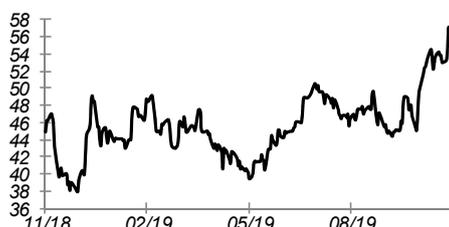




PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

MGI DIGITAL

Technologie
29 Novembre 2019



Cours : 54,90€

Objectif : 65,60€

ACHETER (1)

Initiation de couverture

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0010353888 / ALMDG
Reuters / Bloomberg ALMDG.PA / ALMDG:FP
Indice CAC Small
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **340,1**
Flottant **52,8%**
Nbre de Titres (Mio) **6,195**
Date de clôture **31-Déc**

Actionnariat
Konica Minolta **36,2%**
Management **11,0%**
Public **52,8%**

	18	19e	20e
PER	27,5	21,2	17,5
PCF	29,1	17,7	14,8
VE/CA	5,5	4,7	3,8
VE/ROP	19,0	14,5	11,7
PAN	3,8	3,2	2,7
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	2,1%	3,0%	2,9%
ROACE	15,1%	18,9%	21,0%

CA	61,0	68,5	81,3
var. n/n-1	14,5%	12,2%	18,7%
EBE	20,4	25,2	30,0
ROC	17,8	22,2	26,7
% CA	29,2%	32,4%	32,8%
ROP	17,7	22,2	26,6
% CA	29,1%	32,4%	32,7%
RN Pdg publié	12,5	15,9	19,3
% CA	20,5%	23,3%	23,8%

BNPA	2,03	2,60	3,15
var. n/n-1	45,6%	27,6%	21,3%
BNPA Cor	2,03	2,59	3,14
ANPA	14,5	17,1	20,2
Dividende net	0,00	0,00	0,00
Gearing	-9,6%	-17,8%	-22,9%

Yann de Peyrelongue, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 42
depeyrelongue@portzamparc.fr

Un attrait spéculatif "encre" sur de solides fondamentaux

Créée en 1982, MGI Digital Technology conçoit, fabrique et commercialise des presses d'impression et d'ennoblissement numériques. Leader mondial du marché de l'ennoblissement numérique, la société distribue ses presses à des professionnels de l'impression commerciale, de l'édition, de l'étiquette adhésive, du cartonnage et du packaging.

L'innovation comme maître mot

En moyenne, MGI investit près de 15% de son CA en R&D, afin d'ajouter toujours plus de valeur ajoutée à ses machines. La dernière innovation, l'Alphajet, est une imprimante qui regroupe toutes les fonctions d'une imprimerie classique et qui sait également ajouter de l'électronique imprimée. MGI se positionne ainsi sur le marché à très forte croissance (+18%/an) du packaging intelligent. Par ailleurs, le groupe intègre un maillon de la chaîne de valeur du marketing : l'accès aux données prélevées via les packagings intelligents.

Alliance avec Konica Minolta : développement et OPA ?

Malgré des innovations fortes et une croissance soutenue (TCAM CA 2012-2018 de 14% sur), MGI présente toujours une taille modeste par rapport aux géants historiques de l'impression. Dans ce contexte, le numéro 3 mondial, Konica Minolta (CA 2018 8,2Md€ vs 61M€ pour MGI) est rentré par deux fois au capital (2014 puis 2016), pour atteindre les 36%. Cette alliance présente deux atouts. Opérationnel : 1/ grâce à un accès au réseau et aux vendeurs de la multinationale (150 pays), 2/ aux synergies de coûts sur les salons. Spéculatif : 1/ le seuil de déclenchement d'une OPA est de 50% sur Euronext Growth, 2/ un rachat par le Japonais ferait sens avec son plan stratégique de recentrage sur des activités de croissance (MGI : TCAM CA 18-22 de 16,4%). Nous estimons qu'une OPA pourrait se faire à un prix de 75€ minimum.

Momentum sur le FCF

Avec un bilan sain (DFN = 0,4x EBITDA 2018) et une croissance à deux chiffres attendue, MGI profitera d'une amélioration significative de son EBITDA (TCAM 2018-21 de 22%) et de son FCF (13,1M€ en 2021 vs. 2,7M€ en 2017). Nous estimons que celui-ci restera durablement à des niveaux supérieurs à 15% du CA. MGI pourrait l'utiliser en mettant en place une politique de dividende et/ou renforcer sa technologie via des acquisitions.

MGI s'appuie sur ses innovations technologiques pour conjuguer une croissance forte et une marge opérationnelle solide (25 à 30%). Cerise sur le gâteau, son actionnaire de référence pourrait lancer une OPA qui offrirait une prime de 30%. Nous initions la couverture du titre avec un objectif de 65,6€ par action et une recommandation Acheter (1).

Table des matières

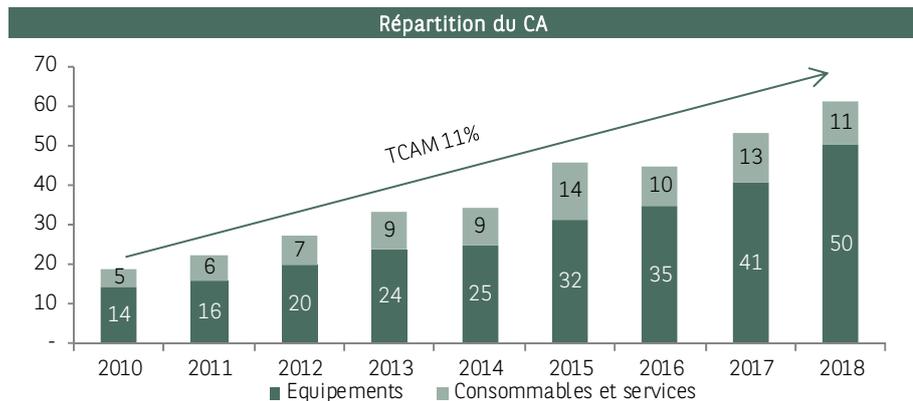
1. SWOT.....	3
2. L'INNOVATION COMME MAITRE MOT	4
2.1. LES PRESSES NUMERIQUES : LE CŒUR DE L'INNOVATION.....	4
2.1.1. <i>Un voyage vers les activités à forte valeur ajoutée..</i>	<i>4</i>
2.1.2. <i>Les relais de croissance de demain.....</i>	<i>5</i>
2.2. LES CONSOMMABLES : COMPLEMENT SUR LES VENTES.....	6
2.2.1. <i>Développement en interne.....</i>	<i>6</i>
2.2.2. <i>Un CA récurrent appréciable</i>	<i>6</i>
2.3. MGI S'EST DONNE LES MOYENS D'INNOVER.....	7
2.4. UNE NOUVELLE OFFRE DE SERVICE AVEC MGI LABS.....	7
2.4.1. <i>Digital Plant by MGI : une approche industrielle IOT8</i>	
2.4.2. <i>Services by MGI : l'offre pour amorcer le marché du packaging intelligent</i>	<i>8</i>
2.4.3. <i>MGI Connect : intégration de la chaîne de valeur</i>	<i>9</i>
3. UNE INNOVATION DIFFUSEE AVEC KONICA MINOLTA	10
3.1. UNE ENTREE AU CAPITAL EN DEUX TEMPS	11
3.2. LES SYNERGIES EVIDENTES	12
4. DES PERSPECTIVES ATTRAYANTES.....	13
4.1. LA CROISSANCE A DEUX CHIFFRES CONTINUE	13
4.2. UN BILAN SAIN.....	14
4.3. LA GENERATION DE CASH SE MATERIALISE	15
5. VALORISATION : OBJECTIF 65€ PAR ACTION	16
5.1. OPA COURT TERME : MINIMUM 72€	16
5.2. COMPARABLES	17
5.3. DCF.....	18
6. ANNEXES	20
6.1. HISTORIQUE DE LA SOCIETE	20
6.2. MANAGEMENT.....	21

1. SWOT

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none">▪ Réseau de distribution mondial grâce au partenariat avec Konica Minolta (63% du CA en 2018).▪ Offre globale d'impression numérique.▪ Forte expérience (création 1982).▪ Forte diversification client (>1000).▪ Forte diversification des marchés finaux (industrie / administrations / laboratoires photos / Packaging...).▪ CA récurrent grâce aux consommables (~20% du CA).	<ul style="list-style-type: none">▪ Petite taille de la société face à ses concurrents (HP, Fuji, Canon, Xerox).▪ Faible diversification produits.
Opportunités	Risques
<ul style="list-style-type: none">▪ Développement dans l'électronique imprimée.▪ Développement sur d'autres marchés de niche dans l'impression.	<ul style="list-style-type: none">▪ Concentration client Konica (principal réseau de distribution).▪ Décalage de sortie de nouveaux produits

2. L'innovation comme maître mot

MGI Digital Technology ("MGI") évolue sur le marché des presses numériques dédiées aux professionnels des industries graphiques. L'innovation est au cœur de la stratégie, pour offrir des produits à forte valeur ajoutée et ainsi se différencier de la concurrence et fidéliser le client. Le business modèle est classique dans le marché des imprimantes/presses numériques : la machine (imprimante/presse) et le consommable (récurrent). Le groupe a généré une croissance solide tant sur les ventes d'équipements (17% TCAM 2010-2018) que sur les ventes de consommables (11% TCAM 2010-2018).



Source: MGI Digital Graphic Technology, Portzamparc

Depuis son introduction en bourse en 2006, MGI a étoffé son offre et sait désormais gérer, en plus des supports papiers et plastiques, tous les substrats plats comme le papier, le carton (plat ou ondulé), le bois, le PVC et tout autre support en feuille. La société a également innové dans les matières qu'elle sait imprimer, avec l'aluminium, le cuivre ou encore l'encre électronique.

