

Achat**Objectif de cours****4,15 €**

Cours au 07/03/2023

2,10 €

Potentiel**98%****Données valeur**

MEMS.PA / MEMS.FP

Euronext Paris

Capitalisation (M€) 15,7

Nb de titres (en millions) 7,48

Volume moyen 12 mois (titres) 8 208

Extrêmes 12 mois 0,90 € 2,16 €

Performances boursières

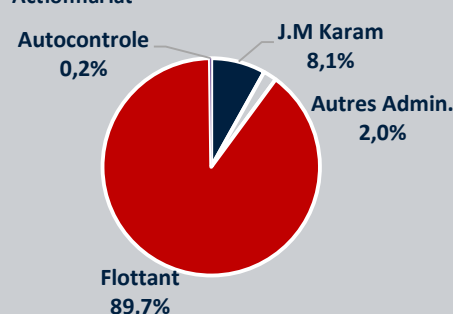
Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	51,1%	22,1%	130,8%	80,3%
Perf CAC Small	8,0%	1,4%	9,4%	4,3%

Données financières (en M€)

au 31/08	2022	2023e	2024e	2025e
CA	9,3	13,9	16,3	18,7
var %	-18%	49%	17%	15%
EBE	1,4	2,4	3,2	3,9
% CA	15,5%	17,2%	19,6%	20,7%
ROC	0,3	1,9	2,7	3,4
% CA	2,7%	13,6%	16,5%	18,0%
RN	1,0	1,8	2,6	3,2
% CA	11,2%	13,2%	15,7%	16,9%
Bnpa (€)	-0,01	0,25	0,34	0,43
ROCE (%)	1%	7%	10%	12%
ROE (%)	6%	10%	12%	13%
Gearing (%)	-29%	-29%	-34%	-39%
Dette nette	-4,8	-5,4	-7,3	-9,6
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)				

Ratios

	2022	2023	2024e	2025e
VE/CA (x)	1,0x	0,6x	0,4x	0,2x
VE/EBE (x)	6,6x	3,7x	2,2x	1,2x
VE/ROC (x)	37,2x	4,7x	2,6x	1,4x
PE (x)	15,1x	8,5x	6,1x	4,9x

Actionnariat**A l'aube d'une nouvelle histoire**

- Memscap est une entreprise française spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de composants et de systèmes à base de microsystèmes électromécaniques (MEMS) destinés à une large gamme d'applications industrielles, notamment des capteurs de pression pour l'aéronautique, le médical et des atténuateurs optiques variables pour les télécommunications.
- Les MEMS (Micro-Electro-Mechanical Systems) sont des dispositifs miniatures fabriqués à l'aide de techniques de microfabrication. Ils combinent des éléments électroniques et mécaniques pour produire des capteurs, des actionneurs et d'autres dispositifs qui peuvent mesurer, détecter, contrôler ou manipuler des phénomènes physiques.
- Fort de plus de 25 ans d'expérience Memscap est le leader Français des MEMS. Disposant d'un outil industriel de premier plan, la société bénéficie de capacités de production conséquentes qui devraient lui permettre de mener à bien son plan stratégique 4C (TCAM de CA de +20% entre 2023 et 2026) sans investissements significatifs. Depuis 2022, la société adopte également une stratégie fabless sur la production de ses puces et de son activité Optique ce qui lui permet de produire avec flexibilité en sous-traitant l'ensemble du processus de fabrication.
- Avec une équipe 10 de personnes dédiée à la R&D et plus de 10 familles de brevets, Memscap s'est doté de moyens pour accélérer encore sa croissance en répondant aux nouveaux besoins d'intégration, de performance, de fiabilité et de coûts de ses clients. Nous attendons un chiffre d'affaires en hausse annuelle moyenne de 26,2 % entre 2022 et 2025.
- Grâce à son offre large et innovante de systèmes-électro-mécaniques, Memscap s'est constitué un portefeuille clients important (plus de 70 clients actifs) et international (42% du CA aux US, 13% en Asie) avec de belles références (Nord Micro, L3, Lockheed Martin...).
- Sur un marché des technologies Mems attendu à 22,3 Mds € en 2027 (TCAM de +9,0% sur 5 ans), l'ambition du groupe est de poursuivre sa dynamique de croissance, tout dépassant les standards de profitabilité du secteur.
- Depuis 2021, Memscap s'est engagé dans une rationalisation majeure (programme Fablite) qui devrait lui permettre de retrouver une activité dynamique et un EBE en croissance. Sur l'exercice 2023, nous attendons un CA de 13,9 M€ (+48,9%) et un EBE de 2,4 M€ (17,2%). A partir de 2023, la société affichera un RN positif qui lui permettra de renforcer son bilan.
- Notre valorisation de Memscap fait ressortir un objectif de cours à 4,15 € issu de la moyenne des valorisations par DCF et par comparables. Au cours actuel, Memscap se paie 4,7x le ROC 2023e vs 10,5x en moyenne pour ses comparables. Une telle décote n'est pas justifiée pour cet acteur qui devrait conjuguer croissance organique soutenue et rentabilité élevée. Nous initions la couverture de Memscap avec une opinion à Achat.

Préambule

En décembre dernier, Memscap annonçait le succès de son programme Fablite qui visait à flexibiliser son outil de production. Pour cela, le groupe a procédé à la cession de son usine de fabrication et de son activité de fonderie située en Caroline du Nord (USA). En effet, les activités aux US étaient structurellement déficitaires compte tenu d'un business de fonderie à forte intensité capitalistique et à faible visibilité. La finalisation du programme Fablite devrait ainsi permettre au Groupe de changer considérablement son profil de rentabilité.

Alors que le Groupe a assaini ses fondamentaux, il nous a semblé opportun de faire un point sur l'activité de Memscap ainsi que sur la stratégie qui devrait être déployée dans les prochains exercices.

Pourquoi investir dans Memscap**Forte croissance**

TCAM 2022/2025e
+26,2%

Un nouveau profil de rentabilité

MOC de 18,0% en
2025e

Une offre multisectorielle

Aviation, Médical,
Optique

Une capacité d'innovation reconnue

10 familles de
brevets

Un bilan renforcé

Trésorerie 2022e :
5,4M€

Un potentiel d'upside important

+90% de potentiel
d'upside du cours

Sommaire

ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	4
SWOT	5
PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ	6
HISTORIQUE DE LA SOCIÉTÉ	8
LES MEMS, UNE TECHNOLOGIE DE POINTE	9
UN MODÈLE ORIENTÉ FORTE VALEUR AJOUTÉE	10
UN ACTEUR INCONTOURNABLE DE L'AVIONIQUE	11
POLE MÉDICAL: UN MOTEUR DE LA CROISSANCE	13
POLE OPTIQUE: UNE NICHE À FORTES MARGES	14
UNE ORGANISATION PRÊTE A DÉLIVRER	15
UN MARCHÉ STRUCTURELLEMENT PORTEUR	16
PERSPECTIVES STRATÉGIQUES ET FINANCIÈRES	18
L'AVIONIQUE, PRINCIPAL AXE DE CROISSANCE	18
UN NOUVEAU PROFIL DE RENTABILITÉ À VENIR	20
UNE STRUCTURE BILANCIELLE SOLIDE	22
VALORISATION DE MEMSCAP	23

Argumentaire d'investissement

Un marché aux perspectives de croissances prometteuses

Dans un marché porteur des Mems (systèmes-électro-mécaniques) qui devrait atteindre 22,3 Mds\$ en 2027 (vs 13,6 Mds\$ estimé en 2021), Memscap est positionné sur le marché des capteurs de pression pour l'aéronautique et le médical (respectivement 200 M\$ et 50 M\$ en 2021) ainsi que sur les puces VOA (5,0 M\$ en 2021). D'ici 2025, nous anticipons une croissance de l'activité de Memscap avec un TCAM du CA de 26,2 % en organique. La société va bénéficier : 1/ du retour de la croissance dans le secteur aéronautique, 2/ de la poursuite de la prise de parts de marché sur le segment médical et 3/ de la nouvelle organisation fabless sur son activité VOA. En plus, elle devrait profiter du renforcement de son expertise à travers des acquisitions opportunistes.

Les MEMS: une technologie de pointe

Le développement de Memscap repose sur sa capacité à innover sur le marché exigeant des systèmes-électro-mécaniques. Les investissements en R&D (15% du CA en 2021) et sa forte capacité d'industrialisation constituent un socle solide lui conférant la possibilité de proposer des innovations produits régulièrement à l'image du développement des capteurs de pression pour des sociétés de Medtech. Fort d'une équipe de 10 personnes dédiée à la R&D, Memscap compte maintenir ses investissements dans l'innovation afin de répondre aux nombreux usages et applications.

Un acteur mondial de référence

Présent sur la scène internationale avec plus de 60% de son chiffre d'affaires réalisé hors d'Europe, Memscap accompagne les acteurs de l'aviation, du médical et de l'optique pour intégrer la technologie stratégique des MEMS dans leurs systèmes afin d'améliorer l'intégration, les performances, la fiabilité et les coûts de leurs produits. En tant qu'acteur de référence des systèmes-électro-mécaniques, Memscap adresse un portefeuille de clients solide composé de constructeurs et de sous-traitants de l'aéronautique (Nord-Micro, GE Aviation, Aerosonic...), de fabricants d'instruments médicaux (Siemens, Philips, Ge Healthcare...) ou encore d'acteurs des télécommunications optiques (Oclaro). Sur sa seule activité d'Avionique, la société a équipé plus de 50 000 avions dans le monde.

