



Memscap (MEMS FP)

1^{er} juin 2017

Turnaround

Cours (clôture du 30/05/2017) 1,9 €
 Valeur intrinsèque 2,5 € ► Potentiel : 29,5%
 Point d'entrée 1,8 € ► M. de sécurité : 30%

	2016A	2017E	2018E
P/E (x)	ns	ns	34,8
P/BV (x)	0,7	0,8	0,7
Rendement (%)	0,0	0,0	0,0
VE/CA (x)	1,0	1,1	1,0
VE/EBIT (x)	ns	ns	32,9

Capitalisation boursière	13,8 M€
Valeur d'entreprise	12,6 M€
Dette (+) Trésorerie nette (-) (2016)	-2 M€
Levier / Gearing (2016)	ns / ns
Volume quotidien moyen	3 K€
Nombre d'actions actuel / dilué	7 M / 7 M
Beta / Volatilité	0,4 / 33,7%



Sources: Analyste indépendant, FactSet

POURQUOI S'Y INTÉRESSER : VERS UNE STRATÉGIE DE FLEXIBILISATION DE L'OUTIL INDUSTRIEL

1^{ère} société cotée de MEMS au monde, Memscap est à un tournant de sa vie industrielle et financière. Grâce à une politique historique de R&D et fort de 50 brevets, licences & marques, le groupe, qui réalise 98% de ses ventes hors de France, est durablement positionné dans l'Avionique, marché qui offre à ce jour l'une des meilleures visibilité au monde. Intervenant référant sur une niche du secteur des Communications Optiques, ce qui lui fournit une forte récurrence en termes de revenus, il est aussi devenu un acteur reconnu dans le Médical notamment pour les appareils de monitoring des patients.

Présent sur des marchés à forte visibilité et disposant de relais de croissance identifiés, Memscap bascule dans une phase d'optimisation de son outil industriel américain. A 3-4 ans, Memscap a identifié deux relais de croissance majeurs dans l'Avionique et le Médical lui permettant de quasiment doubler les volumes de chaque segment sans investissements supplémentaires majeurs. D'un point de vue rentabilité, la flexibilisation de l'outil industriel américain devrait faire remonter ~1,5 M€ d'EBIT. Cette stratégie amorcée il y a plus de 2 ans a montré sa pertinence, le groupe ayant recouvré la rentabilité depuis 2014 malgré un CA en recul de 10% entre 2014 et 2016 du fait du choix de sortir du segment *Mass Market* (~1/3 du CA américain). 2017 sera un exercice de transition, dont les résultats seront pénalisés par le choix d'arrêter la quasi-totalité de cette activité qui avait pour unique but de permettre aux Etats-Unis d'être *break-even*. La montée en puissance des produits propriétaires, pour les applications de Communications Optiques, associée à une structure industrielle optimisée offrira un effet de levier majeur dès 2018.

Le bilan n'a cessé de s'améliorer grâce à une structure de cash flow excédentaire. A fin 2016, les liquidités disponibles étaient de 4,2 M€ et la politique de désendettement s'est poursuivie avec moins de 1,1 M€ de dettes. De plus, en cédant son activité dermatologique à IntuiSkin en 2010 (reprise par Unilever en 2012), il bénéficie depuis de la part de cette dernière d'une option d'achat de 3,5 M€ sur le portefeuille de marques et brevets détenus par les Laboratoires La Licorne (100% Memscap) y compris la marque loma.

Sur une base restructurée, nous estimons la valeur de Memscap à 4,3 € à l'horizon 2022 (13x EV/EBIT), soit une valeur actuelle de 2,5 € sur la base d'un coût des fonds propres de 11%. Notons que le marché des MEMS est actif en M&A ce qui fait de Memscap, de par son positionnement et l'extrême dilution de l'actionariat, une cible attractive.

DÉTAILS DE LA VALORISATION : VALEUR RESTRUCTURÉE (2022E) : 4,3 € / VALEUR ACTUELLE : 2,5 € (+30%)

Résultats normalisés & Prospectifs. La bascule en structure industrielle flexible devrait permettre au groupe d'atteindre une marge normalisée à moyen terme située entre 11% et 12%.

Multiples pertinents. VE/EBIT 13x ; Coût des fonds propres de 11%.

Dette financière et ajustements bilanciaux. Memscap présente une situation financière saine avec une baisse constante de sa dette financière, dette qui devrait être quasi nulle d'ici 3 ans.

Marge de sécurité. 30%, en ligne avec ce que nous utilisons généralement pour les sociétés au profil de risque similaire.

CATALYSEURS ET RISQUES : MARCHÉS À FORTE VISIBILITÉ ET MISE EN PLACE D'UNE STRATÉGIE D'OUTIL INDUSTRIEL FLEXIBLE

Catalyseurs. Très forte visibilité en Avionique ; Positionnement sur deux nouveaux segments de l'Avionique et du Médical sous 3-4 ans ; Arrêt du *Mass Market* ; Renforcement sur les produits propriétaires.

Risques. Positionné sur des niches de marché, ce qui pourrait induire une activité étaillée année après année ; Déréférencement de la part de clients clés ; Forte appréciation de la couronne norvégienne face au dollar.

Due diligence. Analyse des marchés ; Analyse des concurrents ; Contacts/visites sociétés.

Calendrier. Publication du CA T2 le 26 juillet.

CIC est apporteur de liquidités sur Memscap. Arnaud RIVERAIN a signé un contrat de recherche avec la société Memscap, le CIC en est le diffuseur exclusif. CIC fournit des prestations de marketing investisseurs à Memscap.

Arnaud Riverain • Analyste financier • +33 6 43 87 10 57 • ariverain@greensome-finance.com

Veillez vous référer aux informations légales relatives à ce document sur notre site internet : <http://www.cmcicms.com>

SOMMAIRE

CAS D'INVESTISSEMENT	3
Axes stratégiques de développement ➔ <i>Deux relais majeurs</i>	
Avionique (41% du CA) ➔ <i>Forte visibilité</i>	
Médical (26% du CA) ➔ <i>Vise les appareils de dialyse d'ici 2 ans</i>	
Levier opérationnel ➔ <i>Sortie du Mass Market & flexibilisation de l'outil industriel</i>	
Croissance externe ➔ <i>Un œil sur de nouveaux secteurs</i>	
Endettement & Liquidité ➔ <i>Une situation de plus en plus confortable</i>	
Valeur restructurée (2022) ➔ 4,3 € par action Valeur actuelle ➔ 2,5 € par action	
Management, Gouvernance, Actionnariat ➔ <i>Une stabilité historique</i>	
Profil de risque ➔ <i>La visibilité comme « parachute »</i>	
ANALYSE DES FRANCHISES	7
Division Avionique (41% du CA) ➔ <i>Visibilité et relais de croissance moyen terme</i>	
Division Communications Optiques (26% du CA) ➔ <i>Position dominante sur une niche</i>	
Division Médical / Biomédical (25% du CA) ➔ <i>Une présence récurrente</i>	
Division Mass Market et autres (8% du CA) ➔ <i>Désengagement en cours</i>	
VECTEURS DE CROISSANCE	10
Des piliers validés, des <i>outsiders</i> à ne pas négliger	
Une piste assez bien balisée	
PROFITABILITÉ NORMATIVE	12
Une structure qui était surdimensionnée à tous les niveaux jusqu'en 2013	
Remise à plat opérée avec en ligne de mire la flexibilité	
GÉNÉRATION ET UTILISATION DU <i>FREE CASH FLOW</i>	15
<i>Cash flow</i> opérationnel ➔ <i>Sous contrôle</i>	
Intensité capitalistique ➔ <i>Une structure légère</i>	
Politique de rémunération des actionnaires ➔ <i>Memscap n'a jamais distribué de dividendes</i>	
Politique de croissance externe ➔ <i>Attitude opportuniste</i>	
DETTE FINANCIÈRE NETTE ET AJUSTEMENTS BILANCIELS	16
Structure de la dette, maturité, coût ➔ <i>En situation de trésorerie nette</i>	
Ajustements bilanciaux ➔ <i>Des actifs immédiatement monétisables</i>	
Leverage et covenants ➔ <i>Une dette brute non assortie de covenants</i>	
MULTIPLÉS DE VALORISATION NORMATIFS	18
Multiples historiques ➔ <i>EV/CA seul indicateur pertinent</i>	
Comparaison boursière ➔ <i>Quasi-absence de pure players</i>	
Transactions sectorielles ➔ <i>Un marché qui se paie cher</i>	
VALORISATION RESTRUCTURÉE / VALORISATION ACTUELLE	20
Un modèle de croissance rentable	
MANAGEMENT, GOUVERNANCE, ACTIONNARIAT	22
Management ➔ <i>Stabilité comme leitmotiv</i>	
Gouvernance ➔ <i>Un Conseil de cinq membres dont quatre indépendants</i>	
Actionnariat ➔ <i>Un capital très dilué</i>	
ANNEXE 2 : FICHE 25 ANS	23

Cette analyse Financière a été réalisée par Arnaud Riverain de GreenSome Finance: ariverain@greensome-finance.com
L'Analyste Indépendant Arnaud Riverain s'est vu confier par l'Emetteur la réalisation d'une prestation d'analyse financière au sens de l'article L.544-1 du Code Monétaire et Financier. L'Analyste Indépendant et le CIC sont convenus, en accord avec l'Emetteur, que le CIC puisse diffuser de manière exclusive les prestations d'analyse financière réalisées par l'Analyste Indépendant sur l'Emetteur.

CAS D'INVESTISSEMENT

Nous résumons ci-dessous les principaux sujets du cas d'investissement de Memscap. Cette étude est ensuite organisée en 8 étapes : 1/ l'analyse des franchises ; 2/ les vecteurs de croissance ; 3/ l'analyse de la structure de rentabilité ; 4/ l'appréciation de la génération de *cash flow* ; 5/ l'étude de la situation bilancielle ; 6/ la détermination de multiples de valorisation normatifs ; 7/ la valorisation ; 8/ l'analyse de la gouvernance, du management et de l'actionariat. Au final, sur une base restructurée, notre estimation de la valorisation de Memscap à l'horizon 2022 ressort à 4,3 € et la valeur actuelle à 2,5 € (sur la base d'un coût des fonds propres de 11%).

Axes stratégiques de développement

➔ Deux relais majeurs

Memscap, qui intervient sur un marché estimé à 11,9 MM\$ (source Yole Développement) et à même d'afficher un CAGR 2015-2021 de 8,9%, s'est focalisé sur l'Avionique (3% du marché), le Médical (17% du marché), les Télécoms (2% marché). La décision a été prise de sortir de l'électronique grand public (46% du marché) qui est un marché de volume connaissant une très forte déflation au niveau des prix.

Avionique (41% du CA)

➔ Forte visibilité

Memscap, qui dispose d'une importante visibilité en Avionique du fait de la durée des programmes (15-20 ans), vise à horizon 3-4 ans de se positionner avec de nouveaux MEMS sur la gestion de la pression moteur au niveau du FADEC (Full Authority Digital Engine Control), actuellement principalement détenu par Honeywell. Un tel positionnement, qui se fera par le prix, lui permettrait de doubler la taille de CA Avionique. Ce marché représente à peu près deux fois celui qui est actuellement adressé par Memscap i.e. 200 M€ par an.

Médical (26% du CA)

➔ Vise les appareils de dialyse d'ici 2 ans

L'autre axe stratégique se situe au niveau du Médical avec pour objectif de se positionner sur les appareils de dialyse d'ici 2 ans, marché estimé à 10-20 M€ par an. La principale difficulté est de pouvoir adresser ce marché avec un produit à faible coût.

Levier opérationnel

➔ Sortie du Mass Market & flexibilisation de l'outil industriel

Le groupe a amorcé depuis quelques années la mise en place d'une stratégie dite de mutation de son outil industriel

essentiellement aux Etats-Unis. L'objectif est d'optimiser l'outil de production via, entre autres, une automatisation accrue. Cette approche permet d'abaisser le point mort significativement. Le principal effet de levier sur les marges proviendra de cette politique et de la vitesse de mise en place dépend l'amélioration des marges. A cela s'ajoute l'arrêt en cours de l'activité de *Mass Market* qui est peu pérenne et n'offre pas de leviers en termes de rentabilité. Ce choix : 1/ de sortie du *Mass Market* et 2/ de l'automatisation industrielle devrait peser à court terme sur la rentabilité i.e. sur l'exercice 2017E le temps que les activités sur des produits propriétaires montent en puissance. Nous estimons l'apport moyen terme au niveau de l'EBIT à 1,5 M€.

Le T1-2017 est révélateur de la problématique rencontrée par le groupe aux Etats-Unis avec un outil pas suffisamment flexible. Ainsi, le recul sensible des ventes de Produits sur Mesure (0,9 M€ vs 1,2 M€ au T1-2016) a pesé sur la marge brute qui a perdu 9 points par rapport au T1-2016 pour s'établir à 26% et pour passer à 0,8 M€ vs 1 M€ au T1-2016. Malgré la tenue des charges, la pression sur la marge brute a fait basculer le groupe dans le rouge pour la première fois depuis 3 ans avec une perte opérationnelle de 0,3 M€.

Croissance externe

➔ Un œil sur de nouveaux secteurs

Généralisant un *free cash flow* excédentaire depuis 2 ans, Memscap dispose d'une assez bonne visibilité quant à sa capacité à accroître sa trésorerie et donc à disposer de moyens supplémentaires. Une opération de croissance externe pourrait avoir un sens dans le secteur de l'Avionique, mais sur des technologies autres que la pression, segment qui est déjà adressé par Memscap. D'autres secteurs peuvent également être envisagés tels que la Marine par exemple.

Memscap : les moteurs de la croissance (notation de 1 (faible) à 10 (élevé))



Source: Independent analyst

Endettement & Liquidité

➔ **Une situation de plus en plus confortable**

A fin 2016, Memscap présentait une situation financière saine avec 4,2 M€ de liquidités disponibles vs 3,9 M€ fin 2015.

Memscap avait 2,8 M€ de trésorerie active et 1,4 M€ de placements long terme. L'endettement financier était de 1,1 M€ vs 1,6 M€ en 2015.