2.1. Les presses numériques : le cœur de l'innovation

2.1.1. Un voyage vers les activités à forte valeur ajoutée

En 2006, dans une logique de conquête du marché, le groupe adoptait un positionnement tarifaire volontairement agressif avec un différentiel pouvant aller de 1 à 3 par rapport à la concurrence alors même que cette dernière n'intégrait pas pour autant les innovations technologiques proposées par la société.

Le positionnement de MGI a évolué pour passer de l'entrée de gamme (50k€ la machine) à des machines haut de gamme et à forte valeur ajoutée (jusqu'à 2,5M€ l'unité avec l'Alphajet).

Cette montée en gamme résulte de nombreuses innovations dont la prise en charge de grands formats (B1), de grandes capacités, de machines compactes, l'application de vernis en relief, l'application de dorure (IFOIL). L'Alphajet, développée depuis plusieurs années, marque un nouveau tournant en n'étant plus seulement une imprimante mais une plateforme d'impression industrielle modulable. Cette dernière doit remplacer une partie du cycle de production d'une imprimerie classique en automatisant les tâches.



Source: MGI Digital Graphic Technology

En plus d'un développement interne, MGI a profité de deux croissances externes pour élargir ses compétences :

- Köra Packmat en 2012 : groupe allemand spécialisé en finition graphique et partenaire de MGI depuis 2005. Cette opération permet à MGI de se développer et de maîtriser toute la chaîne de fabrication, dans les domaines électroniques, chimiques, informatiques et mécaniques.
- CERADROP en 2013 : société française spécialisée dans les équipements professionnels d'impression jet d'encre pour l'électronique imprimée et 3D. Par ce rachat, MGI acquiert la technologie de l'électronique imprimée.

2.1.2. Les relais de croissance de demain

MGI peut compter sur plusieurs relais de croissance dans ses équipements dont l'Alphajet, l'I-RIS et la Jetvarnish 3D One. Le groupe développe aussi son offre de services avec le lancement de MGI Labs.

L'Alphajet a été présentée pour la première fois lors de l'édition 2016 de la Drupa, le plus grand salon mondial de l'imprimerie. Après plusieurs décalages, cette machine sera mature pour l'édition 2020 du salon mondial. Cette machine marque une véritable étape car elle ne réalise pas qu'une opération de production imprimée mais regroupe de manière unifiée plusieurs étapes grâce à des modules formant un circuit. Ainsi, elle permet: 1/ une impression, 2/ une application de vernis (sélectif/plat/relief), 3/ une impression d'hologramme, 4/ de l'électronique imprimée et 5/ la coupe du papier. L'Alphajet présente de nombreux atouts pour les utilisateurs par rapport à une solution similaire composée d'imprimantes linéaires (ou séparées) : elle nécessite un moindre investissement (tant sur le prix de la machine que pour l'espace nécessaire), et un coût de production moindre (moins de ressources humaines, moindre consommation, données variables).

L'I-RIS reprend le système de modules de l'Alphajet mais de manière linéaire. Cette dernière est adaptée pour les petites productions et présente un prix plus faible (<500k€).

La Jetvarnish 3D One est le produit d'appel de la gamme Jetvarnish 3D. Cette machine est d'entrée de gamme avec un prix de l'ordre de 150k€ (contre 800k€ à 1M€ pour les

autres). MGI montre ainsi sa capacité à élargir ses effets d'échelle sur la R&D. Malgré un prix plus faible, la marge de celle-ci reste en ligne avec la politique du groupe, soit 70% de marge brute.

Le groupe vise des segments de marché très différents : imprimeries traditionnelles et numériques, sérigraphie, packaging, industriels de la carte plastique, agence de communication, éditeurs, imprimeries intégrées, grandes administrations, prestataires de services...

Grâce à sa technologie d'impression d'électronique, le groupe s'oriente vers le marché du packaging et de l'étiquette intelligente ("Smart Label"). Ce dernier est évalué à 21Md\$ et présente une croissance de plus de 10% par an, d'après le cabinet Smithers Pira. Ainsi, MGI anticipe plus de 10% de son chiffre d'affaires sur ce marché à horizon trois ans contre zéro aujourd'hui.

2.2. Les consommables : complément sur les ventes

Au-delà de l'équipement, MGI développe des consommables propriétaires (20 à 30% du CA) qui génèrent un chiffre d'affaires récurrent sur cinq ans en moyenne.

2.2.1. Développement en interne

MGI développe ses consommables en interne avec une équipe dédiée de 6 chimistes (4 docteurs et 2 ingénieurs). Toujours en recherche d'innovations, le groupe est le seul à savoir imprimer l'aluminium et le cuivre, lui permettant ainsi de se positionner sur l'encre électronique et le marché du packaging intelligent (technologies RFID, NFC). Au global, le groupe dispose d'une capacité de production de 80 tonnes par an, facilement extensible.

2.2.2. Un CA récurrent appréciable

Les consommables propriétaires génèrent de la récurrence dans les ventes (18% du CA 2018), à des niveaux de marge inférieurs à ceux des équipements (40% vs 70%). Les clients sont ainsi particulièrement sensibles aux coûts des consommables, éléments clés dans leur retour sur investissement au regard des volumes en question.

Depuis 2012, le groupe s'est positionné sur la technologie du jet d'encre (plutôt que le laser) dont la part est passée de 30% du CA Consommables à 97% au S1 2019.

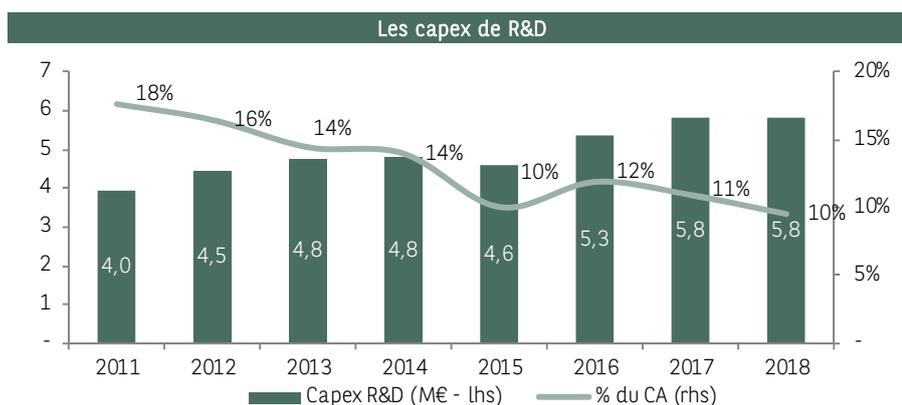


Source: MGI Digital Graphic Technology, Portzamparc (estimations des proportions en 2015)

Le changement de positionnement sur la technologie fait partie de la stratégie de montée en gamme de proposer des machines à plus forte valeur ajoutée. Notons cependant que les machines à jet d'encre demandent moins de consommables que les machines ayant une technologie laser, ce qui explique la moindre croissance des ventes de consommables (11% TCAM 2010–2018 vs 17% pour les équipements).

2.3. MGI s'est donné les moyens d'innover

Fort d'une équipe de 80 ingénieurs, représentant près du tiers des effectifs, le groupe investit environ 15% de son chiffre d'affaires en Recherche & Développement. MGI capitalise sa R&D, qui se retrouve ainsi dans les capex plutôt que dans les opex.

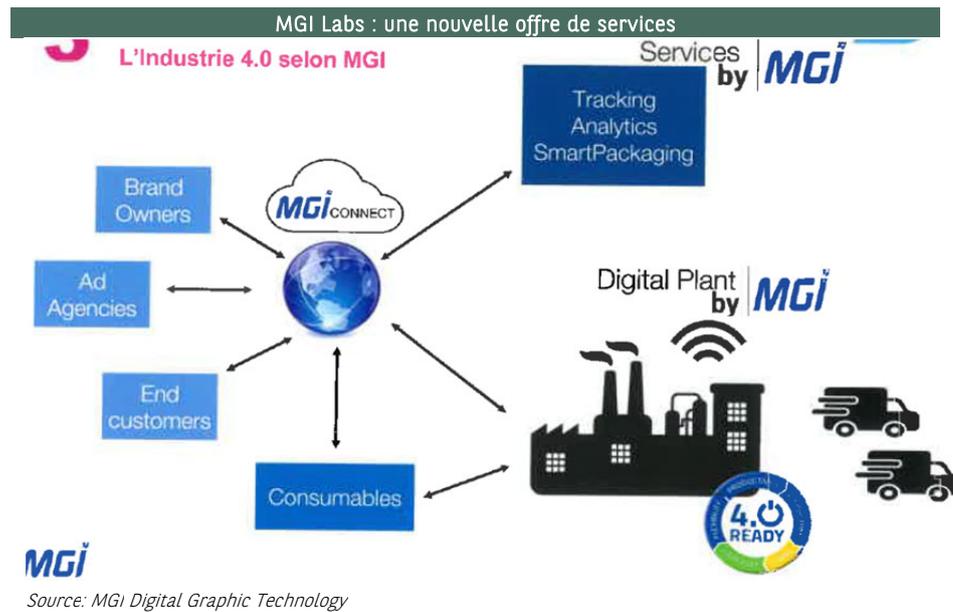


Source: MGI Digital Graphic Technology, Portzamparc

À titre d'exemple, le développement de l'Alphajet a coûté 36M€ (à trouver du côté des immobilisations incorporelles au bilan) et sera amorti sur neuf ans, à partir de 2020, année du début de sa commercialisation. MGI continuera d'investir dans la recherche et le développement de produits afin de soutenir sa croissance long terme. Les brevets protègent les efforts R&D et sont défendus par MGI (exemple avec des saisies du concurrent Duplo en 2017 pour du vernis sur sa vernisseuse DuSense DDC-810).

2.4. Une nouvelle offre de service avec MGI Labs

MGI vient de lancer une offre de service appelée MGI Labs. Elle a pour objectif d'élargir l'offre de service accessible à distance et de permettre la connectivité avec le parc d'équipements des majors mondiaux de l'impression. Elle doit aussi permettre d'amorcer le marché de l'électronique imprimée via la création d'une plateforme web "Digital Printed Electronics On Demand". Sur cette business unit, le groupe ne se fixe pas encore d'objectifs de CA ou de rentabilité.



