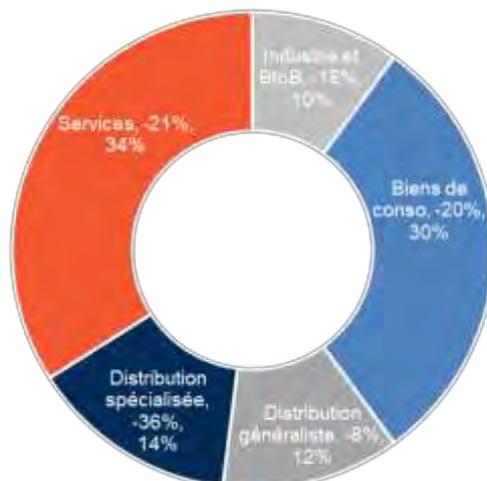
Baisse des dépenses de communication par médias en 2020



Source : BUMP

Par annonceurs, le secteur le plus touché par la crise, la distribution spécialisée (marquée fortement par les fermetures de magasins pendant les confinements) a nettement réduit ses dépenses en 2020.

Répartition des dépenses 2020 par secteur des annonceurs



Source : BUMP

⁵ Les Échos (2020) : <https://www.lesechos.fr/tech-medias/medias/pour-la-premiere-fois-le-numerique-sarroke-plus-de-la-moitie-du-marche-publicitaire-en-france-1271724>

✓ **Les petites agences de communication n'ont pas résisté**

La chute des dépenses et le décalage de budgets des annonceurs a accéléré la recombinaison du paysage des agences. Environ 25% du marché des agences est sur le point de disparaître : un tiers des agences de communication ont subi une baisse de leurs revenus supérieure à 40 % et 20 % d'entre elles ont subi une baisse de plus de 50 %⁶. Une concentration « mécanique » du marché va se produire avec une prime aux « survivants ». A titre illustratif, on note une excellente résistance du revenu net de Publicis en 2020 (6% à périmètre et change comparable).

✓ **Le redémarrage est en cours avec une priorité au digital**

Compte tenu de la reprise économique observée depuis le second semestre 2020, les dépenses de communication sont reparties à la hausse et le BUMP s'attend à une progression de 13% sur 2021, avec un niveau toutefois encore inférieur de 11% à celui de 2019. Seul le Digital progresse par rapport à 2019.

Prévision marché global de la communication



✓ **De nouvelles tendances de fond accentuées par la crise sanitaire**

Pour la Réclame, les principales tendances de la communication et du marketing digital en 2021 vont demander de nouvelles adaptations aux agences avec notamment :

- Le « Social Selling » qui a explosé pendant la pandémie ; le « Live Shopping » avec le développement d'outils dédiés sur les réseaux sociaux ; l'authenticité, Le digital à impact positif (RSE), les univers virtuels...

Par ailleurs, dans un contexte économique difficile pour les annonceurs, des ré-internalisations de budget communication sont possibles ou des demandes de baisses de prix.

Post crise sanitaire, les principaux enjeux des agences de communication sont ainsi de : continuer à protéger leurs talents, aider les clients à gagner dans un monde de plateformes, et accroître leur efficacité pour faire face aux pressions sur les prix et « tenir ».

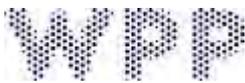
⁶ Étude Afdass Mars 2021

C. Un panorama concurrentiel dominé par des géants mondiaux

✓ Structure du marché des agences généralistes

Makheia Group intervient majoritairement sur le marché français de la communication où il fait face à des concurrents nombreux et de toutes tailles, mais facilement identifiables, parmi lesquels des agences généralistes, des agences digitales, des agences de communication éditoriale, et certaines agences hyperspécialisées.

- **Au niveau mondial et français, le secteur est dominé par des géants de la communication qui ont mené une stratégie régulière d'acquisitions d'agences** (diversification métiers / pays) avec une accélération depuis le début des années 2000 sur les reprises d'entités spécialisées dans le numérique et l'analyse de données à l'image de la reprise d'Epsilon par Publicis en 2019.

 <p>Royaum-Uni Création en 1985 CA 2020: 13,6 Md€ 99 830 salariés</p>	 <p>France Création en 1926 CA 2020: 10,8 Md€ 79 051 salariés</p>	 <p>Etats-Unis Création en 1944 CA 2020: 10,8 Md€ 64 100 salariés</p>
 <p>Japon Création en 1901 CA 2020: 7,4 Md€ 64 533 salariés</p>	 <p>Etats-Unis Création en 1930 CA 2020: 7,4 Md€ 50 200 salariés</p>	 <p>France Création en 1835 CA 2020: 2,1 Md€ 19 000 salariés</p>

Source : Sites InFront

- **Derrière ces mastodontes, on trouve en France une dizaine d'acteurs indépendants** ; ils étaient 35 il y a quelques années mais 1/3 a été racheté, l'autre 1/3 a disparu. **L'enjeu pour eux serait de se consolider sur les années à venir.** Ils ont une marge brute inférieure à 200 M€ (mais supérieure à 5 M€) comme :
 - o *Hopscotch (629 collaborateurs à fin 2020, 122 M€ de CA 2020), Venise (210 talents, dernier CA communiqué : 27 M€), IC Insight Communications, Australie et GAD (récemment rapprochées / 200 talents / proche de 55 M€ de CA), Groupe Extreme (une centaine de collaborateurs), Change (90 talents) et Makheia (120 talents dont 88 salariés).*
- Ensuite, près de 4 000 agences de marge brute autour de 1 M€ (5 collaborateurs) coexistent sur le marché et ont beaucoup souffert de la crise sanitaire.

✓ Comparatif Hopscotch/Makheia

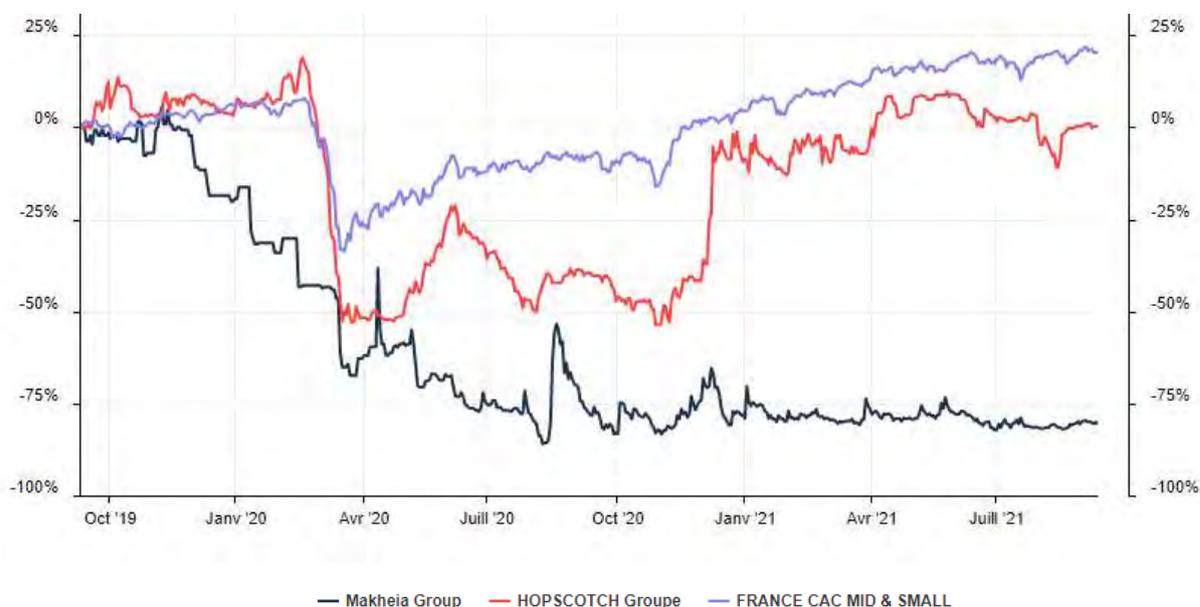
- Présent sur Euronext Growth, Hopscotch est l'acteur de taille intermédiaire coté le plus directement comparable à Makheia. Il est détenu par les dirigeants et Reworld Media et est spécialisé dans l'événementiel (40% de l'activité), les relations publiques, le marketing et le digital. Sa marge brute atteint 55 M€ à fin 2020 et a été fortement impactée par la crise notamment sur l'événementiel : chute globale de 22% dont -60% pour l'événementiel. Le groupe a dégagé une perte nette en 2020. La structure financière d'Hopscotch est relativement lourde (gearing de 254%).
- Makheia est de taille plus petite (marge brute de 7,4 M€) et a connu également une chute de ses indicateurs (marge brute -31% avec l'impact cumulé de la crise et de la perte d'un important client courant 2019). Le groupe a dégagé une perte nette en 2020. La structure financière de Makheia est restaurée depuis fin 2020.

Détails des indicateurs financiers Hopscotch

En M€	2019	2020	Var 19/20
CA	197,3	121,9	-38%
Marge brute comptable	70,3	55,2	-22%
% CA	35,6%	45,2%	
EBITDA	12,5	3,3	-74%
% CA	6,3%	2,7%	
RN	1,6	-8,7	ns
Fonds propres	25,0	16,0	
Dette financière nette	33,8	40,7	

Source : URD Hopscotch

Evolution comparée des cours de bourse sur 2 ans



Source : Zonebourse



III. Makheia : un « survivant » repositionné

Groupe indépendant de communication, Makheia est le fruit de plusieurs opérations de rapprochement depuis 2008 entre des agences complémentaires. Le groupe a représenté près de 20 M€ de chiffre d'affaires avant de subir à partir de 2015 la mutation du marché et la disparition du marketing traditionnel. Sur la période 2019/2020, avec la perte d'un important client et la crise sanitaire, le groupe a choisi de se repositionner autour de 3 marques fortes pour survivre et reprendre le chemin de la croissance. Il bénéficie selon nous de plusieurs atouts sur son marché dont un portefeuille de grands comptes fidèles, des récompenses régulières et prestigieuses pour ses campagnes et une excellente notoriété.

A. Un historique riche de rapprochements, un modèle hybride

Makheia (ex-Médiagérance) est le fruit du rapprochement de plusieurs agences de communication sur les 15 dernières années avec des profils souvent complémentaires (logique : « se diversifier et grandir »). Avant la **refonte de l'organisation en 2020**, le groupe a pu regrouper jusqu'à 8 marques.