Valeur restructurée (2022) ➔ 4,3 € par action

Valeur actuelle ➔ 2,5 € par action

Restructurée, i.e. d'ici 2022E une fois le modèle industriel plus flexible mis en place et en intégrant l'option de vente de Laboratoire La Licorne ainsi que les actifs financiers monétisables, la valeur restructurée ressort à 30 M€ soit 4,3 € par action. Après actualisation (coût des fonds propres de 11%), la valeur restructurée actualisée est de 18 M€ soit 2,5 € par action.

Management, Gouvernance, Actionnariat

➔ **Une stabilité historique**

Memscap bénéficie d'un management stable dans le temps, l'équipe de direction étant la même depuis 2005 et le fondateur est toujours actionnaire et PDG. En revanche, l'actionnariat est très dilué avec plus de 80% dans le public.

Profil de risque

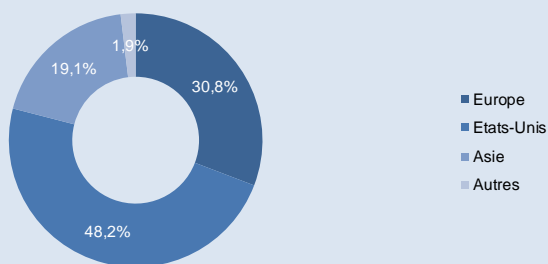
➔ **La visibilité comme « parachute »**

Etant présent sur des programmes long terme (Avionique), moyen terme (Médical) et acteur référent au niveau des puces pour les Communications Optiques avec 80% de parts de marché, ce qui lui offre une très forte récurrence de revenus, Memscap présente un profil de risque assez limité d'autant plus que l'exécution avec la stratégie d'un outil industriel flexible viendra sécuriser les marges.

Memscap : Ce que l'on apprécie et ce que l'on aime moins	
+	<ul style="list-style-type: none"> • Un management stable et fidèle • Une position historique sur les Mems • Un bilain sain • Une présence sur des marchés à forte visibilité • Effet de levier sur les marges à court terme • Opportunités sur de nouveaux segments dans l'Avionique et le Médical
-	<ul style="list-style-type: none"> • Marché en faible croissance • Taille modeste • Structure de capital très ouverte • Faibles moyens en cas d'opportunité de consolidation • Risque de change

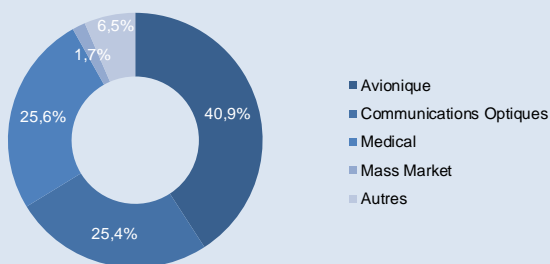
Source: Independent analyst

2015 revenues by geographic region (%)



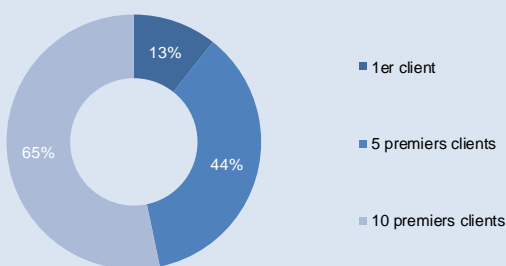
Source: Independent Analyst, Memscap

2015 revenues by sectors (%)



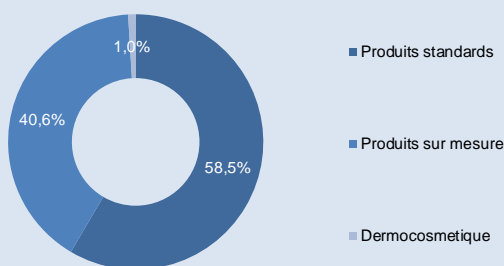
Source: Independent Analyst, Memscap

2015 revenues by customer type (%)



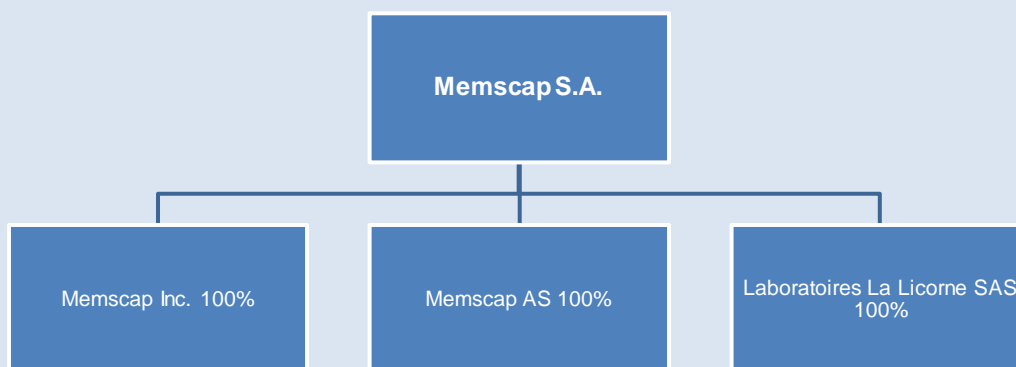
Source: Independent Analyst, Memscap

2015 revenues by product type (%)



Source: Independent Analyst, Memscap

Memscap : Structure juridique



Source: Independent Analyst, Memscap

Management

Jean-Michel Karam	PDG
Yann Cousinet	DAF
Nicolas Bertsch	Directeur
Roy Grelland	Directeur

Source: Independent Analyst, Memscap

Board of Directors

Number of members	7
o/w independent members	6
o/w women	1

Source: Independent Analyst, Memscap

Shareholder structure

	%	
	Capital	Vot. rights
JM Karam	6,98	10,35
Autres administrateurs	2,15	3,28
Autres act. Nominatif	2,30	3,04
Free float	88,57	83,33

Source: Independent Analyst, Memscap

Insider trading activity

Corporate Officer	Date	Buy / Sell	No. of shares	Transaction price	Amount EUR

Source: Independent Analyst, Memscap

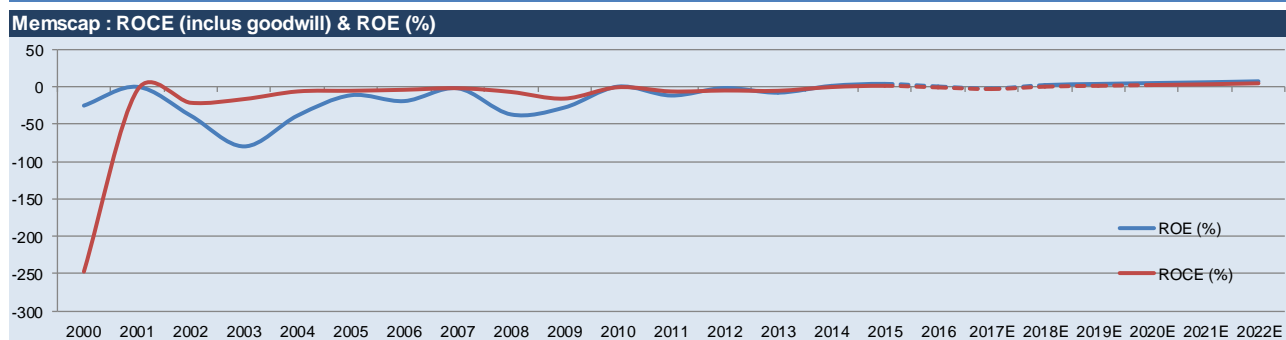
Company profile

MEMSCAP, le leader des MEMS, fournit des solutions et produits innovants basés sur les systèmes-électro-mécaniques (MEMS) ainsi que des services de fabrication de MEMS à façon. La société permet à ses clients actifs sur des marchés à forte croissance d'incorporer la technologie stratégique des MEMS dans leurs systèmes afin d'améliorer l'intégration, les performances, la fiabilité et les coûts de leurs produits. MEMSCAP est présent principalement sur 4 marchés : l'aéronautique et la défense, les communications optiques, le médical et le biomédical, et les applications grand public (consumer).

Source: Independent Analyst, Memscap

Memscap : Investment due diligence check list				
	Low	Average	High	Comments
Market Structure & Momentum <ul style="list-style-type: none"> • Secular growth trends • Barriers to entry • Bargaining power of suppliers • Bargaining power of buyers • Threat of substitute products • Industry rivalry • Industry consolidation • Industry fragmentation • Technological content • Regulatory framework 		x	x	Marché sous-jacent en croissance annuelle moyenne estimée de 8,9% (source Yole dév.) Les solutions, brevets et historiques de présence sur les MEMS fournissent une position forte Une dizaine de fournisseurs sont classés sensibles mais aucun problème n'a été rencontré 44% du CA est réalisé par les 5 premiers clients. Commandes passées de manière irrégulière. Les MEMS fournis pas Memscap sont indispensables au bon fonctionnement du produit final Pas ou très peu de concurrents directs sur l'ensemble des activités du groupe 2 à 3 opérations de consolidation par an depuis 2011 Marché adressé par peu de pur players et essentiellement par des filiales de grands groupes En Avionique, Médical ou optiques nécessité d'efforts d'investissements importants & récurrents Aucune réglementation spécifique par pays
Revenue Profile <ul style="list-style-type: none"> • Cyclicalité • Seasonality • Recurrence • Predictability • Business understandability • End-customer diversification • End-market diversification • Geographic diversification • Supplier diversification • Organic growth • Acquisitive growth • Pricing power 	x	x	x	Les marchés cibles de Memscap offrent peu de corrélation à l'environnement économique CT Ventes effectuées en fonction des besoins des clients Positionnement sur des programmes à cycle long mais sans visibilité sur les prises de commande Position forte sur certains domaines 70% du CA est réalisé par les 10 premiers clients 48% du CA réalisé dans l'avionique 98% du CA à l'international / 40% Europe - 34% USA - 25% Asie Environ 10 fournisseurs classés comme "sensibles" TCAM 2005-16 de +1,4% Aucune acquisition depuis 2005 Une fois la technologie maîtrisée, l'entrée sur un programme se fait par le prix Essentiellement des frais de personnel au niveau de la production
Profitability and Cash-flow Generation <ul style="list-style-type: none"> • Fixed-cost structure • Raw material dependency • Capex intensity • Return on capital • Free cash flow generation • Margin resilience • Industrial organisation • Recovery potential 	x	x	x	2 à 3% du CA ROCE < 5% FCF yield à 3,2% estimé en 2016 Amélioration des marges constante depuis 2014 - fort effet de levier lié au volume 5 commerciaux qui adressent directement le client final 2 nouveaux marchés adressables sous 3-4 ans permettant un quasi doublement du CA
Balance Sheet and Liquidity <ul style="list-style-type: none"> • Leverage • Liquidity • Debt structure quality • Working capital intensity • Off-balance sheet items 	x	x	x	Bascule en fab light en cours permettant de récupérer environ 1,5 M€ de marges Trésorerie nette de 1,7 M€ à fin 2016 1,1 M€ de dette financières à fin 2016 Ressource de cash liée à l'activité 25% des dettes financières liés à de la location financière
Investment Considerations <ul style="list-style-type: none"> • Franchise sustainability • Valuation attractiveness • Operating history consistency • Speculative interest • Accounting complexity • Management track record • Management incentives • Insider trading activity • Analyst coverage • Stock liquidity • Stock volatility 	x	x	x	Présence historique sur le marché des MEMS Activité assez volatile par le passé avec une forte dépendance vis-à-vis du dollar US Société détenue à moins de 10% par le Président fondateur L'équipe de direction est la même depuis 2005 Aucun suivi Average daily volume over the last 12 months: 31k shares / EUR0,1m Raw Beta: 0,62 Adjusted Beta: 0,74 24-month daily annualized Volatility: 58,0%

Source: Independent Analyst, Memscap



Source: Independent Analyst, Memscap

ANALYSE DES FRANCHISES

Memscap fournit au meilleur prix des produits d'une extrême fiabilité et à forte valeur ajoutée. Cette approche issue d'une politique de R&D forte (plus de 50 brevets, marques & licences déposés) a permis de se positionner sur des marchés « critiques » à très forte visibilité (Avionique) ou sur des niches qui le rendent incontournable (Communications Optiques). Son savoir-faire, acquis depuis bientôt 20 ans en fait un acteur de référence mondiale sur le segment des MEMS. Les à-coups en termes de croissance sont plus liés à des événements exogènes, mais traduisent néanmoins un manque de taille critique sur certains marchés ce qui le rend plus fragile en cas de retournement.

Division Avionique (41% du CA)

➔ Visibilité et relais de croissance moyen terme

> Activité

Le secteur Aéronautique & Défense représente historiquement plus de 40% de l'activité du groupe, secteur adressé avec des technologies propriétaires. Au travers de ses capteurs transducteurs de pression avec ou sans logiciel embarqué, Memscap vise plus particulièrement les calculateurs de données aérodynamiques (ADC) qui ont pour but de mesurer les données critiques que sont la vitesse, l'altitude et la température. De par la criticité des informations requises, la qualification des produits de Memscap offre une visibilité de minimum 10 ou 15 ans correspondant au temps de production des appareils sur lesquels ils sont installés. Selon la direction, le marché des capteurs de pression est d'environ 100 M\$, le groupe détient donc entre 5% et 6% de part de marché.

> Environnement concurrentiel

La concurrence est multiple tant par le biais des acteurs spécialisés que des acteurs filiales de groupes majeurs. Les facteurs jouant sont la performance & la fiabilité (la technologie *triple stacking* proposée par Memscap est considérée comme la meilleure au monde à 0,01% *full scale* sur 20 ans), la fonctionnalité (Memscap est présent sur les trois critères critiques), le prix (le groupe a une stratégie d'augmentation de la valeur par la fonction : ex. pression cabine électropneumatique vs mécanique)...

> Barrières à l'entrée et pérennité des franchises

L'une des barrières à l'entrée identifiable est la maîtrise technologique qui est protégée en partie par le dépôt de brevets et qui nécessite des efforts de R&D récurrents. La qualification des capteurs sur des programmes offre naturellement une forte visibilité liée à la durée de production des avions et/ou aéronefs adressés. Par ailleurs, l'adoption de nouvelles technologies est une barrière à l'entrée naturelle tout comme le référencement de nouveaux fournisseurs, car il faut valider la fiabilité très long terme des produits, aucune erreur n'étant acceptable. Le fait que les produits de Memscap soient présents sur plus de 50 000 appareils offre au groupe une profondeur en termes de données unique par rapport à de potentiels nouveaux entrants. C'est également un atout majeur dans le cadre d'une stratégie de développement commercial auprès des clients de renommée internationale.