Une organisation optimisée offrant du levier sur les marges

Après une année 2022 marquée par la fin de la rationalisation de ses coûts en profondeur avec la vente de l'usine aux US, Memscap devrait rapidement redresser sa rentabilité. En effet, nous anticipons un rebond du taux de marge brute sur les prochains exercices, compte tenu de la cession de l'activité aux US. D'autre part, l'EBE va bénéficier: 1/ de la croissance du chiffre d'affaires permettant d'absorber les coûts fixes 2/ d'un mix-produit plus favorable qui permettra d'améliorer la marge d'EBE et 3/ d'une organisation fabless génératrice de marge sur l'activité Optique. Enfin, la MOC est attendue à 18,0% en 2025 (vs 2,7% en 2022e retraité des activités US).

SWOT

Forces

- Une offre de solutions multisectorielles (Aviation, Médical, Optique)
- Une technologie de pointe : simple, fiable et économique
- Des capacités de production importantes avec des certifications parmi les meilleurs standards (ISO 9001, AS 9100, ISO 13845, etc.)
- Un pôle de recherche d'excellence
- 70 références clients (Lockheed Martin, GE Aviation, Aerosonic)
- Barrières technologiques et industrielles (10 familles de brevets)

Faiblesses

- Sous-traitant dans la chaîne de valeur
- Acteur de petite taille vs concurrents

Opportunités

- Marché estimé à 13,6 Mds \$ en 2021 et attendu en croissance annuelle moyenne de 9,0% sur la période 2021-27 (Les marchés de MEMSCAP dans ce marché des MEMS dépassent 200 M€)
- Retour de la croissance dans l'aéronautique
- Transition écologique vers des capteurs réutilisables

Menaces

- Un environnement concurrentiel

Les MEMS sont utilisés dans de nombreuses applications pour mesurer, détecter, contrôler ou manipuler des phénomènes physiques, offrant des avantages tels que la miniaturisation, la consommation d'énergie réduite et une grande précision.

*Retraité des activités
cédées en décembre
2022*

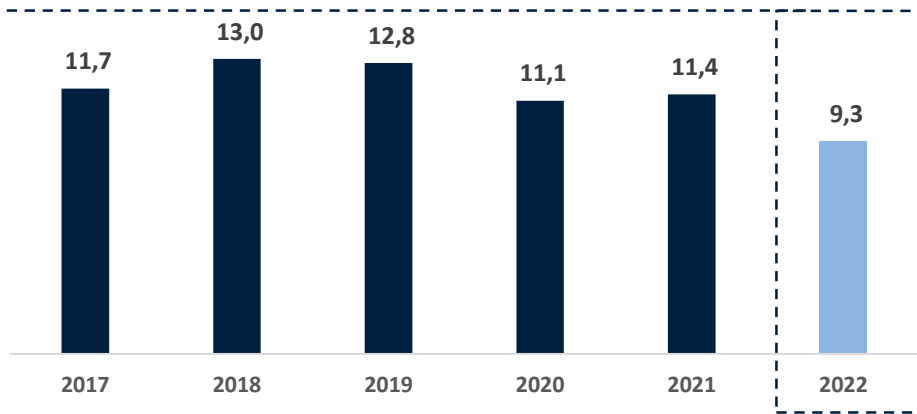
Présentation de la société

Fondée en 1999 à Bernin en France, Memscap est une entreprise internationale spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de composants et de systèmes à base de microsystèmes électromécaniques (MEMS) destinés à une large gamme d'applications industrielles, notamment des capteurs de pressions de très haute précision et de très forte stabilité pour les marchés de l'aéronautique et du médical. Memscap fournit également des atténuateurs optiques variables (VOA) pour le marché de la fibre optique.

La société est organisée autour de trois pôles d'activités : 1/ l'aéronautique et la défense (70% du CA 2022), 2/ le médical et le Bio-médical (30%) et 3/ les communications optiques (abandonné jusqu'en 2022) pour un chiffre d'affaires total de 9,3 M€ en 2022, en croissance de 9,3%.

Cotée depuis 2001 sur Euronext Paris, Memscap devient le 1^{er} pure player des Mems en bourse. Le Groupe s'est développé de manière organique et externe (6 acquisitions depuis 1999), avec une stratégie basée sur : l'internationalisation, l'innovation et une maîtrise de la distribution.

Evolution du CA depuis 2017 (M€)

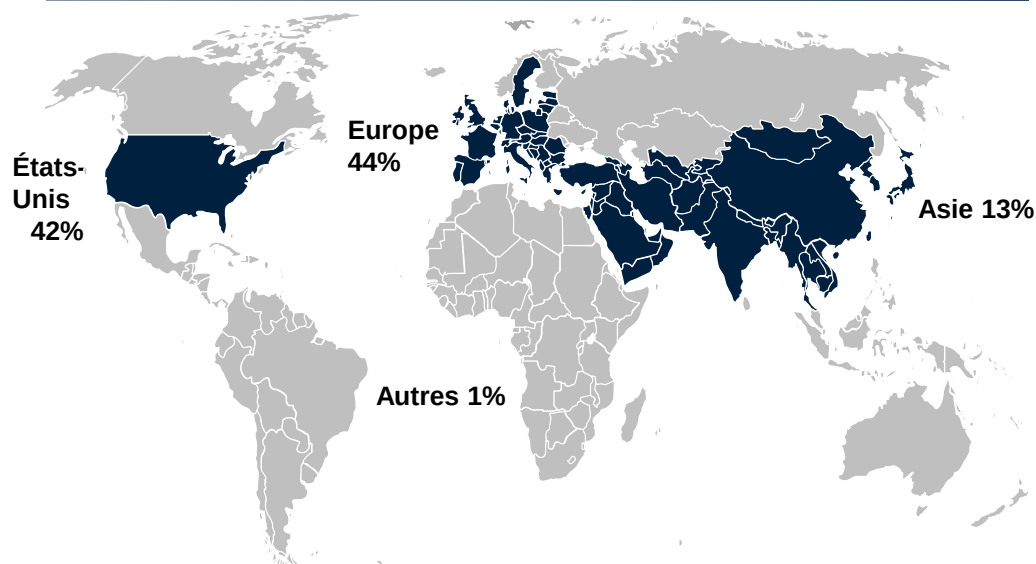


source : Société, Euroland Corporate

Largement présent à l'international (42% du CA aux US, 13% en Asie), Memscap entend poursuivre son développement commercial. Pour ce faire, le Groupe peut s'appuyer sur un outil de production international rationalisé, basé en Norvège, employant 39 collaborateurs. Cette forte exposition à l'international implique un chiffre d'affaires susceptible d'évoluer au gré des taux de change (60% du CA en USD, 39% en EUR 1% en autres).

Le Groupe déploie également une politique d'innovation ambitieuse, pour améliorer la technologie MEMS et développer de nouveaux produits pour répondre aux besoins du marché. Portée par une équipe R&D de premier plan (10 personnes) et des efforts de R&D soutenus (15 % du CA 2021), la société détient un portefeuille conséquent composé de 10 familles brevets.

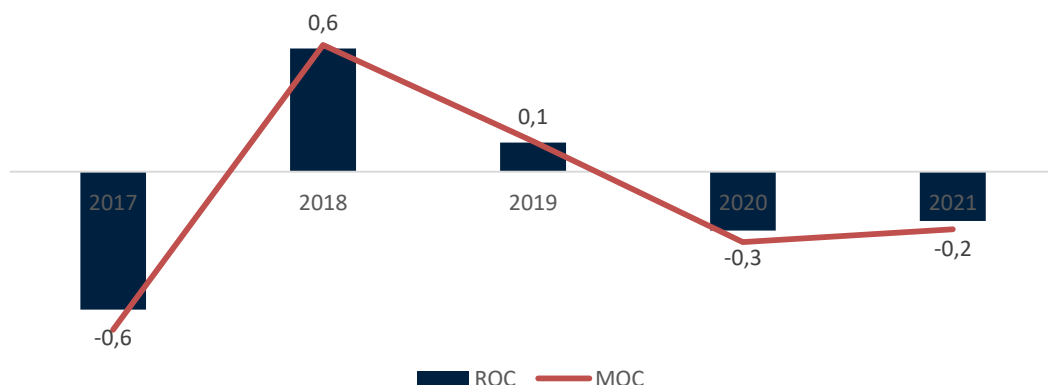
Répartition du CA par zone géographique (2021)



source : Euroland Corporate

Fort d'une distribution réalisée en direct par ses équipes (5 commerciaux et gestionnaire de comptes clients), Memscap se positionne comme le leader Français dans la fourniture des systèmes-électro-mécaniques et leurs composants. Ce mode de distribution présente plusieurs avantages : elle permet 1/ de capter une part plus importante de la valeur ajoutée, 2/ de s'assurer que l'approche commerciale est conforme à ses standards et 3/ de garantir un contact avec ses clients.

Evolution de la rentabilité depuis 2017



source : société

En 2022, le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires retraité des activités cédées de 9,4 M€ en hausse de 9,3 % à périmètre comparable (8,6 M€ de CA en 2021 hors activités abandonnées). L'activité a connu une accélération en séquentiel du CA (T4 +19,0% à 2,7 M€, T3 stable à 2,1 M€). Le CA T4 est tiré par la bonne dynamique du segment Médical, en hausse de +34,0% à 0,8 M€, et de l'Avionique (+14,0% à 1,8 M€) qui bénéficie de la reprise du trafic aérien. Alors que le Covid a lourdement pesé sur l'industrie aéronautique, le ROC évolue dans le rouge depuis 2020. La cession de l'usine aux US (structurellement déficitaire) devrait permettre de renouer avec les standards de rentabilité du secteur. A terme, l'accélération du chiffre d'affaires et la maîtrise des coûts constituent selon nous les principaux leviers sur la rentabilité.