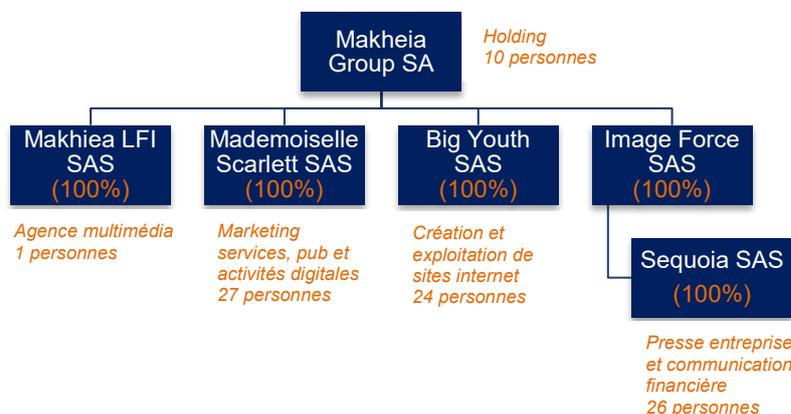
Historique jusqu'en 2018



Source : Société

Aujourd'hui, après plusieurs réorganisations, le groupe compte une centaine de collaborateurs et est restructuré autour de trois pôles : Digital, Content et Marketing – portés par trois agences : Big Youth, Sequoia et Mademoiselle Scarlett.

Organigramme juridique Makheia

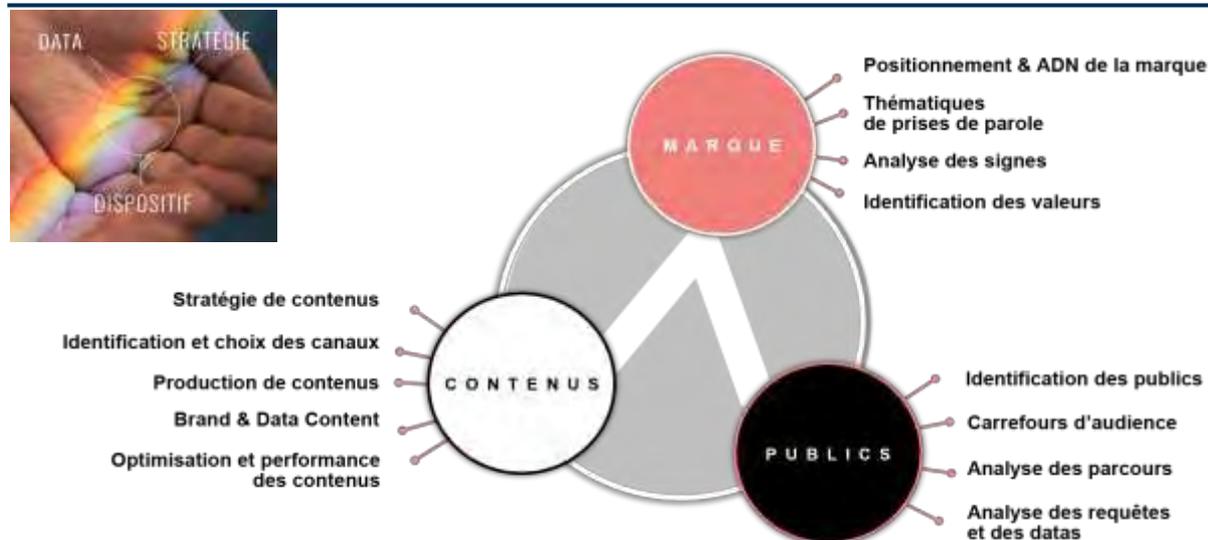


Source : Société



L'ambition du management est de proposer un **modèle « hybride »** à ses clients car intégrant systématiquement (et depuis 10 ans) l'analyse de données à la mise en place d'une stratégie de communication et d'un dispositif. Le groupe collecte systématiquement des données sur la marque et les publics visés pour définir une stratégie et concevoir un dispositif capable de toucher « qui il faut, où il faut, quand il faut » / un canal, un contenu, un public.

Philosophie Makheia



Source : Société

B. Trois marques complémentaires

Repositionné depuis 2020 sur trois pôles d'activités complémentaires, le groupe peut proposer des prestations variées à ses clients.



**L'AGENCE DE
COMMUNICATION
MARKETING**

Pôle Marketing

**40% du CA 2020
27 collaborateurs**

Activités :

*Marque
Contenus marketing
Publicité
Social Marketing
Activation
Training*



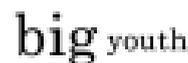
**L'AGENCE DU
CORPORATE POSITIF**

Pôle Content

**35% du CA 2020
26 collaborateurs**

Activités :

*Communication corporate
Influence & social media
Brand Content
Dispositifs de communication
interne
Attractivité de marque*



**L'AGENCE DE
DESIGN DIGITAL**

Pôle Digital

**24% du CA 2020
24 collaborateurs**

Activités :

*Plateformes digitales
Design de service
Optimisation des parcours et de la
conversion
Sites e-commerce
Audit et pilotage de la performance
SEO, Webanalyse*

Source : Société

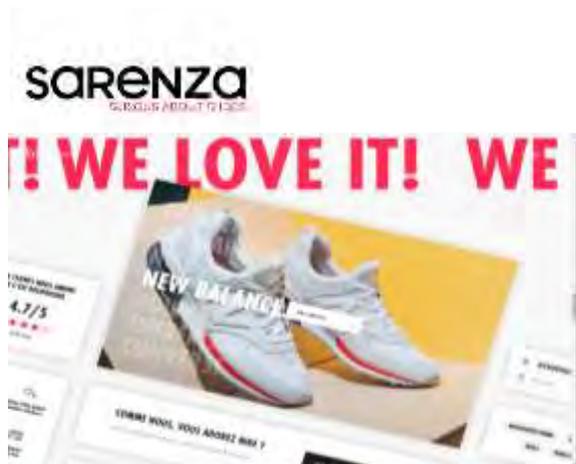


Voici quelques exemples de prestations réalisées sur la période récente :

Pour l'Alpe d'Huez, la création d'un brand book, d'un espace web dédié aux professionnels, d'un dispositif de marketing relationnel et d'une vidéo de présentation.



Pour Sarenza, la refonte du site e-commerce



Pour Conquest, la refonte de l'identité graphique globale du groupe et la conception de son nouveau site web



Pour Bouygues, la création du site Bouygues, notre histoire



Source : Société

Les trois pôles ont connu un historique récent contrasté :

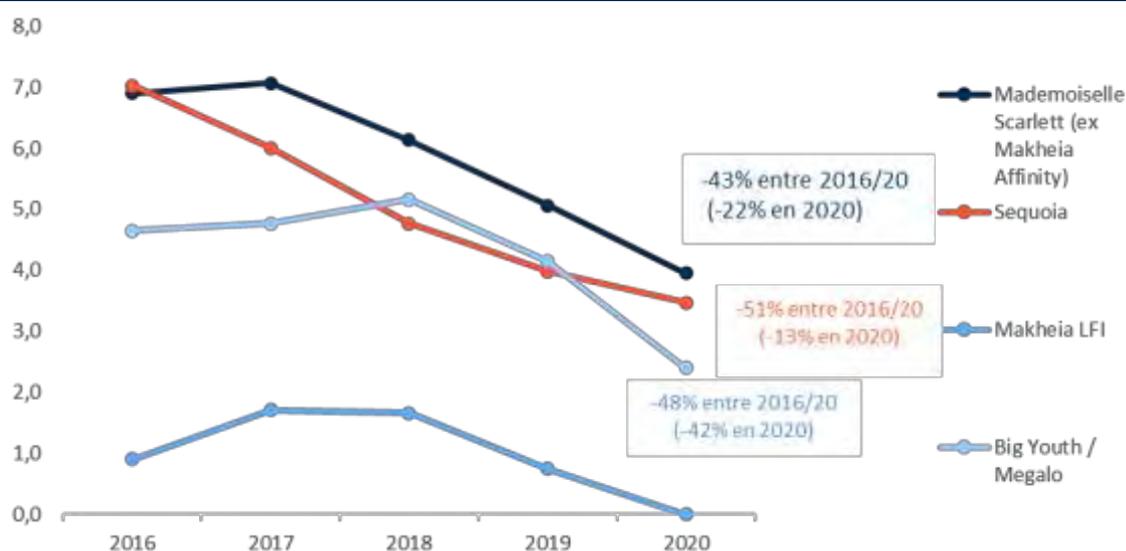
- Mademoiselle Scarlett (ex Affinity) a subi une contraction sévère de son activité historique de marketing direct traditionnel portée par Affinity (notamment mailing papier de l'ex-Médiagérance pour des clients automobile principalement); aujourd'hui il ne reste plus rien de cette activité (vs près de 5 M€ de marge brute en 2015)
- Sequoia a connu également des difficultés liées à la digitalisation du secteur et à la reprise en interne de certaines de ses missions par les clients ;
- Big Youth (Megalo) a subi la perte d'un client clé Heineken (1,3 M€ de CA en 2018, taux de marge brute élevé) issu de la Société Megalo à Annecy ; celui-ci a repris en interne la gestion de son site e-commerce en juin 2019 et le site d'Annecy a dû fermer ;
- Enfin Makheia LFI a porté la reprise de l'agence les Argonautes (0,7 M€ de marge brute en 2016) dont l'essentiel des contrats a périclité.

Détail du CA historique par activité

En M€	2016	2019	2020	2016%	2020%	Var 2016/2019	Var 2019/2020
Mademoiselle Scarlett (ex Makheia Affinity)	6,9	5,1	3,9	35%	40%	-27%	-22%
Sequoia	7,0	4,0	3,5	36%	35%	-43%	-13%
Makheia LFI	0,9	0,7	0,0	5%	0%	-18%	-100%
Big Youth / Megalo	4,6	4,2	2,4	24%	24%	-11%	-42%
Makheia Group	0,0	0,0	0,0	0%	0%	-47%	-80%
Total	19,5	13,9	9,8	100%	100%	-28%	-30%

Source : Société

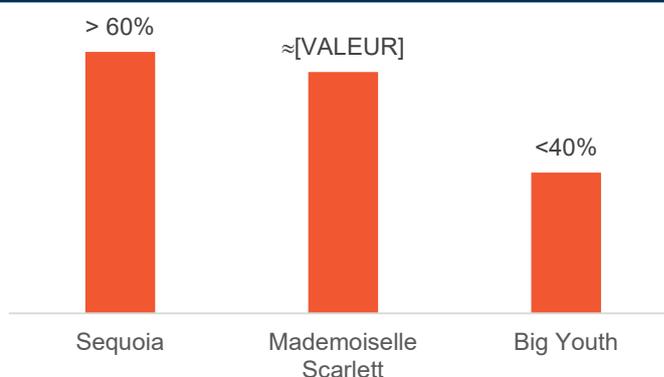
Répartition du CA par activité 2016 - 2020



Source : Société

Compte tenu de leur positionnement différent, chaque agence a un profil de récurrence contrasté ce qui explique la chute relativement importante des ventes de Big Youth pendant la crise sanitaire (beaucoup de réalisation de site internet sans suivi de services).

