

Résultats conformes / Plan 4C en ordre de marche**Publication des résultats annuels 2023**

Après avoir publié une croissance spectaculaire au titre de son exercice 2023 (+50,7%), Memscap poursuit l'amélioration de son profil de rentabilité et communique sur des résultats en hausse sensible. L'EBITDA ressort en progression de 2,3x à 3,3 M€ soit une marge de 23,2% (+7,9 pts) tandis que le résultat opérationnel progresse à 2,5 M€ (vs 0,2 M€ en 2022). La cession de l'usine américaine fin 2022 ainsi que l'environnement toujours structurellement porteur, tiré notamment par une demande élevée ont comme prévu joué favorablement sur la marge. Après une année 2023 confirmant la nouvelle dynamique de Memscap, le management avance confiant dans la réalisation de son plan 4C (TCAM de +20% d'ici à 2026).

Une marge brute en amélioration

Comme attendu, Memscap affiche des résultats annuels de qualité et en nette amélioration à la faveur : 1/ de l'augmentation des revenus (+50,7% à 14,1 M€), 2/ de la progression de la marge brute et 3/ d'une gestion rigoureuse de sa structure de coûts. Profitant d'un effet volume conséquent et d'un mix produit plus favorable, la marge brute ressort en progression de 64,3% à 6,0 M€ soit une marge 42,9% (vs 39,4% 2022). Tout au long de l'année, le Groupe a également poursuivi ses dépenses en R&D et ses recrutements afin d'accompagner sa forte croissance. En dépit de ses investissements, la structure de coûts reste maîtrisée avec des charges opérationnelles nettes des subventions qui ressortent à 3,6 M€ (vs 3,5 M€).

Bénéficiant d'une structure de coûts basée essentiellement sur des coûts fixes (env. 70% des opex), Memscap affiche ainsi un fort effet de levier opérationnel avec un EBITDA multiplié par 2,3x à 3,3 M€ (marge de 23,2%) et un ROP de 2,5 M€ (17,6%). Enfin, le RN profite également de cette bonne gestion et ressort à 2,1 M€ (vs 1,0 M€) malgré un résultat financier négatif de -0,3 M€ lié à l'évolution défavorable de la parité USD/NOK. A noter, la croissance des BPA du groupe à 0,27 cts (vs 0,02 cts).

Plein effet du plan Fablite

Memscap a généré un FCF de 1,3 M€ sur l'exercice, soit un taux de conversion (sur le RN) de près de 60%. Le bilan reste bien capitalisé et sans levier. Avec des liquidités disponibles en progression de 0,7 M€ à 6,2 M€ (trésorerie et placements) et des dettes financières de 0,1 M€, Memscap affiche une situation financière confortable. Doté d'un modèle économique faiblement capitalistique depuis son plan Fablite et d'un pilotage fin de son activité, le Groupe parvient en période d'hyper-croissance à financer son activité tout en renforçant sa génération de cash.

Et maintenant ?

Après un exercice de bonne facture, l'optimisme et les ambitions affichées par Memscap ne faiblissent pas. Le groupe anticipe ainsi une croissance annuelle moyenne de 20% d'ici 2026 ainsi que des niveaux de rentabilité élevés. De notre côté, cette publication vient confirmer une nouvelle fois notre opinion positive. Alors que le titre a connu un fort rerating en 2023 à l'issue de sa recovery (+185% sur 12 mois), nous pensons que la valeur devrait rester bien orientée alors qu'elle dispose de fondamentaux solides, de marchés toujours très porteurs et d'une excellente visibilité sur son activité à la faveur de ses contrats long-terme.