> Profil de risque

Au regard des carnets de commandes des principaux avionneurs (plus de 10 ans pour Airbus et Boeing), le risque de « décrochage » ou de perte de parts de marché est limité sur cette période.

Division Communications Optiques (26% du CA)

➔ Position dominante sur une niche

> Activité

Ce marché bénéficie du déploiement de la fibre optique. Il est classé en deux catégories : 1/ les composants passifs (transmission d'un signal sans altération de ses caractéristiques) adressés par Memscap avec plus de 75% de part de marché sur l'un des composants appelé le Variable Optical Attenuator ou VOA (environ 3 M€ par an) ; et 2/ les composants actifs permettant de modifier un signal.

> Environnement concurrentiel

Sur les produits passifs, Memscap rencontre uniquement une concurrence régionale incapable d'assurer une couverture « transcontinentale ».

> Barrières à l'entrée et pérennité des franchises

La maîtrise technologique de Memscap en fait une barrière à l'entrée naturelle à laquelle s'ajoute sa part de marché ultra dominante qui se traduit par une présence sur la zone Europe, Amérique et Eurasie.

> Profil de risque

Etant sur cette activité uniquement des grands comptes qui déploient les réseaux de fibres optiques, Memscap les accompagne dans le développement de technologies à même d'accompagner l'augmentation croissante de la bande passante nécessaire.

Division Médical / Biomédical (25% du CA)

➔ Une présence récurrente

> Activité

Les segments ciblés sont :

1. la mesure pression intra-artérielle ;
2. les appareils de dialyse ;
3. le cœur artificiel ;
4. le suivi post-opératoire de chirurgie aortique (capteur de pression de CardioMEMS) ;
5. l'endoscopie gastro-intestinale (capsule endoscopique).

Ce marché fonctionne par appels d'offres via des acteurs tels que GE, Philips ou encore Siemens.

Division Mass Market et autres (8% du CA)

➔ **Désengagement en cours**

> **Activité**

Segment à moindre valeur ajoutée, mais potentiellement pourvoyeur de volumes très importants. De multiples applications peuvent être identifiées, notamment dans l'électroménager (mesure des quantités d'eau dans une machine à laver, acoustiques, microphones, appareils photo, caméras pour détecter les mouvements et compenser les tremblements, ordinateur portable pour détecter les chutes et protéger le disque dur...). Ce marché offre peu de visibilité et ne fait plus partie de la stratégie du groupe, car structurellement non rentable et mobilisateur de ressources aux Etats-Unis. Jusqu'à présent, Memscap adoptait une attitude opportuniste sur ce segment lui permettant ainsi « de remplir » son usine américaine et d'atteindre l'équilibre.

> **Environnement concurrentiel**

Marché de volume, les acteurs asiatiques y sont de plus en plus présents.

> **Barrières à l'entrée et pérennité des franchises**

La capacité de production est la principale barrière à l'entrée et nécessite d'avoir son propre outil industriel pour fournir les produits des clients. Sur ce marché, les producteurs ne sont pas les propriétaires des technologies vendues.

> **Profil de risque**

Marché où le prix fait loi.

Memscap : Evolution de l'activité par division, produits & zones géographiques

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
CA par activités (M€)												
Avionique						5,4	4,4	4,7	5,6	5,9	5,2	5,6
Variation							-17,3%	6,2%	20,0%	3,7%	-11,9%	8,6%
Medical						2,6	2,3	2,9	3,2	2,6	3,2	1,4
Variation							-12,2%	29,2%	9,1%	-18,7%	24,3%	-55,3%
Com. Optiques						4,2	2,4	2,5	1,7	1,8	3,2	3,9
Variation							-42,6%	5,7%	-31,4%	1,4%	81,8%	21,1%
Mass Market & autres						0,9	0,9	2,2	3,1	2,9	1,0	0,8
Variation							0,7%	142,2%	40,1%	-6,4%	-65,0%	-23,8%
Poids dans le total												
Avionique						41,1%	44,2%	37,9%	41,2%	44,5%	40,9%	47,8%
Medical						19,8%	22,6%	23,6%	23,3%	19,7%	25,6%	12,3%
Com. Optiques						32,1%	24,0%	20,5%	12,7%	13,4%	25,4%	33,2%
Mass Market & Autres						7,0%	9,2%	18,0%	22,8%	22,3%	8,1%	6,7%
CA par type de produits (M€)												
Standards	4,3	7,9	6,9	5,3	3,7	5,5	3,9	5,2	8,1	8,0	7,4	6,8
Variation	25,4%	84,5%	-12,7%	-23,2%	-28,9%	46,7%	-28,9%	34,0%	54,7%	-1,8%	-7,3%	-7,3%
Sur-mesure	4,9	5,9	7,5	8,4	5,5	7,5	6,1	7,1	5,5	5,1	5,1	4,7
Variation	10,0%	18,7%	28,0%	11,6%	-34,3%	36,8%	-19,4%	17,0%	-22,4%	-8,0%	1,0%	-7,5%
IntuiSkin & Autres	0,8	0,9	2,0	1,7	1,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Variation	-11,1%	8,3%	133,9%	-14,4%	-40,0%	-98,8%	238,5%	56,8%	46,4%	17,8%	4,2%	8,1%
Poids dans le total												
Standards	42,6%	53,9%	41,8%	34,3%	36,4%	42,2%	39,0%	42,2%	59,1%	60,5%	58,4%	58,4%
Sur-mesure	49,4%	40,2%	45,8%	54,5%	53,5%	57,7%	60,6%	57,3%	40,2%	38,6%	40,6%	40,5%
IntuiSkin & Autres	8,0%	5,9%	12,3%	11,3%	10,1%	0,1%	0,4%	0,6%	0,7%	0,9%	1,0%	1,1%
CA par zones géographiques (M€)												
Europe	4,0	5,8	5,8	6,6	4,8	3,7	3,3	3,4	3,9	3,6	3,9	4,7
Variation	48,1%	45,0%	0,0%	13,8%	-27,9%	-22,8%	-11,5%	5,4%	12,7%	-7,4%	8,7%	20,7%
USA	4,3	5,1	5,1	6,9	3,7	5,7	4,4	6,7	6,3	6,5	6,1	4,0
Variation	2,4%	18,6%	0,0%	35,3%	-46,9%	56,4%	-22,4%	51,7%	-6,2%	2,8%	-6,4%	-34,4%
Asie	1,0	2,6	2,6	1,2	1,7	3,5	1,9	2,0	3,3	2,8	2,4	2,9
Variation	-37,5%	160,0%	0,0%	-53,8%	40,3%	109,3%	-46,0%	3,9%	68,8%	-14,8%	-15,3%	21,5%
Autres	0,7	1,1	1,1	0,7	0,2	0,1	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1
Variation	133%	57,1%	0,0%	-36,4%	-72,6%	-35,4%	245,2%	-37,9%	-27,1%	17,5%	3,9%	-57,0%
Poids dans le total												
Europe	40,0%	39,7%	35,3%	42,9%	46,2%	28,2%	32,4%	27,6%	28,2%	27,2%	30,8%	40,1%
USA	42,9%	34,9%	31,1%	44,8%	35,6%	43,9%	44,3%	54,3%	46,1%	49,5%	48,3%	34,1%
Asie	10,0%	17,8%	15,8%	7,8%	16,3%	27,0%	19,0%	15,9%	24,3%	21,6%	19,1%	25,0%
Autres	7,0%	7,5%	6,7%	4,5%	1,9%	1,0%	4,3%	2,1%	1,4%	1,7%	1,9%	0,9%
Total CA	10,0	14,6	16,4	15,4	10,3	13,0	10,0	12,4	13,7	13,2	12,6	11,7
Variation	13,2%	45,9%	12,4%	-6,2%	-33,1%	26,7%	-23,1%	23,8%	10,5%	-4,1%	-4,0%	-7,2%

Source: Independent Analyst, Memscap

MEMSCAP SA: Risk analysis				
Market risk rating: High	Low	Average	High	Comments
Operational Risks	<ul style="list-style-type: none"> Management Costs Currency Commodity I.T. 	x	x	Management stable depuis 2005 et le fondateur/PDG est présent depuis la création Structure de coûts encore trop importante sur la zone US du fait de la détention d'une usine en propre 41% des coûts en dollars US et 41% en couronne norvégienne
Strategic Risks	<ul style="list-style-type: none"> Competitors Customers Suppliers Technology Product 	x	x	Forte barrière à l'entrée sur les produits sensibles notamment dans l'avionique 65% du CA réalisé avec les 10 premiers clients Technologie mature Produits standardisés
Financial Risks	<ul style="list-style-type: none"> Credit Liquidity Interest rates 	x		1,1 M€ de dettes financières soit un gearing de -9,1%
Compliance Risks	<ul style="list-style-type: none"> Regulatory Legal Political Governance 	x		

Source: Independent Analyst, Market risk rating: High = Volatility > 30% ; Average = Volatility 20-30% ; Low = Volatility < 20%

MEMSCAP SA: Barriers to entry analysis				
	Low	Average	High	Comments
• Advertising	x			
• Capital	x			
• Control of resources	x			
• Cost advantage*		x		
• Customer loyalty			x	Visibilité de 10 à 15 ans notamment dans le secteur de l'avionique / 75% de pdm sur le VOA - Com. Optiques
• Distributor agreements			x	
• Economy of scale			x	Effet volume clé notamment sur le Mass Market
• Government regulations	x			
• Inelastic demand		x		Effet prix important sur le Mass Market
• Intellectual property			x	50 brevets & licences déposés
• Network effect			x	
• Predatory pricing	x			
• Restrictive practices	x			
• Research & Development			x	
• Supplier agreements		x		
• Sunk costs	x			
• Switching barriers			x	
• Tariffs	x			
• Vertical integration		x		
• Zoning	x			

Source: Independent Analyst, *independent of scale

VECTEURS DE CROISSANCE

Grâce à une politique d'investissements constante, à un positionnement sur des marchés à forte visibilité, mais aussi du fait du retrait en cours de certains marchés très volatils, Memscap devrait entrer progressivement dans une phase de croissance récurrente estimée à +5% par an et cela uniquement par croissance organique. A partir de 2018, Memscap pourrait accélérer fortement avec en premier lieu la pénétration d'un nouveau segment sur le Médical puis sur l'Avionique.

Des piliers validés, des *outsiders* à ne pas négliger

Memscap peut véritablement s'appuyer sur l'Avionique et les Communications Optiques, qui représentent à eux deux 82% du CA, pour bâtir son développement futur.

Le Médical (9,6% du CA) et le *Mass Market* peuvent être vus comme des *challengers* à même d'offrir ponctuellement un surcroît non négligeable d'activité.

Depuis 2011, l'Avionique et les Communications Optiques sont les moteurs de la croissance du groupe avec des TCAM de respectivement +4,8% et +9%.

L'Avionique profite de la très bonne dynamique du secteur aéronautique et notamment des commandes records engrangées par les deux plus gros avionneurs.

Les Communications Optiques profitent du déploiement de la fibre.

Ces deux marchés offrent les principaux éléments de visibilité. L'Avionique est le principal support long terme alors que les Communications Optiques sont plus un support moyen terme dépendant de la vitesse de bascule au « tout fibre ».

Le Médical/Biomédical avec un TCAM de -13,5% est plus volatile, car très dépendant des commandes publiques qui se font par appels d'offres. Le CA moyen entre 2011 et 2016 est de 2,6 M€ avec un plus haut de 3,2 M€ (2013) et un plus bas de 1,1 M€ (2016).

Le *Mass Market* & Autres (TCAM +1,6%) a été un pourvoyeur d'activité important entre 2012 et 2014 avec un CA multiplié par plus de trois par rapport au CA historique. Ceci a été lié au positionnement sur les microphones. Toutefois, la typologie de ce marché de masse le rend peu pérenne pour un acteur comme Memscap s'il souhaite préserver ses marges.

Une piste assez bien balisée

> L'Avionique presque sur des rails

Le vecteur de croissance long terme est d'abord lié aux carnets de commandes remplis sur 10 ans pour Airbus et Boeing et à la montée en cadence des cycles de production. A titre d'exemple, ils ont vu leurs carnets de commandes multipliés par près de trois depuis 2010. En termes de livraison, élément qui a un impact immédiat sur Memscap, le TCAM d'Airbus entre 2010 et 2016 est de +5,2% et celui de Boeing de +9,4% (sources : constructeurs).

Memscap étant présent sur quasiment l'ensemble des avions produits cela le met en position de plus ou moins répliquer ces niveaux de croissance.

Un élément pouvant peser ponctuellement est la présence du groupe sur l'aviation d'affaires qui souffre en ce moment notamment en Europe dont le marché est arrivé à maturité. La clé demeure le marché américain qui représente près de

60% du marché et dont la flotte devrait doubler d'ici à 2034 (source EBAA). Au global, ce marché n'a crû « que de » 2,3% en moyenne entre 2010 et 2015 et a même baissé sur les avions à réaction de -1,3% en moyenne (source GAMA).

Autre facteur pouvant jouer dans un sens ou dans l'autre : les livraisons d'appareils militaires (avions ou hélicoptères) qui sont très dépendants des contrats entre états.

Aussi, au regard du sous-jacent, nous pouvons estimer que la croissance annuelle moyenne long terme hors nouveau produit de Memscap sur l'Avionique devrait se situer au minimum entre +4% et +5%.

Un relais de croissance majeur identifié à moyen terme

Actuellement, Memscap est essentiellement présent sur les applications permettant de mesurer la vitesse, l'altimétrie ou encore la pression cabine. Le groupe, qui est déjà présent au niveau du moteur en fournissant des capteurs de pression (21% de part de marché), a initié un programme de recherche et développement pour ce qui concerne la gestion de la pression moteur au niveau du FADEC (*Full Authority Digital Engine Control*). Ce marché est sous monopole Honeywell, qui détient également 30% de part de marché sur le segment des capteurs de pression.