Récurrence du CA par agence



Source : Société

C. Une dynamique commerciale portée par des récompenses nombreuses

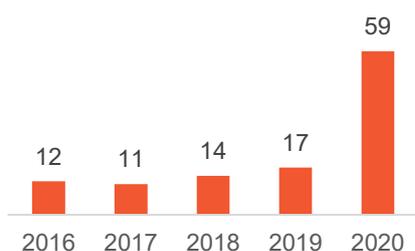
Makheia et ses clients sont régulièrement primés par la profession. **Environ un tiers des appels d'offres provient de la notoriété acquise lors des récompenses de la profession**, le restant étant du bouche-à-oreille ou du sourcing commercial direct.

Cette reconnaissance est croissante puisque le groupe a été notamment :

- Groupe de communication indépendant de l'année en 2015 (Grands Prix des Agences de l'année) ;
- Meilleur groupe de communication indépendant en 2019 (Les Cas d'Or) ;
- Agency of the year aux Adworld Masters en 2020.

Principaux événements / récompenses

Nombre de récompenses Makheia



Source : Société

Liste des prix 2020

TOP COM CONSUMER x 8 PRIX

Site e-commerce et Web design / Eres
 Site événementiel / Ubisoft
 Portail / M2i
 Consumer magazine / Biocoop
 Stratégie de marque, Design global et Prix Spécial DD I / Kippit

TOP COM CORPORATE x 4 PRIX

Livre / Bouygues
 Site / Alstom
 Dispositif éditorial on line / Fashion Network
 Site / Richard Mille

AD WORLD MASTERS x 2 PRIX

Agency Of The Year 2020

FEVAD

Site e-commerce / Sarenza
LOVIE AWARDS x 4 PRIX
 Picard / Eres

W3 AWARDS x 13 PRIX

Fashion Network / Picard / Eres / Gifen

INDIGO AWARDS x 15 PRIX

Fashion Network / Sarenza / Statement

COMMUNICATOR AWARDS x 8 PRIX

Neo Soft / Sarenza / Caravane / Hubsid Store / Statement / Altarea

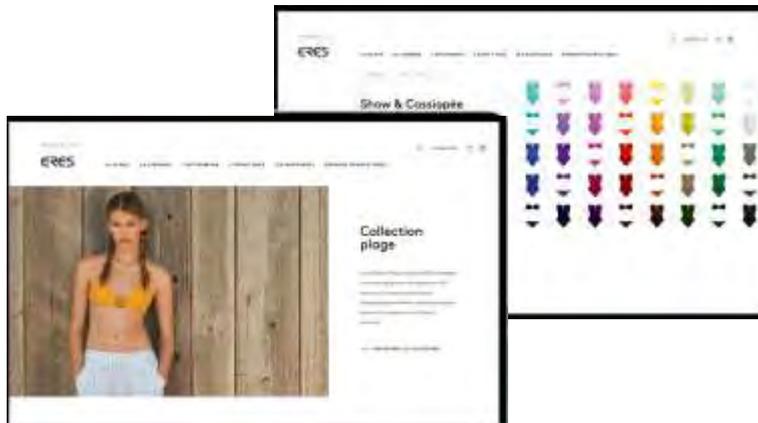
DOT COM AWARDS x 4 PRIX

Fashion Network / Krill / Hubsid Store / Neo Soft

Source : Société

Trois exemples de réalisations multiprimées en 2020

Eres Paris : refonte du site e-commerce



Kippit : stratégie de marque et lancement de la première marque d'électroménager durable

Biocoop : Consumer Magazine diffusé à 450 000 exemplaires



Source : Société



En termes de réussite commerciale, la dynamique de 2019 -avec un taux de conversion supérieur à 50%- a été stoppée par la crise sanitaire en 2020 où se sont cumulées une chute du nombre de consultations et une bataille sur les prix (d'où la baisse du taux de réussite, Makheia ne s'alignant pas systématiquement).

Statistiques sur les consultations

	2018	2019	2020
Nombre de consultations	146	128	78
Nombre de consultations utiles	107	83	56
Gagnées	50	44	17
% réussite	47%	53%	30%
Marge brute gagnée	4,2 M€	3,0 M€	0,9 M€

Source : Société

D. Un portefeuille diversifié de clients grands comptes

Makheia compte une centaine de clients avec une relative récurrence et une part importante de grands comptes. A titre d'illustration, le groupe facture près de 38% de sociétés du CAC 40.

On note une relative diversification puisque le 1^{er} client représente 8,4% du CA 2020, les 10 premiers 53,7%, les 20 premiers 72,5%. Pour rappel, le client Heineken -qui a décidé d'internaliser le marketing digital-, représentait près de 8% du CA 2018.

Quelques grands clients de Makheia

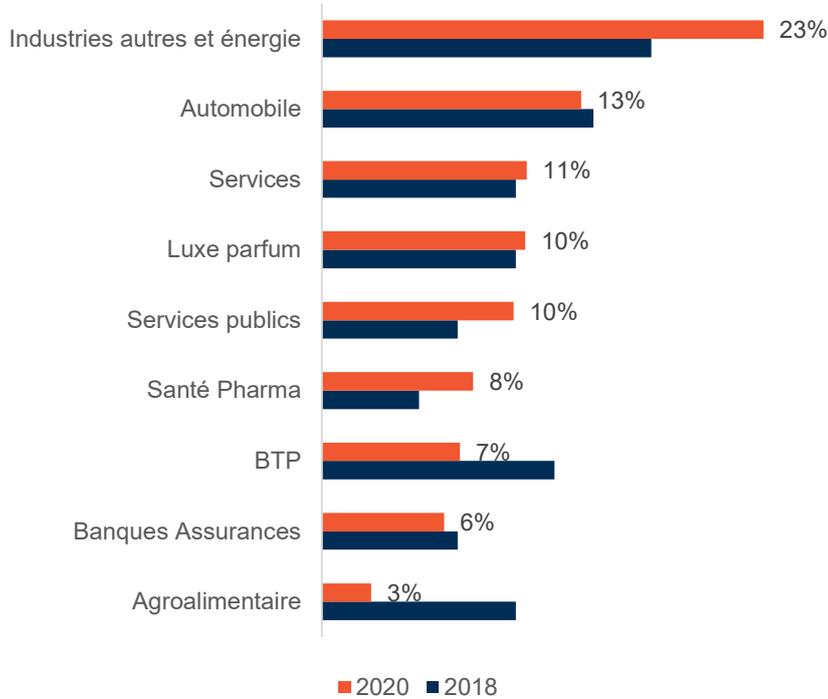


Et d'autres : Air Liquide, Association Française des Diabétiques (AFD), Casino, Enedis, Gifen (Groupement des Industriels Français de l'Énergie Nucléaire), Hutchinson, L'Oréal, Total, Veolia, Volkswagen AG (Scania), Volvo (Volvo Trucks - Renault Trucks).

Source : Société

Par secteur, on note une baisse de la part de l'automobile, du BTP et de l'agroalimentaire (perte d'Heineken) au profit des industries et de l'énergie, du luxe et des services publics.

Répartition du chiffre d'affaires par secteur client en 2020



Source : Société

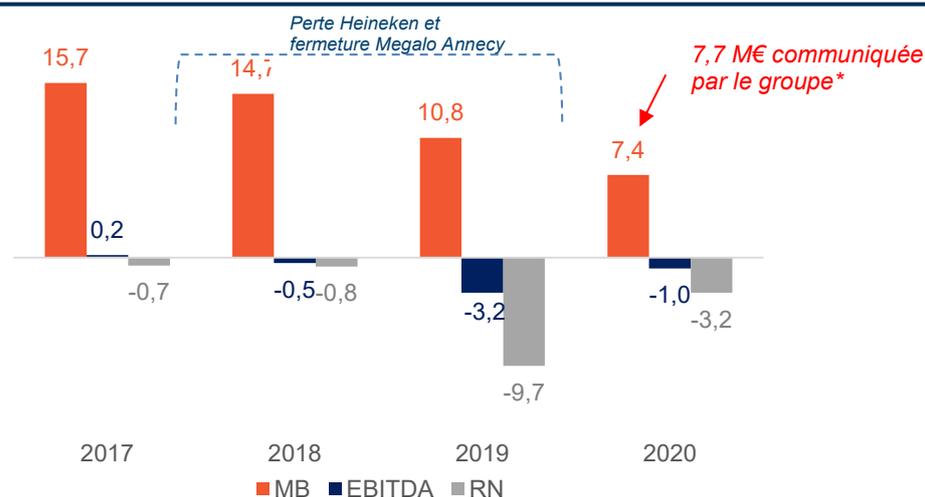
IV. Analyse des comptes historiques : une restructuration complète en 2020

L'évolution des comptes entre 2017 et 2020 traduit trois grandes étapes :

- Entre 2016 et 2018 : la baisse de la marge brute renvoie au recul continu du marketing direct (ex--Médiagérance), à la perte de petits clients internalisant leur stratégie de communication, et ponctuellement à l'effet des élections ;
- En 2019, la perte du client Heineken a entraîné un plan de réduction de coûts et la fermeture de Megalo sur le site d'Annecy (80% de l'activité dépendait de ce client),
- En 2020, la crise sanitaire a entraîné l'annulation de très nombreuses opérations de communication et de marketing, le gel des investissements des clients pendant la période du confinement, l'arrêt brutal des consultations sur le S1 (400 k€ de compétitions traitées vs 1 980 k€ en 2019), avec une reprise « timide » sur la fin de l'année. Le plan de réduction de coûts a été accéléré et une restructuration financière complète a été lancée.

