

Une tendance qui se confirme

Publication du chiffre d'affaires et des résultats T3 2023

Dans la lignée de la publication de ses résultats semestriels, en croissance de +55,6% à 7,1 M€, Memscap annonce des chiffres impressionnants au titre de son T3 2023. Le groupe enregistre une progression de ses ventes de +44,9%, à 3,0 M€, une performance en ligne avec nos attentes, dans un environnement toujours structurellement porteur, tiré notamment par une demande élevée. Consécutivement à cette forte croissance, Memscap poursuit l'amélioration de son profil de rentabilité avec un EBITDA T3 de 0,6 M€ pour un résultat opérationnel de 0,5 M€ soit une marge de 14,2%. Après 3 trimestres consécutifs de forte croissance, le management demeure confiant sur la bonne réalisation de son plan 4C, impliquant un TCAM de +20% d'ici à 2026.

Commentaires

Profitant de volumes de ventes en hausse, Memscap annonce un CA T3 consolidé de 3,0 M€ en croissance de 44,9%. Porté par les solutions ADC (64% du CA Aéronautique) et de pression cabine (19%), le pôle Aéronautique (65% du CA T3) est le principal contributeur à la croissance sur le trimestre avec une progression de 41,4% à 2,0M€. Dans le même temps, les solutions de filtration & Dialyse (41% du CA Médical) et de pression sanguine invasive (23%) tirent l'activité Médical qui progresse de 25% à 0,8 M€ au T3 2023. Enfin, les communications optiques ressortent à 0,2 M€ au T2 (vs 0,7 M€ au T1 et 0,2 M€ au T2). Si elles bénéficient d'un carnet de commandes solide, les volumes ont été limités sur les 6 derniers mois compte tenu de travaux de modernisation en cours chez le sous-traitant américain.

Finalement, sur 9 mois, le CA ressort à 10,1 M€ soit une progression de 52,2% à la faveur d'une demande toujours très forte sur les différents segments mais également sous l'effet d'un effet prix que nous estimons à 6-7% sur la période traduisant le pricing power de Memscap.

Upside sur les marges

A fin septembre 2023, la marge brute profite d'un effet volume et d'un mix produit plus favorable, et ressort à 4,4 M€ soit une marge 43,0% (vs 38,6% a fin septembre 2022). Malgré la poursuite des dépenses en R&D et la politique de recrutement afin d'accompagner la croissance, les charges opérationnelles nettes de subventions restent sous contrôle à 2,7 M€ (vs 2,5 M€). Finalement, la progression de l'activité couplée à la bonne maîtrise des coûts permet au Groupe d'afficher un fort levier opérationnel. Ainsi, Memscap publie un EBITDA 9 mois multiplié par 2,3x à 2,3 M€, soit une marge de 22,7% et un résultat opérationnel de 1,7 M€ (16,4%). Pour rappel, la société ne capitalise pas ses dépenses en R&D qui sont entièrement passées en charges. Ainsi, le Groupe n'alourdit pas sa structure et communique sur un EBITDA cash. Enfin, le RN profite également de cette bonne gestion et ressort à 1,4 M€ (vs -0,6 M€) malgré un résultat financier négatif de -0,2 M€ lié à l'évolution défavorable de la parité USD/NOK.

Perspectives

Après 9 mois de très bonne facture et alors que le Groupe ne communique pas de carnet de commandes, les dernières publications confirment la bonne orientation de l'activité. Alors que le Groupe dispose de fondamentaux solides (5,4 M€ de liquidités disponibles et 0,1 M€ d'emprunts financiers) et est positionné sur des marchés porteurs nous restons positif sur le titre. A la suite de cette publication, nous sommes confortés dans notre scénario de CA 14,5 M€ mais ajustons notre atterrissage d'EBE 2023e à 3,4 M€ (vs 3,2 M€) et de RN à 2,3 M€ (vs 2,1 M€).

Recommandation

Après la mise à jour de notre modèle de valorisation et des paramètres de marché, notre objectif de cours ressort à 7,60€. Nous réitérons notre recommandation à l'Achat.