Ce marché très concentré, le client final étant le motoriste, est estimé par la direction à 200 M\$. L'objectif est de pouvoir s'y positionner d'ici 3-4 ans en l'attaquant par le prix. Une telle percée pourrait, à cet horizon, permettre de doubler l'activité de l'Avionique, soit un volume d'affaires que nous estimons supérieur à 7 M€ par an.

> Les Communications Optiques soutenues par le « tout fibre »

Memscap est actuellement identifié, car c'est le *leader* des atténuateurs optiques variables, dont le but est de réduire la puissance optique reçue. C'est un marché de remplacement notamment depuis l'arrivée de la fibre et la montée en puissance des débits étant donné que le 100 Gbits devient progressivement la référence avant la bascule à venir sur le 400 Gbits sous l'effet de l'augmentation « quasi exponentielle » des échanges de données.

Avec près de 80% de part de marché sur ce segment particulier, Memscap bénéficie naturellement de sa position pour accompagner la bascule. Cela offre une visibilité moyen terme importante permettant d'anticiper un CA « presque » récurrent de 3 M\$ par an.

> Le Médical : Dans le sens de l'histoire

Le Médical est en mesure d'afficher un CA annuel moyen d'au moins 2 M\$, mais offre une certaine volatilité du fait de la typologie de clientèle, car c'est un marché qui fonctionne par appels d'offres. Toutefois, avec le recours accru aux technologies et avec une présence historique sur ce marché, Memscap a identifié comme futur relais de croissance les

appareils de dialyse, marché estimé entre 10 M\$ et 20 M\$ par an. Pour le pénétrer, le groupe compte développer des technologies « abordables », car à ce jour, le prix est la principale barrière à l'entrée pour que ces appareils recourent à ces technologies. La direction estime que d'ici 2 ans elle pourrait être en mesure d'adresser ce segment.

> *Mass Market & Autres* : la cerise sur le gâteau

Cette division est assez variée et peut faire office de réserve ponctuelle de croissance à partir du moment où la demande du client permet de dégager le niveau de rentabilité souhaité. En ce sens, le positionnement sur les smartphones et ordinateurs personnels observé entre 2012 et 2013 a permis d'accroître notablement le CA (+100% à +200%), mais l'effet volume n'a pas permis d'absorber les coûts de production étant donné que le *Mass Market* induit souvent une forte pression sur les prix. La décision a donc été prise de sortir de

ce type de produits même si des applications dans l'automobile peuvent s'envisager, reste à valider la possibilité d'y dégager une rentabilité satisfaisante.

Aussi, cette division devait plus être vue comme « opportuniste » à même d'être un apporteur ponctuel de CA additionnel.

Le choix d'automatiser l'usine américaine pour se renforcer sur ses produits en propres (75% de son activité), avec notamment le VOA (*Variable Optical Attenuator*) dans les Communications Optiques, qui offrent des niveaux de marges nettement supérieurs aux produits de *Mass Market*, devrait induire une baisse de l'activité à court terme ce qui aura un impact sur la rentabilité de la structure américaine pour 2017, le temps que la montée en puissance des produits propriétaires compense le « moindre remplissage » de l'usine.

PROFITABILITÉ NORMATIVE

Memscap pouvait être vu à sa création à la fin des années 90 comme un laboratoire de R&D. Cela lui a permis de détenir fin 2004 plus de 120 brevets et de se positionner sur un marché mondial. Toutefois, au début de sa vie « industrielle », le groupe qui disposait d'une technologie très recherchée a plus été un « suiveur » en investissant massivement dans son outil de production afin de répondre à un marché de volumes initié par quelques « majors ». Cette approche, associée à la poursuite d'efforts majeurs en R&D, a rendu « le navire » trop lourd. Il aura fallu attendre 2014 pour que Memscap adopte une approche plus « rationnelle » en capitalisant sur : 1/ quelques brevets clé permettant d'alléger sa structure de R&D ; 2/ la possibilité d'optimiser sa chaîne de production pour se diriger vers une approche industrielle flexible. Nous estimons ainsi la profitabilité opérationnelle normative long terme à 11%.

Une structure qui était surdimensionnée à tous les niveaux jusqu'en 2013

Le mal historique de Memscap jusqu'en 2013 a été d'avoir beaucoup trop investi tant au niveau R&D que de l'outil de production alors que le marché s'est refermé violemment deux fois : la première fois en 2001, la seconde en 2009. Ainsi, depuis sa création il n'a été à même d'être profitable qu'en 2010. Ce n'est que depuis 2014 que le groupe a retrouvé une structure de coûts lui permettant d'être durablement rentable.

> Une culture de R&D qui a coûté très cher

Memscap pouvait être vu à son lancement comme un laboratoire. En effet, entre 1997 et 2004 ce sont plus de 120 brevets qui ont été déposés. Le groupe a compté plus de 100 personnes en R&D à partir de 2001 et cela jusqu'en 2003. Cela en a fait le poste le plus coûteux, poste qui a même été supérieur au CA en 2002. Plus de 50% des effectifs étaient alors dédiés à la recherche. Par la suite et jusqu'en 2010, Memscap a poursuivi ses efforts dans une moindre mesure en allouant près de 30% de ses effectifs à la recherche.

Le groupe est ainsi passé d'un plus haut de 126 personnes en R&D à 11 en 2011 alors que le CA a progressé de plus de 30%.

> Un outil de production beaucoup trop lourd

Le groupe, qui ciblait un marché qui initialement était très demandeur de volumes, a fortement investi dans son outil de production avec notamment la construction de son usine française pour adresser le marché de la communication optique. Cet investissement de 67,5 M€ a été réalisé sur la base d'un contrat avec une société américaine dans la communication optique, mais ce contrat a été résilié fin 2001 alors que l'usine était opérationnelle.

Parallèlement, le groupe disposait d'une usine aux Etats-Unis pour la production de MEMS Silicium et d'une usine en Norvège pour la production de produits finis.

A partir de 2003, Memscap a amorcé une réorganisation en regroupant la production des MEMS Silicium dans son usine américaine, la production des produits finis en Norvège (assemblage & mise en boîtiers) et a arrêté les opérations de production en France faute de demande ou plutôt du fait du changement de prisme du marché qui a commencé à délocaliser massivement certaines productions en Asie, phénomène qui a rendu la production en France difficilement rentable.

Tout comme pour la R&D, la direction a procédé à une nette réduction des équipes de production qui sont passées de 79 personnes en 2002 à 52 en 2013.

Autre effort notable, la coupe opérée au niveau administratif avec une division par 8 des effectifs qui sont passés de 38 à 5 sur la même période.

Memscap s'est mis en 2000-2001 dans un schéma d'hyper croissance motivé par un marché de plusieurs milliards de dollars qui devait presque doubler en 5 ans pour atteindre 7,1 MM\$ en 2004, mais aussi par un marché qui était très ouvert. Pour preuve, la stratégie d'investissement a été rendue possible par l'introduction réalisée en 2001 avec une augmentation de capital de plus de 80 M€.

> Une stratégie de diversification qui aura nécessité plus de moyens

Au début des années 2000, Memscap a développé un système capable de mesurer en quelques secondes les paramètres de la peau et qui propose via un système utilisant des règles dermatologiques, un traitement cosmétique adéquat et adapté à chaque peau. Le but était de toucher le marché des professionnels (tels que les dermatologues, les instituts de beauté, les pharmacies, les SPA, etc.) ainsi que celui du grand public (directement au consommateur). Le groupe l'estimait à plus de 250 M\$.

La phase de R&D a eu lieu entre 2000 et 2003, le prototypage a été fait en 2004 et c'est fin 2004 qu'IntuiSkin a été créé avec pour objectif un lancement commercial en 2005. Finalement, faute de moyens suffisants et de par sa stratégie de recentrage sur ses activités historiques, en avril 2010, Memscap a cédé IntuiSkin et Ioma Esthetics Institute en échange d'une participation de 15,8% dans iCosmeceuticals. Cette participation était alors valorisée 1,7 M€. Par ailleurs, cette opération qui a permis d'alléger les charges au sein du groupe, car l'activité n'a jamais dépassé le million de revenus, a été accompagnée : 1/ d'un contrat de licence exclusive permettant à Memscap via les Laboratoires La Licorne, détenus à 100% par Memscap, de percevoir des redevances sur la vente de produits cosmétiques avec une clause de cession de ces actifs en faveur du repreneur par le paiement aux Laboratoires La Licorne d'un montant de 3,5 M€ en numéraire.

Cette cession a donc permis de réduire nettement les coûts tant de R&D que commerciaux, mais aussi de production (environ 17% des effectifs du groupe).

Remise à plat opérée avec en ligne de mire la flexibilité

L'amorce de la réduction des coûts a véritablement débuté en 2010 avec la cession d'IntuiSkin à iCosmoceuticals (renommé depuis IntuiSkin). Tous les postes ont été concernés.

Fort d'une cinquantaine de brevets et bien que continuant à investir en R&D, l'équipe est passée de 30 personnes en 2009 à 12 en 2016.

Elle est stabilisée depuis 2012 et représente en moyenne un effort de 1,7 M€ sur les 5 dernières années (1,4 M€ en 2016).

En 2016, la R&D a représenté 11,8% du CA vs une moyenne de 18% sur 10 ans et 13,8% sur 5 ans.

L'équipe commerciale est quant à elle passée de 11, dont 6 au sein d'IntuiSkin, à 5 pour un montant annuel moyen depuis 2010 stabilisé à 0,8 M€.

En 2016, les frais commerciaux étaient de 6,9% du CA vs une moyenne de 8% du CA sur 10 ans et 6,3% sur 5 ans.

Les charges administratives et de production ont suivi la même tendance pour se stabiliser depuis 2013 à environ 1,9 M€ (16,1% du CA 2016). Le pôle administratif est passé de 14 personnes en 2009 à 5 dont 3 en France. Par ailleurs, un effort particulier a été porté sur la production pour la faire passer de 64 personnes en 2009 (dont 9 IntuiSkin) à 36 en 2016. Cela a permis de ramener le coût moyen à 1,9 M€ vs plus de 3 M€ et cela tout en pouvant générer plus de CA.

Sur cette base, Memscap est *break even* s'il dégage un CA trimestriel d'environ 2,9 M€ – 3,0 M€, soit un CA annuel situé entre 11,6 M€ et 12 M€.

> Une exposition au dollar et à la couronne norvégienne à surveiller

Memscap réalise en moyenne 80% de son CA en dollar, le solde en euro. En revanche, 41% des coûts sont en dollars, 41% en couronne norvégienne et 18% en euro.

Dès lors, l'évolution de la couronne norvégienne par rapport au dollar a une incidence non négligeable sur les équilibres financiers du groupe.

Pour preuve, depuis 2013 elle s'est dépréciée d'environ 30% par rapport au dollar, ce qui a permis de plus facilement absorber la baisse d'activité en dollar également de 30%, les effectifs en Norvège n'ayant été réduits « que de » 7,7% vs 35% aux Etats-Unis pour compenser la baisse du CA.

Etant donné que la couronne norvégienne est plus ou moins corrélée à l'évolution du brut, une remontée durable de celui-ci aurait pour conséquence une appréciation de la couronne face au dollar ce qui viendrait pénaliser sa structure de rentabilité.

> Guidance du management

Le management a amorcé depuis 2010 au travers de la sortie d'IntuiSkin un programme d'optimisation de ses coûts passant essentiellement par l'allègement de la structure au niveau des ressources humaines. Au total, 50% des effectifs ont été supprimés et depuis le retour à la rentabilité en 2014, 18%.

Grâce au développement de l'automatisation, le groupe a obtenu des gains de productivité majeurs notamment aux Etats-Unis. L'objectif est de poursuivre ses efforts et de basculer à moyen terme sur 3-5 personnes aux Etats-Unis vs 19 en 2016. Les effectifs sont donc amenés à baisser d'environ 25% à moyen terme et de 78% aux Etats-Unis. Bien qu'il faille s'attendre à de nouveaux coûts liés à l'automatisation accrue, les gains en termes de marges devraient donc être significatifs.

> Estimations CM-CIC Market Solutions

La stratégie de « flexibilisation » qui vise à recourir de plus en plus à l'automatisation aux Etats-Unis devrait permettre selon nous de réduire les frais administratifs et de production d'environ 5% par an sur les 6 prochaines années. L'effet de levier principal se joue donc sur ce poste d'après nous.

Nous avons pris le parti de lisser cette bascule dans le temps, mais il convient de noter que si le groupe parvient à valider des accords long terme avec des partenaires industriels, cette bascule peut se faire nettement plus rapidement.

Le groupe ayant indiqué sa volonté de conserver sa politique de R&D, les coûts liés à cette dernière devraient demeurer étales entre 12% et 13% du CA pour s'établir à long terme à environ 11% du CA.

En ce qui concerne les frais commerciaux, la direction a précisé qu'elle comptait capitaliser dessus afin d'accroître sa visibilité. Ce poste devrait donc logiquement progresser, mais de manière modérée, car le groupe a une stratégie de grands comptes qui nécessite essentiellement le tissage de liens étroits avec ses clients. Il n'y a donc pas de stratégie « d'hyper maillage géographique » très consommatrice de ressources humaines.

Enfin, la marge brute n'a pas de raison d'évoluer significativement. Nous visons une marge normée de 34% ce qui est en ligne avec la moyenne des 10 dernières années (34,3%). Il existe néanmoins un potentiel d'appréciation avec la sortie des produits non propriétaires.

Sur cette base, nous estimons que Memscap est en mesure de gagner plus d'un point de marge opérationnelle par an à partir de 2018 et ainsi atteindre à moyen-long terme une marge normative se situant aux alentours des 11%. Cet objectif moyen terme correspond peu ou prou à la remontée de 1,5 M€ d'EBIT grâce à la stratégie industrielle.

A plus court terme, le choix de se concentrer sur ses produits et de ne plus adresser le *Mass Market* afin d'éviter de devoir nouer des contrats long terme peu rentables va induire en 2017 une baisse d'activité aux Etats-Unis à l'image du T1 où les produits sur mesure ont reculé de 25% à 0,9 M€. Cela jouera négativement sur la rentabilité en 2017 et devrait la faire basculer en territoire négatif le temps que les produits du type VOA (*Variable Optical Attenuator*) développés par Memscap montent en puissance.