A. Des résultats 2020 en redressement

Evolution des grands indicateurs de résultat de Makheia en M€



Source : Société

* en 2020, le groupe a retraité 250 K€ de coûts de freelances en charges externes

Pour faire face à la perte de 4,9 M€ de marge brute comptable entre 2017 et 2019 puis de 3,3 M€ entre 2019 et 2020, le groupe a lancé :

- un plan de réduction de coûts opérationnels importants (départs de collaborateurs, gestion rigoureuses des achats et freelance, déménagement à l'automne 2020) mais a subi en parallèle des exceptionnels (dépréciations de goodwill; coût des départs et litiges). Sur l'exercice 2020, la baisse des dépenses opérationnelles est chiffrée à 6,5M€ : 3,4 M€ masse salariale (-35%), 1,2 M€ de frais généraux dont 0,7 M€ sur les loyers, 1,9 M€ sur les achats extérieurs ;
 - o Ces économies ont permis de réduire la perte en EBITDA entre 2019 et 2020 de -3,2 M€ à -1 M€ ;
- une politique de réduction de l'endettement qui avait atteint un pic en 2019 (gearing de 97%) avec l'incorporation au capital d'une part des obligations convertibles d'Isatis (+2,3 M€) et l'émission de BSA (impact net de 2,6 M€ sur 2020) ;
 - o le résultat financier a été réduit à -0,3 M€ (vs -0,7 M€) ;

Au global, le résultat net a été réduit à -3,2 M€ en 2020 (contre -9,7 M€ en 2019) avec un redressement de l'EBITDA, un recul des non récurrents et une baisse du résultat financier.

Les trois métiers du Groupe ont connu des dynamiques hétérogènes sur la période récente, à savoir :

- Mademoiselle Scarlett et Sequoia ont vu un net redressement de leur rentabilité entre 2019 et 2020 et affichent un résultat d'exploitation positif malgré la crise sanitaire ;
- Big Youth a été doublement impactée par le départ d'Heineken et l'arrêt des compétitions et il affiche une perte opérationnelle accrue en 2020.

Détail du compte de résultat en M€

en M€	2017	%	2018	%	2019	%	2020	%
Chiffre d'affaires	19,6	100,0%	17,8	100,0%	13,9	100,0%	9,8	100,0%
Marge brute comptable	15,7	80,3%	14,7	82,7%	10,8	77,2%	7,4	75,8%
Frais de personnel	11,6	59,1%	10,7	59,8%	9,9	71,2%	6,5	66,2%
Charges externes	4,0	20,2%	4,4	24,7%	3,9	27,9%	1,5	15,7%
EBITDA	0,2	1,1%	-0,5	-2,6%	-3,2	-22,6%	-1,0	-9,8%
Amort. Et Prov	0,1	0,6%	0,3	1,8%	0,8	5,9%	0,7	7,0%
ROC	0,1	0,5%	-0,8	-4,4%	-4,0	-28,5%	-1,6	-16,8%
Eléments non récurrents	-0,8	-4,1%	-0,2	-1,3%	-5,0	-36,0%	-1,1	-10,7%
Résultat financier	-0,2	-1,1%	-0,2	-1,3%	-0,7	-5,2%	-0,3	-2,7%
Impôts	-0,2	-1,1%	-0,5	-2,6%	0,0	0,0%	0,2	2,0%
Résultat net	-0,7	-3,6%	-0,8	-4,4%	-9,7	-69,7%	-3,2	-32,2%

Source : Société

Les principaux éléments de comptes de l'entreprise sont les suivants :

- Les **achats** sont constitués des matériels et autres supports et médias de communication mais également depuis 2020 d'une partie des dépenses en freelances ; ceci explique, avec la baisse des prix des contrats, l'érosion du taux de marge brute entre 2018 (82,7%) et 2020 (75,8%) ;
- Les **frais de personnel**, même en division presque de moitié sur la période représentent une part élevée de 66% du CA à fin 2020 (140 salariés en 2017, 88 à fin 2020 - dont la moitié avec une ancienneté de plus de 10 ans) ; à noter que les frais de personnel 2020 intègrent des économies liées au chômage partiel ;
- Les **charges externes** représentent essentiellement les dépenses de loyers, déplacements, publicité ; la baisse de 2020 est liée au contexte sanitaire, au plan d'économies avec en point d'orgue le déménagement et la gratuité de loyers obtenue au T32020 ;
- Les **charges financières** sont liées aux emprunts en cours avec un pic en 2019 avant l'impact des conversions des OC Isatis sur 2020 ;
- Les **éléments non récurrents** correspondent au coût des départs de personnel ; en 2019 s'ajoutent une dépréciation des goodwill du content de 3 M€ et du Digital de 1 M€ ; en 2020 on note le coût des départs (0,5 M€), des conciliations (0,2 M€) et la perte du dépôt de garantie sur l'ancien immeuble (0,25 M€).
- Le groupe bénéficie de **reports déficitaires** de 15,3 M€ (activés pour 1,65 M€ à fin 2020 et non activés pour l'équivalent de 2,1 M€).

B. Une structure financière restaurée

Alourdie fin 2019 par les rachats successifs d'agences et les pertes enregistrées, la structure financière a été sensiblement restaurée sur l'exercice 2020 : les fonds propres ont progressé de 1,8 M€ et l'endettement net a été réduit sensiblement.

Indicateurs de structure financière en M€

En M€	2017	2018	2019	2020
Fonds propres	13,8	13,3	5,0	6,8
Immobilisations nettes	16,2	16,9	12,1	11,5
BFR	0,7	0,5	-1,4	-3,2
en % du CA	3%	3%	-10%	-32%
Endettement net	2,9	3,8	4,9	0,7
Gearing en %	21%	28%	97%	10%

Source : Société

- Les **fonds propres** atteignent 6,8 M€ à fin 2020 après la prise en compte de deux principaux mouvements sur l'exercice (sachant qu'en juillet le nominal a été réduit par imputation d'une partie des pertes de l'exercice 2019) :
 - o incorporation au capital en juillet 2020 et décembre de la créance issue d'une partie des obligations convertibles d'Isatis pour un montant brut de 2,3 M€ ;
 - o augmentation de capital brute de 2,7 M€ par exercice de BSA 2020 A

Principaux mouvements sur les fonds propres de Makheia

	Nombre d'actions en fin d'exercice	Opérations	Augmentation de capital brute en M€
31/12/2018	8 658 853		
31/12/2019	8 797 676	<i>Exercice de BSA 2018</i>	0,3
		<i>Exercice de BSA 2018 et 2019</i>	0,001
		<i>Exercice de BSA 2019</i>	0,003
		<i>Réduction du nominal</i>	-
		<i>Exercice de BSA 2020 A</i>	2,7
		<i>Incorporation de créances (OC)</i>	2,3
31/12/2020	34 887 882	Cumul	5,0

Source : Société

- la **dette nette hors IFRS 16 a été réduite de 4,65 M€ fin 2019 à 0,57 M€ fin 2020** grâce à la conversion en fonds propres de l'OC Isatis ; à fin décembre, la société ne dispose plus de découvert bancaire et sa trésorerie brute atteint 1,28 M€. Un financement par PGE a été demandé mais non obtenu à date.

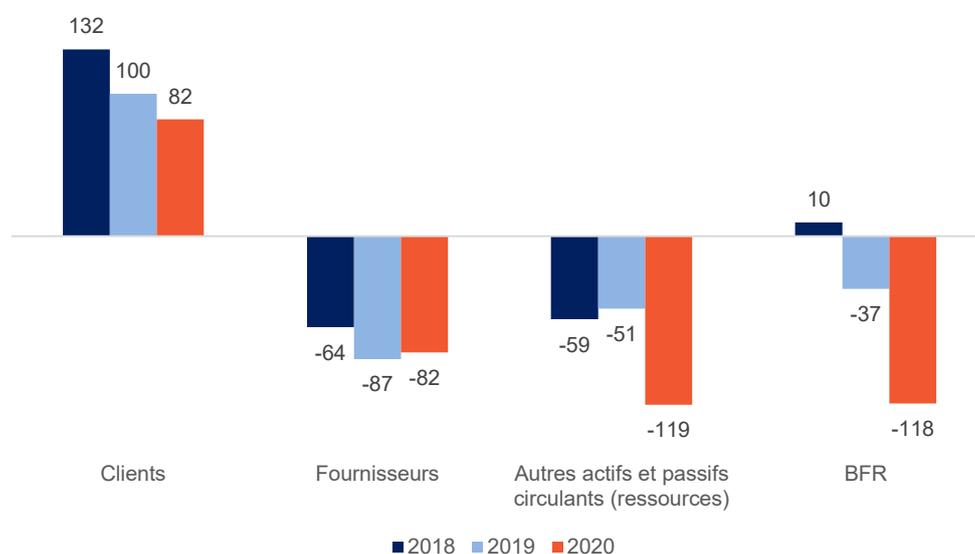
Evolution de la dette Makheia M€

En M€	2018	2019	2020	Dont < 1 AN	Dont > 1 AN
Emprunts bancaires	0,20	0,12	0,08	0,08	
Emprunts bancaires et obligataire	0,83	0,50	0,37	0,20	0,17
Emprunt obligataire convertible (Isatis)	3,50	3,50	1,36	0,68	0,68
Crédits-baux	0,05	0,03	0,01	0,01	
Obligations locatives	-	0,26	0,13	0,05	0,08
Emprunts	4,59	4,41	1,94	1,02	0,92
Autres dettes financières			0,04	0,04	
Découvert bancaire	0,12	1,08	0,00	0,00	
Dettes financières totales	4,70	5,49	1,98	1,06	0,92
Trésorerie	0,93	0,58	1,28		
Endettement net	3,77	4,91	0,70		
<i>dont hors dette IFRS 16</i>	<i>3,77</i>	<i>4,65</i>	<i>0,57</i>		

Source : Société

- Les immobilisations de près de 11,5 M€ fin 2020 sont constituées principalement de goodwill sur les acquisitions (9 M€ fin 2020 après 4 M€ de dépréciations en 2019) et de fonds de commerce, le restant étant lié aux logiciels et aménagements et de reports déficitaires activités (1,7 M€) ;
- Le BFR représente une ressource depuis 2019 à 3,2 M€ soit 32% du CA et 118 jours de CA. Des efforts importants ont été réalisés sur les délais de paiements des clients et fournisseurs ; de plus, dans le cadre des mesures de soutien 2020, la société bénéficie de reports de paiements de charges sociales jusqu'en 2023.