Historique de la société

1997: Création de Memscap

1999: Acquisition des droits exclusifs auprès de la société américaine Tanner Research

2000: Lancement de l'offre de développement de composants MEMS pour la VOA

2001: IPO sur Eurolist avec une levée de 101,5 M€ et lancement de la construction de l'usine de Bernin

2002: Acquisition de la société Capto AS en Norvège et de la division Cronos de JDS Uniphase aux US.

2003: Acquisition de la société Opsitech S.A en France et Galayor Inc en Israël

2004: Acquisition de la société Optogone en France.

2005: Vente du bâtiment administratif de Bernin et prise de participation dans la société IntuiSkin

2006: Vente du site industriel de Bernin

2007: Acquisition des laboratoires la Licorne

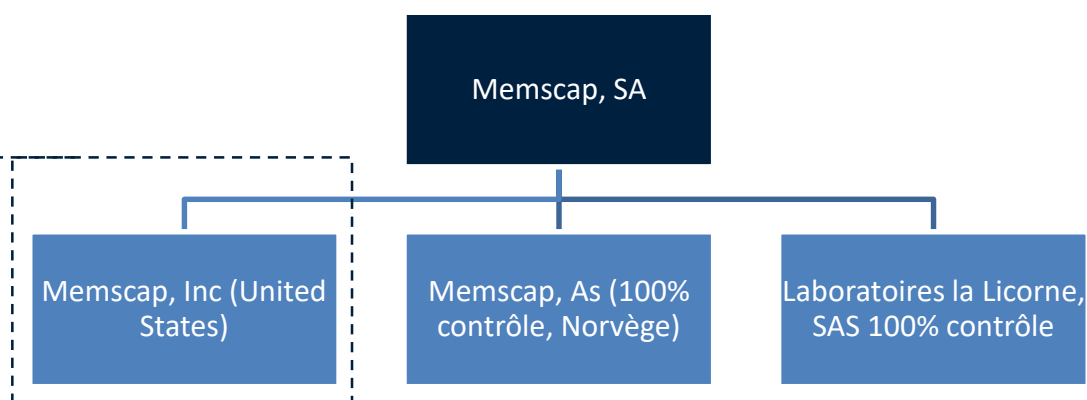
2010: Cession des filiales IntuiSkin (IOMA) avec un contrat de licence (avec une option d'achat) sur la marque IOMA

2012 : Augmentation de capital maintien DPS de 1,1 M€

2017: Mutation de son outil industriel pour flexibiliser ses capacités de production

2022: Finalisation du programme Fablite avec la cession de l'usine de Caroline du Nord (3,0 M\$) avec la signature d'un contrat de fourniture stratégique de la puce VOA avec l'acquéreur (Science Corp)

Organigramme Memscap



Memscap, inc est toujours détenu, seuls les actifs ont été cédés

Les MEMS, une technologie de pointe

Placés au cœur du métier de Memscap, les MEMS, ou systèmes micro-électro-mécaniques, sont des systèmes microscopiques, qui associent des éléments mécaniques, optiques, électromagnétiques, thermiques et fluidiques à de l'électronique sur des substrats semi-conducteurs. Ils assurent des fonctions de capteurs pouvant identifier des paramètres physiques de leur environnement (pression, accélération...) et/ou d'actionneurs pouvant agir sur cet environnement. Ils permettent entre autres de convertir un signal physique en un autre, par exemple un signal lumineux en signal électrique.

Exemples de fonctionnement d'un MEMS Transducteur



source : PCE France

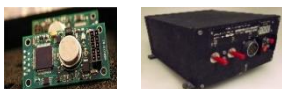
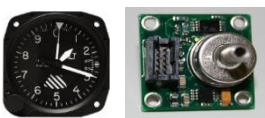
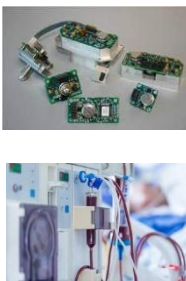
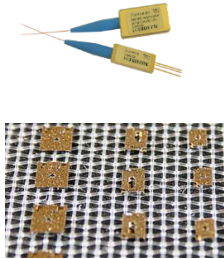
Memscap a développé une technologie et un procédé de fabrication permettant la production à façon couvrant tout le spectre des applications MEMS, du domaine médical aux télécommunications, et ce, pour une large gamme de produits. Le Groupe se concentre également sur des produits hautement technologiques et spécialisés, ce qui la distingue de ses concurrents généralistes. En outre, Memscap dispose d'une expertise en matière de microfabrication, ce qui lui permet de produire des MEMS de haute qualité à des prix compétitifs.

Depuis son usine de fabrication en Norvège, la société propose à ses clients des produits sur mesure (plaquettes, puces MEMS ou puces encapsulées) et des services de fabrication. Memscap est aujourd'hui une des seules sociétés de l'écosystème MEMS disposant des ressources et de l'expertise sur la plupart des procédés de fabrication MEMS (usinage en volume du silicium, micro-usinage de surface sur métal épais...). Capitalisant sur l'expertise de ses équipes, ses années d'expérience en conception et fabrication et de son portefeuille significatif de brevets, Memscap propose un large panel de services, de solutions et de produits permettant l'intégration de la technologie MEMS dans les systèmes et produits de ses clients.

Un modèle orienté forte valeur ajoutée

Le business model de Memscap repose sur la conception, la fabrication et la vente de composants microélectroniques miniaturisés appelés MEMS (Micro Electro Mechanical Systems), qui sont utilisés dans une variété d'applications industrielles, de défense, médicales et de télécommunications optiques. Memscap est notamment spécialisé dans la fabrication de MEMS pour la mesure, le contrôle et la régulation de phénomènes physiques, tels que la pression, le mouvement, la température, la force, l'humidité, etc. Memscap consacre une partie importante de ses ressources à la recherche et développement pour améliorer la technologie MEMS et développer de nouveaux produits et applications pour répondre aux besoins du marché. Sur la base de ses compétences en R&D et de sa chaîne de production pour la fabrication des MEMS et des produits finis, Memscap conçoit des produits MEMS personnalisés pour répondre aux exigences spécifiques de ses clients. En se concentrant sur les produits de haute technologie, Memscap peut offrir des marges plus élevées, ce qui peut contribuer à une plus grande rentabilité et à une croissance durable.