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

Achat

Objectif de cours	7,60 €
Cours au 23/10/2023	3,93 €
Potentiel	93%

Données valeur

MEMS.PA / MEMS FP	
Euronext Paris	
Capitalisation (M€)	29,4
Nb de titres (en millions)	7,48
Volume moyen 12 mois (titres)	33 620
Extrêmes 12 mois	0,90 € 6,76 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	182,7%	-28,0%	-20,3%	267,3%
Perf CAC Small	-19,0%	-13,5%	-21,0%	-15,3%

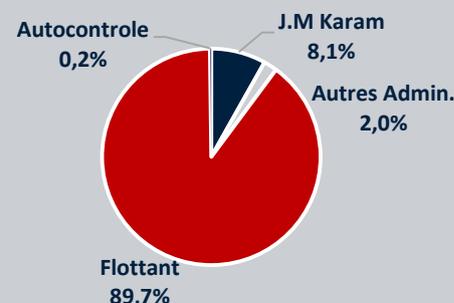
Données financières (en M€)

au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
CA	9,3	14,5	17,0	19,4
var %	-18%	55%	17%	14%
EBE	1,4	3,4	4,0	4,7
% CA	15,3%	23,3%	23,4%	24,4%
ROC	0,2	2,4	3,0	3,7
% CA	2,5%	16,4%	17,6%	19,2%
RN	0,2	2,3	2,8	3,5
% CA	2,3%	15,6%	16,5%	18,0%
Bnpa (€)	0,03	0,30	0,38	0,47
ROCE (%)	1%	10%	12%	15%
ROE (%)	1%	13%	13%	14%
Gearing (%)	-25%	-29%	-38%	-45%
Dette nette	-4,0	-5,2	-7,8	-11,0
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)				

Ratios

	2022	2023	2024e	2025e
VE/CA (x)	4,8x	3,0x	2,4x	1,9x
VE/EBE (x)	31,2x	12,8x	10,2x	7,9x
VE/ROC (x)	188,9x	18,2x	13,7x	10,1x
PE (x)	232,3x	22,0x	17,8x	14,3x

Actionnariat



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

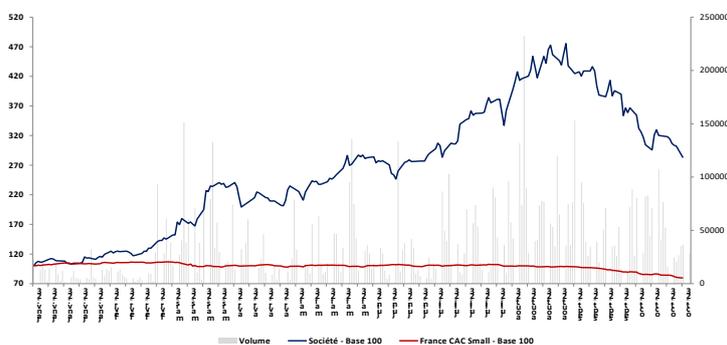


Présentation de la société

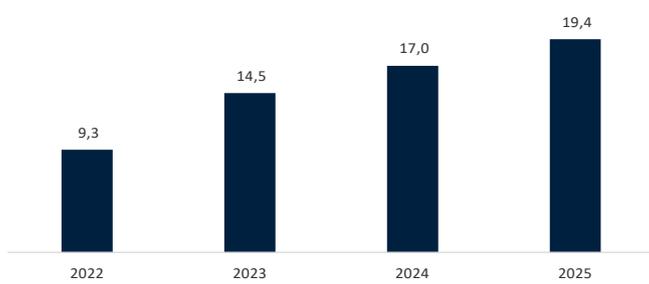
Memscap est une entreprise française spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de composants et de systèmes à base de microsystèmes électromécaniques (MEMS) destinés à une large gamme d'applications industrielles, notamment des capteurs de pression pour l'aéronautique, le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



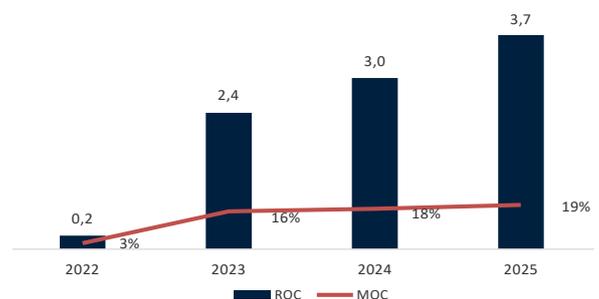
Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



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. Enfin, la MOC est attendue à 19,0% en 2025 (vs 2,7% en 2022e retraité des activités US).