2.4.1. Digital Plant by MGI : une approche industrielle IOT

Le premier volet de cette nouvelle offre de services est dédié à la connectivité des machines, qui bénéficieront de mises à jour à distance, du déploiement d'application dédiées et seront gérées globalement sous forme de parc. Les données collectées faciliteront 1/ du côté client une maintenance prédictive et 2/ du côté MGI une amélioration continue des machines.

2.4.2. Services by MGI : l'offre pour amorcer le marché du packaging Intelligent

Le groupe présentera officiellement ses innovations sur les étiquettes intelligentes/packaging fin janvier 2020, lors du PCD, foire pour l'emballage des produits cosmétiques.

Les produits présentés ont plusieurs intérêts :

- Ils offrent une expérience différenciante et une interactivité forte entre les consommateurs finaux et le produit via son packaging.

Deux illustrations du concept



Le consommateur met en contact son smartphone et le packaging. Grâce à la piste conductrice imprimée par MGI et reliée à une puce NFC, la musique du générique de la série télévisée K2000 est diffusée via le haut parleur du téléphone.



Le consommateur met en contact son smartphone et le packaging. Grâce à la piste conductrice imprimée par MGI et reliée à une puce NFC et aux LEDs, les yeux du robot clignent.

Source: MGI Digital Graphic Technology, Portzamparc

- De multiples applications sont possibles (étiquette d'authenticité, traçage du produit, engagement du consommateur...) sur de nombreuses industries B to C (spiritueux, cosmétique, pharmacie...) mais aussi B to B avec la logistique (traçage des produits).
- Meilleure récolte des données (date, localisation...) afin d'aider les marques à mieux cibler ou comprendre leurs campagnes marketing.

Le marché du packaging intelligent est encore relativement petit à 1,6Md\$ (d'après le cabinet Smithers Pira) mais présente une croissance de 18% par an. MGI souhaite participer à l'amorçage du marché et propose aux marques des produits finis embarquant de l'électronique imprimée sur demande. Une fois le marché en place, la société vendra ses imprimantes aux imprimeurs et fabricants de packaging.

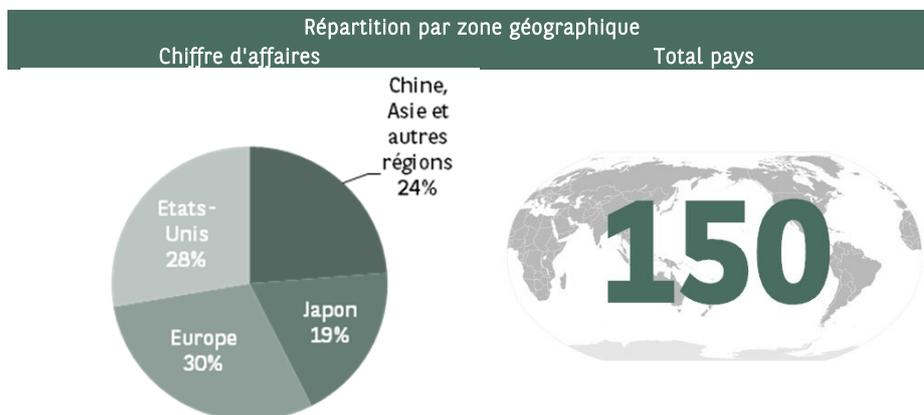
2.4.3. MGI Connect : intégration de la chaîne de valeur

MGI Connect est une plateforme, destinée aux marques, qui permet de visualiser les données récupérées via les étiquettes/packaging intelligents. Le modèle est très semblable à ce que développe le finlandais Thin Film Electronics. MGI intégrera ainsi une partie de la chaîne de valeur en fournissant un produit encore plus complet : l'ennoblissement du packaging, l'impression de technologie intelligente et la restitution des données générées dans la campagne marketing.

Le modèle d'affaires se présentera sous la forme d'abonnement fixe ou de rémunération à l'usage (par campagne marketing...).

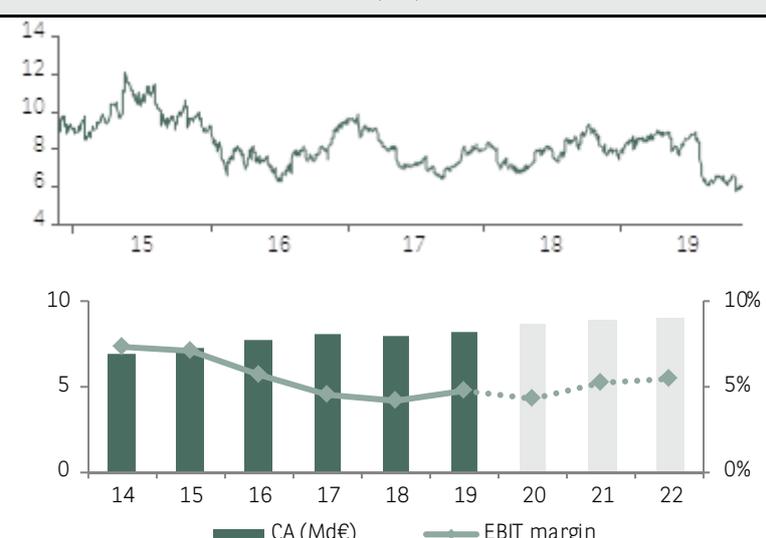
3. Une innovation diffusée avec Konica Minolta

Konica Minolta est un géant japonais du secteur de l'impression et commercialise ses différents produits sur un réseau de 150 pays. Ce dernier est entré au capital de MGI pour la première fois en 2014 et sa participation atteint 36% depuis 2016.



Source: Konica Minolta

Forte de près de 45 000 salariés, la multinationale japonaise opère dans les domaines des périphériques multifonctions de bureau (56%), de l'imprimante digitale professionnelle (22%), des équipements et services de santé (9%), des matériaux et composants industriels tels que des éclairages OLED, des têtes d'imprimantes à jet d'encre ou encore des systèmes optiques (11%), et pour finir, des activités annexes telles que les soins naturels ou les planétariums (3%).

Principales caractéristiques de Konica Minolta, Inc.		
Caractéristiques		Graphiques
Année de création	1936	
Pays / Marché	JPN / Tokyo	
Market cap.	3 059M€	
Dette nette (03/2019)	1 198M€	
CA (03/2019)	8 252M€	
Actionnaires	Flottant : 80%	

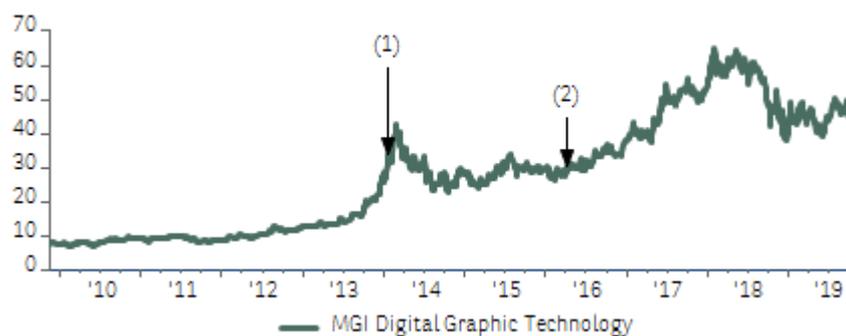
Source: Factset au 21/11/19, Portzamparc

3.1. Une entrée au capital en deux temps

L'alliance stratégique entre Konica Minolta et MGI a débuté en 2014, après dix ans de collaboration, au travers d'une prise de participation (10% du capital), réalisée par augmentation de capital (14M€). Ce partenariat projetait des synergies dans le développement et la distribution de solutions d'impression numériques professionnelles. Ainsi MGI apportait une grande partie de l'innovation technologique et Konica Minolta la puissance de son réseau de distribution.

Entre autres, la JETVARNISH 3DS, sortie en 2015, montre la réussite du partenariat : elle combine la technologie de vernis UV de MGI avec les têtes d'impression jet d'encre de Konica Minolta.

Plus de mouvements capitalistiques depuis 2016



(1)

Entrée au capital (10% pour 13,7M€) via une augmentation de capital réservée + alliance stratégique visant à 1/ co-développer et 2/ co-marketer les produits existants et futurs.

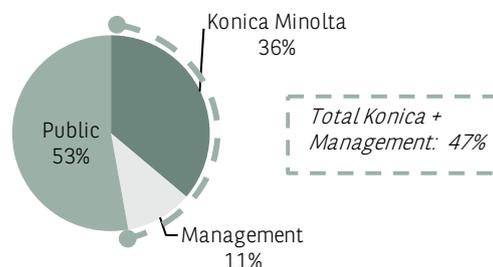
(2)

Konica Minolta se renforce au capital pour atteindre les 40,76% + accord de distribution, visant l'ensemble de la gamme de MGI (vs. seulement sur la JETvarnish 3D précédemment).

Source: MGI Digital Graphic Technology, Portzamparc

Quelques jours avant la Drupa 2016, la coupe du monde de l'impression, Konica Minolta a augmenté sa participation dans MGI, avec 30,2% de parts supplémentaires pour atteindre 40,8% du capital. Cette acquisition s'est faite auprès de la famille fondatrice Abergel, qui reste actionnaire et à la direction opérationnelle. Avec la prise en compte des instruments dilutifs, la répartition du capital de MGI est la suivante : Konica Minolta 36% ; Management (famille Abergel) 11% ; Public 53%.