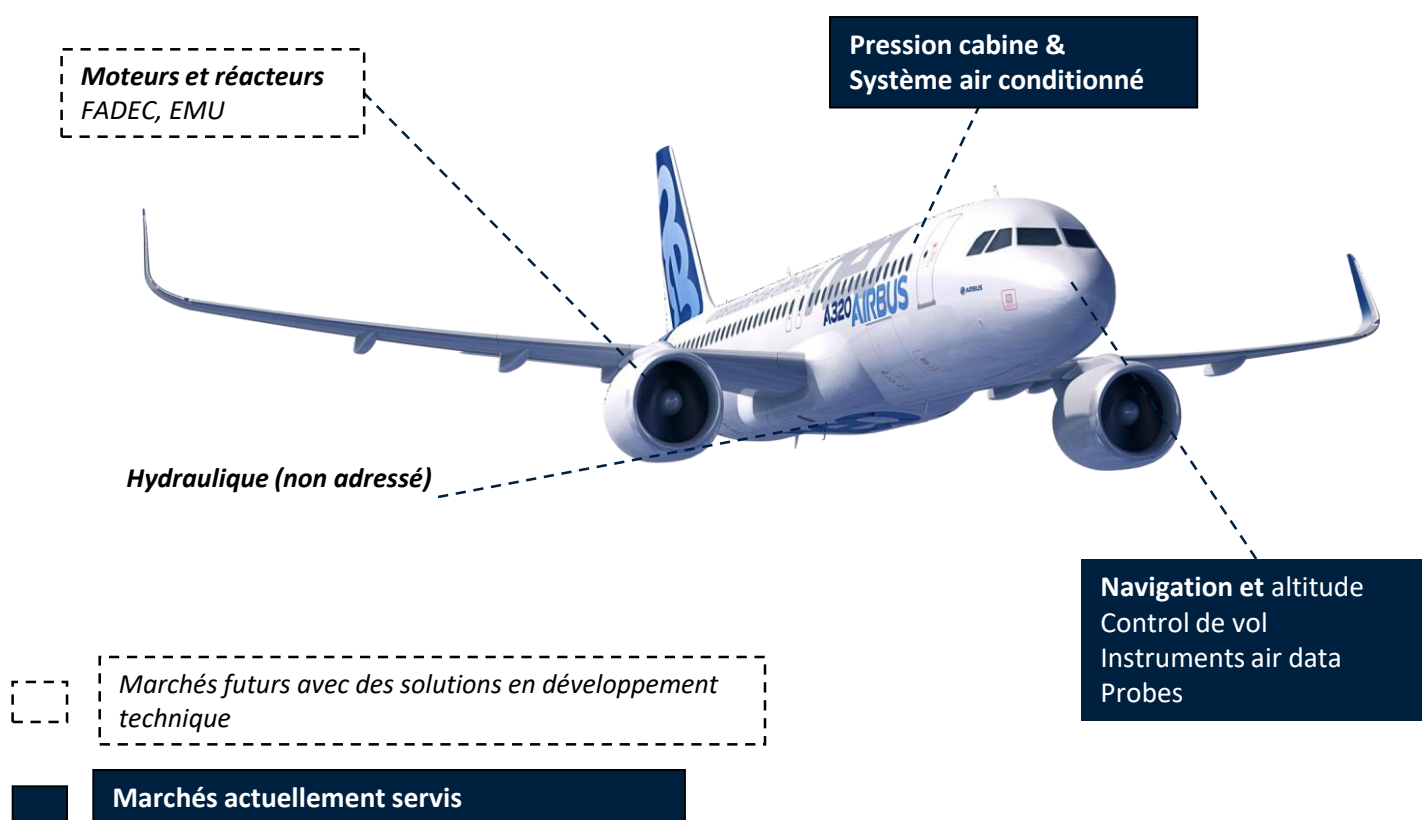
Produits, technologies et marchés

	Avionique	Médical	Optique
Secteurs			
Exemples Produits	  • Ordinateurs de données aériennes (adc) et mini-adc • Systèmes de contrôle de la pression de la cabine • Systèmes d'instruments de secours électronique • Altimètres • Ensemble de tests aériens au sol • Sièges d'éjection pour les avions militaires	 • Système de filtration et de dialyse du sang • Gestion de la pression sanguine invasive • Capteurs implantables.	 • Puces d'atténuateur optique variables pour des systèmes de gestion de la puissance
Etat du marché	• Memscap est un des leaders du capteur de pression. • Marché très concentré. Le top 5-6 représente 80% du marché. • Honeywell sont les principaux concurrents.	• Memscap est leader dans les capteurs de pression artérielle réutilisables.	• Memscap occupe une position de leader sur le marché des MEMS à actionnement (environ 80% de part de marché).

Un acteur incontournable de l'avionique

Premier fournisseur de capteurs de pression MEMS pour ordinateur de données aérodynamiques (Air Data Computers « ADC ») et de capteurs de pression pour l'avionique non-hydraulique, le pôle Avionique de Memscap représente 70 % du CA 2022 (6,8 M€). Cette activité propose 1/ des capteurs de pression (séries SP82, SP85) et 2/ des modules de pression. Ses fortes capacités industrielles et d'innovation permettent aujourd'hui à Memscap d'être le partenaire privilégié de clients de renommée mondiale dans les domaines de l'aviation et de la défense (GE Aviation, L3Harris, Meggitt Avionics, Aerosonic).

MEMS dans l'avionique



source : Société, Euroland Corporate

Embarquée dans plus de 50 000 avions, l'offre produits de Memscap répond à de multiples applications et est notamment dédiée aux calculateurs de données aérodynamiques pour la navigation, au contrôle de la pression de la cabine ou encore pour les sièges éjectables des avions de chasse. L'entreprise se différencie de ses concurrents en proposant des produits hautement technologiques et en élargissant sa gamme de produits pour répondre à une variété de besoins de l'industrie. En effet, la précision et la fiabilité de ses systèmes-électro-mécaniques sont largement reconnus avec des produits qui affichent une dérive ultra-faible à long terme (inférieures à 0,02%) ainsi qu'un temps moyen avant panne de plus de 20 ans.

Constructeurs aéronautiques commerciaux

AIRBUS

Piper®

BOMBARDIER

 BOEING DASSAULT
AVIATION

Gulfstream

MCDONNELL
DOUGLAS 
Cessna
A Textron Company

source : Société

Par ailleurs, les solutions MEMSCAP fonctionnent sous des contraintes d'environnements difficiles (faible température, chocs, vibrations) et offrent une excellente précision et une stabilité à long terme. Pour l'ensemble de ces raisons, les produits Memscap sont intégrés auprès des plus grands constructeurs aéronautiques.

Fortement impactée par la crise Covid, l'industrie Aéronautique devrait retrouver une dynamique de croissance positive sous l'effet de la reprise des déplacements internationaux. Les constructeurs aéronautiques sont également soumis à la transition écologique et devront progressivement tendre vers des modèles de moins en moins polluant afin de proposer des flottes plus écologiques. Enfin, les récentes tensions géopolitiques et notamment la guerre en Ukraine devraient favoriser les ventes d'avions militaires. **Le Groupe devrait ainsi tirer parti de ces tendances sur le moyen-long terme. De plus, le pôle Avionique bénéficie d'une bonne visibilité sur les exercices à venir à la faveur des carnets de commandes des constructeurs aéronautiques.**

Exemples d'avions militaires équipés par Memscap



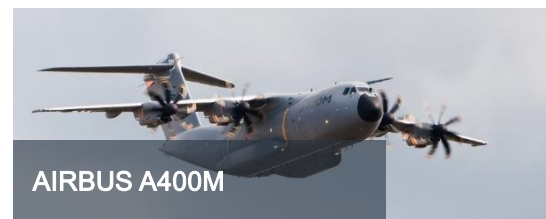
EUROFIGHTER PROGRAMME



LOCKHEED C-1411



SAAB/BAE GRIPEN



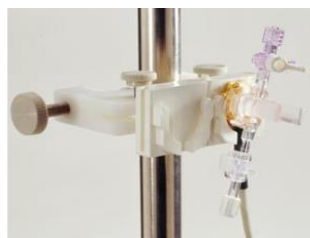
AIRBUS A400M

source : Société

Pôle médical : un moteur de la croissance

Hérité du rapprochement avec la société Capto AS, le pôle Médical et Bio-médical (30% du CA 2022) dédie son savoir-faire au développement de solutions technologiques performantes, fiables, économiques et faciles à utiliser afin de répondre aux problématiques de gestion des patients. Memscap est aujourd'hui le leader des capteurs de pression sanguine invasive réutilisables pour la surveillance des patients. Le savoir-faire de Memscap lui permet de proposer une large gamme de produits à destination des grands fabricants d'équipements médicaux tels que GE Medical, Philips et Siemens.

Solutions pour les applications médicales



**Capteur de pression
réutilisables SP840**



SP840



**Solution
implantable**

source : Société

L'offre de produits

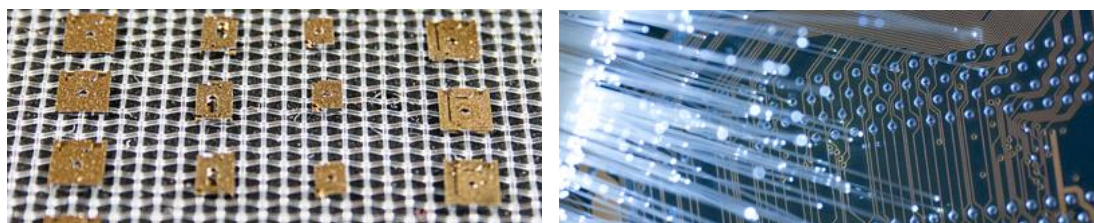
La forte capacité d'innovation et de développement du groupe lui permettent de proposer 1/ des accessoires pour les équipements médicaux (capteurs de pression réutilisables, des consommables plastiques biocompatibles jetables), 2/ des solutions intégrées dans les équipements médicaux (des capteurs de pression utilisées dans les applications une précision élevée comme la pression sanguine) et 3/ des solutions implantables (des capteurs de pression implantés dans le corps humain nécessitant une miniaturisation, une précision élevée et une faible dérive sur le long terme).

Sur ce segment, Memscap profite : 1/ de barrières technologiques par le moyen de son portefeuille de brevets et son expertise de mise au point des produits, 2/ de barrières industrielles via ses processus de fabrication, son savoir-faire de production de masse ainsi que par la qualité de ses sites de production

Pôle optique: une niche à forte marge

Cœur de métier historique de Memscap, le pôle optique de Memscap était considéré comme abandonné depuis 2021. L'activité optique produit des MEMS destinés aux applications de réseaux optiques, allant de la protection des modules optiques au segment de la gestion de l'énergie optique. Dans un marché estimé à 5,0 M\$ pour les puces et 50 M\$ pour les produits finis, Memscap est le principal fournisseur de puces MEMS optiques pour VOA destinées au marché des télécommunications optiques. Le Groupe est notamment le leader sur le marché des MEMS à actionnement thermique, avec environ 80% de part de marché.

Solutions pour les communications optiques



source : Société

Sur ce segment, Memscap intervient en tant que fournisseur. La société profite d'une forte réputation grâce à sa maîtrise de la technologie et de son innovation permanente. Sa puissance industrielle lui permet de fournir plusieurs Groupes des communications optiques tels qu'Oclaro.

Les dispositifs de Memscap sont utilisés pour une variété d'applications, notamment :

- utilisé dans une variété d'applications, particulièrement la gestion de puissance dans la fibre optique
- Déployé en tant que composant ou intégré dans les systèmes (émetteurs / récepteurs)

Considérée comme abandonnée jusqu'en 2022, l'activité Optique pourrait selon nous être un véritable relais de croissance à la faveur de la finalisation du programme Fablite. En effet, les produits VOA font l'objet d'un accord stratégique d'approvisionnement (avec Science Corporation) pour la fabrication et la fourniture de produits nécessaires à l'activité optique de MEMSCAP. Cet accord comprend un minimum de 3 ans d'approvisionnement en puces et plaquettes et un engagement de non concurrence de Science Corporation pour 5 ans.

Le programme *Fablite* visait la réorganisation en profondeur de activités de Memscap afin de retrouver les standards de rentabilité du secteur

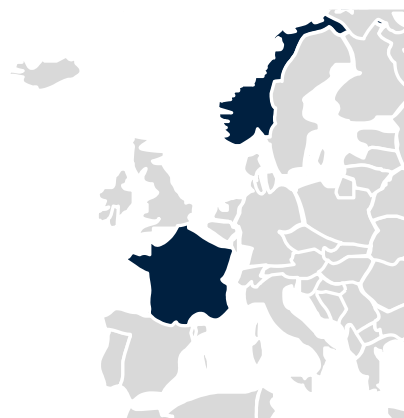
Une organisation industrielle prête à délivrer

Conscient du foyer de perte que constituait l'activité Américaine, le management a lancé début 2022 le programme *Fablite* qui visait la réorganisation en profondeur de ses activités afin de retrouver les standards de rentabilité du secteur et de renforcer ses compétences en matière de R&D.

Pour cela, la société a procédé à la cession de son usine de fabrication en Caroline du Nord (USA) auprès de Science Corporation pour un montant de 3,0 M\$. L'accord définitif de vente d'actifs avec Science Corporation, couvre la vente et le transfert de certains actifs de la filiale américaine du Groupe, dont les équipes de Caroline du Nord, le bail de l'usine de fabrication ainsi que la totalité des équipements industriels et technologies associés (y.c les activités Produits sur mesure de fabrication pour compte de tiers). Les produits d'optique (VOA) et la propriété intellectuelle sont quant à eux exclus de la vente d'actifs et demeurent la propriété de Memscap. Ces derniers font l'objet d'un accord stratégique d'approvisionnement (avec Science Corporation) pour la fabrication et la fourniture de produits nécessaires à l'activité Optique de MEMSCAP. Cet accord comprend un minimum de 3 ans d'approvisionnement en puces et plaquettes.

Organisation industrielle

*Siège social situé à
Bernin (38)
4 collaborateurs en
2022 dédiés à la
conception*



*Usine de production
située à Skoppum en
Norvège. 39 ETP en
2022 dont 22 dédiés à
la production*

source : Euroland Corporate

La vente du site industriel devrait ainsi permettre une production plus flexible, entraînant une réduction des coûts directs et indirects. A titre d'exemple, en 2021, le CA intégrant les US était de 11,4 M€ pour une marge brute de 28,9% et une marge d'EBITDA de 8,9%. Le CA, retraité de l'activité aux US ressort à 8,5 M€ pour une marge brute de 42,5% et une marge d'EBITDA 18,5%.

Le modèle fabless conclut avec Science Corporation, ferait ressortir le CA à 10,4 M€ pour une marge brute de 41,2% et une marge d'EBITDA de 21,5%. Alors que le Groupe perdait 1,0 M€ aux US pour 2,8 M€ de CA, le programme *Fablite* devrait permettre de poursuivre l'activité Optique sur un modèle plus rentable avec 1,8 M€ de CA pour 0,6 M€ d'EBITDA. Le Groupe change ainsi considérablement son profil de rentabilité.

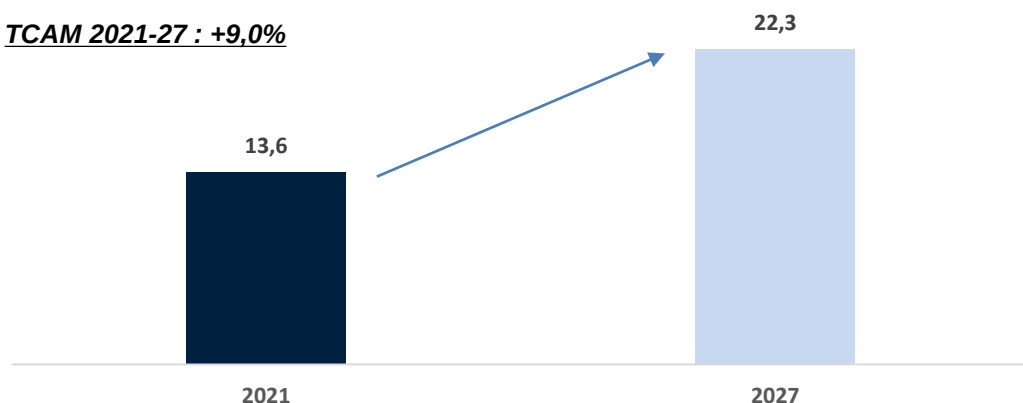
De plus, la cession de l'usine lui permet de renforcer sa trésorerie. Les exercices à venir devraient afficher une amélioration des marges et devraient profiter de nouveaux catalyseurs sur le chiffre d'affaires à la faveur du pôle optique.

Un marché structurellement porteur

L'industrie des MEMS profite d'une dynamique de croissance soutenue, qui devrait rester positive sur le long terme. Malgré une année 2020 impactée par les confinements successifs et la fermeture des usines, l'industrie des MEMS a su profiter de nombreuses tendances de fond ces dernières années. La croissance des MEMS a récemment été portée, entre autres, par l'industrie médicale, grande consommatrice des MEMS pression qui sont utilisés dans la surveillance de la pression sanguine. Ces tendances ont permis au marché des MEMS de continuer à croître pour atteindre les 11,5 Mds\$ en 2020 et 13,6 Mds\$ en 2021 (+18,3%) dont 1,5 Mds\$ pour le marché des MEMS à haute valeur ajoutée (Aéronautique, Médicale, Télécom).

Prévisions de marché MEMS (en Mds \$)

TCAM 2021-27 : +9,0%



source : Yole Group, Status of the MEMS Industry 2021

L'année 2022 a, elle aussi, été particulièrement dynamique pour les MEMS, qui ont pu bénéficier 1/ d'une reprise du commerce mondial et des exportations et 2/ des décalages de commandes en 2022. Selon Yole, le marché des MEMS est attendu en croissance de +9% à 14,8 Mds\$ en 2022.

L'année 2023 s'annonce quant à elle plus chahutée, en raison de la pression croissante sur les PME qui cherchent à réduire leurs coûts de production, du sur-stockage de la part d'industries pour faire face aux difficultés d'approvisionnement et l'impact inflationniste sur les consommateurs.

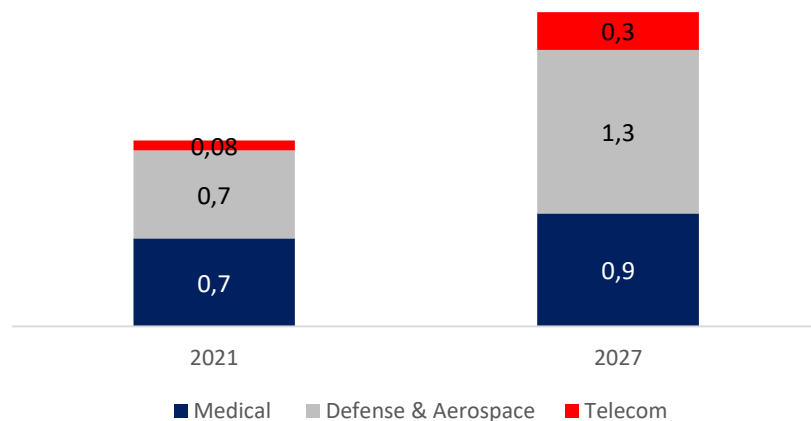
Memscap a su s'imposer sur le marché dynamique des MEMS en proposant des produits multisectoriels de haute qualité et haute précision pour les marchés de 1/ l'aéronautique (estimé à 700 M\$ en 2021, TCAM 2021-27 de 10,9%), 2/ le médical (700 M\$, TCAM 2021-27 de 4,3%) et 3/ des communications optiques (80 M\$, TCAM 2021-27 de 24,6%).

Dans l'industrie de aéronautique, Memscap est aujourd'hui un acteur incontournable sur le marché des capteurs de pression MEMS (estimé à 50 M\$ en 2021) et de modules de pression MEMS (150 M\$), avec 14% de PDM et plus de 50 000 avions équipés. L'industrie, qui a connu un net ralentissement pendant la période Covid, va à nouveau connaître une croissance dynamique. Les principaux constructeurs aéronautique connaissent en effet une forte augmentation de leurs carnets de commandes à la faveur 1/de la transition écologique qui pousse les compagnies à évoluer vers des flottes plus écologiques, et 2/ une course à l'armement compte tenu des fortes tensions géopolitiques.

Memscap est aussi très présent sur le marché de la pression sanguine invasive (estimé à 30 M\$), sur lequel elle possède 60% des parts du marché des capteurs réutilisables pour la pression sanguine invasive. Si ce marché ne représente aujourd'hui que 9% du marché total de la pression sanguine invasive, il devrait connaître une dynamique de croissance favorable sur les prochaines années, sous l'effet de la transition écologique et l'adoption grandissante des modèles réutilisables. Memscap est également un acteur important dans le marché des appareils de dialyse (potentiel annuel de 20 M\$). La miniaturisation des MEMS pression, leur faible coût et leur fiabilité, les rendent particulièrement intéressants dans ce domaine et la demande devrait continuer de croître.

Enfin, Memscap est un leader sur le marché de l'optique, pour les puces MEMS VOA (une part de marché de +80% pour un marché de 5 M\$), un marché qui continuera de monter en puissance.

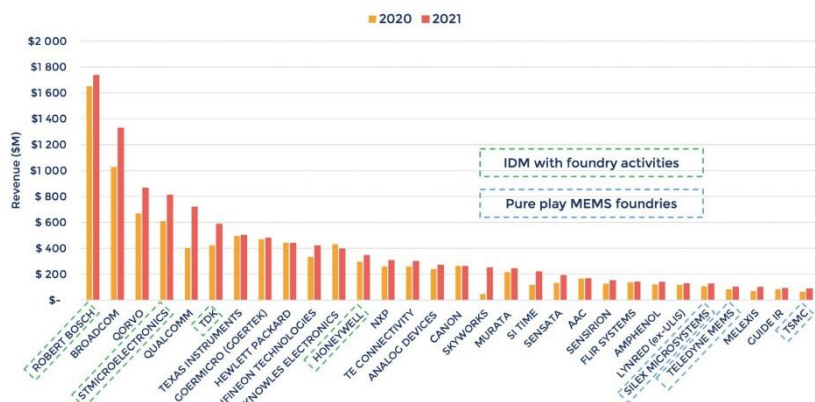
Prévisions par end-market (en Mds\$)



source : Yole Group, Status of the MEMS Industry 2021

Ces nouvelles tendances permettront de poursuivre la dynamique positive de l'industrie des MEMS, qui devrait connaître une croissance annuelle moyenne de 9% pendant les 5 prochaines années et atteindre les 22 Mds\$ en 2027.

Acteurs de l'industrie des MEMS



source : Yole Group, Status of the MEMS Industry 2021

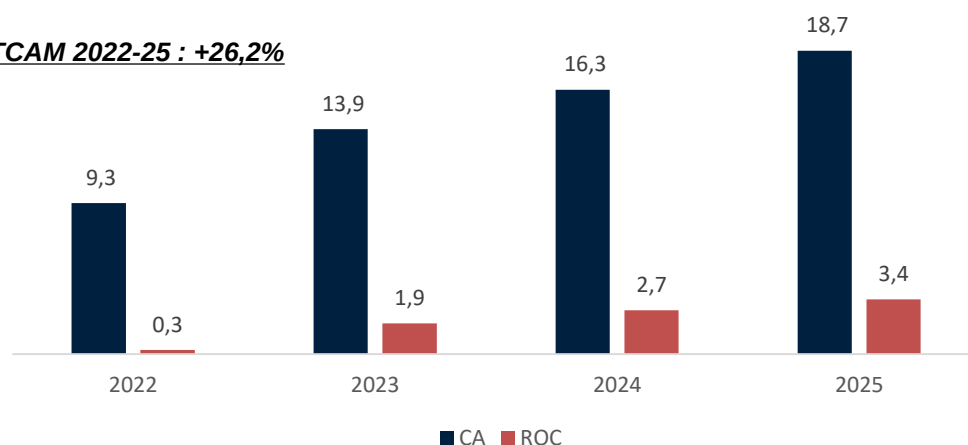
Perspectives stratégiques et financières

Alors que Memscap a terminé la rationalisation de son outil de production à la suite de la cession de son usine aux US et de la mise en place d'un modèle *fabless* sur son activité Optique, le Groupe entend poursuivre le développement de son activité sur les prochaines années. Dévoilé en mars 2023, le nouveau plan stratégique 4C, vise un TCAM de +20% sur la période 2023-26e.

Pour ce faire, la société s'appuiera sur une stratégie dont les leviers sont : 1/ la montée en puissance de ses solutions à forte valeur ajoutée sur le segment avionique, 2/ la poursuite de la prise de parts de marché sur le segment Médical, et 3/ la reprise de ses activités optiques. Compte tenu des objectifs ambitieux du Groupe, la dynamique d'investissement devrait rester soutenue sur les prochains exercices afin d'accompagner la croissance. Sur la période 2022-25e nous anticipons un TCAM de CA de +26,2%. Le titre semble aujourd'hui une excellente opportunité, alors que le Groupe devrait retrouver le chemin d'une croissance durable.

Prévisions de CA et de ROC pour la période 2022-25 (en M€)

TCAM 2022-25 : +26,2%



source : Euroland Corporate

L'aéronautique, principal axe de croissance

La stratégie de Memscap s'appuie sur une croissance organique dynamique ainsi que sur la poursuite d'une politique d'acquisitions opportuniste.

Sur le volet organique Memscap entend :

Capter la croissance du marché de **l'aéronautique** qui est en pleine évolution sous l'effet de la transition écologique et d'un contexte géopolitique tendu. En effet, le Groupe devrait bénéficier d'une dynamique favorable sur les 3 prochains exercices compte tenu 1) d'une production d'avions commerciaux en forte hausse (backlog de 7 239 avions pour Airbus et 5 408 pour Boeing au 31/12/2022), 2/ d'une hausse des dépenses mondiales dans l'armement (+0,7% 2 113 Mds\$ en 2022) et 3/ du développement croissant des drones.

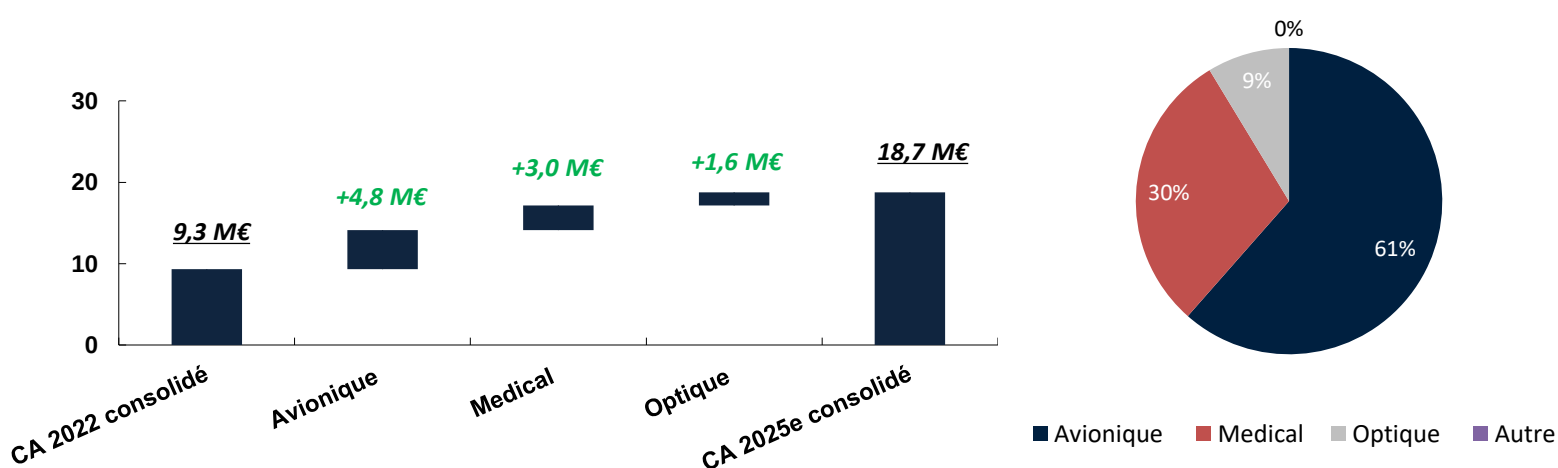
Pour cela, le Groupe souhaite 1/ développer sa clientèle existante qu'il adresse à travers son offre à destination des ADC ou encore de la pression cabine, 2/ orienter son offre SP85/TP1300 vers d'autres applications (Reduced Vertical Separation Minima, GTS, Calibrator...) et 3/ proposer une offre afin de pénétrer le marché du contrôle moteur. L'objectif du Groupe est ainsi d'augmenter significativement le nombre de capteurs qu'il place dans un avion.

Sur le segment **Médical**, le Groupe devrait bénéficier de la mutation du secteur vers l'utilisation de plus en plus grandissante de capteurs réutilisables, principale solution de Memscap dans l'équipement médical (60% de parts de marché sur ce produit).

Le Groupe devrait ainsi renforcer ses efforts sur des segments parmi lesquels l'urologie, l'angiographie ou encore les machines cœur/poumons. Sur ce dernier segment, la société devrait remporter des parts de marché à la faveur de l'arrêt de production d'un acteur concurrent. Le Groupe devrait également bénéficier de cet arrêt de production sur le segment de l'Urologie que le Groupe adresse déjà (7% du CA 2022). Enfin, Memscap est en discussion avec un client majeur sur le segment de l'Angiographie. La société devrait également mettre l'accent sur le développement d'un nouveau concept de capteur à destination du segment BPM et de dialyse.

Sur le segment **Optique**, le Groupe devrait continuer de profiter de sa position de leader incontesté sur la niche des atténuateurs optiques variables (80% de PDM). L'accord stratégique de fourniture avec Science Corporation conclu à l'issue de la cession de l'usine en Caroline du Nord pour une durée de 3 ans (modèle fabless) devrait permettre au Groupe de continuer de bénéficier de cette position de leader tout en améliorant significativement le profil de rentabilité de cette activité. En complément, le Groupe poursuit le transfert de sa technologie vers une seconde usine en Allemagne dans l'optique 1/ de diversifier son approvisionnement et 2/ de profiter de marges plus importantes. Les premières puces sont attendues courant 2023.

Contribution par ligne de produit de 2022 à 2025 (en M€) & répartition du CA en 2025e



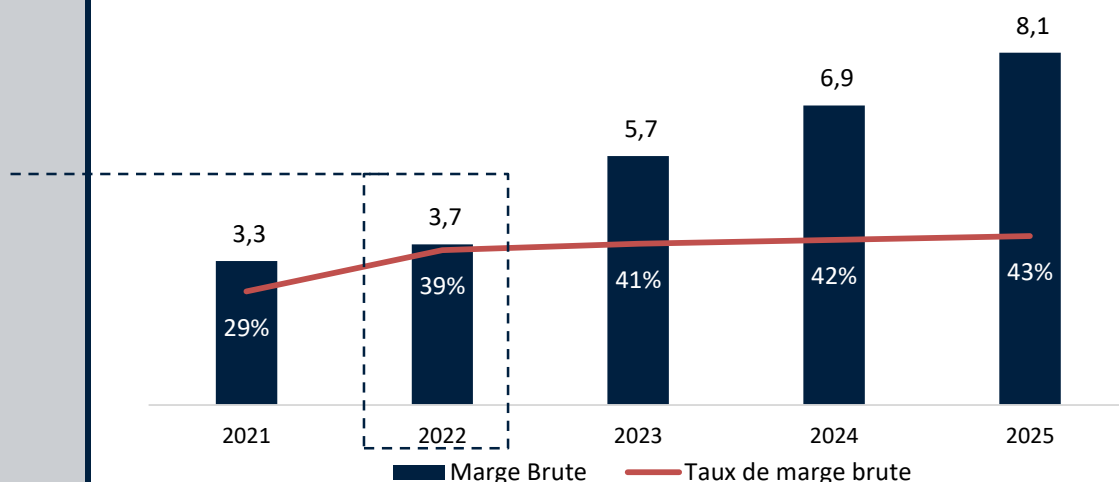
source : Euroland Corporate

Un nouveau profil de rentabilité à venir

Avec la vente de l'usine aux Etats-Unis, Memscap va connaître un fort rebond de sa rentabilité sur les exercices à venir et va afficher un tout nouveau profil de marge. En effet, l'activité aux US était, compte tenu de son activité de fonderie très capitalistique, structurellement déficitaire (2,8 M€ de CA en 2021 pour un ROC de -1,0 M€). La vente du site industriel devrait ainsi permettre une production plus flexible, entraînant une réduction des coûts directs et indirects. A titre d'exemple, en 2021, le CA intégrant les US était de 11,4 M€ pour une marge brute de 28,9% et une marge d'EBITDA de 8,9%. Le CA, retraité de l'activité aux US ressort à 8,5 M€ pour une marge brute de 42,5% et une marge d'EBITDA 18,5%. Le modèle fabless conclut avec Science Corporation, ferait ressortir le CA à 10,4 M€ pour une marge brute de 41,2% et une marge d'EBITDA de 21,5%.

Prévision de marge brute et du taux de marge sur la période 2021-25e (en M€ et %)

Retraité des activités
cédées en décembre
2022

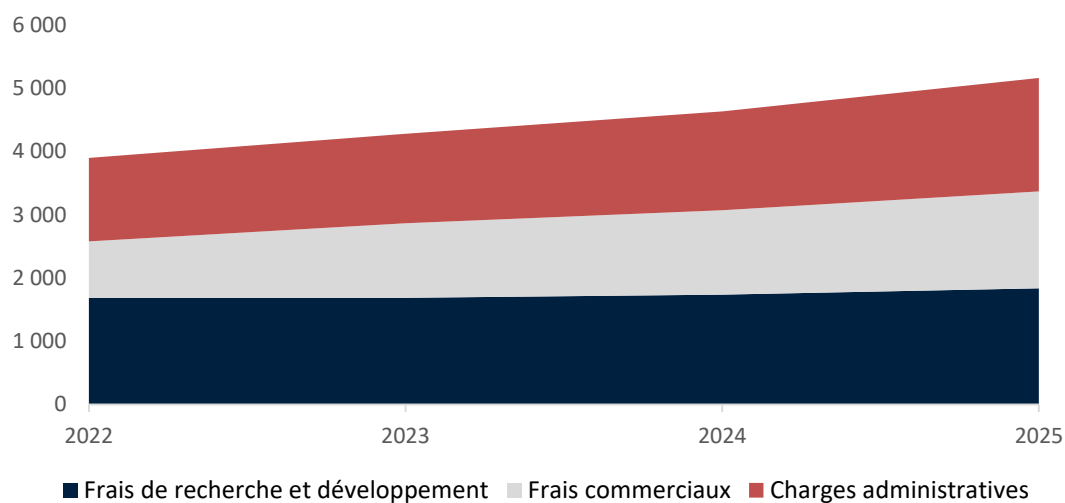


source : Euroland Corporate

La rationalisation des activités (fermeture de l'usine) devrait ainsi permettre une baisse des charges opérationnelles et ainsi une meilleure absorption des charges fixes. Les frais de R&D, qui représentent le premier poste de dépenses en 2021 (1,7 M€ / 15% du CA), devraient néanmoins rester significatifs et atteindre 1,8 M€ en 2025. Le Groupe devrait réaliser une dizaine d'embauches sur la période afin de renforcer sa force commerciale, ses équipes de productions et ses équipes techniques. Nous attendons ainsi un fort rebond de la rentabilité du Groupe dès 2023 avec un ROC de 1,9 M€ pour une marge opérationnelle courante de 13,6% (vs 0,3 M€ en 2022e).

Exercice 2022 retraité
des activités cédées
en décembre 2022

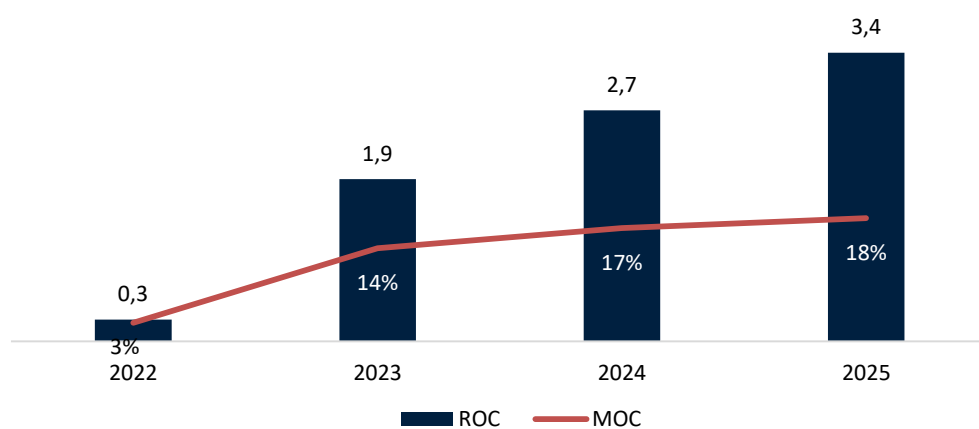
Evolution des postes de charges sur la période 2022-25e



source : Euroland Corporate

La rentabilité de l'entreprise devrait ainsi aller en s'améliorant sur la période. Nous tablons sur une marge opérationnelle courante normative de 18,0% à horizon 2025 grâce à un fort levier opérationnel. Si le développement du modèle fabless se déroule au mieux, cette marge pourrait selon nos estimations avoisiner un niveau normatif de 20,0%.

Evolution du ROC et de la MOC entre 2022-25e



source : Euroland Corporate

Une structure bilancielle solide

Avec une trésorerie brute estimée à 5,4 M€ pour des fonds propres de 16,8 M€ au 31/12/2022, Memscap présente une situation bilancielle solide. La société devra néanmoins fournir des efforts en matière de gestion du BFR (postes clients, stocks, choix des fournisseurs), ce dernier étant le principal poste qui pourrait grever la génération de cash. De plus, les CAPEX devraient rester soutenus afin d'accompagner la croissance (sur la partie qualité et process dans l'usine en Norvège..)

Structure financière prévisionnelle (2021-25e)

En M€	2022	2023	2024	2025
Trésorerie	5,4	6,1	7,9	10,2
Endettement net	-4,8	-5,4	-7,3	-9,6
Capitaux propres	16,8	18,8	21,4	24,6
Gearing	-29%	-29%	-34%	-39%

source : Euroland Corporate

Compte de résultat prévisionnel

En M€	2022	2023	2024	2025
CA	9,3	13,9	16,3	18,7
var (%)	-18%	49%	17%	15%
EBE	1,4	2,4	3,2	3,9
ROC	0,3	1,9	2,7	3,4
Moc (%)	3%	14%	17%	18%
RN	1,0	1,8	2,6	3,2
Marge nette (%)	11%	13%	16%	17%

source : Euroland Corporate

Valorisation de Memscap

Pour valoriser la société, nous avons retenu la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) et celle des comparables boursiers.

Valorisation par les DCF

Les principales hypothèses de notre valorisation par les DCF sont les suivantes :

- **Croissance du chiffre d'affaires** : nous retenons un TCAM de +26,2% entre 2022 et 2025 qui prend en compte la forte dynamique sur l'Avionique et le Médical.
- **Rentabilité opérationnelle** : Nous prenons l'hypothèse d'une marge normative de 18,0% à partir de 2025.
- **Investissements** : la société devrait maintenir un niveau de Capex proche des 3 dernières années (0,5-0,7 M€)
- **Besoin en fonds de roulement** : nous retenons un BFR à 30% du CA à terme.
- **Impôts** : compte tenu des 115,2 M€ de déficits reportables à la fin décembre 2021, nous estimons que Memscap devrait bénéficier d'un taux d'imposition favorable pendant la période.
- **Un taux d'actualisation (WACC) de 12,19% basé sur :**
 - un taux sans risque de 3,17% (OAT 10 ans au 07/03/2023) ;
 - une dette financière nette estimée de -4,8 M€ en 2022
 - une prime de risque de 5,50%
 - un bêta de 1,64
 - un taux de croissance à l'infini de 2,0%

Hypothèses retenues pour le calcul du WACC

Calcul du WACC	
Taux sans risque (OAT 10 ans)	3,17%
Prime de risque	5,50%
Bêta endetté	1,64
Coût moyen pondéré du capital	12,19%
Taux de croissance à l'infini	2,00%