Memscap: Consolidated Profit & Loss account													Last updated on 29/05/2017	
(EURm)	FY08A 31/12/08	FY09A 31/12/09	FY10A 31/12/10	FY11A 31/12/11	FY12A 31/12/12	FY13A 31/12/13	FY14A 31/12/14	FY15A 31/12/15	FY16A 31/12/16	FY17E 31/12/17	FY18E 31/12/18	FY19E 31/12/19	FY20E 31/12/20	FY21E 31/12/21
Revenues	15,4	10,3	13,0	10,0	12,4	13,7	13,2	12,6	11,7	11,3	12,1	12,7	13,3	14,0
Change (%)	-	-33,1	26,7	-23,1	23,8	10,5	-4,1	-4,0	-7,2	-3,7	7,4	4,8	4,8	4,8
EBITDA - Adjusted	-0,7	-3,7	0,8	-0,9	-0,6	-0,6	0,7	1,2	0,6	0,2	0,9	1,2	1,4	1,6
Change (%)	-	N/M	N/M	N/M	-30,8	7,9	N/M	N/M	-44,9	N/M	N/M	28,8	19,2	18,4
Margin (%)	-4,3	-36,2	5,9	-8,6	-4,8	-4,7	5,1	9,1	5,4	2,0	7,5	9,2	10,4	11,8
Exceptional items - Cash	-6,2	0,4	0,3	0,1	0,0	0,1	0,5	0,5	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
EBITDA - Reported	-6,9	-3,4	1,1	-0,7	-0,6	-0,5	1,2	1,7	0,9	0,5	1,3	1,5	1,8	2,0
Change (%)	-	N/M	N/M	N/M	-17,8	-16,6	N/M	40,8	-42,6	-43,6	N/M	20,9	14,6	14,6
Margin (%)	-44,7	-32,7	8,1	-7,2	-4,8	-3,6	8,9	13,1	8,1	4,7	10,5	12,1	13,2	14,4
Depre. & amort. of tangible Assets	-1,7	-1,6	-1,0	-1,1	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
EBITA - Reported	-8,6	-5,0	0,0	-1,9	-1,5	-1,4	0,4	0,8	0,0	-0,4	0,4	0,6	0,9	1,1
Change (%)	-	-42,0	N/M	N/M	-18,2	-7,6	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	35,2	30,4
Margin (%)	-55,9	-48,5	0,2	-18,5	-12,2	-10,2	2,8	6,4	0,1	-3,9	3,0	5,0	6,4	8,0
EBITA - Adjusted	-2,4	-5,3	-0,3	-2,0	-1,5	-1,5	-0,1	0,3	-0,3	-0,7	0,0	0,3	0,5	0,7
Change (%)	-	N/M	N/M	N/M	-23,8	2,0	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M
Margin (%)	-15,4	-52,0	-2,0	-19,9	-12,2	-11,3	-1,0	2,4	-2,6	-6,6	0,0	2,1	3,6	5,3
Depre. & amort. of intangible Assets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT - Reported	-8,6	-5,0	0,0	-1,9	-1,5	-1,4	0,4	0,8	0,0	-0,4	0,4	0,6	0,9	1,1
Change (%)	-	-42,0	N/M	N/M	-18,2	-7,6	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	35,2	30,4
Margin (%)	-55,9	-48,5	0,2	-18,5	-12,2	-10,2	2,8	6,4	0,1	-3,9	3,0	5,0	6,4	8,0
EBIT - Adjusted	-2,4	-5,3	-0,3	-2,0	-1,5	-1,5	-0,1	0,3	-0,3	-0,7	0,0	0,3	0,5	0,7
Change (%)	-	N/M	N/M	N/M	-23,8	2,0	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M
Margin (%)	-15,4	-52,0	-2,0	-19,9	-12,2	-11,3	-1,0	2,4	-2,6	-6,6	0,0	2,1	3,6	5,3
Net financial interests	0,2	-0,1	0,0	-0,2	1,2	0,0	-0,2	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
o/w Interests received	0,5	0,2	0,2	0,1	1,4	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
o/w Interests paid	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
PBT	-8,4	-5,1	0,0	-2,0	-0,3	-1,4	0,2	0,7	0,1	-0,4	0,4	0,7	0,9	1,2
Change (%)	-	-39,2	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	36,5	28,7
Margin (%)	-54,6	-49,6	0,1	-20,4	-2,7	-10,0	1,4	5,3	0,9	-3,7	3,3	5,3	6,9	8,5
Associates	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other non-recurring items	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corporate taxes	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corporate tax rate (%)	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Discontinued operations	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Profit - Consolidated - Reported	-8,1	-5,1	0,0	-2,0	-0,3	-1,4	0,2	0,7	0,1	-0,4	0,4	0,7	0,9	1,2
Change (%)	-	-36,9	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	36,5	28,7
Margin (%)	-52,5	-49,6	0,1	-20,4	-2,7	-10,0	1,4	5,3	0,9	-3,7	3,3	5,3	6,9	8,5
Minority interests	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Profit - Group share - Reported	-8,1	-5,1	0,0	-2,0	-0,3	-1,4	0,2	0,7	0,1	-0,4	0,4	0,7	0,9	1,2
Change (%)	-	-36,9	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	36,5	28,7
Margin (%)	-52,5	-49,6	0,1	-20,4	-2,7	-10,0	1,4	5,3	0,9	-3,7	3,3	5,3	6,9	8,5
Net Profit - Group share - Adjusted	-8,1	-5,1	0,0	-2,0	-0,3	-1,4	0,2	0,7	0,1	-0,4	0,4	0,7	0,9	1,2
Change (%)	-	-36,9	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	36,5	28,7
Margin (%)	-52,5	-49,6	0,1	-20,4	-2,7	-10,0	1,4	5,3	0,9	-3,7	3,3	5,3	6,9	8,5
EPS - Reported	-1,72	-1,08	0,00	-0,43	-0,05	-0,19	0,03	0,09	0,02	-0,06	0,06	0,09	0,13	0,17
Change (%)	-	-36,9	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	36,5	28,7
EPS - Adjusted	-1,72	-1,08	0,00	-0,43	-0,05	-0,19	0,03	0,09	0,02	-0,06	0,06	0,09	0,13	0,17
Change (%)	-	-36,9	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	36,5	28,7
Book Value per share	4,6	3,9	3,9	3,7	2,8	2,3	2,4	2,5	2,6	2,5	2,6	2,7	2,8	3,0
Change (%)	-	-16,1	1,6	-6,8	-23,3	-17,9	2,8	4,4	4,8	-2,2	2,2	3,6	4,8	5,9
Dividend per share	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Change (%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividend pay-out ratio (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Number of shares - Basic	4,7	4,7	4,7	4,7	6,1	6,9	7,0	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1
Number of shares - Diluted	4,7	4,7	4,8	4,7	6,6	7,4	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2

Sources: Memscap, Independent Analyst, FactSet

GÉNÉRATION ET UTILISATION DU FREE CASH FLOW

Depuis 2014, Memscap génère un *free cash flow* excédentaire lui permettant de renforcer de manière constante sa trésorerie. La structure de coûts de la société étant amenée à poursuivre son amélioration cela va lui permettre de se retrouver sans aucune dette d'ici à 2020.

Cash flow opérationnel

➔ Sous contrôle

La bascule progressive sur un modèle plus flexible a permis au groupe de recouvrer la rentabilité. La poursuite de cette stratégie sera un vecteur d'amélioration constante de la rentabilité et clé quant à la progression du FCF.

Avec un BFR en forte amélioration depuis 2009 (26% du CA en 2016 vs 45,6% en 2009) et qui semble stabilisé à environ 24% du CA en moyenne sur les trois derniers exercices et une politique d'investissement stabilisée (entre 2,5% et 3% du CA / 2,3% en 2015, 3,6% en 2016), le FCF est structurellement positif. Nous estimons le FCF pouvant être dégagé entre 2017E et 2022E à 7,6 M€.

Intensité capitalistique

➔ Une structure légère

Avec des actifs immobilisés à fin 2016 de 13,9 M€ (dont 7,9 M€ de *goodwill*), pour un total de bilan de 22,4 M€, les activités de Memscap peuvent être qualifiées de faiblement capitalistiques.

Avec une profitabilité encore très faible, le retour sur capitaux investis est lui-même assez faible avec un ROCE de 0,1% en

2016, 5,1% en 2015, 2,2% en 2014 et négatif sur les exercices précédents hormis en 2010 (0,2%).

Politique de rémunération des actionnaires

➔ Memscap n'a jamais distribué de dividendes

La société n'a jamais distribué de dividendes et a l'intention d'affecter tous les fonds disponibles au financement de ses activités et de sa croissance et n'a, en conséquence, pas l'intention de distribuer de dividende à moyen terme.

Politique de croissance externe

➔ Attitude opportuniste

Par le passé, Memscap avait adopté une attitude de consolidateur en acquérant la société norvégienne Capto et la division Cronos de JDS Uniphase en 2002. S'en sont suivies les acquisitions en 2003 d'Opsitech SAS et GalayOr Inc. Depuis, le groupe s'est recentré sur son métier de base et n'a pas élargi son champ d'interventions via de nouvelles opérations de croissance externe.

A ce jour, la direction, n'envisage pas de procéder à des acquisitions à moins d'avoir une opportunité autour des capteurs autres que les capteurs de pression pour l'Avionique ou dans le secteur de la Marine.

(EURm)	FY08A 31/12/08	FY09A 31/12/09	FY10A 31/12/10	FY11A 31/12/11	FY12A 31/12/12	FY13A 31/12/13	FY14A 31/12/14	FY15A 31/12/15	FY16A 31/12/16	FY17E 31/12/17	FY18E 31/12/18	FY19E 31/12/19	FY20E 31/12/20	FY21E 31/12/21
EBITDA - Reported	-6,9	-3,4	1,1	-0,7	-0,6	-0,5	1,2	1,7	0,9	0,5	1,3	1,5	1,8	2,0
Net financial interests	0,2	-0,1	0,0	-0,2	1,2	0,0	-0,2	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Corporate taxes	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other	5,9	0,0	-0,1	0,1	-1,3	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Cash flow from operations	-0,5	-3,4	1,0	-0,8	-0,7	-0,4	1,2	1,4	1,2	0,5	1,3	1,5	1,8	2,0
Change in Working Capital	0,0	1,2	-0,3	1,5	-0,3	-0,4	0,5	0,1	0,0	-0,4	0,2	0,1	0,1	0,1
Operating cash flow	-0,5	-2,3	0,7	0,6	-0,9	-0,9	1,7	1,5	1,2	0,1	1,5	1,7	1,9	2,2
CAPEX - Net	-1,9	-0,9	-0,5	-1,0	-0,6	-0,6	-0,4	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Financial investments	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	3,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investing cash flow	-1,9	-1,0	-0,7	-1,1	2,4	-0,6	-0,5	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Free cash flow	-2,4	-3,3	0,0	-0,5	1,5	-1,5	1,2	1,2	0,8	-0,2	1,2	1,4	1,6	1,8
Dividends	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital increase	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1	1,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Share buy back	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other	-0,1	-0,2	1,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	0,9	-0,1	-0,1	-0,9	-1,5
Change in net debt (cash)	2,5	3,5	-1,1	0,6	-2,3	0,5	-1,2	-1,0	-0,6	-0,7	-1,1	-1,3	-0,7	-0,3

Sources: Memscap, Independent Analyst, FactSet

(EURm)	FY08A 31/12/08	FY09A 31/12/09	FY10A 31/12/10	FY11A 31/12/11	FY12A 31/12/12	FY13A 31/12/13	FY14A 31/12/14	FY15A 31/12/15	FY16A 31/12/16	FY17E 31/12/17	FY18E 31/12/18	FY19E 31/12/19	FY20E 31/12/20	FY21E 31/12/21
CAPEX / Revenues (%)	12,2	8,3	4,0	9,8	4,7	4,1	2,9	2,3	3,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
CAPEX / Depreciation & amort. (%)	109,1	52,5	50,9	86,9	63,2	63,0	47,1	34,2	44,5	29,0	33,5	35,2	36,9	38,8
Working capital / Revenues (%)	34,4	45,6	36,1	31,7	30,0	28,0	22,3	23,8	26,0	23,2	23,2	23,2	30,7	37,6
Current assets / Revenues (%)	91,7	96,9	67,4	71,1	76,1	55,1	61,8	60,4	72,5	71,7	73,2	79,2	86,4	94,2
Current liabilities / Revenues (%)	30,1	46,4	31,7	44,6	41,3	28,1	29,3	19,2	25,8	25,3	24,3	24,1	24,0	23,9
Current assets / Current liabilities (x)	3,0	2,1	2,1	1,6	1,8	2,0	2,1	3,1	2,8	2,8	3,0	3,3	3,6	3,9
Inventories / Revenues (%)	21,5	45,1	28,5	34,7	29,8	27,2	21,4	22,1	25,0	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2
Accounts receivable / Revenues (%)	28,9	26,4	26,9	27,0	23,5	16,6	19,7	16,2	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0
Other current assets / Revenues (%)	7,3	5,1	2,6	3,1	1,4	1,2	1,8	1,1	2,4	2,4	2,4	2,4	9,9	16,7
Accounts payable / Revenues (%)	22,6	30,1	21,1	31,0	24,0	17,0	16,9	14,9	20,4	20,4	20,4	20,4	20,4	20,4
Other current liabilities / Revenues (%)	0,6	0,9	0,9	2,1	0,6	0,0	3,6	0,8	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Dividend pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Sources: Memscap, Independent Analyst, FactSet

DETTE FINANCIÈRE NETTE ET AJUSTEMENTS BILANCIELS

A fin 2016 Memscap jouit d'une situation de trésorerie nette, avec peu de dettes financières brutes. Grâce à la capacité de génération de trésorerie du groupe, ces dernières seront intégralement remboursées d'ici 2020. Le groupe dispose d'actifs monétisables que sont : 1/ l'option de vente des actifs incorporels des Laboratoires La Licorne (marque loma) pour 3,5 M€ d'ici à 2021 à IntuiSkin (Groupe Unilever) et 2/ des actifs financiers disponibles à la vente pour 1,3 M€.