Actionariat actuel



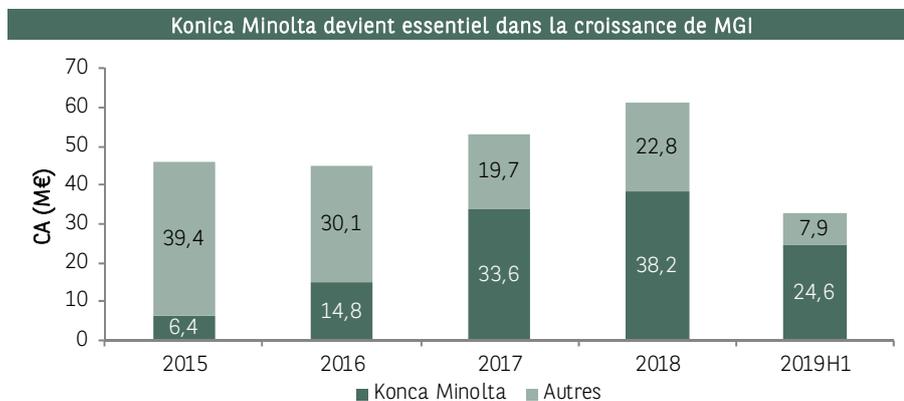
Source : MGI Digital Graphic Technology

Quid du futur de la relation capitalistique entre les deux entités ?

Si une prise de contrôle totale de MGI par Konica Minolta ferait sens au regard des relations déjà très étroites, la vraie question réside dans le timing. Rappelons également que le seuil de déclenchement d'une OPA sur Euronext Growth est fixé à 50%, supérieur aux 47% de participations du management et de Konica.

3.2. Les synergies évidentes

L'accès au réseau de distribution de Konica Minolta a été un levier significatif sur les ventes : MGI s'est fortement impliqué pour utiliser la force commerciale du géant japonais et les ventes en lien avec Konica Minolta représentent désormais près de 75% du chiffre d'affaires contre 14% en 2015.

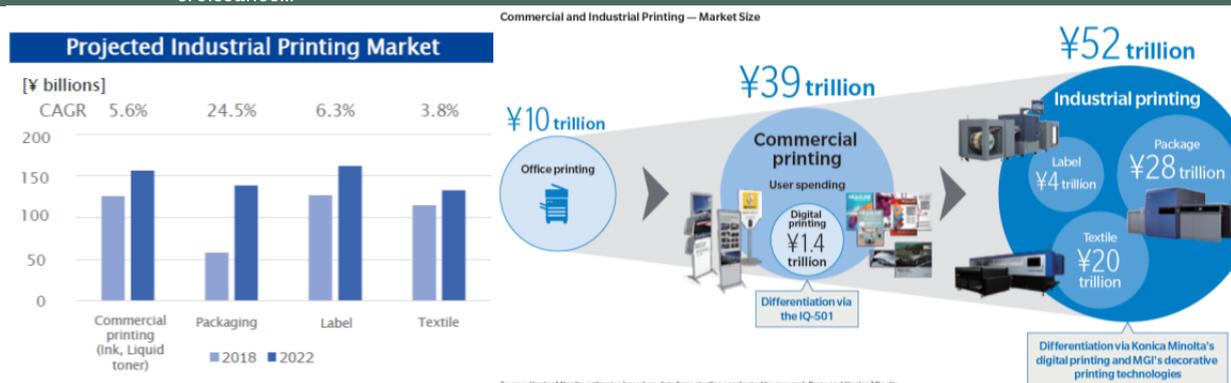


Source : Factset, Portzamparc

Les synergies développées par l'alliance stratégique et capitalistique sont nombreuses : 1/ MGI diffuse facilement et à moindre coût ses équipements, 2/ les frais de salons et de marketing sont en partie pris en charge par Konica Minolta. Les charges externes sont ainsi capées aux salons où MGI présente seul ses produits.

Cette forte croissance des ventes avec Konica Minolta (de 6M€ en 2015 à 38M€ en 2018) ne s'est pas faite au détriment de la marge brute. MGI continuera de profiter de ce partenariat car le groupe français fait pleinement partie de la stratégie de croissance du Japonais. En effet, Konica Minolta cherche des relais de croissance et les marchés du packaging et de l'étiquette présentent des forts taux de croissance et MGI est différenciant grâce à sa technologie.

MGI est présent sur des marchés en forte croissance... ..et permettra à Konica Minolta de se démarquer



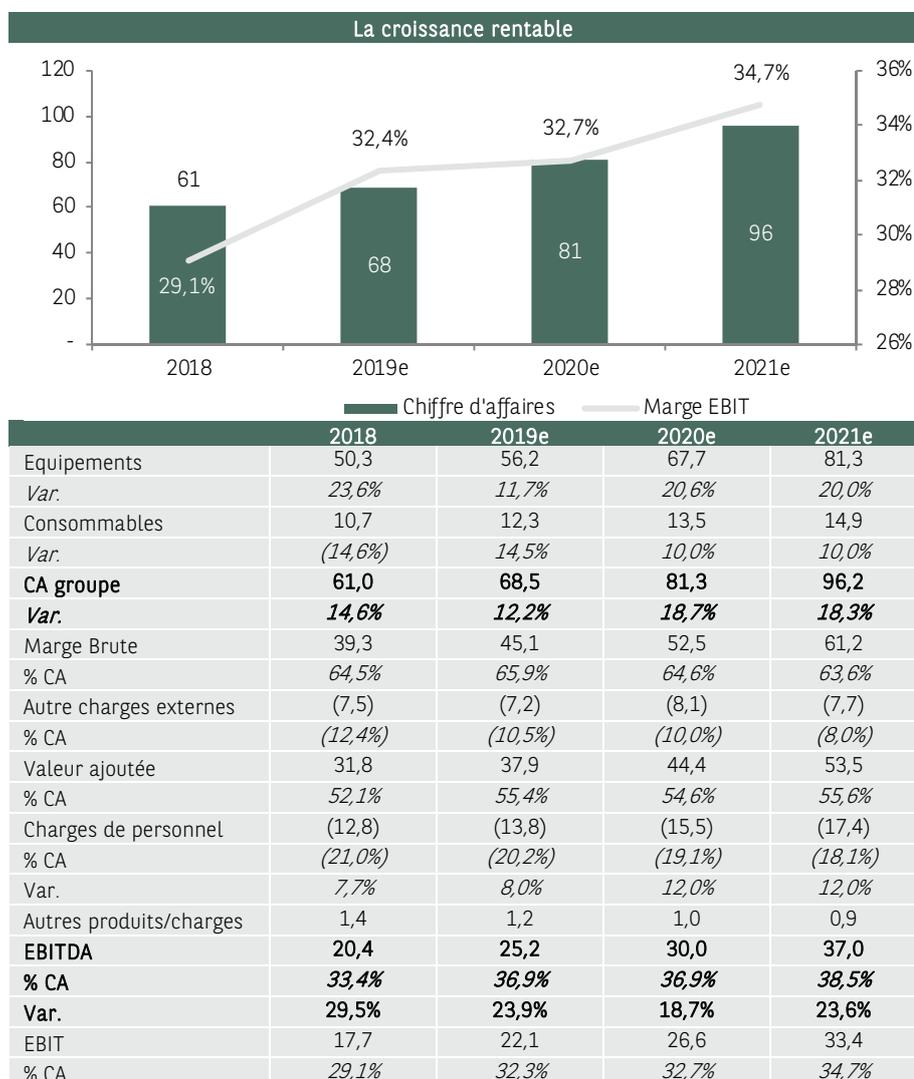
Source: Konica Minolta

Néanmoins, la part importante du CA réalisé avec Konica Minolta accroît fortement la dépendance de MGI à son principal actionnaire et son risque client.

4. Des perspectives attrayantes

4.1. La croissance à deux chiffres continue

MGI dispose de belles perspectives avec des marchés en forte croissance et une offre adaptée. Le salon de la DRUPA, équivalent des jeux olympiques de l'imprimerie par sa taille (260k visiteurs / 1800 exposants) et par sa fréquence (tous les quatre ans, dernière édition en 2016), se déroulera en juin 2020. Le management anticipe de fortes retombées commerciales avec un chiffre d'affaires 2020/2021 attendu proche de 100M€ (contre 60M€ en 2018). Cette guidance nous semble crédible du fait : 1/ d'un bon track record, avec un chiffre d'affaires qui double entre chaque DRUPA, 2/ des innovations fortes qui devraient trouver rapidement leur place dans le marché et 3/ du potentiel encore important du réseau de distribution : seulement 50% du réseau de distribution de Konica Minolta commercialise les solutions MGI à ce stade.



Source: MGI Digital Graphic Technology, Portzamparc

Malgré une approche prudente sur la marge brute, nous attendons une progression de la marge d'EBITDA qui pourrait atteindre 38,5% en 2021 contre 33,4% en 2018 (+5,1 points).

Forte progression attendue de tous les agrégats					
Année	2018	2019e	2020e	2021e	TCAM 18-21e
CA	61,0	68,5	81,3	96,2	16,4%
Var.	14,6%	12,2%	18,7%	18,3%	
EBITDA	20,4	25,2	30,0	37,0	22,1%
% CA	33,4%	36,9%	36,9%	38,5%	
EBIT	17,7	22,1	26,6	33,4	23,5%
% CA	29,1%	32,3%	32,7%	34,7%	
RN	12,5	15,9	19,3	24,8	25,6%
% CA	20,5%	23,3%	23,8%	25,7%	

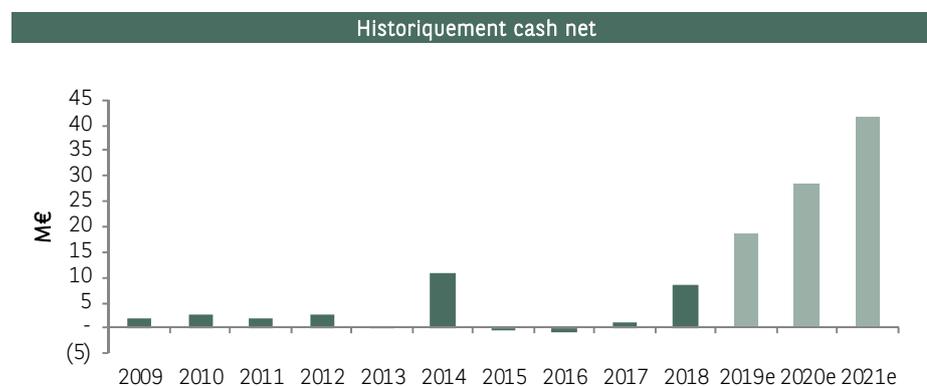
Source : Portzamparc

Nous adoptons un scénario conservateur sur la marge brute dans les années, à venir, même si nous identifions au moins deux leviers: 1/ des effets d'échelle sur les achats de composants et 2/ un effet mix avec des ventes d'équipements qui se développerait plus fortement que la vente de consommables.