Détails du BFR en jours de CA



Source : Société

En termes de flux, à ce stade, le déficit de capacité d'autofinancement est compensé par les efforts sur le BFR et des investissements limités (matériel IT, logiciel, mobilier) ; les augmentations de capital permettant de financer les pertes. En 2020, une importante réduction de la dette a été permise par l'incorporation au capital d'une partie des OC d'Isatis.

Détails du tableau de flux

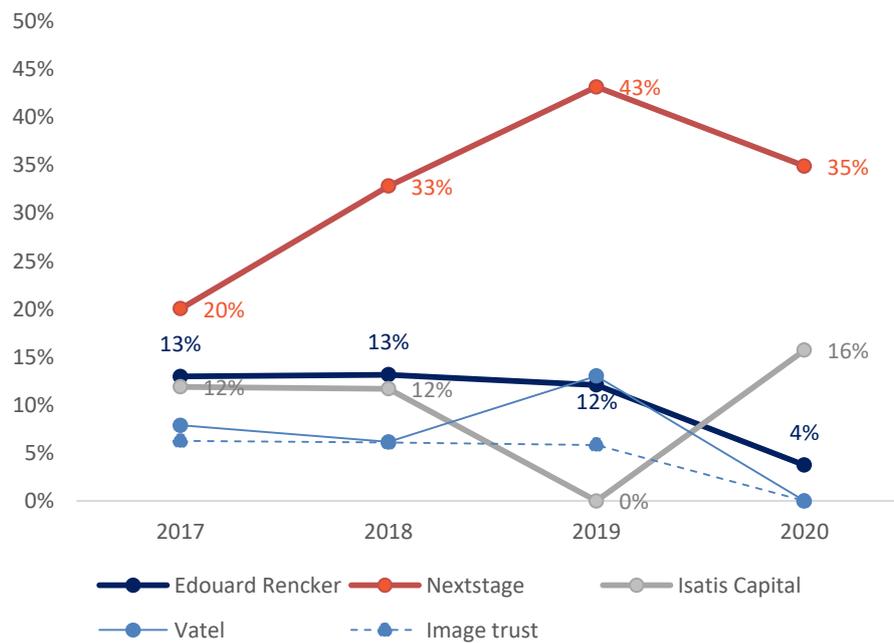
En M€	2017	2018	2019	2020
Capacité d'autofinancement	-0,8	-0,9	-3,9	-2,4
-Variation du BFR brut	1,3	-0,2	-1,9	-1,7
= Flux de trésorerie liés à l'activité	-2,1	-0,7	-2,0	-0,7
Flux de trésorerie lié aux investissements	0,4	0,5	0,6	0,0
Augmentation de capital	3,1	0,3	1,4	4,9
+Variation nette d'emprunts LT	-0,1	-0,3	0,8	-3,5
= Flux de trésorerie liés au financement	3,0	0,0	2,2	1,4
Variation de trésorerie nette	0,5	-1,2	-0,4	0,7

Source : Société

C. Un actionariat complètement remanié à fin 2020

En conséquence de l'ensemble de ces opérations, l'actionariat a profondément évolué avec à fin 2020 une part réduite d'Edouard Rencker et près de 35% du capital pour Nextstage devant Isatis (16%).

Evolution de l'actionariat du groupe (% du capital en fin d'exercice)



Source : Société

Depuis début 2021, d'autres évolutions sont en cours, un point sera réalisé par la Société lors de la publication des résultats semestriels.

Pour rappel, grâce au plan d'attribution de BSA, le groupe a réussi à lever 5,1 M€ en cumul sur 2020 et 2021 (arrêté au 31 mai 2021). Il reste 0,4 M€ de potentiel à lever sur des exercices complémentaires d'ici fin 2021.

Synthèse des plans d'attribution gratuite de BSA réalisés

	Plan 2018	Plan 2019	Plan 2020	
Modalités d'émission	1 BSA par action détenue	1 BSA par action détenue	1 BSA A par action détenue	1 BSA B par action nouvelle créée sur exercice BSA A
Modalités d'exercice	5 BSA pour une action à 2,50 €	4 BSA pour une action à 1,25 €	1 BSA A pour une action à 0,21 €	1 BSA B par action nouvelle créée à 0,16 €
Nombre de BSA émis		8 797 676	17 777 220	12 735 662
Fin de période d'exercice	30/09/2019	29/05/2020	31/03/2021	15/12/2021
Nombre de BSA exercés	699 495	4 707 356	16 133 550	10 312 983*
Nombre d'actions délivrées	139 899	1 176 839	16 133 550	10 312 983*
Augmentation de capital en M€	0,3	1,5	3,4	1,7*

*au 31 mai 2021

Source : Société

v. Une sortie de crise dès 2021 et des perspectives prometteuses

A. Une stratégie gagnante de repositionnement et de recherche d'adossement

Après le repositionnement effectué, le groupe estime être en mesure de profiter de la reprise économique du secteur et de réaliser un rapprochement.

Les **principaux axes stratégiques** retenus par le management nous paraissent judicieux au regard de l'évolution du marché et des forces actuelles de la Société :

- Poursuivre le renforcement de la visibilité des marques des 3 pôles Mademoiselle Scarlett, Sequoia et Big Youth ;
- **Optimiser la rentabilité des projets** pour accélérer le retour à l'équilibre avec le renforcement du contrôle et la mise en place d'un comité de projet pour renforcer le suivi financier et développer la culture financière des managers ;
- Continuer à étudier toute solution de réduction de coûts sachant qu'à date, le groupe estime avoir réalisé des efforts adéquats de baisse de ses effectifs sur les agences Sequoia et Mademoiselle Scarlett compte tenu de la reprise commerciale de 2021 ; une interrogation persistait pour Big Youth qui souffrait de la faiblesse du nombre de compétitions au T1 2021, mais cette situation s'est inversée en fin de T2 permettant d'envisager un bon second semestre ;
- **Réaliser un rapprochement industriel pour accélérer le développement et gagner de nouvelles parts de marché** : l'enjeu est de trouver un partenaire de taille similaire et présent sur des métiers complémentaires pour viser progressivement le seuil de 20 M€ de marge brute permettant au groupe de pérenniser son portefeuille clients face aux enjeux d'investissements et aux mutations du secteur. Plusieurs projets sont à l'étude.

A noter que le groupe a publié un chiffre d'affaires au 30/06/2021 de 4,9 M€ en recul de 5,8% avec un démarrage difficile de l'année compte tenu des incertitudes sanitaires. Le 2nd trimestre a été favorable pour les gains de consultations et la majorité de ces dossiers à produire au 2nd semestre soutiendra la reprise attendue sur l'année notamment sur Mademoiselle Scarlett et Sequoia.

Dynamisme commercial au S1 2021

	S1 2019	S1 2020	S1 2021
Nombre de consultations	77	30	57
Nombre de consultations utiles	53	23	42
Gagnées	30	7	19
% réussite	57%	53%	51%
Marge brute gagnée	1,97 M€	0,3 M€	1,1 M€

Source : Société

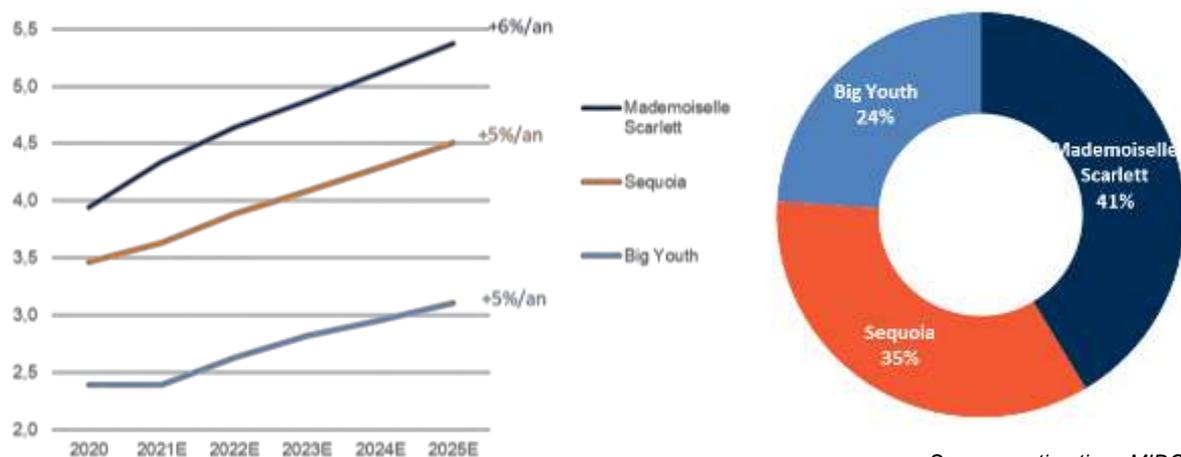
B. Des perspectives bénéficiaires dès 2021

Pour établir notre prévisionnel, nous avons retenu les principaux axes stratégiques de la Société précédemment cités sans intégrer d'opérations de croissance externe. Il fait ressortir le plein effet des restructurations réalisées sur le niveau de profitabilité et la situation financière.