Structure de la dette, maturité, coût

➔ En situation de trésorerie nette

Fin 2016, Memscap portait 0,7 M€ de dette financière long terme, 0,4 M€ en court terme et disposait d'une trésorerie nette de 2,8 M€. Le groupe était donc en situation de cash positif à 1,7 M€, soit un *gearing* de -9% vs -5,9% fin 2015.

Sa dette long terme était décomposée de la sorte :

- Location financement 2018-2020 (5,20%) : 281 K€;
- Dette 2022 (2,4%) : 108 K€;
- Dette 2022 (2,5%) : 115 K€;
- Emprunt bancaire 2021 (taux fixe 0,70%) : 228 K€ ;

D'après nos estimations, le groupe ne portera quasiment plus de dette financière à partir de 2020E hors contrats de location-financement qui seront probablement renouvelés en Norvège.

Ajustements bilanciaux

➔ Des actifs immédiatement monétisables

Le goodwill à fin 2016 de 7,9 M€ se décompose essentiellement de la sorte :

- 3,4 M€ loma (Laboratoire La Licorne) ;
- 4 M€ Norvège.

Jusqu'à présent, Memscap n'a pas dû procéder à des dépréciations majeures de son *goodwill*.

Notons que le groupe dispose d'actifs monétisables dont l'option de vente des actifs incorporels des Laboratoires La Licorne (marque loma) pour 3,5 M€ d'ici à 2021 à IntuiSkin (anciennement iCosmeceuticals, Groupe Unilever).

En attendant, il existe une convention de licence exclusive entre les deux parties portant notamment sur la marque loma. Cette licence exclusive et transférable a une durée de 20 ans. Le niveau de redevance moyen sur les années 2016-2017-2018-2019 est attendu à 0,3 M€. Si en 2019 des accords commerciaux et de distribution avec des partenaires industriels sont trouvés, permettant une extension internationale marquée des activités d'IntuiSkin, alors le niveau de redevances progressera en moyenne de 1,45x entre 2019 et 2021.

Outre ce *goodwill*, les actifs incorporels sont essentiellement constitués de marques et brevets et de frais de développement.

Enfin, Memscap disposait fin 2016 pour 1,3 M€ d'actifs financiers disponibles à la vente, dont 1 M€ de titres obligataires, le solde étant des titres participatifs.

Leverage et covenants

➔ Une dette brute non assortie de covenants

Avec une trésorerie nette de 2,8 M€ à fin 2016 à laquelle on peut ajouter 1,4 M€ de placements financiers présents en actifs financiers immobilisés, le groupe dispose des moyens suffisants pour poursuivre sa politique d'investissements.

Par ailleurs, la politique d'optimisation de l'outil industriel associée à une croissance modérée permettra d'accroître les moyens du groupe dans le cadre d'une éventuelle opportunité de croissance externe dans le domaine des capteurs autres que la pression.

Enfin, la dette bancaire n'est pas assortie de *covenants*.

Memscap: Balance sheet														Last updated on 29/05/2017
(EURm)	FY08A	FY09A	FY10A	FY11A	FY12A	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
	31/12/08	31/12/09	31/12/10	31/12/11	31/12/12	31/12/13	31/12/14	31/12/15	31/12/16	31/12/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20	31/12/21
Assets														
Tangible assets	6,1	5,7	4,1	3,8	3,6	3,3	3,1	3,2	2,9	2,6	2,3	2,0	1,7	1,4
Intangible assets	9,2	9,8	9,3	9,5	9,8	9,0	8,6	8,3	8,5	8,3	8,2	8,1	8,0	7,9
Financial assets & other	1,7	2,1	3,9	4,2	2,3	2,3	2,4	2,4	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Fixed assets - Total	16,9	17,6	17,3	17,5	15,8	14,6	14,1	13,8	14,0	13,4	13,0	12,6	12,2	11,9
Inventories	3,3	4,6	3,7	3,5	3,7	3,7	2,8	2,8	2,9	2,5	2,7	2,8	3,0	3,1
Accounts receivable	4,5	2,7	3,5	2,7	2,9	2,3	2,6	2,1	2,5	2,4	2,5	2,7	2,8	2,9
Other current assets	1,1	0,5	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	1,3	2,3
Cash & cash equivalents	5,2	2,1	1,2	0,6	2,7	1,4	2,5	2,6	2,8	3,0	3,4	4,3	4,4	4,8
Current assets - Total	14,1	10,0	8,8	7,1	9,4	7,6	8,1	7,6	8,5	8,1	8,9	10,1	11,5	13,2
Assets - Total	31,0	27,5	26,1	24,6	25,2	22,2	22,2	21,4	22,4	21,5	21,9	22,7	23,7	25,1
Equity & liabilities														
Shareholders' equity	21,8	18,3	18,9	17,3	18,6	17,1	16,8	17,8	18,6	18,2	18,6	19,3	20,2	21,4
Minorities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Equity - Total	21,8	18,3	18,9	17,3	18,6	17,1	16,8	17,8	18,6	18,2	18,6	19,3	20,2	21,4
Long-term financial debt	4,1	4,0	2,4	2,5	1,2	1,0	1,3	1,1	0,7	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Provisions	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Other	0,4	0,5	0,6	0,4	0,2	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Long-term liabilities - Total	4,6	4,5	3,0	2,9	1,5	1,2	1,6	1,2	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Short-term financial debt	1,1	1,6	1,3	1,2	2,1	1,5	1,2	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Accounts payable	3,5	3,1	2,8	3,1	3,0	2,3	2,2	1,9	2,4	2,3	2,5	2,6	2,7	2,8
Other current liabilities	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,5	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
Current liabilities - Total	4,6	4,8	4,1	4,5	5,1	3,9	3,9	2,4	3,0	2,9	2,9	3,1	3,2	3,3
Equity & liabilities - Total	31,0	27,5	26,1	24,6	25,2	22,2	22,2	21,4	22,4	21,5	21,9	22,7	23,7	25,1
Capital Employed	22,2	22,3	22,0	20,7	19,5	18,4	17,0	16,8	17,0	16,1	15,9	15,6	16,3	17,2
Working Capital	5,3	4,7	4,7	3,2	3,7	3,8	2,9	3,0	3,0	2,6	2,8	3,0	4,1	5,2
Net debt	0,0	3,5	2,4	3,0	0,6	1,2	-0,1	-1,1	-1,7	-2,2	-2,8	-3,8	-3,9	-4,3

Sources: Memscap, Independent Analyst, FactSet

Memscap: Balance sheet ratios														Last updated on 29/05/2017
	FY08A	FY09A	FY10A	FY11A	FY12A	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
	31/12/08	31/12/09	31/12/10	31/12/11	31/12/12	31/12/13	31/12/14	31/12/15	31/12/16	31/12/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20	31/12/21
Net debt / Total Equity (%)	N/M	19,0	12,7	17,2	3,5	6,7	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M
Net debt / Adjusted EBITDA (x)	0,1	N/M	3,1	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M
Net debt / (Adjusted EBITDA-CAPEX) (x)	0,0	-0,8	9,7	-1,6	-0,5	-0,9	-0,2	-1,3	-7,8	43,0	-4,7	-4,4	-3,7	-3,3
Adjusted EBITDA / Financial expense (x)	3,2	N/M	N/M	N/M	0,5	N/M	3,5	7,9	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M
Long Term debt / Total debt (%)	79,7	71,5	65,2	67,9	37,5	40,1	52,7	70,3	64,0	54,2	55,0	55,2	55,2	55,2
ROE (% , Adjusted NP/ Shareholders' Eq.)	-37,1	-27,9	0,1	-11,8	-1,8	-8,0	1,1	3,7	0,6	-2,3	2,1	3,5	4,6	5,5
ROE (% , Reported NP/ Shareholders' Eq.)	-37,1	-27,9	0,1	-11,8	-1,8	-8,0	1,1	3,7	0,6	-2,3	2,1	3,5	4,6	5,5
ROCE pre-tax (% , Adjusted EBITA/CE)	-10,7	-24,0	-1,2	-9,6	-7,8	-8,4	-0,8	1,8	-1,8	-4,6	0,0	1,7	3,0	4,3
ROCE post-tax (% , Adjusted EBITA/CE)	-10,3	-24,0	-1,2	-9,6	-7,8	-8,4	-0,8	1,8	-1,8	-4,6	0,0	1,7	3,0	4,3
ROCE pre-tax (% , Reported EBIT/CE)	-38,7	-22,4	0,1	-9,0	-7,8	-7,6	2,2	4,8	0,1	-2,7	2,3	4,0	5,2	6,5
ROCE post-tax (% , Reported EBIT/CE)	-37,3	-22,4	0,1	-9,0	-7,8	-7,6	2,2	4,8	0,1	-2,7	2,3	4,0	5,2	6,5

Sources: Memscap, Independent Analyst, FactSet

MULTIPLES DE VALORISATION NORMATIFS

Memscap se traite actuellement sur un EV/CA similaire à sa moyenne historique de court terme, seul multiple historique pouvant être retenu faute de résultats positifs. En revanche, par rapport aux ratios de plus long terme, le titre se traite sur des ratios nettement inférieurs. Le différentiel par rapport aux comparables est également très important avec un rapport de 1 à 3 faisant ainsi apparaître une forte décote pour Memscap. De même, les dernières transactions font également ressortir une nette sous-valorisation. Au final, même si l'approche par les comparables reste peu pertinente du fait des profils très disparates, la conjugaison des comparables et des transactions peut faire ressortir un ratio normatif de VE/CA de ~2x et d'EV/EBIT de ~13x.

Multiples historiques

➔ EV/CA seul indicateur pertinent

Memscap ayant recouvré la rentabilité depuis peu, le raisonnement sur la base des multiples historiques n'a que très peu de sens, car seul le ratio VE/CA pourrait être retenu.

Sur un historique court, la VE/CA se traite en moyenne à 1,1x ce qui correspond aux ratios actuels, mais reste très éloigné des multiples du marché.

Comparaison boursière

➔ Quasi-absence de pure players

Il existe peu d'acteurs ne faisant que de la production de microsystèmes. Il y avait Tronics en France, qui a fait l'objet d'une OPA en septembre 2016, et l'américain Invensense. Les autres groupes pouvant être retenus sont nettement plus diversifiés avec une part relativement faible des MEMS dans leur CA (entre 2% et 12%). Cette approche reste donc peu pertinente pour en déduire une valorisation de Memscap. Nous retenons que le secteur se traite actuellement sur un EV/EBIT moyen de 13x.

Memscap : multiples des comparables

	P/E (x)			EV/EBIT (x)			EV/EBITDA (x)			EV/Sales (x)		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
Analog Devices, Inc.	22,3	20,6	19,3	15,7	14,5	13,9	13,9	12,9	12,2	5,4	5,2	5,0
AAC Technologies Holdings Inc.	22,3	17,8	15,3	20,1	16,0	13,9	16,6	13,1	11,4	5,7	4,6	4,0
FLIR Systems, Inc.	22,6	20,3	18,0	16,6	14,9	13,7	14,1	12,6	11,8	3,1	3,0	2,8
Invensense, Inc.	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	3,6	3,2	3,0
Murata Manufacturing Co., Ltd.	20,2	17,4	15,5	14,6	12,4	11,1	9,5	8,2	7,7	2,7	2,4	2,3
Rohm Co., Ltd.	33,3	24,2	20,4	16,6	12,3	10,3	7,1	5,9	5,3	1,5	1,4	1,3
STMicroelectronics NV	21,7	17,4	17,8	18,7	14,5	14,8	9,0	7,8	7,8	1,6	1,5	1,5
Sensata Technologies Holding NV	13,2	12,2	11,6	12,3	11,8	11,6	10,7	9,9	9,9	2,8	2,8	2,7
Texas Instruments Incorporated	20,8	19,4	18,0	14,4	13,6	12,8	12,3	11,8	11,2	5,4	5,2	5,0
Moyenne	22,1	18,7	17,0	16,1	13,7	12,8	11,6	10,3	9,7	3,5	3,2	3,1
Mediane	22,1	18,7	17,8	16,1	13,7	12,8	11,6	10,3	9,9	3,3	3,1	2,9

Source: Independent Analyst, FactSet

Transactions sectorielles

➔ Un marché qui se paie cher

De nombreuses opérations de M&A ont eu lieu ces dernières années sur le marché des microsystèmes.

La plus récente est l'OPA lancée par Epcos, filiale à 100% du japonais TDK, sur Tronics, société française cotée sur Alternext et immédiatement comparable à Memscap.

Cette opération a valorisé Tronics 46,1 M€. Le seul multiple de valorisation pouvant être retenu est celui de VE/CA, la société affichant près de 5,8 M€ de pertes. Sur la base de 46,1 M€, le ratio ressort 6,4x.

Autre opération, le rachat de Measurement Specialties par TE Connectivity qui s'est fait sur la base de ratios VE/CA et VE/EBITDA 2014 de respectivement 3,1x et 16,5x.

Hormis pour ces deux opérations, nous disposons de peu d'informations quant aux données financières des sociétés rachetées hormis le prix de rachat. Il est par conséquent difficile de dégager de ces transactions des multiples de valorisation cohérents. Toutefois, ces transactions illustrent l'intérêt que suscite le secteur des microsystèmes.

Memscap : transactions sectorielles				
Date	Target	Bidder	Implicit multiple	Comments
2016	Tronics	Epcos	VE/CA 6,4x	46,1 M€ / France
2016	InvenSense	TDK	EV/CA -3,8x	1,2 MM\$
2014	SiTime	MegaChips	-	200 M\$ / USA
2014	CardioMEMS	St Jude	-	375M\$
2014	Movea	Invensense	-	61,8 M\$ / France
2014	Measurement Spe.	TE Connectivity	VE/CA 3,1x	1 700 M\$ / USA
2014	Xsens	Fairchild	-	61 M\$ / Pays-Bas
2013	ADI Microphone	Invensense	-	100 M\$ / USA
2013	Colibrys	Safran	-	Suisse
2012	Presens	GE	-	40 M€ / Norvège
2012	MEMS Foundry	X-Fab	-	Allemagne
2011	VTI Technologies	Murata Manuf.	-	195 M€ / Finlande
2011	SensorDynamics	Maxim	-	160 M\$ / Autriche
2011	Dalsa	Teledyne	-	340 M\$ / Canada
2008	Intersema	Measurement specialties	-	40 M€

Source: Independent Analyst

VALORISATION RESTRUCTURÉE / VALORISATION ACTUELLE

Memscap est dans une configuration de retournement avec un changement structurel à venir de son profil de rentabilité grâce à la mise en place d'une structure industrielle souple. Cette approche devrait permettre au groupe de sécuriser sa marge opérationnelle sur le long terme. Sa stratégie n'est pas orientée vers l'hyper croissance, mais vers une croissance rentable faisant ressortir selon nous un EBIT normatif d'au moins 1,5 M€ à l'horizon 2022. Sur la base d'un multiple normatif de VE/EBIT de 13x, la valorisation prospective ressort à 4,3 € par action soit une valeur actuelle de 2,5 € (sur la base d'un coût des fonds propres de 11%).