Evolution du ROC (en M€)



Sociétés de l'éco-système cotées en bourse

MULTIPLIS DE VALORISATION

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Kalray SA	251,3	6,3x	3,7x		35,7x	13,1x	5,9x		82,3x				43,8x
STMicroelectronics NV	39 800,6	2,4x	2,3x	2,1x	6,5x	6,4x	5,8x	8,7x	8,7x	7,9x	10,7x	10,8x	9,8x
X-FAB Silicon Foundries	1 369,3	1,5x	1,3x	1,1x	5,5x	4,4x	3,7x	8,8x	7,6x	6,7x	10,3x	9,7x	456,4x
Moyenne		3,4x	2,4x	1,6x	15,9x	8,0x	5,1x	8,7x	32,9x	7,3x	10,5x	21,4x	233,1x
Mediane		2,4x	2,3x	1,6x	6,5x	6,4x	5,8x	8,7x	8,7x	7,3x	10,5x	10,8x	233,1x

Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	11,4	9,3	14,5	17,0	19,4
Excédent brut d'exploitation	1,0	1,4	3,4	4,0	4,7
Résultat opérationnel courant	-0,2	0,2	2,4	3,0	3,7
Résultat opérationnel	-0,2	0,2	2,4	3,0	3,7
Résultat financier	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Impôts	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4
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	0,2	2,3	2,8	3,5
Bilan (M€)	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	15,8	14,0	13,5	13,0	12,5
<i>dont goodwill</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
BFR	2,4	2,8	4,5	5,2	6,0
Disponibilités + VMP	3,9	4,2	5,4	8,0	11,2
Capitaux propres	15,8	15,6	18,0	20,8	24,3
Emprunts et dettes financières	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2
Total Bilan	25,4	23,4	26,0	29,3	33,2
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Marge Brute d'autofinancement	0,9	1,4	3,4	3,8	4,5
Variation de BFR	0,7	-0,4	-1,7	-0,7	-0,8
Flux net de trésorerie généré par l'activité	1,6	1,0	1,7	3,1	3,7
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	0,7	1,2	2,6	3,2
Ratios (%)	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Variation chiffre d'affaires	2,5%	-18,1%	55,3%	17,2%	14,2%
Marge EBE	8%	15%	23%	23%	24%
Marge opérationnelle courante	-2%	3%	16%	18%	19%
Marge opérationnelle	-2%	3%	16%	18%	19%
Marge nette	-3%	2%	16%	17%	18%
Investissements opérationnels nets/CA	1%	3%	3%	3%	3%
BFR/CA	21%	30%	31%	30%	31%
ROCE	-1%	1%	10%	12%	15%
ROCE hors GW	-1%	1%	10%	12%	15%
ROE	-2%	1%	13%	13%	14%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Gearing (%)	-21%	-25%	-29%	-38%	-45%
Dettes nette/EBE	-3,4	-2,8	-1,5	-2,0	-2,3
EBE/charges financières	21,0	27,6	47,0	45,9	37,7
Valorisation	2021	2022	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)	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
(1) Capitalisation boursière moyenne	49,8	49,8	49,8	49,8	49,8
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-3,3	-4,0	-5,2	-7,8	-11,0
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	47,9	47,1	45,9	43,3	40,1
PER	ns	232,3	22,0	17,8	14,3
VE / EBE	5,4	31,2	12,8	10,2	7,9
VE / ROC	ns	188,9	18,2	13,7	10,1
VE / CA	0,5	4,8	3,0	2,4	1,9
P/B	0,6	3,2	2,8	2,4	2,1
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024	2025
Bnpa	-0,04	0,03	0,30	0,38	0,47
Book value/action	2,1	2,1	2,4	2,8	3,2
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