L'amélioration de la rentabilité viendra donc des autres postes, grâce à 1/ la croissance soutenue et donc à une meilleure absorption des coûts fixes, notamment des charges de personnel; 2/ la maîtrise des coûts des salons, grâce à l'alliance avec Konica Minolta.

4.2. Un bilan sain

MGI est historiquement cash net ou très peu endetté. Le groupe présente une position de trésorerie nette de 8,5M€ à fin 2018 (12,2M€ fin S1 19).



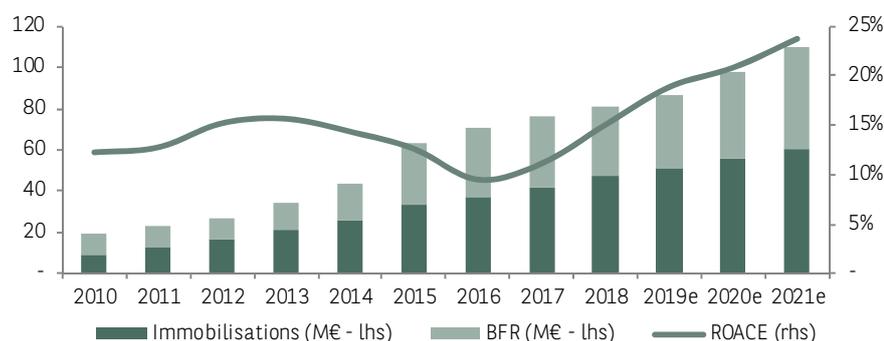
Source : MGI Digital Graphic Technology, Portzamparc

L'actif économique reste faible et permet au groupe de délivrer un bon retour sur capitaux employés. L'actif économique est composé à part égale entre le BFR et les immobilisations.

Nous estimons que MGI devrait améliorer son ROACE du fait 1/ d'investissements industriels déjà effectués et désormais peu significatifs (agrandissements d'usines) et 2/ d'une R&D qui devrait rester stable en absolu, se traduisant ainsi par une faible augmentation des immobilisations incorporelles.

Le BFR est essentiellement composé de stocks, en lien avec l'activité. Nous ne projetons pas d'amélioration significative en proportion du chiffre d'affaires mais l'amélioration du BFR reste un levier potentiel sur le cash.

Le ROACE va logiquement encore s'améliorer



Source: MGI Digital Graphic Technology,, Portzamparc

4.3. La génération de cash se matérialise

Après plusieurs années où la croissance de l'activité ne se traduisait pas par une forte génération de cash, le FCF profitera 1/ de la hausse de l'activité, 2/ de l'amélioration de la marge et 3/ d'un niveau de CAPEX globalement stable.

Tableau de flux de trésorerie simplifié				
	2018	2019e	2020e	2021e
MBA	11,7	19,0	22,7	28,4
Var. BFR	2,9	(1,5)	(6,4)	(7,6)
Cash Flow Opérationnel	14,6	17,5	16,3	20,8
Capex R&D	(5,8)	(5,9)	(6,0)	(6,2)
Capex industriels	(1,5)	(1,4)	(1,6)	(1,9)
Autres investissements	3,2	-	-	-
FCF	10,5	10,2	9,7	13,1
% CA	17%	15%	12%	14%
Dividendes	-	-	-	-
Autres	(3,3)	-	-	-
Var. DFN	(7,2)	(10,2)	(9,7)	(13,1)

Source : Portzamparc

Nous estimons que le FCF sera durablement supérieur à 15% du chiffre d'affaires. La génération de cash se traduira par un meilleur FCF Yield, jusque là entre 0 et 2%.

La génération de cash traduite dans le FCF Yield



Source: Factset au 27/11/2019

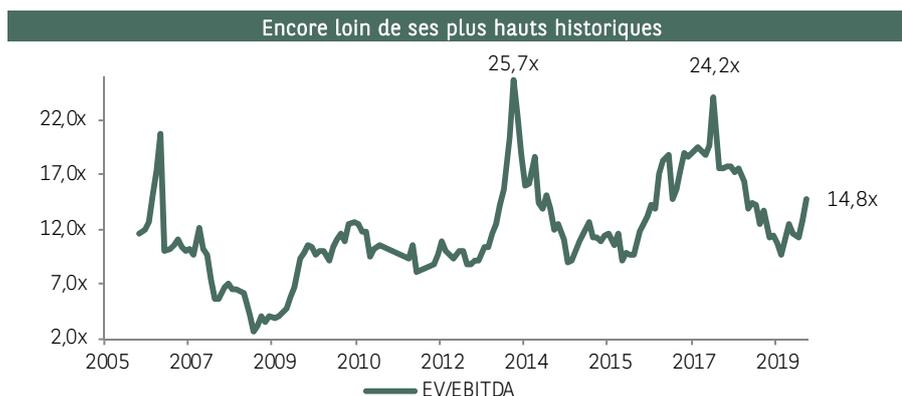
Quelle utilisation du cash ?

A terme, le groupe pourrait mettre en place une politique de dividende ou se renforcer en acquérant 1/ des technologies additionnelles à celles déjà maîtrisées (type CERADROP ou Köra Packmat) ou 2/ en intégrant la chaîne de valeur (software marketing ?).

5. Valorisation : objectif 65,6€ par action

5.1. OPA court terme : minimum 75€

A 14,8x EV/EBITDA, MGI se traite actuellement loin de ses plus hauts historiques. Lors des spéculations autour des prises de participations de Konica Minolta (2013 et 2016/17), le marché valorisait MGI jusqu'à 25,7x l'EBITDA FY1, soit une prime de 70% par rapport à aujourd'hui.



Source: Factset au 27/11/2019

Une OPA à court terme pourrait se traduire par un prix minimum de 75€

Une prime de contrôle de 31%, en ligne avec la dernière opération capitalistique et en cohérence avec des primes habituelles d'OPA sur le segment des Mid&Sma, ferait ressortir des multiples EV/EBITDA de 17,9x 2019e et 14,4x 2020e. Nous estimons que ces niveaux sont des seuils minimum au regard 1/ de la croissance attendue de l'EBITDA (TCAM 18-21e 22,1%) et 2/ de l'amélioration du taux de marge d'EBITDA (+5,1 points entre 2018 et 2021e).

Prix potentiel pour une OPA de l'actionnaire japonais				
	2014	2016	OPA 2019e	OPA 2020e
Valeur d'Entreprise (M€)	151	209	452	462
Prix / action (€)	24,9	38	75	75
Prime (vs spot j-1)	-3%	31%	31%*	31%*
EBITDA FY1 (M€)	6,5	17,0	25,2*	30,0*
EV/EBITDA induite	23,4x	12,3x	17,9x	15,4x

Source : Factset, Portzamparc / Note (*) : hypothèse Portzamparc

5.2. Comparables

MGI n'a pas de concurrent comparable coté. Nous donnons les multiples des grands fournisseurs d'équipements d'impression à titre indicatif : leurs niveaux de croissances sont plus faibles, et leurs marges, même retraitées des capex de R&D, sont également plus ténues.

Au regard de sa dynamique commerciale et de sa rentabilité élevée, MGI se traite logiquement sur des ratios de valorisation plus élevés.

Société	Pays	Capit (M€)	Marge EBITDA 2018	Marge EBIT 2018	TCAM CA 2018 - 2021	TCAM EBIT 2018 - 2021
Xerox Holdings Corporation	UNITED STATES	7 752	16,7%	11,3%	(3%)	(1%)
HP Inc.	UNITED STATES	26 781	8,7%	7,8%	2%	(2%)
Ricoh Company, Ltd.	JAPAN	6 732	7,8%	3,2%	3%	24%
Konica Minolta, Inc.	JAPAN	2 931	10,4%	4,8%	4%	8%
Kornit Digital Ltd.	UNITED STATES	1 178	10,9%	7,5%		
Heidelberger	GERMANY	385	5,7%	2,8%	2%	15%
Komori Corporation	JAPAN	539	5,4%	3,0%	4%	10%
Moyenne		2 931	10,4%	4,8%	2%	11%
Mediane		3 795	10,3%	6,2%	1%	9%
MGI Digital Graphic Technology	FRANCE	327	33,4%	29,1%	21%	26%

Source : Portzamparc, Factset au 25/11/2019

Société	VE/CA			VE/EBITDA			VE/EBIT		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Xerox Holdings Corporation	1,1 x	1,1 x	1,1 x	6,3x	6,0x	6,1x	9,6x	9,1x	9,4x
HP Inc.	0,5 x	0,5 x	0,5 x	6,1x	6,2x	6,3x	7,1x	7,2x	7,3x
Ricoh Company, Ltd.	0,8 x	0,7 x	0,7 x	7,2x	7,1x	7,1x	14,2x	13,1x	12,5x
Konica Minolta, Inc.	0,5 x	0,4 x	0,4 x	4,9x	4,1x	3,8x	12,5x	8,7x	7,8x
Kornit Digital Ltd.									
Heidelberger	0,4 x	0,4 x	0,4 x	6,0x	5,8x	5,0x	13,0x	11,9x	9,1x
Komori Corporation									
Moyenne	0,6 x	0,6 x	0,6 x	6,1x	5,9x	5,5x	12,7x	10,5x	9,2x
Mediane	0,5 x	0,5 x	0,5 x	6,1x	5,8x	5,7x	11,3x	10,0x	9,2x
MGI Digital Graphic Technology	4,4 x	3,2 x	2,6 x	13,7x	9,0x	7,7x	15,3x	10,0x	8,9x

Source : Portzamparc, Factset au 25/11/2019

5.3. DCF

Notre valorisation par DCF ressort à 65,6€ et repose sur les hypothèses suivantes :

- La reprise de notre scénario 2018-2021e.
- Une amélioration de l'EBITDA et du ROC à horizon 2021 et un niveau de ROC normatif de 34% soit la moyenne de la marge projetée dans notre scénario.
- Un taux d'IS en ligne avec l'évolution de la fiscalité française.
- Des CAPEX représentant 7% du CA en normatif, dont 5% provenant de la R&D.
- Un BFR normatif de 50% du chiffre d'affaires.
- Un taux d'actualisation de 10%.