Source : EuroLand Corporate

Tableau des DCF

En K€	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Chiffre d'affaires	13,9	16,3	18,7	20,6	22,3	23,7	24,8	25,5	25,7	26,2
variation (%)	48,9%	17,5%	14,8%	10,0%	8,2%	6,3%	4,5%	2,7%	0,9%	2,0%
Résultat opérationnel courant	1,9	2,7	3,4	3,7	4,0	4,3	4,5	4,6	4,6	4,7
Taux de marge opérationnelle couran	13,6%	16,5%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
- Impôts	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5
Taux d'IS (%)	-6,3%	-8,2%	-9,1%	-9,1%	-9,5%	-9,8%	-9,9%	-10,0%	-10,0%	-10,0%
+ DAP nettes	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
en % du CA	3,6%	3,1%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Cash Flow opérationnel	2,3	3,0	3,6	3,9	4,2	4,5	4,7	4,8	4,8	4,9
- Variation du BFR	-1,4	-0,7	-0,8	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2
- Investissements opérationnels	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
en % du CA	3,6%	3,1%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Free Cash flow	0,4	1,7	2,3	2,8	3,1	3,4	3,7	3,9	4,1	4,1
Free Cash flow actualisé	0,4	1,4	1,6	1,8	1,8	1,7	1,7	1,6	1,5	1,3
Somme des FCF actualisés	14,6									
Valeur terminale actualisée	12,9									
Valeur d'entreprise	27,5									
Dette nette	-4,8									
Actifs financiers	1,4									
Valeur des capitaux propres	33,7									
Valeur par action	4,51									

source : Euroland Corporate

Matrice de sensibilité

		Taux de marge opérationnelle courante				
		17,00%	17,50%	18,00%	18,50%	19,00%
C	11,19%	4,85	4,92	4,98	5,05	5,11
M	11,69%	4,62	4,67	4,73	4,79	4,85
P	12,19%	4,40	4,46	4,51	4,56	4,62
C	12,69%	4,21	4,26	4,31	4,36	4,40
	13,19%	4,03	4,08	4,12	4,17	4,21

source : Euroland Corporate

Notre valorisation de Memscap par DCF ressort à 4,51 € par action avec un WACC de 12,19%.

**RIBER**

xfab

Valorisation par les comparables boursiers

Nous avons sélectionné un échantillon de société concurrentes, évoluant dans l'univers des semi-conducteurs.

Kalray est une société de semi-conducteurs fabless, leader dans une nouvelle génération de processeurs, spécialisés dans le traitement intelligent des données tant au niveau du Cloud qu'à la périphérie des réseaux. A la pointe de l'innovation, les équipes de Kalray ont développé une technologie unique ainsi que les solutions associées permettant à ses clients d'exploiter au mieux des données massives et disparates.

STMicroelectronics est un leader mondial des semi-conducteurs dont les clients couvrent toute la gamme des applications électroniques. Le groupe emploie plus de 50 000 personnes et maîtrise toute la chaîne d'approvisionnement des semi-conducteurs. En tant que fabricant de composants intégré, STMicroelectronics collabore avec plus de 200 000 clients et des milliers de partenaires.

RIBER est le leader mondial d'équipement d'épitaixie par jets moléculaires (MBE). L'entreprise conçoit et fabrique des systèmes MBE ainsi que des évaporateurs destinés à l'industrie des semi-conducteurs. Elle offre également à ses clients un support technique et scientifique en assurant la maintenance de ses équipements, l'optimisation de leurs performances et de leurs rendements. À travers ses équipements de haute technologie, RIBER joue un rôle essentiel dans le développement de dispositifs semi-conducteurs avancés qui sont utilisés dans de nombreuses applications grand public, notamment dans les technologies de l'information, les réseaux de télécommunications 5G, les écrans OLED ou les nouvelles générations de cellules solaires.

X-FAB est le principal groupe de fonderie d'équipements à signaux mixtes/analogues et MEMS fabriquant des plaquettes de silicium pour les secteurs automobile, industriel, médical, grand public, et autres applications. Les circuits analogues-numériques intégrés (CI à signaux mixtes), les capteurs et les systèmes micro électromécaniques (MEMS) de X-FAB sont fabriqués dans six usines en Allemagne, en France, en Malaisie et aux USA. X-FAB emploie environ 4.200 personnes dans le monde.

Consensus des analystes sur les comparables

AGREGATS FINANCIERS

Société	Capitalisation	Dettes nettes	VE	CA			EBITDA			EBIT			RN		
				2022	2023e	2024e	2022	2023e	2024e	2022	2023e	2024e	2022	2023e	2024e
Kalray SA	146,6	-2,3	144,4	16,4	41,6	80,9	-2,7	7,2	22,4	-18,1	-7,0	8,2	-16,1	-3,6	10,1
STMicroelectronics NV	41 252,9	-2 319,4	38 933,5	15 345,8	16 203,5	17 055,8		5 675,8	6 050,3	4 072,4	4 231,2	4 463,5	3 767,9	3 618,9	3 821,0
Riber SA	37,1	1,8	38,9	27,8	38,2	40,8	0,4	3,7	4,1	-0,4	2,5	2,9	-0,5	2,1	2,4
X-FAB Silicon Foundries SE	1 184,9	82,6	1 267,5	703,6	859,3	954,9	158,9	218,5	268,8	85,1	120,4	150,2	49,9	107,5	132,0
Memscap	15,0	-4,8	10,1	9,3	13,9	16,3	1,4	2,4	3,2	0,3	1,9	2,7	1,0	1,8	2,6

Source : Factset au 06/03/2023

Nous appliquons la médiane des ratios de l'échantillon aux agrégats de CA, d'EBITDA, d'EBIT et de RN de la société sur les exercices 2023e et 2024e.

Multiples de valorisation

MULTIPLES DE VALORISATION

Société	Capitalisation	VE / CA		VE / EBITDA		VE / EBIT		P/E	
		2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Kalray SA	146,6	3,5x	1,8x	20,2x	6,5x		17,7x		14,5x
STMicroelectronics NV	41 252,9	2,4x	2,3x	6,9x	6,4x	9,2x	8,7x	11,4x	10,8x
Riber SA	37,1	1,0x	1,0x	10,5x	9,5x	15,5x	13,4x	17,7x	15,4x
X-FAB Silicon Foundries	1 184,9	1,5x	1,3x	5,8x	4,7x	10,5x	8,4x	11,0x	9,0x
Moyenne		2,1x	1,6x	10,8x	6,8x	11,8x	12,1x	13,4x	12,4x

Source : Factset au 06/03/2023

Nous obtenons une valorisation de 3,79€ par action avec la méthode des comparables boursiers (décote de 10%).

Au global, notre valorisation (50% DCF et 50% comparables) ressort à 4,15€ par action. Etant donné le potentiel de hausse supérieur à 15%, notre recommandation est à l'Achat.

Compte de résultat (M€)	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	11,4	9,3	13,9	16,3	18,7
Excédent brut d'exploitation	1,0	1,4	2,4	3,2	3,9
Résultat opérationnel courant	-0,2	0,3	1,9	2,7	3,4
Résultat opérationnel	-0,2	1,4	1,9	2,7	3,4
Résultat financier	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Impôts	-0,1	-0,4	-0,1	-0,2	-0,3
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-0,3	1,0	1,8	2,6	3,2
Bilan (M€)	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	15,8	14,8	14,8	14,8	14,8
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	2,4	2,8	4,2	4,9	5,7
Disponibilités + VMP	3,9	5,4	6,1	7,9	10,2
Capitaux propres	15,8	16,8	18,8	21,4	24,6
Emprunts et dettes financières	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Total Bilan	25,4	24,9	27,7	30,7	34,2
Tableau de flux (M€)	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Marge Brute d'autofinancement	0,9	2,2	2,5	3,1	3,7
Variation de BFR	0,7	-0,5	-1,4	-0,7	-0,8
Flux net de trésorerie généré par l'activité	1,6	1,8	1,1	2,3	2,9
Investissements opérationnels nets	-0,1	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,2	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	0,7	1,5	0,6	1,8	2,4
Ratios (%)	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Variation chiffre d'affaires	2,5%	-18,1%	48,9%	17,5%	14,8%
Marge EBE	8%	15%	17%	20%	21%
Marge opérationnelle courante	-2%	3%	14%	17%	18%
Marge opérationnelle	-2%	15%	14%	17%	18%
Marge nette	-3%	11%	13%	16%	17%
Investissements opérationnels nets/CA	1%	3%	4%	3%	3%
BFR/CA	21%	30%	30%	30%	31%
ROCE	-1%	1%	7%	10%	12%
ROCE hors GW	-1%	1%	7%	10%	12%
ROE	-2%	6%	10%	12%	13%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Gearing (%)	-21%	-29%	-29%	-34%	-39%
Dettes nette/EBE	-3,4	-3,3	-2,3	-2,3	-2,5
EBE/charges financières	21,0	32,9	34,9	35,5	33,8
Valorisation	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
Nombre d'actions moyen (en millions)	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
Cours (moyenne annuelle en euros)	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
(1) Capitalisation boursière moyenne	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	-3,3	-4,8	-5,4	-7,3	-9,6
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	13,8	12,3	11,6	9,8	7,5
PER	ns	15,1	8,5	6,1	4,9
VE / EBE	5,4	6,6	3,7	2,2	1,2
VE / ROC	ns	37,2	4,7	2,6	1,4
VE / CA	0,5	1,0	0,6	0,4	0,2
P/B	0,6	0,9	0,8	0,7	0,6
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024	2025
Bnpa	-0,04	-0,01	0,25	0,34	0,43
Book value/action	2,1	2,3	2,5	2,9	3,3
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations :

Achat: depuis le 08/03/2023

Accumuler: (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Non	Non	Oui

« Disclaimer / Avertissement »

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Memscap (la « Société ») et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.

Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus."

EuroLand Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80