Achat

Objectif de cours 10,50 € (vs 8,10 €)
Cours au 27/03/2024 9,14 €
Potentiel 15%

Données valeur

MEMS.PA/ MEMS.FP
Euronext Paris
Capitalisation (M€) 68,3
Nb de titres (en millions) 7,48
Volume moyen 12 mois (titres) 46 452
Extrêmes 12 mois 2,61€ 9,90€

Performances boursières

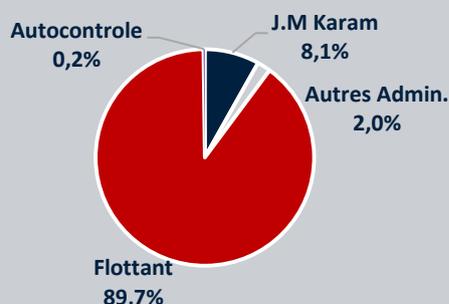
Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	53,2%	5,5%	44,1%	185,4%
Perf CAC Small	-0,4%	-0,7%	0,8%	-3,7%

Données financières (en M€)

au 31/12	2023	2024e	2025e	2026e
CA	14,1	15,5	18,8	21,0
var %	51%	10%	21%	12%
EBE	3,3	3,8	4,7	5,3
% CA	23,2%	24,7%	25,0%	25,5%
ROC	2,5	3,0	3,9	4,6
% CA	17,6%	19,6%	20,9%	21,7%
RN	2,1	2,8	3,6	4,3
% CA	15,2%	18,4%	19,4%	20,3%
Bnpa (€)	0,29	0,38	0,49	0,57
ROCE (%)	10%	12%	15%	17%
ROE (%)	12%	14%	15%	15%
Gearing (%)	-26%	-35%	-42%	-49%
Dettes nettes	-4,7	-7,3	-10,2	-14,1
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)				

Ratios

	2023	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	4,5x	3,9x	3,0x	2,5x
VE/EBE (x)	19,2x	15,7x	12,1x	10,0x
VE/ROC (x)	25,3x	19,8x	14,6x	11,7x
PE (x)	32,1x	24,2x	18,9x	16,2x

Actionnariat

Analyste
Sid BACHIR
01 44 70 20 76
sbachir@elcorp.com



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

Memscap

Electronique

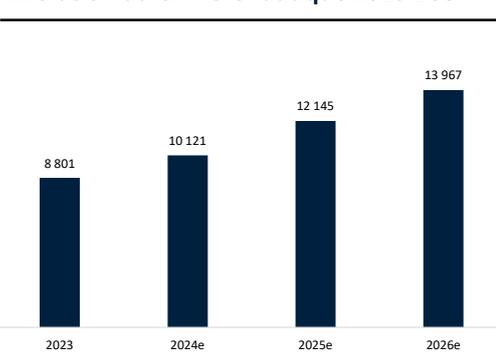
L'Aéronautique et le Médical devraient tirer la croissance

Sur la période 2023-26e, nous prévoyons une croissance soutenue de la top line du segment Aéronautique et attendons un TCAM de +17,0%. Nous pensons que l'environnement structurellement porteur devrait persister et jouer favorablement sur les volumes. Cet effet, associé au pricing power de la société devrait traduire une poursuite de la croissance organique des ventes.

En effet, le Groupe devrait bénéficier d'une dynamique favorable sur les prochains exercices compte tenu 1/ d'une production d'avions commerciaux en forte hausse (eg: backlog en progression de +18% pour Airbus à 8 598 avions), 2/ d'une hausse des dépenses mondiales dans l'armement (+3,7% à 2 240 Mds\$ en 2022) et 3/ du développement croissant des drones.

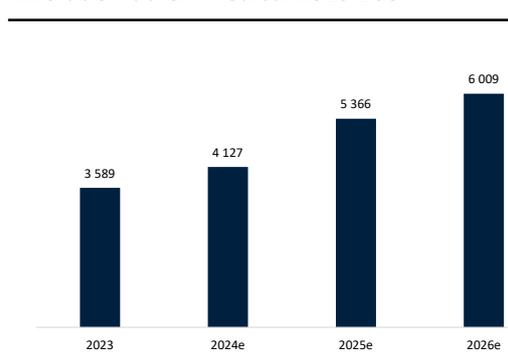
Nous estimons que les récents succès commerciaux, notamment l'accord en cours avec Meggitt PLC pour le développement et l'approvisionnement pluriannuel de modules de pression pour le contrôle moteur devraient permettre au Groupe de poursuivre sa stratégie qui est d'augmenter significativement le nombre de capteurs qu'il place dans chaque avion. Pour rappel, le partenariat avec Meggitt PLC qui concerne les unités de surveillance et de contrôle du moteur (Engine Monitoring Units / EMU) pourrait ouvrir la voie à de nouveaux partenariats dans l'aéronautique et notamment sur le FADEC, marché à fort potentiel encore non exploré par Memscap. A ce stade, nous anticipons une montée en puissance progressive de cet accord (EMU) avec un décollage des ventes en 2025e.