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Projections						Normatif
	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Normatif
Chiffre d'affaires	68,5	81,3	96,2	113,9	132,6	151,7	170,4	188,0	203,5	216,2	225,3	229,9
<i>var. n/n-1</i>	<i>12,2%</i>	<i>18,7%</i>	<i>18,3%</i>	<i>18,5%</i>	<i>16,4%</i>	<i>14,4%</i>	<i>12,3%</i>	<i>10,3%</i>	<i>8,3%</i>	<i>6,2%</i>	<i>4,2%</i>	<i>2,0%</i>
Résultat d'exploitation	22,2	26,6	33,4	40,9	47,3	53,7	59,9	65,7	70,6	74,5	77,1	78,2
<i>Marge d'exploitation</i>	<i>32,4%</i>	<i>32,7%</i>	<i>34,7%</i>	<i>35,9%</i>	<i>35,6%</i>	<i>35,4%</i>	<i>35,2%</i>	<i>34,9%</i>	<i>34,7%</i>	<i>34,5%</i>	<i>34,2%</i>	<i>34,0%</i>
Taux d'imposition	28,7%	28,0%	26,5%	25,0%	25,0%							
REX - post impôts	15,8	19,2	24,6	30,6	35,4	40,3	45,0	49,3	53,0	55,9	57,8	58,6
(+) DAP	3,1	3,4	3,6	3,9	5,1	6,4	7,9	9,5	11,1	12,7	14,2	16,2
% CA	4,5%	4,1%	3,8%	3,4%	3,8%	4,2%	4,7%	5,1%	5,5%	5,9%	6,3%	7,0%
(=) MBA	18,9	22,5	28,2	34,6	40,5	46,7	52,9	58,8	64,1	68,6	72,0	74,8
BFR	35,2	40,5	47,7	56,5	65,8	75,4	84,8	93,6	101,4	107,9	112,5	114,9
% CA	51,4%	49,9%	49,6%	49,6%	49,6%	49,7%	49,7%	49,8%	49,8%	49,9%	49,9%	50,0%
(-) Var. BFR	(1,5)	(5,3)	(7,2)	(8,8)	(9,3)	(9,5)	(9,4)	(8,8)	(7,8)	(6,4)	(4,6)	(2,4)
Cash Flow Opérationnel	17,4	17,2	21,0	25,8	31,2	37,2	43,5	49,9	56,3	62,2	67,4	72,4
(-) Capex R&D	(5,9)	(6,0)	(6,2)	(6,3)	(7,2)	(8,2)	(9,1)	(9,9)	(10,6)	(11,1)	(11,4)	(11,5)
% CA	8,7%	7,4%	6,4%	5,5%	5,5%	5,4%	5,3%	5,3%	5,2%	5,1%	5,1%	5,0%
(-) Capex maintenance	(1,4)	(1,6)	(1,9)	(2,3)	(2,7)	(3,0)	(3,4)	(3,8)	(4,1)	(4,3)	(4,5)	(4,6)
% CA	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
(-) Autres investissements / Cessions	(0,1)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(=) Free cash flow	10,0	9,5	12,9	17,2	21,3	26,0	31,0	36,3	41,6	46,8	51,4	56,3
Discounted FCF	10,0	8,7	10,7	12,9	14,6	16,1	17,5	18,7	19,5	19,9	19,9	19,8

Valorisation		Commentaire
Somme FCF actualisés	168,5	43%
Valeur Terminale	227,3	57%
Valeur d'Entreprise	395,8	
(-) Endettement net	8,5	Au 31/12/18
(-) Intérêts minoritaires	-	
(-) Provisions	(0,4)	Au 31/12/18
(+) Immo. Financières	0,9	Au 31/12/18
Fonds Propres (M€)	404,7	
Nombre d'actions	6,2	
Valeur par action (M€)	65,6	Upside 19,6%

Etant donné la forte proportion du BFR dans le chiffre d'affaires, nous avons simulé une sensibilité de la valorisation avec ce dernier. Notre taux de BFR se base sur la moyenne observée chez les concurrents, à savoir 40% contre 50% dans notre scénario.

Sensibilité de valorisation						
		Marge opérationnelle normative				
		33,0%	33,5%	34,0%	34,5%	35,0%
CMPC	11,0%	55,5	56,1	56,8	57,4	58,0
	10,5%	59,5	60,2	60,9	61,6	62,3
	10,0%	64,2	64,9	65,7	66,4	67,2
	9,5%	69,4	70,3	71,1	71,9	72,8
	9,0%	75,5	76,5	77,4	78,3	79,3
		BFR normatif				
		30,0%	35,0%	40,0%	45,0%	50,0%
CMPC	11,0%	63,1	61,5	59,9	58,3	56,8
	10,5%	67,8	66,1	64,4	62,6	60,9
	10,0%	73,1	71,2	69,4	67,5	65,7
	9,5%	79,2	77,2	75,2	73,1	71,1
	9,0%	86,2	84,0	81,8	79,6	77,4

Source : Portzamparc

6. Annexes

6.1. Historique de la société

1982 : Création par Edmond Abergel, de MGI SSII développant des solutions progiciels destinées notamment aux domaines financiers.

1990 : Développement de la première Presse Numérique, solution d'impression répondant parfaitement aux attentes des professionnels des Industries Graphiques.

1998 : Lancement d'une nouvelle Presse Numérique Quadrie (4 couleurs) intégrant de nouvelles performances techniques.

2000 : Poursuite de la stratégie de développement avec l'ouverture d'une filiale de distribution en Allemagne (M.G.I. GmbH).

2002 : Le ralentissement économique touche de plein fouet l'industrie des arts graphiques et l'ensemble des acteurs économiques liés à ce marché. Dans ce contexte, MGI Digital renforce ses investissements R&D pour mettre au point une nouvelle technologie d'impression permettant d'imprimer sur support plastique.

2004 : Lancement commercial de la première Presse Numérique capable d'imprimer sur des supports Papiers & Plastiques.

2013 : Acquisition de CERADROP, spécialisée dans les équipements professionnels d'impression Jet d'encre pour l'électronique imprimée et 3D.

2014 : Entrée au capital du groupe Konica Minolta à hauteur de 10%. L'objectif est de développer des synergies technologiques et commerciales dans l'impression 3D.

2016 : Montée en puissance du groupe Konica Minolta, qui devient le premier actionnaire à hauteur de 40.76% des droits de vote et des actions (non-dilué).

2018 : Lors du salon international de l'imprimerie à TOKYO, MGI digital a conclu un partenariat stratégique avec le groupe Konando Printing, un des acteurs majeurs du marketing au Japon, afin de donner naissance au centre technologique Konando Lab. Ce dernier doit permettre la conception de nouveaux concepts de packagings et d'imprimés de telle sorte que les marques puissent renforcer les liens avec leurs clients.

6.2. Management

Edmond ABERGEL, Président du Conseil d'Administration : Ingénieur de formation, il fonde la société MGI en 1982, SSII développant des solutions progicielles destinées aux domaines financiers et du paramédical. En 1990, il donne une nouvelle orientation à sa société en lançant une des premières Presses Numériques monochrome du marché appelée "Master Cartes". À la tête de l'équipe R&D dès sa création, il sera à l'origine du lancement de sept générations de Presses Numériques et de solutions d'impression et se verra décerné plusieurs prix d'innovation en France.

Victor ABERGEL, Directeur Général Délégué : Diplômé de l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, il a non seulement un parcours d'entrepreneur, mais aussi de juriste. En plus de sa fonction de directeur général délégué de MGI Digital depuis 1986, il intègre le barreau de Paris en tant qu'avocat d'affaires en 2001.

Nathalie BUAN, Directrice Administrative et Financière : Elle dispose de plus de dix ans d'expérience en tant que DAF en France avec un parcours chez PWC et dans des PME, spécialistes du contrôle de gestion et du financement des entreprises. Elle rejoint MGI Digital en avril 2014.

Louis Gouthier-Le Boulch, Vice-Président en charge de la R&D et de la production: Ingénieur de formation, il dispose de trente ans d'expérience dans le secteur technologique. Après avoir débuté sa carrière chez Dassault Electronique (matériel militaire), il s'est dirigé dans un premier temps vers les technologies des semi-conducteurs (STMicroelectronics) puis des cartes à puces (Orga Kartensysteme). Depuis le début des années 2000, il exerce dans le milieu de l'imprimerie et a intégré les équipes de MGI en 2010.