Un modèle de croissance rentable

La stratégie mise en œuvre depuis 2014 va permettre de faire remonter de manière durable 1,5 M€ d'EBIT, ce qui apparaît comme étant un objectif récurrent.

Même si nous pourrions voir Memscap comme une valeur de croissance si la percée sur le FADEC ou dans le Médical se produit, nous préférons raisonner sur le périmètre actuel i.e.

sans l'apport commercial potentiel sur ces deux segments. Aussi, nous privilégions la stratégie d'optimisation des coûts industriels qui sera assurément intégralement déployée un plus tard d'ici cinq ans.

Ainsi, en retenant à cet horizon un multiple de VE/EBIT de 13x, la valorisation prospective ressort à 4,3 € par action, soit une valeur actuelle de 2,5 € sur la base d'un coût du capital de 11%.

MEMSCAP SA: From Enterprise Value to Intrinsic Value

As of 03/02/2017	Stake value			Comments			
	EURm	EUR p.s.	%EV				
ENTERPRISE VALUE	31	4,4	100				
● Operating assets	20	2,7	63	Target EV/EBIT multiple of 13,0x	x	Normalised EBIT of EUR1,5m in 2022E	
● Financial Assets	6	0,8	18	EUR5,5m	Book value	Dec. 22E	100%
➔ Cash & equivalents	6	0,8	18				
➔ Derivatives	0	0,0	0				
➔ Treasury shares	0	0,0	0				
● Other non-current Assets	6	0,8	19				
➔ Equity investments	1	0,2	4	EUR1,3m	Book value	Dec. 22E	100%
➔ Other investments	4	0,5	11	EUR3,5m	Book value		100%
➔ Deferred tax assets	1	0,2	4	EUR1,2m	Book value		100%
LIABILITIES	1	0,1	2				
● Financial liabilities	1	0,1	2				
➔ Gross financial debt	1	0,1	2	EUR1m	Book value	Dec. 22E	100%
➔ Hybrid securities	0	0,0	0				
➔ Derivatives	0	0,0	0				
● Operating liabilities	0	0,0	0				
➔ Provisions	0	0,0	0				
↳ Pension liabilities	0	0,0	0				
↳ Restructuring	0	0,0	0				
↳ Litigation	0	0,0	0				
↳ Other provisions	0	0,0	0				
➔ Deferred tax liabilities	0	0,0	0				
➔ Minority interests	0	0,0	0				
● Other non-current liab.	0	0,0	0				
Intrinsic value (IV) - 2022	31	4,3	98	Cost of Equity: 11,0%			
NPV of 2022 value	18	2,5					
NPV of dividend stream	0	0,0	0				
Intrinsic value - Today	18	2,5					
Market value (MV)	14	2,0					
Theoretical up/downside	28%	28%					
Margin of safety	30%	30%					
↳ Entry price (EP)	13	1,8					
Entry price vs. market price	-11%	-11%					
Basic number of shares	7,1						
Fully diluted no. of shares	7,1						

Source: Independent Analyst

MEMSCAP SA: Sensitivity analysis of Intrinsic Value to target EV/EBIT (x) & normalised EBIT (EURm)

Normalised EBIT	Target EV/EBIT									
	10,5x	11,0x	11,5x	12,0x	12,5x	13,0x	13,5x	14,0x	14,5x	15,0x
EUR0,5m	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
EUR1,0m	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2
EUR1,5m	2,2	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6	2,7	2,7	2,8
EUR2,0m	2,7	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,2	3,3	3,4
EUR2,5m	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8	3,9	4,0

Source: Independent Analyst

MEMSCAP SA: Sensitivity analysis of Intrinsic Value to target EV/EBIT (x) & Cost of Equity (%)

Normalised EBIT	Target EV/EBIT									
	10,5x	11,0x	11,5x	12,0x	12,5x	13,0x	13,5x	14,0x	14,5x	15,0x
9,0	2,4	2,5	2,6	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0	3,1
10,0	2,3	2,4	2,5	2,5	2,6	2,7	2,7	2,8	2,9	2,9
11,0	2,2	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6	2,7	2,7	2,8
12,0	2,1	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6	2,7
13,0	2,0	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4	2,5	2,6

Source: Independent Analyst

MANAGEMENT, GOUVERNANCE, ACTIONNARIAT

Memscap est dirigée depuis sa création par son fondateur, Jean-Michel Karam, qui détient 6,98% du capital et 10,35% des droits de vote. Il est secondé depuis 2005 par Yann Cousinet qui exerce la fonction de DAF. La majeure partie du capital est entre les mains du public (flottant de 88,4%).

Management

➔ **Stabilité comme leitmotiv**

Memscap est organisé autour d'un Conseil d'administration présidé par son PDG comprenant cinq administrateurs, dont quatre indépendants. Un des administrateurs indépendant détient 1,27% du capital et 2,39% des droits de vote. Ce dernier est actionnaire de Memscap depuis sa création. A cela s'ajoute un comité stratégique composé de trois membres et d'un comité des rémunérations également composé de trois membres.

> Jean-Michel Karam (47 ans) - Président du Conseil d'administration et Directeur Général

Il est titulaire d'une thèse en microélectronique de l'Institut National Polytechnique de Grenoble en 1996, d'un DEA en microélectronique de l'Université de Paris VII et d'un diplôme d'ingénieur de l'Ecole Supérieure d'Ingénieurs en Electrotechnique et Electronique en 1993. En 1994, il rejoint le Laboratoire TIMA (Techniques de l'Informatique et de la Microélectronique pour l'Architecture Informatique) basé à Grenoble. En 1995, il a créé le groupe MICROSYSTEMS regroupant plus de 35 ingénieurs spécialisés dans les développements des MEMS. Il crée MEMSCAP en 1997.

MEMSCAP SA: Group Executive Committee

	First appointed	End of term	Other main appointments or positions held
Jean-Michel Karam	04/06/1998	31/12/2021	Président de Memscap Inc., de Memscap AS et de Laboratoires La Licorne SAS
Yann Cousinet	01/10/2005	-	CFO

Source: Independent Analyst

Gouvernance

➔ **Un Conseil de cinq membres dont quatre indépendants**

Memscap est dirigé depuis sa création par son fondateur Jean-Michel Karam qui exerce la fonction de Président du

Conseil d'administration et de Directeur Général. Le Conseil d'administration est composé de cinq membres dont quatre indépendants.

MEMSCAP SA: Board of Directors

	First appointed	End of term	Other main appointments or positions held
Jean-Michel Karam	-	-	
Vera Strüdi	21/03/2014	31/12/2019	Membre du comité stratégique d'IntuiSkin SAS
Joël Alanis	30/03/2005	31/12/2019	Membre du conseil d'administration de Tiempo SAS et d'ITRIS Square Automation
Bernard Courtois	30/03/2005	31/12/2019	Administrateur de NanoSprint SARL
Nicolas Bertsch	16/10/2000	-	Directeur de la division des Solutions Optiques et sur mesure
Roy Grelland	01/02/2007	-	Directeur de la division des Solutions Aéronautiques et Médicales
Christopher Pelly	27/06/2005	31/12/2019	-

Source: Independent Analyst

Actionnariat

➔ **Un capital très dilué**

Jean-Michel Karam détient 6,98% du capital et 10,35% des droits de vote. Bernard Courtois qui est administrateur

indépendant et actionnaire depuis la création de la société détient 1,27% du capital et 2,39% des droits de vote.

MEMSCAP SA: Shareholder structure

	%held		Comments
	Capital	Vot. rights	
Jean-Michel Karam	6,98%	10,35%	
Bernard Courtois	1,27%	2,39%	
Autres administrateurs	0,88%	0,89%	
Actionnaires au nominatif	2,36%	3,04%	
Public	88,40%	83,33%	
Contrat de liquidité	0,17%	-	

Source: Independent Analyst

ANNEXE 2 : FICHE 25 ANS

MEMSCAP SA																	Factset Sector: Electronic Technology Factset Industry: Telecommunications Equipment Listing currency: EUR Reporting currency: EUR																	
FRANCE					30/05/2017 EUR 1.9					Target Price (ESN): --					Upside / Downside (ESN): --					Market Cap. (EURm): 14					AVG daily volume (1 year): 10k shares / EUR0m									
Telecommunications Equipment					IPO Date: 03/02/2001					Target Price (All): --					Upside / Downside (All): --					Total number of shares: 7 128 686					Latest / next company report: 31/12/2016 / 31/08/2017									
HISTORICAL MULTIPLES																	HISTORICAL KPIs (EURm)																	
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016		
Price (High)	287,75	110,92	22,69	14,41	13,32	23,68	22,29	14,21	2,78	4,33	4,35	2,26	2,73	2,25	3,00	2,14	Sales	10	6	8	9	10	15	16	15	10	13	10	12	14	13	13	12	
Price (Low)	37,09	9,72	11,16	7,92	8,28	10,77	9,14	1,72	0,98	1,81	0,65	0,94	1,37	1,41	1,72	1,43	EBITDA	1	-27	-47	-4	-2	-5	0	-6	-3	1	-1	1	-0	1	2	1	
Price (Average)	140,92	47,31	15,63	10,95	10,53	17,40	17,79	6,03	1,94	2,62	2,66	1,40	1,70	1,80	2,08	1,69	EBITDA Margin (%)	8,0	--	--	--	--	--	2,5	--	--	9,6	--	6,5	--	8,3	12,5	9,4	
P/E (High): 33,3x	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	33,3	--	EBIT	-0	-29	-57	-9	-3	-6	-1	-8	-5	0	-2	-0	-1	0	1	0	
P/E (Low): 33,1x	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	47,0	19,1	--	EBIT Margin (%)	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1,8	--	--	--	2,2	5,8	1,5	
P/E (Average): 23,1x	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	23,1	--	Net Profit	-0	-28	-59	-10	-4	-6	-1	-8	-5	-0	-2	-0	-1	0	1	0	
P/BV (High): 1,3x	--	2,9	2,3	2,0	1,8	3,8	3,6	3,3	0,8	1,2	1,3	0,8	1,1	0,9	1,2	0,8	Dividend	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	
P/BV (Low): 0,6x	0,6	0,3	1,1	1,1	1,1	1,7	1,5	0,4	0,3	0,5	0,2	0,3	0,6	0,6	0,7	0,5	Nb employees	135	256	195	116	111	109	132	131	119	83	78	75	71	65	59	--	
P/BV (Average): 0,8x	--	1,3	1,6	1,5	1,4	2,8	2,9	1,4	0,5	0,7	0,8	0,5	0,7	0,8	0,8	0,6	Shareholders Equity	93	70	29	26	37	30	31	22	18	19	17	18	17	17	18	19	
EV/Sales (High): 3,6x	38,6	31,3	13,0	6,0	6,5	7,4	6,5	4,7	1,7	1,9	2,5	1,2	1,3	1,2	1,6	1,2	Minority Interests	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0
EV/Sales (Low): 0,9x	0,5	4,9	8,1	4,0	3,6	3,1	2,7	0,6	0,8	0,9	0,7	0,5	0,8	0,8	0,9	0,7	Provisions	0	0	31	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
EV/Sales (Average): 1,8x	16,3	14,8	9,6	5,0	4,9	5,3	5,2	2,0	1,3	1,2	1,7	0,8	0,9	1,0	1,1	0,9	Net Financial Debt	-50	13	20	18	6	-7	-3	-0	3	2	3	1	1	-0	-1	-2	
EV/EBITDA (High): 14,6x	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	14,6	12,7	Capital Employed	42	84	80	46	43	23	29	22	22	22	21	19	18	17	17	17	
EV/EBITDA (Low): 7,4x	6,6	--	--	--	--	--	--	--	--	9,5	--	7,1	--	9,2	7,0	7,7	Associated Companies	0	0	9	9	--	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0	
EV/EBITDA (Average): 11,7x	--	--	--	--	--	--	--	--	--	12,8	--	11,9	--	11,7	8,7	9,3	Goodwill & Intangibles	--	5	6	5	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	
EV/EBIT (High): 27,3x	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	27,3	--	Nb shares (m)	1,5	1,9	2,9	3,6	4,9	4,9	5,1	5,1	5,1	5,1	6,2	6,9	7,1	7,1	7,1		
EV/EBIT (Low): 25,1x	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	35,2	15,0	--	EPS	-0,3	-17,3	-27,0	-3,2	-1,1	-1,2	-0,1	-1,6	-1,0	-0,1	-0,4	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,0	
EV/EBIT (Average): 31,7x	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	44,8	18,7	--	DPS	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	
																	BVPS	59,9	37,7	9,9	7,2	7,5	6,2	6,2	4,3	3,6	3,7	3,4	3,0	2,5	2,4	2,5	2,6	
																	ROCE (%)	--	--	--	--	--	--	--	--	0,7	--	--	--	--	1,2	3,1	0,7	
																	ROE (%)	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1,1	3,7	0,6	
																	Dividend pay-out (%)	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	
FORWARD MULTIPLE																	STOCK PRICE																	
		2017		2018		2019		ESTIM. (EURm)		2017		2018		2019		STOCK PRICE		Ticker : MEMS-FR Multiple share classes: No Exchange : Euronext Paris Raw Beta: 0.71 Adjusted Beta: 0.81 Volatility: 35.1%																
		ESN	All	ESN	All	ESN	All	ESN	All	ESN	All	ESN	All	ESN	All																			
EV/Sales (x)	--	--	--	--	--	--	--	Sales	--	--	--	--	--	--	--	300																		
EV/EBITDA (x)	--	--	--	--	--	--	--	EBITDA	--	--	--	--	--	--	--	250																		
EV/EBIT (x)	--	--	--	--	--	--	--	EBIT	--	--	--	--	--	--	--	200																		
P/E (x)	--	--	--	--	--	--	--	Net Profit	--	--	--	--	--	--	--	150																		
P/B (x)	--	--	--	--	--	--	--	Shareholders Eq.	--	--	--	--	--	--	--	100																		
Dividend Yield (%)	--	--	--	--	--	--	--	Net Financial Debt	--	--	--	--	--	--	--	50																		
EPS (EUR)		2017	2018	2019	ENTERPRISE VALUE (EURm)		RATIOS		2017		2018		2019																					
EPS High Estimates	--	--	--	--	Enterprise Value	12	NFD/EBITDA (x)	--	--	--	--	--	--	--	--	100																		
EPS AVG Estimates	--	--	--	--	Market Cap.	14	NFD/Equity (%)	--	--	--	--	--	--	--	--	50																		
EPS Low Estimates	--	--	--	--	Net Financial Debt	-2	EBITDA Margin (%)	--	--	--	--	--	--	--	--	0																		
Number of Estimates	--	--	--	--	Minority Interests	--	EBIT Margin (%)	--	--	--	--	--	--	--	--																			
Estimates up (1 month)	--	--	--	--	Provisions	0	NP Margin (%)	--	--	--	--	--	--	--	--																			
Estimates down (1 month)	--	--	--	--	Associated Cos.	--	ROE (%)	--	--	--	--	--	--	--	--																			

COMPANY DESCRIPTION Chairman & Chief Executive Officer: Jean-Michael Karam | COO & GM-Custom Products Business Unit: Nicolas Bertsch | Parc Activillage des Fontaines, Crolles, Rhone-Alpes 38926 France ; FRANCE | <http://www.memscap.com>

MEMSCAP SA engages in the provision of innovative products and solutions based on micro-electro-mechanical systems. Its products and solutions include components, component designs, manufacturing and related services. The company was founded by Jean-Michel Karam on November 21, 1997 and is headquartered at Crolles, France.

Source: Factset, CM-CIC Market Solutions

MÉTHODOLOGIE INVESTMENT OPPORTUNITIES

Nous définissons ci-après les critères retenus dans les cinq angles d'investissement de l'approche de recherche Investment Opportunities. Deux points doivent être précisés en préambule.

Tout d'abord une société n'est pas figée dans un angle d'investissement et l'approche peut évoluer au fil de l'eau. Ainsi lors d'un choc macro, généralement accompagné d'une chute des marchés, des entreprises ayant pourtant démontré une capacité de croissance résiliente peuvent tout d'un coup remplir des critères « Value ». A titre d'exemple, en 2012 lorsque nous avons mis en place « Investment Opportunities », la société Valeo se traitait sur la base d'un PE légèrement supérieur à 7x. Le marché était en plein brouillard et doutait alors de l'avenir des équipementiers automobiles et de leur capacité à traverser la crise, notamment à rembourser leur dette. A cette époque, nous avons publié une étude sur cette société sous un angle Value. 18 mois plus tard, une visibilité retrouvée et une conviction forte que la croissance de l'entreprise allait bénéficier d'une phase intensive d'investissement en R&D, nous avaient conduits à faire évoluer notre approche vers un angle GARP.

Second point, les approches Value et GARP sont fondées avant tout sur des critères de prix. Une entreprise peut effectivement présenter un profil nous incitant à la regarder sous l'un de ces deux angles, mais nous n'afficherons pas de style d'investissement si le cours nous semble trop éloigné d'une zone d'intervention intéressante, c'est-à-dire proche de son prix d'entrée. Pour Growth, Special Situations ou Turnaround, les problématiques sont différentes puisque la définition de ces approches a trait directement à la vie économique de l'entreprise. Sa capacité à doubler son bénéfice en 5 ans pour Growth, les cas d'opérations sur capital pour Special Situations et ceux de redressement, restructuration, cession pour Turnaround. Ce qui n'exclut pas le calcul rigoureux d'un prix d'entrée intégrant un pied de pilote à travers un TRI exigé nécessairement sévère.

Value

- Sociétés ciblées :
 - Sociétés cotant sous leurs multiples normatifs (historiques, comparables, M&A)
 - Sociétés sous leur capacité bénéficiaire normative
- Nettoyage du bilan (titres hybrides, provisions, engagements hors bilan, saisonnalité de l'activité...)
- Valeur intrinsèque : Multiple normatif x résultat normatif (retour à la normale, milieu de cycle)
- Prix d'entrée = valeur intrinsèque après application d'une marge de sécurité (25% en moyenne)

Turnaround

- Sociétés ciblées :
 - Sociétés faisant face à une réorganisation importante
 - Valorisation du plan de redressement après fermetures, cessions...
- Nettoyage du bilan (titres hybrides, provisions, engagements hors bilan, saisonnalité de l'activité...)
- Valeur intrinsèque : Multiple normatif x résultat normatif après exécution du plan de restructuration
- Prix d'entrée = valeur intrinsèque après application d'une marge de sécurité (30% en moyenne)

Special Situation

- Sociétés ciblées :
 - Sociétés sur un secteur en concentration (M&A) et pouvant faire l'objet d'une offre de rachat
 - Estimation de la valeur actualisée des synergies issues du rapprochement
- Nettoyage du bilan (titres hybrides, provisions, engagements hors bilan, saisonnalité de l'activité...)
- Détermination de deux bornes :
 - Valeur intrinsèque (« *standalone* ») : Multiple normatif x résultat normatif (retour à la normale, milieu de cycle)
 - Valeur spéculative (« *combined* ») : valeur intrinsèque + valeur actualisée des synergies

GARP

- Sociétés ciblées :
 - Sociétés dont le couple « Croissance-Valorisation » est plus attractif que celui du marché actions européen
 - Sociétés dont le ratio de « PEG » (PER / TMVA du BNPA à 5 ans) est < 1,8 (14x / 8% pour le marché actions)
 - TMVA du BNPA > 8% (i.e. croissance moyenne du marché actions à LT) ; principalement croissance interne
 - P/E < 14x (i.e. valorisation moyenne du marché actions européen à long terme)
- Estimation / projection du résultat à 5 ans
- Nettoyage du bilan (titres hybrides, provisions, engagements hors bilan, saisonnalité de l'activité...)
- Valeur prospective : application de multiples normatifs (secteur, historique) aux projections à 5 ans
- Valeur actuelle : valeur prospective actualisée au coût des Fonds Propres approprié
- Prix d'entrée : valeur prospective actualisée sur une exigence de TRI reflétant le coût des Fonds Propres augmenté d'une prime de risque additionnelle spécifique à l'investisseur (300 pb en moyenne)

GROWTH

- Sociétés ciblées :
 - Sociétés à forte croissance bénéficiaire future
 - Capacité à doubler le BNPA en 5 ans (soit en moyenne 15% par an)
- Estimation / projection du résultat à 5 ans
- Nettoyage du bilan (titres hybrides, provisions, engagements hors bilan, saisonnalité de l'activité...)
- Valeur prospective : application de multiples normatifs (secteur, historique) aux projections à 5 ans
- Valeur actuelle : valeur prospective actualisée au coût des Fonds Propres approprié
- Prix d'entrée : valeur prospective actualisée sur une exigence de TRI reflétant le coût des Fonds Propres augmenté d'une prime de risque additionnelle spécifique à l'investisseur (300 pb en moyenne)

Cas particuliers

- Sociétés de Biotechnologies
 La valeur prospective à 5 ans est calculée avec la probabilité de succès en adéquation avec le stade de développement à cet horizon, 100% si la société a atteint la phase de commercialisation. Le prix d'entrée et la valeur actuelle sont définis sur la base de probabilités conventionnelles et d'un TRI exigé généralement supérieur à 15%. Les probabilités sont établies en fonction de la phase d'avancement du ou des produits à la date de réalisation de l'étude.
- Sociétés Holding
 La valeur intrinsèque correspond à l'Actif Net Réévalué de la société où la valeur des actifs est calculée sur la base de multiples normatifs, y compris si ces actifs sont cotés.
 La décote retenue est observée empiriquement sur un historique long terme de la société.
 Le prix d'entrée est calculé sur la base de la décote appliquée à la valeur intrinsèque et comprend une marge de sécurité garante de la performance visée et de la préservation du patrimoine.
 L'évaluation des éventuelles boucles d'auto-détention repose sur le principe de « pure value » (cf. Pawel Cyganski, "Valuation of Entities with Cross-Shareholding Ownerships". Business Valuation Review: December 2004, Vol. 23, No. 4, pp. 197-200, American Society of Appraisers).
- Sociétés immobilières
 Dans une logique similaire, la valeur intrinsèque des sociétés immobilières correspond à l'ANR.
 Le taux de rendement des loyers correspond à celui observé sur le marché, en cohérence avec le taux sans risque.

ÉCLAIRCISSEMENT SUR LES POINTS DE CONFLITS D'INTÉRÊT POSSIBLES

CIC est apporteur de liquidités sur Memscap. Arnaud RIVERAIN a signé un contrat de recherche avec la société Memscap, le CIC en est le diffuseur exclusif. CIC fournit des prestations de marketing investisseurs à Memscap.

L'analyste ou les analystes responsables de la préparation de cette étude ont-ils été employés par l'émetteur en tant que manager ou membre du conseil d'administration ?	NON
Cette étude a-t-elle été présentée à l'entreprise avant sa parution ?	OUI
Si oui, les conclusions de l'analyste ont-elles été changées ?	NON



FRANCE

CM-CIC Market Solutions

CIC

6, avenue de Provence
75009 Paris

Tel. : +33 (0)1 53 48 81 93



ETATS-UNIS

CM-CIC Market Solutions, Inc.

Member FINRA / SIPC

c/o CIC New York

520 Madison Ave.
New York, NY 10022

Tel. : +1 (212) 659 6250

Fax : +1 (212) 715 4472

Disclaimer

Le CIC n'a pas réalisé la présente analyse financière et n'assure que la diffusion de celle-ci. L'analyse financière a été réalisée par l'analyste indépendant dont l'identité est précisée dans l'analyse financière. Le CIC n'a procédé à aucune modification de l'analyse financière qu'il diffuse.

Le CIC, membre du Groupe Crédit Mutuel-CIC, est un établissement de crédit agréé par l'ACPR. Le CIC est membre du réseau ESN (European Securities Network) et sous la tutelle de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers française).

Le CIC a mis en place une organisation et des procédures (ou Muraille de Chine) destinées à garantir l'indépendance des analystes financiers et la primauté des intérêts des clients. Il est notamment interdit aux analystes financiers de négocier des instruments financiers pour leur propre compte en relation avec les émetteurs et les secteurs qu'ils suivent.

Le CIC diffuse tant l'analyse financière qu'il réalise directement que celle réalisée par ses partenaires et des analystes indépendants en accord avec ces analystes indépendants et les émetteurs.

L'analyste indépendant rédacteur de l'analyse financière s'est vu confié par l'Emetteur la réalisation d'une prestation d'analyse financière au sens de l'article L.544-1 du Code Monétaire et Financier. L'analyste indépendant et le CIC sont convenus, en accord avec l'Emetteur, que le CIC puisse diffuser de manière exclusive les prestations d'analyse financière réalisées par l'Analyste Indépendant sur l'Emetteur.

Ni le CIC, ni ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de celles-ci) ne sauraient être tenus pour responsables de la transmission correcte et intégrale de ce document, ni de tout retard dans sa distribution. Toute utilisation, communication, reproduction ou distribution non autorisée du présent document est interdite. Les informations et explications reproduites dans cette étude sont l'expression d'une opinion ; elles sont données de bonne foi et sont susceptibles d'être changées sans préavis. Il est strictement interdit de reproduire le présent document intégralement ou en partie ou de le transmettre à des tiers sans autorisation. Le présent document a été préparé par un analyste indépendant et publié par le CIC. Les informations contenues dans le présent document proviennent de différentes sources. Ni le CIC, ni ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de ceux-ci) ne garantissent leur exactitude ni leur intégralité, et ni le CIC, ni ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de celles-ci) ne sauraient être tenus pour responsables d'éventuelles erreurs ou omissions, ni de toute perte ou perte indirecte liée à de telles erreurs ou omissions.

Les informations contenues dans le présent document, et toute opinion exprimée dans celui-ci ne constituent en aucun cas une offre, une invitation à faire une offre d'achat, de vente ou de souscription d'instruments financiers de quelque genre que ce soit. Le CIC, ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de celles-ci) peuvent rendre des services d'investissement ou des services connexes, ou solliciter des mandats pour des services d'investissement ou des services connexes aux sociétés ou personnes ou autres entités mentionnées dans le présent document.

Le présent document a été préparé à l'intention des seuls clients du CIC et de ses filiales. Il ne répond pas aux objectifs d'investissement, à la situation financière ou aux besoins particuliers de tout individu susceptible de les recevoir. Il est déconseillé de prendre une décision sur la seule foi de ce document. Les investisseurs devraient solliciter des conseils financiers pour s'assurer de l'opportunité d'acheter les titres ou les stratégies d'investissement examinés ou recommandés dans le présent document, et devraient comprendre que des opinions relatives aux perspectives futures peuvent ne pas se réaliser. Les investisseurs devraient noter que tout revenu provenant de ces titres peut fluctuer et que le cours des titres peut augmenter ou baisser. Ainsi, les investisseurs peuvent récupérer moins que leur investissement initial. Les performances passées ne présument en rien des performances futures.

Les taux de change des devises peuvent avoir une incidence négative sur la valeur, le prix ou les revenus des titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. En outre, les investisseurs qui détiennent des titres comme les American Depositary Receipts (ADR), dont la valeur varie en fonction de la devise du titre sous-jacent, assument effectivement un risque devises.

Cette recherche est destinée au seul usage interne du destinataire, sauf accord préalable du CIC.

Ce document est destiné aux clients classés « professionnels » ou « contrepartie éligible » au sens de la directive MIF. Si un particulier « non professionnel » venait à être en possession du présent document, il ne devra pas fonder son éventuelle décision d'investissement uniquement sur la base dudit document mais devra consulter ses propres conseils.

Pour toutes informations supplémentaires ou disclaimer spécifique, connectez-vous au site Internet de CM-CIC Market Solutions : www.cmcicms.com