Evolution du CA Aéronautique 2023-26e



source : société, EuroLand Corporate

Evolution du CA Médical 2023-26e



source : société, EuroLand Corporate

Le Médical, deuxième métier de Memscap, devrait lui aussi avoir un profil de croissance séduisant au cours des prochains exercices. Nous tablons ainsi une croissance organique moyenne du chiffre d'affaires de +16,0% sur la période 2023-2026e. Sur le segment, 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). A l'instar de l'aéronautique, Memscap dispose sur son segment Médical de contrats pluriannuels offrant une forte visibilité sur les années à venir.

Enfin, l'optique, marché historique du Groupe, devrait évoluer sur un rythme moins soutenu. Sur ce segment plus volatile, Memscap devrait continuer de profiter de sa position de leader incontesté sur la niche des atténuateurs optiques variables (80% de PDM). Ainsi, à moyen terme, Memscap devrait ainsi être principalement porté par ses activités Aéronautique et Médical, dont la diversification constitue une réelle force et sur lesquelles le marché connaît une croissance forte et observe des relais très identifiables (Contrôle moteur, Filtration / Purification / Dialyse...).



Analyste
Sid BACHIR
01 44 70 20 76
sbachir@elcorp.com



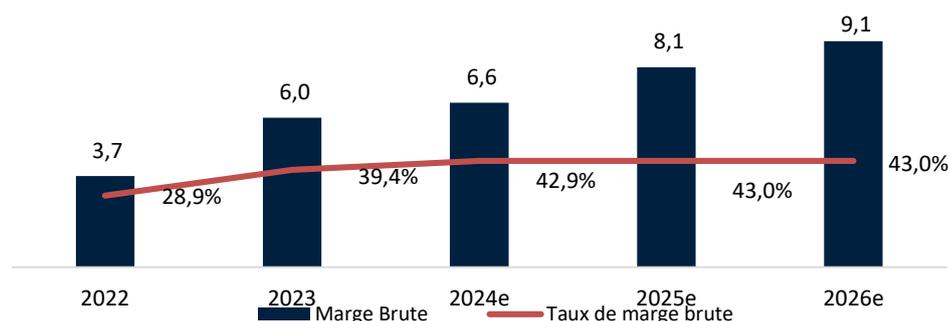
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

Les efforts opérationnels se traduisent dans les chiffres

L'ensemble des actions menées par le Groupe depuis maintenant deux ans portent leurs fruits et se traduisent dans les chiffres communiqués par le management.

La cession des activités capitalistiques ainsi que le retour d'une forte dynamique de croissance sur ses activités offrent un levier important sur les marges. Après avoir progressé de 3,5 pts entre 2022 et 2023 nous estimons que la marge devrait se stabiliser au tour de 43% au cours des prochains exercices.

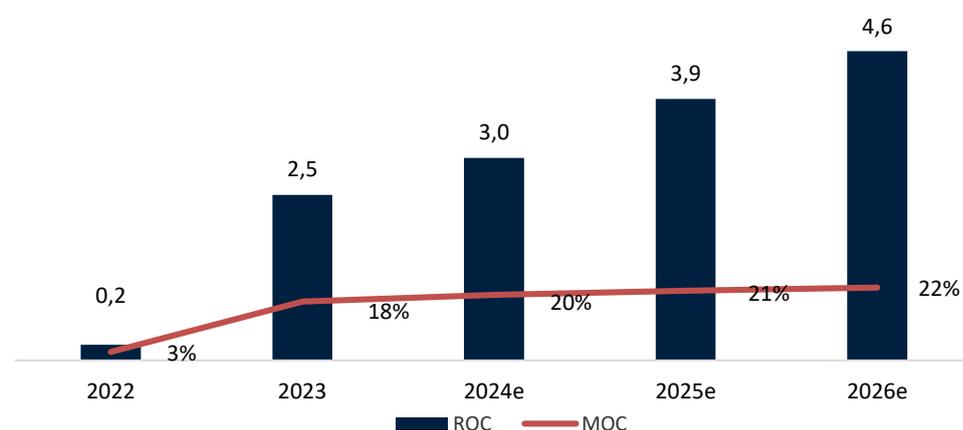
Evolution de la marge brute depuis 2021



source : société, EuroLand Corporate

Enfin, comme évoqué précédemment, compte tenu d'une structure de coûts basée essentiellement sur les coûts fixes (env. 70% des opex), le Groupe affiche un fort levier opérationnel avec un EBITDA multiplié par 2,3x à 3,3 M€ (marge de 23,2%) et un ROP de 2,5 M€ (17,6%). Au cours des prochains exercices, le Groupe devrait voir sa rentabilité aller en s'améliorant à la faveur de volumes plus importants. Nous anticipons un ROC de 4,6 M€ en 2026e soit une MOC de 22%.

Evolution de la marge opérationnelle courante depuis 2021



source : société, EuroLand Corporate



Analyste
Sid BACHIR
01 44 70 20 76
sbachir@elcorp.com



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

Un environnement propice aux opérations de M&A

Au-delà de l'aspect fondamental, nous estimons que l'aspect spéculatif est également un critère à prendre en compte dans le parcours du titre. En effet, le Groupe évolue sur des marchés avec de fortes barrières technologiques à l'entrée. Cette dynamique d'innovation au sein de la filière accentue davantage l'intensité concurrentielle et incite les acteurs à la consolidation. La filière des Mems est toujours très active en matière de fusions-acquisitions.

Les mouvements de consolidation entre groupes spécialisés, motivés par l'atteinte d'une taille critique (renforcement du positionnement, synergies opérationnelles, portefeuille produits exhaustif), ont laissé place à des acquisitions plus ciblées.

Ces dernières portent sur des entreprises ayant développé une solution technologique à forte valeur ajoutée, justifiant des valorisations élevées. Memscap, via ses technologies, est dotée d'un véritable facteur différenciant pouvant, selon nous, attirer l'intérêt d'un groupe international.

Tableau de synthèse des opérations M&A (liste non exhaustive)

Date	Acquéreur	Cible	Valorisation	VE/CA
Septembre 2023	Transdigm	Electron Device	1 385 M\$	4,6x
Août 2023	Transdigm	Calspan Corp	725 M\$	3,6x
Novembre 2023	Knowles electronics	Cornell Dubilier Electronics	236 M\$	1,9x
Août 2023	Renesas Electronics	Sequans	237 M\$	3,7x
Mai 2022	Broadcom	VMware	68 Mds\$	5,0x
Février 2022	Intel Corp	Tower Semiconductor	5 Mds\$	3,2x
Juillet 2018	Qualcomm	NXP Semiconductors	51 Mds\$	5,2x
Novembre 2017	Broadcom	Qualcomm	105 Mds\$	4,6x
Décembre 2016	TDK Tronics	InvenSense	1,12 Md\$	3,5x
Mediane				3,7x

source : société, EuroLand Corporate



Analyste
Sid BACHIR
01 44 70 20 76
sbachir@elcorp.com



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

La tendance actuelle tant sur l'aspect business avec une excellente dynamique commerciale que sur l'aspect opérationnel avec une véritable maîtrise des coûts et une certaine maturité de la société renforcent notre opinion positive sur le titre.

A la suite de la publication des résultats 2023 et en lien avec les éléments démontrés dans cette étude, nous ajustons notre séquence de chiffre d'affaires afin de prendre en compte une montée en puissance progressive du contrat avec Meggitt. Notre anticipons un CA 2024e de 15,5 M€ (vs 17,0 M€) et ajustons notre atterrissage d'EBE à 3,8 M€ (vs 4,0 M€).

Nos hypothèses de DCF sont les suivantes :

- Taux de croissance à l'infini : 2,5%
- Taux sans risque (OAT 10 ans) : 2,87% (26/03)
- WACC : 9,17%

Tableau des DCF

En M€	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e
Chiffre d'affaires	15,5	18,8	21,2	23,4	25,4	27,1	28,6	29,7	30,4	31,2
variation (%)	9,9%	21,4%	13,1%	10,0%	8,5%	7,0%	5,4%	3,9%	2,4%	2,5%
Résultat opérationnel courant	3,0	3,9	4,6	5,3	5,7	6,1	6,4	6,7	6,8	7,0
Taux de marge opérationnelle couran	19,6%	20,9%	21,8%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%
- Impôts	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8
Taux d'IS (%)	-8,7%	-9,6%	-10,1%	-9,6%	-10,1%	-10,7%	-10,8%	-10,8%	-10,9%	-10,9%
+ DAP nettes	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1	1,2
en % du CA	5,1%	4,2%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
Cash Flow opérationnel	3,5	4,3	4,9	5,7	6,2	6,5	6,8	7,1	7,2	7,4
- Variation du BFR	-0,7	-1,1	-0,8	-1,5	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,2	-0,2
- Investissements opérationnels	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8
Free Cash flow	2,4	2,8	3,6	3,7	4,9	5,2	5,6	6,0	6,3	6,4
Free Cash flow actualisé	2,3	2,4	2,9	2,7	3,3	3,2	3,1	3,0	2,9	2,7
Somme des FCF actualisés	28,5									
Valeur terminale actualisée	42,1									
Valeur d'entreprise	70,7									
Dette nette	-7,3									
Actifs financiers	1,4									
Valeur des capitaux propres	79,4									
Valeur par action	10,6									

Enfin, notre échantillon de comparables est constitué d'acteurs internationaux de l'écosystème des Mems. On retrouve :

- Honeywell International
- Infineon Technologies
- TE Connectivity
- Murata Manufacturing
- Analog Devices
- TransDigm Group
- Merit Medical Systems

La mise à jour de notre modèle (DCF + comps) et des perspectives à court et moyen terme font ressortir un OC de 10,50 € (DCF 10,60 € et comps 10,40 €). **Memscap a réalisé ces dernières années un véritable travail de fond. Le Groupe possède aujourd'hui de véritables atouts pour se démarquer sur son marché, le meilleur est à venir.**

Recommandation

Suite à cette publication d'excellente facture, Memscap démontre une nouvelle fois son changement opérationnel et l'excellente dynamique actuelle. Un an après notre initiation, c'est un Groupe nouveau qui évolue en bourse et se prépare à accélérer. La mise à jour de notre modèle (DCF + comps) et des perspectives à moyen terme font ressortir un OC de 10,50 € (vs 8,10 €). Notre recommandation reste à l'Achat.



Analyste
Sid BACHIR
01 44 70 20 76
sbachir@elcorp.com



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

Annexe : Un Newsflow positif depuis plusieurs mois

Depuis plusieurs mois Memscap jouit d'un newsflow positif alternant communiqués financiers remarquables, signatures de nouveaux partenariats et développements significatifs.

Chronologie des éléments marquants depuis décembre 2022

Dec-2022	- Vente de l'usine de fabrication en Caroline du Nord
Dec-2022	- Finalisation du programme Fablite offrant une nouvelle organisation plus agile et plus rentable
Janv-2023	- Publication d'un chiffre d'affaires T4 2022 de 2,7 M€ en croissance de +19%
Mars-2023	- Lancement du nouveau plan stratégique 4C à horizon 2026 - Annonce d'un objectif de croissance annuelle moyenne de +20% (2022-26) - Initiation de couverture par Euroland Corporate
Mars-2023	-Publication des résultats 2022 avec une forte progression de la rentabilité nette avec une marge de 11,2%
Avril-2023	- Publication d'un chiffre d'affaires T1 2023 de 3,7 M€ en croissance de +60,8% et d'une marge opérationnelle de 13,7% (vs 1,4%)
Mai-2023	- Nouvelle identité visuelle et lancement du nouveau site internet
Mai-2023	- Partenariat majeur avec Meggitt plc pour le développement et l'approvisionnement pluriannuel de modules de pression pour le contrôle moteur
Juil-2023	- Publication d'un chiffre d'affaires T2 2023 de 3,4 M€ en croissance de +50,5% et d'une marge opérationnelle de 19,1%
Oct-2023	- Publication d'un chiffre d'affaires T3 2023 de 3,4 M€ en croissance de +44,9% et d'une marge opérationnelle de 16,6%
Fév-2024	-Obtention d'un projet d'innovation majeur financé par le conseil norvégien de recherche pour le développement d'une plate-forme pour l'empilement de puces de capteurs de pression
Jan-2024	- Publication d'un chiffre d'affaires annuel 2023 en croissance de +50,7% à 14,1 M€ et d'une marge opérationnelle de 17,6%

source : société, EuroLand Corporate



Analyste
Sid BACHIR
01 44 70 20 76
sbachir@elcorp.com



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

Présentation de la société

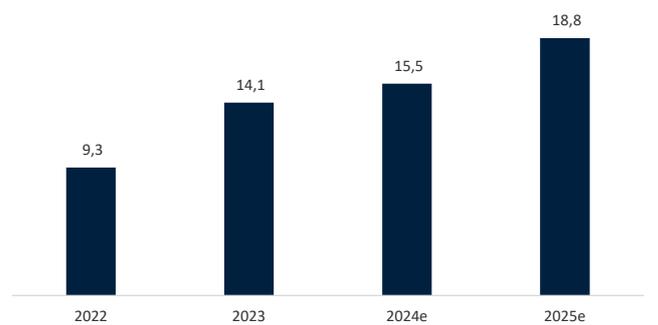
Memscap est une entreprise française spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de composants et de systèmes à base de microsystèmes électromécaniques (MEMS) destinés à une large gamme d'applications industrielles, notamment des capteurs de pression pour l'aéronautique, le médical et des atténuateurs optiques variables pour les télécommunications.

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.

Evolution du cours (base 100)



Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



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.
- 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.

Evolution du ROC (en M€)



Sociétés de l'éco-système cotées en bourse

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Honeywell International Inc.	121 035,9	3,9x	3,7x	3,5x	15,2x	14,1x	13,3x	17,3x	16,0x	14,8x	23,2x	20,1x	18,6x
Infineon Technologies AG	40 764,3	2,6x	2,7x	2,4x	7,2x	8,4x	6,7x	9,6x	12,9x	10,0x	13,0x	15,6x	12,4x
TE Connectivity Ltd.	40 915,3	2,9x	2,9x	2,7x	13,3x	12,5x	11,7x	17,1x	15,8x	14,5x	20,2x	18,8x	17,3x
Murata Manufacturing Co., Ltd.	36 107,6	3,4x	3,1x	2,9x	12,2x	10,3x	9,2x	20,0x	15,9x	13,6x	26,7x	22,3x	19,2x
Analog Devices, Inc.	88 723,4	8,4x	11,1x	9,8x	16,4x	25,3x	20,5x	17,0x	28,0x	23,4x	19,0x	33,0x	26,6x
TransDigm Group Incorporated	63 297,4	12,8x	11,0x	10,0x	24,8x	21,2x	19,1x	28,6x	24,2x	21,6x	45,9x	37,6x	32,1x
Merit Medical Systems, Inc.	3 872,9	3,6x	3,4x	3,2x	17,3x	15,6x	15,0x	19,8x	18,2x	16,5x	23,8x	21,5x	19,3x
Moyenne		5,4x	5,4x	4,9x	15,2x	15,3x	13,7x	18,5x	18,7x	16,3x	24,5x	24,1x	20,8x
Mediane		3,6x	3,4x	3,2x	15,2x	14,1x	13,3x	17,3x	16,0x	14,8x	23,2x	21,5x	19,2x

Analyste

Sid BACHIR
01 44 70 20 76
sbachir@elcorp.com



Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	11,4	9,3	14,1	15,5	18,8	21,0
Excédent brut d'exploitation	1,0	1,4	3,3	3,8	4,7	5,3
Résultat opérationnel courant	-0,2	0,2	2,5	3,0	3,9	4,6
Résultat opérationnel	-0,2	0,2	2,5	3,0	3,9	4,6
Résultat financier	0,0	0,0	-0,3	0,1	0,1	0,2
Impôts	-0,1	-0,1	0,0	-0,3	-0,4	-0,5
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-0,3	0,2	2,1	2,8	3,6	4,3
Bilan (M€)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	15,8	14,0	14,5	14,1	13,8	13,5
<i>dont goodwill</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
BFR	2,4	2,8	4,2	4,9	6,0	6,7
Disponibilités + VMP	3,9	4,2	4,8	7,5	10,4	14,2
Capitaux propres	15,8	15,6	17,7	20,7	24,3	28,6
Emprunts et dettes financières	0,6	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Total Bilan	25,4	23,4	26,3	29,2	33,5	38,1
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Marge Brute d'autofinancement	0,9	0,1	3,3	3,6	4,4	5,0
Variation de BFR	0,7	0,0	-1,5	-0,7	-1,1	-0,7
Flux net de trésorerie généré par l'activité	1,6	0,1	1,8	2,9	3,4	4,3
Investissements opérationnels nets	-0,1	1,4	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5
Investissements financiers nets	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,2	1,3	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-0,7	-0,7	-0,6	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	0,7	0,5	0,6	2,5	2,9	3,8
Ratios (%)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Variation chiffre d'affaires	2%	-18%	51%	10%	21%	12%
Marge EBE	8%	15%	23%	25%	25%	25%
Marge opérationnelle courante	-2%	3%	18%	20%	21%	22%
Marge opérationnelle	-2%	3%	18%	20%	21%	22%
Marge nette	-3%	2%	15%	18%	19%	20%
Investissements opérationnels nets/CA	1%	15%	2%	2%	2%	2%
BFR/CA	21%	30%	30%	32%	32%	32%
ROCE	-1%	1%	10%	12%	15%	17%
ROCE hors GW	-1%	1%	10%	12%	15%	17%
ROE	-2%	1%	12%	14%	15%	15%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Gearing (%)	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5
Dette nette/EBE	-3,4	-2,8	-1,4	-1,9	-2,2	-2,6
EBE/charges financières	21,0	203,9	10,7	45,1	40,0	30,8
Valorisation	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	7,5	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	7,5
Cours (moyenne annuelle en euros)	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	68,8	68,8	68,8	68,8	68,8	68,8
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	-3,3	-4,0	-4,7	-7,3	-10,2	-14,1
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	-1,4	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(-4)	66,9	66,1	65,6	62,9	60,0	56,2
PER	ns	380,0	32,1	24,2	18,9	16,2
VE / EBE	5,4	44,5	19,2	15,7	12,1	10,0
VE / ROC	ns	269,3	25,3	19,8	14,6	11,7
VE / CA	0,5	6,8	4,5	3,9	3,0	2,5
P/B	0,6	4,4	3,9	3,3	2,8	2,4
Données par action (€)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Bnpa	0,0	0,02	0,3	0,4	0,5	0,6
Book value/action	2,1	2,1	2,4	2,8	3,3	3,8
Dividende /action	0,00	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