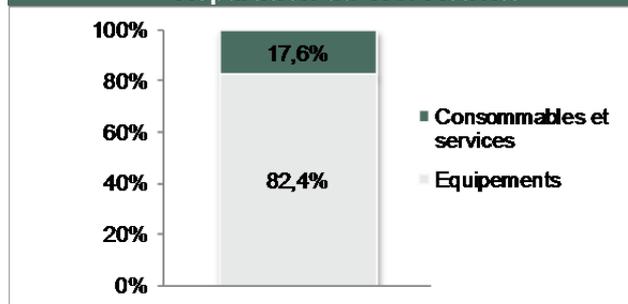
MGI DIGITAL

Exploitation	14	15	16	17	18	19e	20e	21e
CA	34,4	45,8	44,9	53,3	61,0	68,5	81,3	96,2
var. n/n-1	3,9%	33,2%	-1,8%	18,5%	14,5%	12,2%	18,7%	18,3%
var. organique	3,9%	33,2%	-1,8%	18,5%	14,5%	12,2%	18,7%	18,3%
EBE	10,4	12,6	11,7	15,7	20,4	25,2	30,0	37,0
ROC	8,2	10,2	9,3	12,3	17,8	22,2	26,7	33,5
var. n/n-1	14,8%	24,6%	-9,2%	32,8%	44,5%	24,7%	20,1%	25,5%
ROP	8,3	10,1	9,5	12,3	17,7	22,2	26,6	33,4
RCAI	8,5	10,0	9,6	11,9	17,8	22,2	26,7	33,5
IS	-2,1	-2,6	-2,4	-3,5	-5,4	-6,4	-7,5	-8,9
RN Pdg publié	6,4	7,5	7,2	8,6	12,5	15,9	19,3	24,8
RN Pdg corrigé	6,2	7,5	6,9	8,6	12,5	15,9	19,3	24,7
var. n/n-1	18,1%	20,7%	-7,9%	24,1%	44,8%	27,4%	21,4%	28,2%
Tmva CA 2016 / 2020e	16,0%							
Marge brute (%)	71,3%	68,9%	68,9%	65,4%	64,5%	65,9%	64,6%	63,6%
Marge opérationnelle (%)	24,3%	22,0%	21,2%	23,1%	29,1%	32,4%	32,7%	34,7%
Marge nette (%)	18,1%	16,5%	15,4%	16,1%	20,4%	23,2%	23,7%	25,7%
Taux IS (%)	24,7%	26,4%	24,7%	29,2%	30,3%	28,7%	28,0%	26,5%
Frais de personnel / CA (%)	18,3%	22,4%	26,6%	22,4%	21,0%	20,2%	19,1%	18,1%
CA/effectif (K€)	362	268	258	266	285	-	-	-
var. n/n-1	-12,5%	-26,0%	-3,5%	3,1%	7,0%	-	-	-
Effectif moyen	95	171	174	200	214	-	-	-
var. n/n-1	18,8%	80,0%	1,8%	14,9%	7,0%	-	-	-

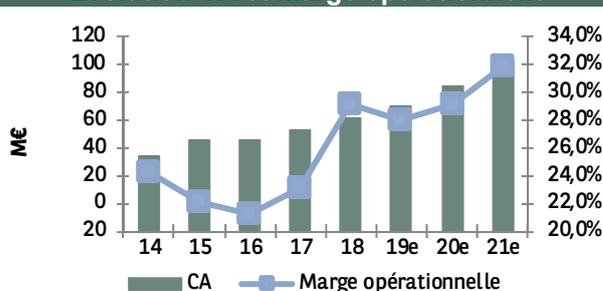
Bilan	14	15	16	17	18	19e	20e	21e
Fonds propres Pdg	53,9	62,2	69,8	77,2	88,9	104,8	124,1	148,9
Dettes financières nettes	-10,7	0,4	0,8	-1,3	-8,5	-18,7	-28,4	-41,5
Autres	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Capitaux investis	43,5	63,0	71,0	76,3	80,8	86,6	96,2	107,8
Immobilisations nettes	26,4	33,8	37,4	41,7	47,1	51,4	55,7	60,1
dont écarts d'acquisition	0,4	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
dont financières	1,5	0,6	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9
BFR	17,1	29,2	33,7	34,6	33,7	35,2	40,5	47,7
Actif économique	43,5	63,0	71,0	76,3	80,8	86,6	96,2	107,8
Gearing (%)	-19,8%	0,6%	1,2%	-1,7%	-9,6%	-17,8%	-22,9%	-27,9%
BFR/CA (%)	49,9%	63,8%	74,9%	64,9%	55,2%	51,4%	49,9%	49,6%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	0,0	0,1	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	12,0%	12,0%	10,3%	11,1%	14,1%	15,2%	15,6%	16,6%
ROACE (%) après IS normé	14,1%	12,7%	9,2%	11,1%	15,1%	18,9%	21,0%	24,1%

Financement	14	15	16	17	18	19e	20e	21e
Cash Flow	8,5	9,9	9,1	11,6	11,7	19,0	22,7	28,4
Variation BFR	-4,2	-11,9	-2,8	-2,3	2,9	-1,5	-5,3	-7,2
Investissements industriels	-6,9	-10,0	-5,8	-8,5	-7,3	-7,3	-7,7	-8,1
% du CA	20,1%	21,8%	12,9%	15,9%	12,0%	10,7%	9,4%	8,4%
Cash Flow Libre	-2,6	-11,9	0,5	0,8	7,3	10,2	9,7	13,1
Cessions d'actifs	0,0	0,5	0,9	1,9	3,3	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-0,1	0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	13,7	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-
Autres	12,9	0,1	-1,6	-0,4	-3,3	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-10,2	11,1	0,4	-2,2	-7,2	-10,2	-9,7	-13,1
Dettes financières nettes	-10,7	0,4	0,8	-1,3	-8,5	-18,7	-28,4	-41,5

Répartition du CA / Activité



Evolution CA et marge opérationnelle



MGI DIGITAL

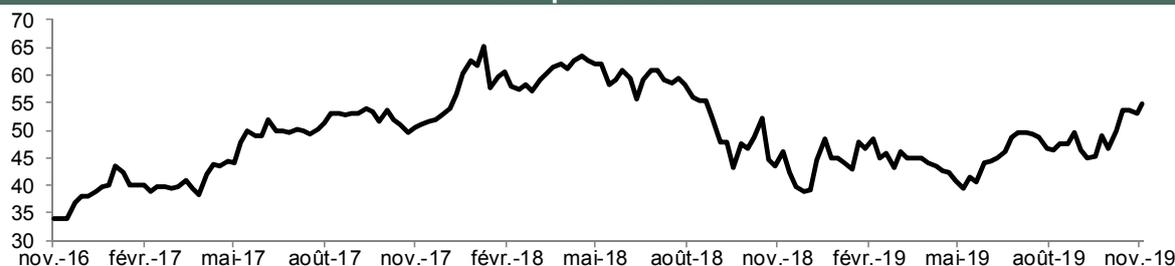
Données par action	14	15	16	17	18	19e	20e	21e
BNPA	1,17	1,35	1,17	1,40	2,03	2,60	3,15	4,04
var. n/n-1	6,1%	20,7%	-17,3%	24,0%	44,9%	27,6%	21,4%	28,2%
CFPA	1,5	1,8	1,5	1,9	1,9	3,1	3,7	4,6
ANPA	9,8	11,3	11,4	12,5	14,5	17,1	20,2	24,3
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2016 / 2020e	29,2%							
Tmva CFPA 2016 / 2020e	25,6%							

Valorisation	14	15	16	17	18	19e	20e	21e
PER (x)	26,7	21,2	28,3	33,6	27,5	21,2	17,5	13,6
PCF (x)	19,6	16,1	21,5	24,9	29,1	17,7	14,8	11,9
PAN (x)	3,1	2,6	2,8	3,7	3,8	3,2	2,7	2,3
VE/CA (x)	4,5	3,5	4,4	5,4	5,5	4,7	3,8	3,1
VE/EBE (x)	14,9	12,6	16,9	18,3	16,5	12,7	10,4	8,1
VE/ROP (x)	18,6	15,8	20,7	23,4	19,0	14,5	11,7	8,9
Free Cash Flow Yield (%)	-1,6%	-7,5%	0,3%	0,3%	2,1%	3,0%	2,9%	3,9%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	166,0	159,3	196,7	289,1	344,8	340,1	340,1	340,1
Valeur d'Entreprise (VE)	155,3	159,7	197,5	287,7	336,2	321,5	311,7	298,6
Cours de référence (€)	30,2	28,9	32,0	47,0	55,6	54,9	54,9	54,9
Nb de titres (Mio)	5,504	5,504	6,155	6,155	6,195	6,195	6,195	6,195
Nb de titres corrigé (Mio)	5,513	5,517	6,147	6,150	6,145	6,138	6,138	6,138
% de la dilution	0,6%	0,6%	-0,1%	0,0%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
Date d'introduction	12/07/2006							
Cours d'introduction ajusté	5,3 €							

Données intermédiaires	14	15	16	17	18	19
CA T1	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-
CA S1	15,4	22,3	23,2	26,5	29,5	32,5
ROP S1	4,0	4,8	5,7	6,7	8,4	9,6
RN pdg corrigé S1	3,1	3,7	4,5	5,1	6,0	7,2
Marge opérationnelle S1	26,1%	21,5%	24,7%	25,4%	28,4%	29,5%
Marge nette S1	20,3%	16,6%	19,3%	19,2%	20,4%	22,1%
CA T3	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-
CA S2	19,0	23,4	21,8	26,8	31,5	
ROP S2	4,3	5,3	3,8	5,6	9,4	
RN pdg corrigé S2	3,1	3,8	2,5	3,5	6,4	
Marge opérationnelle S2	22,8%	22,5%	17,6%	20,8%	29,7%	
Marge nette S2	16,3%	16,3%	11,3%	13,1%	20,5%	

Taux de croissance (n/n-1)	14	15	16	17	18	19
CA T1	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-
CA S1	9,6%	45,2%	3,9%	14,2%	11,5%	10,1%
CA S2	-0,3%	23,5%	-7,2%	23,1%	17,5%	
ROP S1	25,0%	19,8%	19,1%	17,7%	24,4%	14,6%
ROP S2	9,4%	21,7%	-27,4%	45,3%	68,4%	

Historique de cours



Avertissements généraux

Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques réputées fiables. Les opinions et les données prévisionnelles sont celles de leurs auteurs. Les appréciations formulées reflètent leur opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement. Les prévisions chiffrées sont effectuées à normes comptables constantes ; le passage aux normes IFRS pourra entraîner des modifications importantes des estimations.