En effet, nos estimations font ressortir :

- **Une croissance moyenne annuelle des ventes de 4% par an** avec un effet de rattrapage sur Big Youth en 2022 après deux années plutôt faibles en compétition ; à fin 2025, le groupe atteindrait ainsi 12 M€ de CA ;

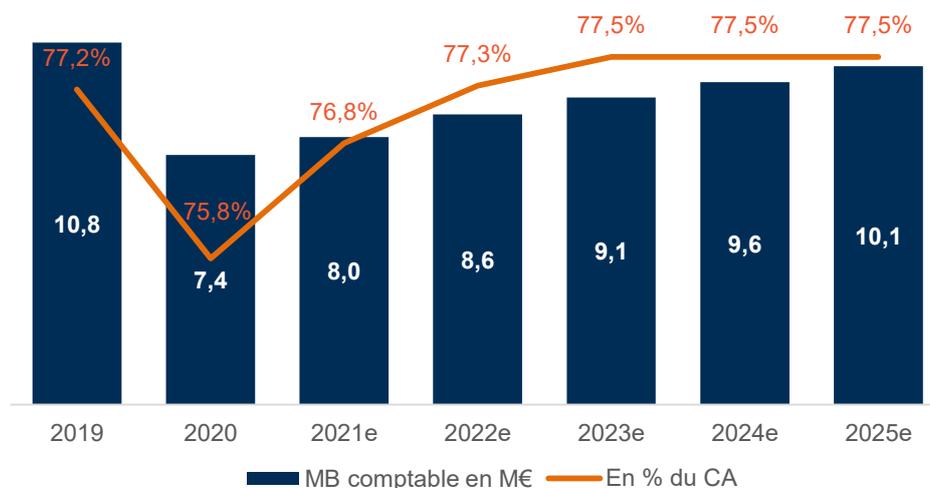
Détails des prévisions de CA en M€ (TMVA 2020/25e) et décomposition du CA à horizon 2025e



Source : estimations MIDCAP

- **Une légère élévation du taux de marge brute comptable de 75,8% en 2020 à 77,5% à partir de 2023** soit un retour progressif au niveau de 2019 et un montant de 9,3 M€ fin 2025, encore insuffisant pour viser la taille critique sans rapprochement avec un tiers ; cette amélioration est un objectif du groupe en ligne avec la mise en place du comité projets ;

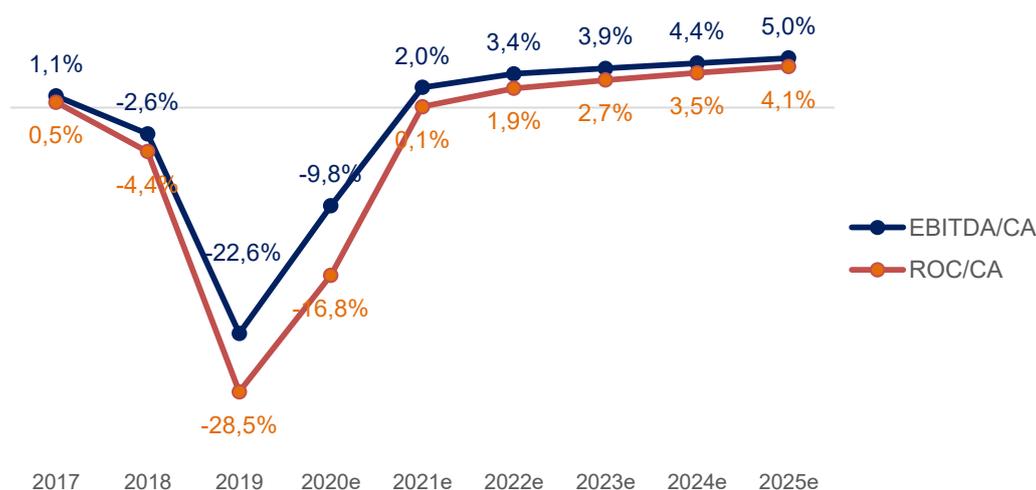
Détails des prévisions de Marge brute comptable en M€ et en % du CA



Source : estimations MIDCAP

- Une hausse régulière des taux d'EBITDA/CA et d'EBIT/CA pour atteindre respectivement près de 3% et 2% fin 2025 avec trois effets principaux :
 - o la progression de la marge brute ;
 - o la maîtrise des charges externes (location, déplacement, dépenses de communication) sur 2021 post déménagement et Covid-19 puis une légère reprise ;
 - o la progression des frais de personnel à compter de 2022 après deux années de restructuration et de chômage partiel ;

Détails des prévisions de taux d'EBITDA et de ROC



Source : estimations MIDCAP

- En intégrant un résultat financier en redressement compte tenu des opérations financières réalisées en 2020, sans tenir compte de potentiels non récurrents négatifs et en négligeant les effets fiscaux (reports déficitaires non activés de 8,5 M€), le résultat net ressortirait à l'équilibre dès 2022 et ce, malgré les remontées de coûts post- Covid.

Détails des prévisions de résultat en M€

en M€	2020	%	2021e	%	2022e	%	2023e	%	2024e	%	2025e	%
Chiffre d'affaires	9,8	100,0%	10,4	100,0%	11,2	100,0%	11,8	100,0%	12,4	100,0%	13,0	100,0%
Marge brute	7,4	75,8%	8,0	76,8%	8,6	77,3%	9,1	77,5%	9,6	77,5%	10,1	77,5%
Frais de personnel	6,5	66,2%	6,0	57,8%	6,4	57,0%	6,7	56,7%	7,0	56,4%	7,3	56,1%
Charges externes	1,5	15,7%	1,6	15,2%	1,7	15,2%	1,8	15,2%	1,8	14,9%	1,9	14,7%
EBITDA	-1,0	-9,8%	0,2	2,0%	0,4	3,4%	0,5	3,9%	0,5	4,4%	0,6	5,0%
Amort. Et Prov	0,7	7,0%	0,2	1,9%	0,2	1,5%	0,1	1,2%	0,1	1,0%	0,1	0,9%
ROC	-1,6	-16,8%	0,0	0,1%	0,2	1,9%	0,3	2,7%	0,4	3,5%	0,5	4,1%
Eléments non récurrents	-1,1	-10,7%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Résultat financier	-0,3	-2,7%	-0,1	-1,0%	-0,1	-0,7%	-0,1	-0,7%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Impôts	0,2	2,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Résultat net	-3,2	-32,2%	-0,1	-0,9%	0,1	1,2%	0,2	2,1%	0,4	3,5%	0,5	4,1%

Source : estimations MIDCAP

Sur ces bases, nous anticipons une **relative maîtrise de la trésorerie nette** sur la période avec, malgré la hausse du BFR liée aux remboursements de différés de charges sociales et le paiement de la dernière tranche des obligations convertibles Isatis sur 2021 et 2022, la montée en puissance progressive de la CAF et l'effet des exercices de BSA.

Détails des prévisions de flux en M€

En M€	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Capacité d'autofinancement	-2,4	0,1	0,3	0,4	0,5	0,6
-Variation du BFR	-1,7	0,1	0,4	0,4	-0,2	-0,2
= Flux de trésorerie liés à l'activité	-0,7	0,0	-0,1	0,0	0,7	0,8
Flux de trésorerie lié aux investissements	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Augmentation de capital	4,9	2,4	0,0	0,0	0,0	0,0
+Variation nette d'emprunts LT	-3,5	-1,1	-0,9	0,0	0,0	0,0
= Flux de trésorerie liés au financement	1,4	1,3	-0,9	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie nette	0,7	0,4	-1,1	-0,1	0,6	0,7

Source : estimations MIDCAP

Sans hypothèse de rapprochement, la structure financière ressort ainsi renforcée avec, dès 2021e, une situation d'excédent financier net.

Bilan prévisionnel en M€

En M€	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Fonds propres	6,8	9,1	9,2	9,4	9,9	10,4
Immobilisations nettes	11,5	11,4	11,3	11,3	11,3	11,3
BFR	-3,2	-3,1	-2,7	-2,3	-2,5	-2,7
en % du CA	-32%	-30%	-24%	-20%	-20%	-21%
Endettement net	0,7	-0,8	-0,6	-0,5	-1,1	-1,8
Gearing en %	10%	-9%	-7%	-5%	-11%	-17%

Source : estimations MIDCAP

VI. Valorisation :

A. Méthode d'actualisation des flux

Pour cette approche, nous retenons les hypothèses suivantes :

- *Flux au-delà du prévisionnel :*
 - o Léger tassement de la croissance des ventes ;
 - o Marge d'EBITDA en progrès jusqu'au niveau du marché de l'ordre de 6%,
 - o Dépenses d'investissements convergentes avec les amortissements ;
 - o BFR négatif à 21% du CA ;
 - o Croissance infini 1,5%
- *Taux d'actualisation à 7,7%*
 - o Taux sans risque : -0,07%
 - o Prime de risque actions : 6,9%
 - o Beta société : 0,7
 - o Prime de risque de taille et de risque sur le BP : 2,8%
- *Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres :*
 - o Trésorerie nette 2020 estimée à 1,7 M€ post augmentation de capital de 2021
 - o Valeur des participations financières et prêts associés : non intégrée par prudence
 - o Valeur des reports déficitaires fin 2020 : 3,8 M€ (25% de 15,33 M€)
- *Nombre d'actions retenu :* post-exercice BSA en 2021 soit 48 598 753.

Tableau des flux

Cash flow net (en M€)	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Flux terminaux
CA	10,4	11,2	11,8	12,4	13,0	13,6	14,3	15,0	15,6	16,3	
Var en %	5,8%	7,7%	5,5%	5,0%	5,0%	4,9%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%	
EBIT	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
Var en %	ns	ns	51%	32%	25%	20%	18%	5%	5%	4%	
% du CA	0,1%	1,9%	2,7%	3,5%	4,1%	4,7%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	
EBITDA / CA	2,0%	3,4%	3,9%	4,4%	5,0%	5,7%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	
(-) Impôt théorique post CIR	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
% EBIT	ns	ns	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
= EBIT après impôt	0,0	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
(+) Dot. aux amort	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	
(-) Investissements	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	
% du CA	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
(-) Variation du BFR	0,1	0,4	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,05
BFR	-3,1	-2,7	-2,3	-2,5	-2,7	-2,9	-3,0	-3,2	-3,3	-3,5	
% du CA	-29,7%	-24,4%	-19,6%	-20,2%	-20,7%	-21,2%	-21,2%	-21,2%	-21,2%	-21,2%	
CF	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7
DCF	0,0	-0,1	-0,1	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4

Synthèse et sensibilité de la valorisation en € par action

Dernier flux normatif	En M€
Taux de croissance infini	1,5%
Dernier flux normatif	0,7
Valeur de sortie	11,7
Valeur de sortie actualisée	5,9
Synthèse	
Sommes des flux 2021e-2030e	2,7
+ Valeur de sortie actualisée	5,9
= Valeur globale de l'entreprise	8,7
- Endettement net 2020 post AK de 2021	-1,7
+ Reports déficitaires fin 2020	3,8
= Valeur des fonds propres	14,2
<i>soit en € par action</i>	<i>0,29</i>

CMPC	croissance à l'infini		
	1,0%	1,5%	2,0%
7,22%	0,29	0,30	0,32
7,72%	0,27	0,29	0,30
8,22%	0,26	0,27	0,28

Source : estimations MIDCAP

Sur ces bases, la valorisation des fonds propres de Makheia ressort à 14,2 M€ soit 0,29 € par action.



B. Approche par les comparables boursiers

Compte tenu de la taille modeste de Makheia et de son stade actuel de montée en profitabilité, la méthode des comparables boursiers paraît peu adaptée. Nous la présentons ici pour indication.

Nous avons identifié un échantillon d'acteurs intervenant sur le marché de la communication :

- Les grands acteurs internationaux que nous présentons pour information ;
- Les acteurs de taille intermédiaires qui sont soit des agences médias traditionnelles, soit des spécialistes de la data et du CRM.

Description des sociétés comparables

Société	Activité
Omnicom Group Inc	Groupe international de communication d'origine américaine
WPP Plc	Groupe international de communication d'origine anglaise
Publicis Groupe SA	Groupe international de communication d'origine française
The Interpublic Group of Companies	Groupe international de communication d'origine américaine
Dentsu Group Inc	Groupe international de communication d'origine japonaise
HighCo SA	Groupe de communication spécialiste en data marketing pour les marques et les retailers
Artefact SA	Groupe spécialiste en analyse de données et marketing digital (OPA en cours)
Qwamplify	Groupe spécialiste en Marketing et Digital
Hopscotch Groupe SA	Agence de communication et d'événementiel

Source : Sites internet

Données financières sur les comparables

	Capitalisation boursière en M€	CA 2020 en M€	EBITDA/CA 2020	VE/CA				VE/EBITDA			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
Omnicom Group Inc	13 354	10 783	14%	1,3	1,2	1,1	1,1	9,4	7,1	7,0	6,6
WPP Plc	13 588	13 546	11%	1,3	1,4	1,4	1,4	11,4	8,1	7,5	7,0
Publicis Groupe SA	13 642	10 788	20%	1,5	1,6	1,6	1,5	7,7	7,2	6,8	6,7
The Interpublic Group of Companies Inc.	12 247	7 418	10%	1,8	1,7	1,7	1,6	18,2	9,3	8,8	8,5
Dentsu Group Inc	8 738	7 443	19%	1,3	1,3	1,2	1,2	6,9	6,5	6,6	6,2
Médiane grands groupes				1,3	1,4	1,4	1,4	9,4	7,2	7,0	6,7
HighCo SA	118	147	14%	0,4	0,4	0,4	0,4	3,1	3,0	2,7	2,5
Artefact SA	255	75	16%	3,5	3,0	2,6	2,3	21,8	14,0	11,6	9,5
Qwamplify	50	26	20%	1,7	1,4	1,3	1,2	8,6	7,3	6,6	5,7
Hopscotch Groupe SA	21	122	3%	0,2	0,2	0,2	0,2	8,9	3,9	3,1	2,5
Médiane small caps				1,1	0,9	0,9	0,8	8,7	5,6	4,8	4,1

Source : INFRONT, cours moyenne 1 mois

Compte tenu de la faible profitabilité de Makheia, nous avons uniquement retenu des multiples de CA. De plus, les données des small caps intégrant beaucoup de situations particulières, nous avons choisi de retenir la médiane des multiples de CA des grands groupes décotée de 25%. Sur ces bases, la valeur des fonds propres ressort à 12,3 M€ soit 0,25€ par action.

C. Indications sur les multiples de transaction

Le plus souvent, les multiples des opérations de rachat de petites agences demeurent confidentiels. Sur la base des données issues de nos échanges avec le management de Makheia, les multiples actuels en France sont les suivants :

- Moyenne petite agence : 1 X la marge brute
- Pour une agence très rentable : 2,5 X la marge brute
- Pour une agence en difficulté : 0,8 X la marge brute

Sur ces bases, la valorisation de Makheia évoluerait en moyenne autour de 12,7 M€ soit 0,26 € par action.

Indication sur une approche par les transactions

En M€	2021	Moyenne
Marge brute Makheia	8,0	
Evaluation plancher		
Multiple moyen	1,0	
VE induite	8,0	
Valeur des fonds propres induite	8,7	8,7
Evaluation moyenne		
Multiple moyen avec prime de taille	1,5	
VE induite	11,9	
Valeur des fonds propres induite	12,7	12,7
Evaluation haute		
Multiple moyen avec prime de taille + potentiel de restauration des marges	2,0	
VE induite	17,5	
Valeur des fonds propres induite	18,3	18,3

Source : estimations MIDCAP

D. Synthèse

A partir de la méthode des DCF qui représente le mieux les spécificités du groupe, notre objectif de cours ressort à 0,29 € soit un potentiel de valorisation de 16% et des multiples induits encore élevés à court terme compte tenu la faible rentabilité actuelle du groupe. Pour mémoire, le plus haut historique était de 0,33 € en mars 2021.

Multiples induits à 0,29 € par action

	VE/CA					VE/EBITDA					VE/EBIT				
	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025
A 0,29€ / action	1,3	1,2	1,2	1,1	0,9	64,0	35,8	29,6	23,7	19,1	ns	63,0	42,1	30,5	23,1

Source : estimations MIDCAP

VII. Management

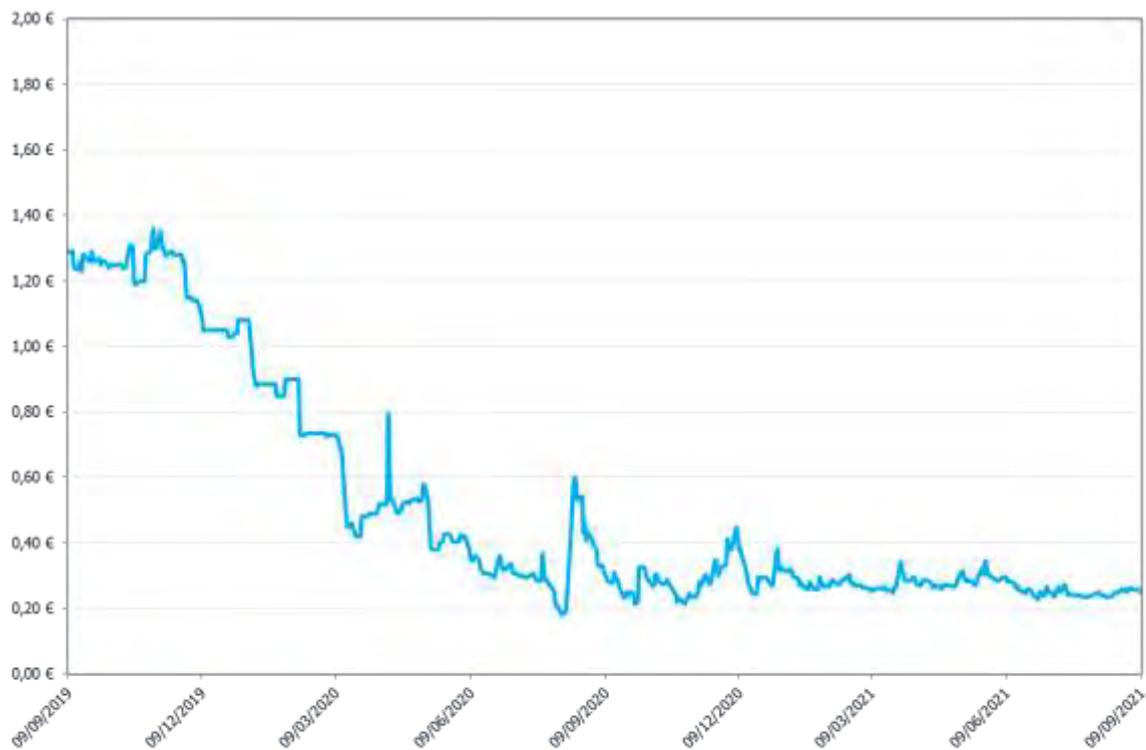
Edouard Rencker Président	Matthieu Butel Directeur Général Sequoia	Jean-Charles Berezziat DG Mademoiselle Scarlett	Nicolas Ziegler Directeur Général Big Youth	Adeline Francart Directrice Administrative et Financière
				
Fondateur de Sequoia en 1985. Auparavant journaliste économique puis « grand reporter » indépendant	Présent depuis 12 ans dans le groupe : d'abord chez Makheia Affinity puis chez Sequoia	Présent dans le groupe depuis 25 ans, expériences en marketing au sein de plusieurs entreprises	Présent depuis 8 ans chez Big Youth, expériences de consultant marketing et planning stratégique	Plus de 15 ans d'expérience en direction financière et contrôle de gestion dont 11 ans chez Fullsix puis Havas

VIII. Historique

- 1980 Création de Grafedit, basée à Lille
- 1999 Introduction de Médiagérance au Second Marché d'Euronext Paris
- 2008 Rapprochement des groupes MAKHEIA et IMAGE FORCE
- 2009 Fusion simplifiée des filiales FRANKLIN PARTNERS, ARTICE et SEQUOIA
Cession de 85 % des titres de la SA NETWORKTH, de 100 % des titres de la société MAKHEIA ASIE
Liquidation de la société MAKHEIA BELGIUM
- 2010 Transfert d'Euronext vers Alternext
- 2011 Fusion des filiales PLACE DU MARCHÉ et MACHINATION
Acquisition de la société LA FORME INTERACTIVE
Cession de la participation dans le GIE de l'ARBRE
Cession de 8,54 % de titres de la SA NETWORKTH
- 2012 Fusion simplifiée des filiales PLACE DU MARCHÉ et SEQUOIA
Acquisition de la société TEYMOUR
- 2013 Acquisition de la société La DEUXIÈME MAISON
- 2014 Acquisition de la société BIG YOUTH et reprise par BIG YOUTH du fonds de commerce MEGALO et COMPAGNIE
Cession de 6,46 % de titres de la SA NETWORKTH, solde de la participation détenue dans cette ex-filiale
- 2016 Reprise par MAKHEIA LFI du fonds de commerce LES ARGONAUTES et acquisition de la société MADEMOISELLE SCARLETT par MAKHEIA AFFINITY
- 2017 Fusion simplifiée de TEYMOUR et LA DEUXIÈME MAISON avec SEQUOIA
- 2018 Reprise par SEQUOIA du fonds de commerce HEADOO
Fusion simplifiée de MADEMOISELLE SCARLETT avec MAKHEIA AFFINITY
Changement de nom : Groupe Médiagérance devient Makheia Group

VIII. Données Boursières

Evolution du cours sur 2 ans



Source : InFront

IX. Données Financières

Compte de résultat

M€	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
CA total	19,6	17,8	13,9	9,8	10,4	11,2	11,8
<i>Croissance</i>		-9,0%	-21,7%	-29,7%	5,8%	7,7%	5,5%
Marge brute	15,7	14,7	10,8	7,4	8,0	8,6	9,1
<i>% du CA</i>	80,3%	82,7%	77,2%	75,8%	76,8%	77,3%	77,5%
Autres achats et charges externes	4,0	4,4	3,9	1,5	1,6	1,7	1,8
Personnel	11,6	10,7	9,9	6,5	6,0	6,4	6,7
Impôt	0,0	0,1	0,1	0,4	0,2	0,2	0,2
Autres produits et charges courants	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	0,2	-0,5	-3,2	-1,0	0,2	0,4	0,5
<i>% du CA</i>	1,1%	-2,6%	-22,6%	-9,8%	2,0%	3,4%	3,9%
ROC	-0,7	-1,0	-9,0	-2,7	0,0	0,2	0,3
<i>% de CA</i>	-3,5%	-5,7%	-64,5%	-27,5%	0,1%	1,9%	2,7%
Éléments non récurrents	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat opérationnel	-0,7	-1,0	-9,0	-2,7	0,0	0,2	0,3
Résultat financier	-0,2	-0,2	-0,7	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Impôt sur les bénéfices	0,2	0,5	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
<i>Taux d'IS</i>	29,7%	58,1%	0,1%	-6,1%	0,0%	0,0%	0,0%
RNPG	-0,7	-0,8	-9,7	-3,2	-0,1	0,1	0,2

Bilan

M€	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Immobilisations corp. et incorp.	14,5	14,7	10,1	9,6	9,5	9,5	9,5
Immobilisations financières	1,7	2,2	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8
Actifs Courants	7,8	7,6	5,4	2,9	3,0	3,2	3,3
Trésorerie	2,1	0,9	0,6	1,3	1,7	0,6	0,5
Autres actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Actifs	26,2	25,5	18,0	15,6	16,1	15,1	15,0
Capitaux propres pdg	13,8	13,3	5,0	6,8	9,1	9,2	9,4
Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions CT & LT et divers	0,2	0,3	0,7	0,8	0,0	0,0	0,0
Dettes Financières	5,0	4,7	5,5	2,0	0,9	0,0	0,0
Passif courant	7,1	7,2	6,8	6,0	6,1	5,9	5,6
Passifs	26,2	25,5	18,0	15,6	16,1	15,1	15,0

Tableau de flux

M€	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
CAF après coût de l'endettement et impôt	-0,8	-0,9	-3,9	-2,4	0,1	0,3	0,4
ΔBFR	1,3	-0,2	-1,9	-1,7	0,1	0,4	0,4
Cash flow généré par l'activité	-2,1	-0,7	-2,0	-0,7	0,0	-0,1	0,0
Capex	0,5	0,5	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1
FCF	-2,5	-1,2	-2,6	-0,7	-0,1	-0,2	-0,1
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation d'emprunts	-0,1	-0,3	0,8	-3,5	-1,1	-0,9	0,0
Augmentation de capital	3,1	0,3	1,4	4,9	2,4	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow liés aux opé de financement	3,0	0,0	2,2	1,4	1,3	-0,9	0,0
Variation de change et divers	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	0,0	0,0
Variation de trésorerie nette sur l'année	0,5	-1,2	-0,4	0,7	0,4	-1,1	-0,1



Données Financières

RATIOS CLES	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Evolution des ventes	-9%	-22%	-30%	6%	8%	5%
Marge brute	83%	77%	76%	77%	77%	78%
Marge EBITDA	-3%	-23%	-10%	2%	3%	4%
Marge EBIT	-3%	-23%	-10%	2%	3%	4%
Marge Nette	-4%	-70%	-32%	-1%	1%	2%
Bénéfice net par action	-0,09	-0,97	-0,09	0,00	0,00	0,01
Dividende par action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividend Yield						
BFR en % du CA	3%	-10%	-32%	-30%	-24%	-20%
DIO	3	1	2	2	2	3
DSO	132	100	82	82	81	81
DPO	371	381	338	353	361	365
FCF	-1,2	-2,6	-0,7	-0,1	-0,2	-0,1
FCF yield	-0,14	-0,30	-0,08	-0,01	-0,02	-0,02
Taux de conversion (FCF/EBITDA)	260%	82%	77%	-40%	-47%	-32%
CAPEX/CA	3%	4%	1%	1%	1%	1%
ROE	-6%	-192%	-46%	-1%	1%	3%
ROA	-3%	-54%	-20%	-1%	1%	2%
ROCE (après impot)	-5%	-98%	-42%	-1%	2%	3%
Gearing	28%	97%	10%	-9%	-7%	-5%
Levier	-8,1x	-1,6x	-0,7x	-3,8x	-1,6x	-1,0x
EV/CA				0,8x	0,7x	0,7x
EV/EBITDA				38,2x	21,6x	17,9x
EV/EBIT				ns	37,9x	25,5x
PE				ns	65,1x	35,8x

Disclaimer

Certifications d'analyste

Ce Rapport de recherche (le " Rapport ") a été approuvé par Midcap, une division commerciale de TP ICAP (Europe) SA (" Midcap "), un Prestataire de Services d'Investissement autorisé et régulé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (" ACPR "). En publiant ce Rapport, chaque analyste de recherche ou associé de Midcap dont le nom apparaît dans ce Rapport certifie par la présente que (i) les recommandations et les opinions exprimées dans le Rapport reflètent exactement les opinions personnelles de l'analyste de recherche ou de l'associé sur tous les titres ou Emetteurs sujets discutés ici et (ii) aucune partie de la rémunération de l'analyste de recherche ou de l'associé n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement liée aux recommandations ou opinions spécifiques exprimées par l'analyste de recherche ou l'associé dans le Rapport.

Méthodologie

Ce Rapport peut mentionner des méthodes d'évaluation définies comme suit :

1. Méthode DCF : actualisation des flux de trésorerie futurs générés par les activités de l'Émetteur. Les flux de trésorerie sont déterminés par les prévisions et les modèles financiers de l'analyste. Le taux d'actualisation utilisé correspond au coût moyen pondéré du capital, qui est défini comme le coût moyen pondéré de la dette de l'Émetteur et le coût théorique de ses fonds propres tels qu'estimés par l'analyste.
2. Méthode des comparables : application des multiples de valorisation boursière ou de ceux observés dans des transactions récentes. Ces multiples peuvent servir de référence et être appliqués aux agrégats financiers de l'Émetteur pour en déduire sa valorisation. L'échantillon est sélectionné par l'analyste en fonction des caractéristiques de l'Émetteur (taille, croissance, rentabilité, etc.). L'analyste peut également appliquer une prime/décote en fonction de sa perception des caractéristiques de l'Émetteur.
3. Méthode de l'actif et du passif : estimation de la valeur des fonds propres sur la base des actifs réévalués et ajustés de la valeur de la dette.
4. Méthode du dividende actualisé : actualisation des flux de dividendes futurs estimés. Le taux d'actualisation utilisé est généralement le coût du capital.
5. Somme des parties : cette méthode consiste à estimer les différentes activités d'une entreprise en utilisant la méthode d'évaluation la plus appropriée pour chacune d'entre elles, puis à en réaliser la somme.

Conflit d'intérêts

Émetteur	Type de conflit
MAKHEIA GROUP	D,F,G

- A. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, détient plus de 5% du capital social de l'Émetteur ;
- B. L'Émetteur détient plus de 5% du total du capital social de Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée;
- C. Midcap, seule ou avec d'autres entités juridiques, est liée à l'Émetteur par d'autres intérêts financiers importants ;
- D. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, est un teneur de marché ou un fournisseur de liquidité avec lequel un contrat de liquidité a été conclu concernant les instruments financiers de l'Émetteur ;
- E. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, a agi, au cours des douze derniers mois, en tant que chef de file ou co-chef de file dans une offre publique d'instruments financiers de l'Émetteur ;
- F. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, est partie à tout autre accord avec l'Émetteur relatif à la fourniture de services d'investissement dans le cadre de l'activité corporate de Midcap
- G. Midcap et l'Émetteur ont convenu de la fourniture par la première à la seconde d'un service de production et de distribution de la recommandation d'investissement sur ledit Émetteur ;

Distribution des recommandations d'investissement

Midcap utilise un système de recommandation basé sur les éléments suivants :

Acheter : Devrait surperformer les marchés de 15% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Conserver : performance attendue entre -10% et +10% par Rapport au marché, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Vendre : l'action devrait sous-performer les marchés de 15% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

L'historique des recommandations d'investissements et le prix cible pour les Emetteurs couverts dans le présent Rapport sont disponibles à la demande à l'adresse email suivante : marketing@midcapp.com.



Avis de non-responsabilité générale

Ce Rapport est publié à titre d'information uniquement et ne constitue pas une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente des titres qui y sont mentionnés. Les informations contenues dans ce Rapport ont été obtenues de sources jugées fiables, Midcap ne fait aucune déclaration quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. Les prix de référence utilisés dans ce Rapport sont des prix de clôture. Toutes les opinions exprimées dans ce Rapport reflètent notre jugement à la date des documents et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les titres abordés dans ce Rapport peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs et ne sont pas destinés à recommander des titres, des instruments financiers ou des stratégies spécifiques à des clients particuliers. Les investisseurs doivent prendre leurs propres décisions d'investissement en fonction de leur situation financière et de leurs objectifs d'investissement. La valeur du revenu de votre investissement peut varier en raison de l'évolution des taux d'intérêt, de l'évolution des conditions financières et opérationnelles des entreprises et d'autres facteurs. Les investisseurs doivent être conscients que le prix du marché des titres dont il est question dans ce Rapport peut être volatil. En raison du risque et de la volatilité du secteur, de l'Emetteur et du marché en général, au prix actuel des titres, notre note d'investissement peut ne pas correspondre à l'objectif de prix indiqué. Des informations supplémentaires concernant les titres mentionnés dans ce Rapport sont disponibles sur demande.

Ce Rapport n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par une entité citoyenne ou résidente, ou une entité située dans une localité, un territoire, un état, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, mise à disposition ou utilisation serait contraire ou limitée par la loi ou la réglementation. L'entité ou les entités en possession de ce Rapport doivent s'informer et se conformer à de telles restrictions, y compris MIFID II. Midcap a adopté des dispositions administratives et organisationnelles efficaces, y compris des " barrières d'information ", afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts en matière de recommandations d'investissement. La rémunération des analystes financiers qui participent à l'élaboration de la recommandation n'est pas liée à l'activité de corporate finance.