Ni la société émettrice, ni Portzamparc, ni une quelconque autre personne ne pourra être tenue responsable de quelque manière que ce soit au titre d'un quelconque dommage direct ou indirect, résultant de l'utilisation de ce document. Ce document ne peut être distribué au Royaume-Uni qu'aux seules personnes qui sont des personnes autorisées ou des personnes exemptées au sens du U.K. Financial Services Act 1986 (ou d'un quelconque règlement pris en application de ce dernier) ou aux autres personnes du type décrit à l'Article 11(3) du Financial Services Act (Investment Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (tel que modifié). La transmission, l'envoi ou la distribution du présent document (ou de toute copie qui en serait faite) sont interdits aux Etats-Unis ou à un quelconque ressortissant des Etats-Unis d'Amérique (au sens de la règle « S » du U.S. Securities Act de 1993). Tout manquement au respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation du droit américain des valeurs mobilières. La diffusion de ce document dans d'autres juridictions peut être soumise à des restrictions légales et les personnes qui se trouvent en possession de ce document doivent s'informer et respecter de telles restrictions. Le présent document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou souscrire des valeurs mobilières ou autres titres ; il ne peut servir en aucune manière de support ou être utilisé dans le cadre d'un quelconque contrat ou engagement. Il ne vous est remis qu'à titre d'information et ne peut être reproduit ou redistribué à un tiers. En recevant le présent document, vous vous engagez à observer les restrictions mentionnées ci-dessus.

En tant que Prestataire de Services d'Investissements, Portzamparc Société de Bourse relève de l'Autorité des Marchés Financiers et est agréée par le Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissements.

Modalités administratives et organisationnelles visant à prévenir et éviter les conflits d'intérêts relatifs à la production d'analyse financière :

La société de bourse Portzamparc s'est dotée d'un règlement intérieur intégrant des dispositions intitulées "Murailles de Chine" qui décrivent l'organisation mise en place en vue de prévenir la circulation indue d'informations confidentielles ou privilégiées. Cette organisation est sous la responsabilité du Déontologue, qui fixe les règles et contrôle leur application. Elle prévoit notamment la séparation des activités susceptibles d'être en conflit d'intérêt entre elles : gestion pour compte propre, gestion pour compte de tiers, animation de valeur, négociation, vente institutionnelle, montage d'opérations financières et analyse financière.

Les analystes financiers, comme l'ensemble des collaborateurs de la société de bourse, sont soumis au dispositif de gestion des informations privilégiées et des restrictions applicables au sein d'un prestataire de service d'investissement conformément aux articles 315-15 à 315-19 du règlement général de l'AMF, ils ont pour obligation de domicilier leurs comptes titres au sein de la société de bourse. Le Déontologue tient à jour 3 listes de valeurs :

- une liste des valeurs interdites aux collaborateurs sur laquelle sont inscrites toutes les valeurs suivies par le service d'analyse financière et toutes les valeurs sous contrat avec la société de bourse. Dans le cas particulier des analystes, il leur est interdit individuellement d'intervenir en direct sur un instrument financier autre que : les parts d'OPC, le titre BNP PARIBAS et les titres acquis dans le cadre statutaire d'une fonction d'administrateur ou de mandataire.

- une liste des valeurs sous surveillance qui recense essentiellement les valeurs sur lesquelles un ou plusieurs collaborateurs de la société de bourse détient une information privilégiée.

- une liste publique des valeurs en interdiction qui recense les valeurs sur lesquelles une opération financière est en cours et pour lesquelles il ne peut plus y avoir d'opération pour compte propre ni de publication d'analyse financière.

Le déontologue contrôle les opérations réalisées sur les valeurs inscrites sur ces listes, qu'il s'agisse d'opérations de la clientèle, d'opérations de collaborateurs ou d'opérations pour compte propre.

Enfin, l'organe qui décide de la réalisation d'opérations financières : le Comité des Engagements, fait l'objet d'un dispositif spécifique visant à assurer la totale confidentialité des débats et décisions.

Le Groupe Portzamparc se positionne sur l'éligibilité des actions au PEA-PME sur la base des informations émises par les émetteurs et du Décret n° 2014-283 du 4 mars 2014 pris pour l'application de l'article 70 de la loi n° 2013-1278 du 29 décembre 2013 de finances pour 2014 fixant l'éligibilité des entreprises au PEA-PME soit : moins de 5 000 salariés, d'une part, chiffre d'affaires annuel inférieur à 1 500 millions d'euros ou total de bilan inférieur à 2 000 millions d'euros, d'autre part. La responsabilité du Groupe Portzamparc ne saurait être engagée dans l'hypothèse où les données utilisées pour l'analyse s'avèreraient inexactes

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (Historique des recommandations, engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation, prévisions...) est accessible sur

<http://www.midcaps.portzamparc.fr/wp-content/fileadmin/pubt/avertissements.pdf> (clientèle institutionnelle) ou auprès de votre conseiller habituel (clientèle privée).

Détail des potentiels conflits d'intérêts BNP PARIBAS

Sociétés dans lesquelles BNP PARIBAS détient des participations : <https://wealthmanagement.bnpparibas/fr/conflict-of-interest.html>

Les cours utilisés sont les cours de clôture de la veille sauf indication contraire.

Mentions obligatoires

Recommandations boursières

Nos recommandations boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à un horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur les objectifs de cours définis par l'analyste et intègrent des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché, susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse Portzamparc établit ses évaluations selon une approche d'analyse fondamentale multicritères (principalement et de manière non exhaustive actualisation des flux, multiples des comparables, multiples de transaction, somme des parties, actif net réévalué).

ACHETER (1) : Performance attendue supérieure à +15%

RENFORCER (2) : Performance attendue comprise entre +5% et +15%

CONSERVER (3) : Performance attendue comprise entre -5% et +5%

ALLEGER (4) : Performance attendue comprise entre -5% et -15%

VENDRE (5) : Performance attendue inférieure à -15% ou absence de visibilité sur les fondamentaux de la société.

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (Historique des recommandations, engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation...) est accessible sur <http://www.midcaps.portzamparc.fr/wp-content/fileadmin/pubt/avertissements.pdf> (clientèle institutionnelle) ou auprès de votre conseiller habituel (clientèle privée).

Les cours utilisés sont les cours de clôture de la veille sauf indication contraire.

Historique des recommandations sur l'émetteur au cours des 12 derniers mois

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des changements de recommandations et d'objectifs de cours faits par le département d'analyse financière de la Société de Bourse Portzamparc sur une période de 12 mois.

Date	Analyste	Objectif de prix	Cours de clôture	Ancienne Recommandation	Nouvelle Recommandation
28/11/2019 8:30	Yann de Peyrelongue	65,60€	54,90€		Acheter

Détail des conflits d'intérêts potentiels PORTZAMPARC

<i>Société</i>	<i>Détail des conflits d'intérêts potentiels</i>
MGI Digital	

1. La Société de Bourse Portzamparc possède ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par cet émetteur;
2. Cet émetteur, ou ses actionnaires principaux, possèdent ou contrôlent, directement ou indirectement, 5% ou plus du capital en actions émis par la Société de Bourse Portzamparc;
3. La Société de Bourse Portzamparc a été chef de file ou co-chef de file dans une offre publique concernant les instruments financiers de cet émetteur durant les douze derniers mois;
4. La Société de Bourse Portzamparc est teneur de marché pour les instruments financiers de cet émetteur;
5. La Société de Bourse Portzamparc a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.
6. La Société de Bourse Portzamparc et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse à travers laquelle Portzamparc Société de Bourse s'est engagée à produire et à diffuser des études de recherche d'investissement sur ledit émetteur;
7. La Société de Bourse Portzamparc a été rémunérée par cet émetteur en échange de la fourniture de services d'investissement ou des services en conseil financier au cours des douze derniers mois;
8. L'auteur de cette étude ou une personne qui aurait aidé à l'élaboration de cette étude (ou un membre de son foyer), ou encore une personne qui, malgré sa non-implication dans l'élaboration de cette étude avait ou pouvait raisonnablement avoir accès aux éléments substantiels de cette étude avant sa diffusion détient une position nette ou courte supérieure à 0,5% du capital de cet émetteur
9. La recommandation présentée dans ce document a été divulguée à l'émetteur avant sa publication et diffusion et a été subséquentement modifiée préalablement à sa diffusion

Détail des conflits d'intérêts potentiels BNP PARIBAS

Sociétés dans lesquelles BNP PARIBAS détient des participations : <https://wealthmanagement.bnpparibas/fr/conflict-of-interest.html>

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4

Paris : 16 rue de Hanovre - 75002 Paris - 33 (0) 1 40 17 50 08

Recherche

Nicolas ROYOT, CFA <i>Co-responsable de l'Analyse Financière</i>	royot@portzamparc.fr
Maxence DHOURY, CFA <i>Co-responsable de l'Analyse Financière</i>	dhoury@portzamparc.fr
Yann DE PEYRELONGUE Analyste Financier	depeyrelongue@portzamparc.fr
Arnaud DESPRE Analyste Financier	despre@portzamparc.fr
Pierre-Alexandre DESIR Analyste Financier	desir@portzamparc.fr
Anthony DICK Analyste Financier	dick@portzamparc.fr
Christophe DOMBU, PhD Analyste Financier	dombu@portzamparc.fr
Nicolas MONTEL Analyste Financier	montel@portzamparc.fr
Jeremy SALLÉE, CFA Analyste Financier	sallee@portzamparc.fr
Gaétan CALABRO Analyste Financier	calabro@portzamparc.fr
Stéphanie MANTEIGAS <i>Corporate Access & Edition</i>	manteigas@portzamparc.fr
Stéphanie TASSIN <i>Corporate Access & Edition</i>	tassin@portzamparc.fr
Amandine PRIGENT Edition	prigent@portzamparc.fr
Téléphone	33 (0) 2 40 44 94 09
Vente Institutionnelle	
François BREDOUX <i>Responsable Vente Institutionnelle</i>	33 (0) 2 40 44 95 21 bredoux@portzamparc.fr
Henri TASSO <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 41 tasso@portzamparc.fr
Henrique CRISTINO <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 31 cristino@portzamparc.fr
Nitin KHEDNAH <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 11 khednah@portzamparc.fr
Alexandre LE DROGOFF <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 48 ledrogoff@portzamparc.fr
Christophe CLEMENT <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 04 clement@portzamparc.fr
Franck JAUNET <i>Responsable Négociation, Sales trading</i>	33 (0) 2 40 44 95 26 jaunet@portzamparc.fr

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4

Paris : 16 rue de Hanovre - 75002 Paris - 33 (0) 1 40 17 50 08



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP