

a) Le **cours de Memscap (MEMS.PA/FP ; 2,07€)**, qui est à la fois un grand intervenant, et un acteur historique, sur le marché global des **MEMS**, et une nano cap (capitalisation boursière : 14,8M€ aujourd'hui) n'a pas l'air de vouloir **décoller** (+12% ytd, et +3,5% sur 3 mois) cf =>.

Et ce nonobstant la publication cette semaine **d'excellents résultats semestriels 2015** : +6% de croissance de l'activité, ce qui n'est pas mal, mais surtout une marge opérationnelle de 8,3%, versus -0,7% il y un an, et une confirmation éclatante du redressement amorcé au S2-2014 :

Memscap - Résultats du 1er semestre :

| Compte de résultat | 06/14 | 06/15 | Var. CA : |
|-----------------------|-------|-------|-----------|
| Chiffre d'affaires | 6,46 | 6,85 | + 6,0% |
| EBE | 0,34 | 0,99 | |
| Résultat Op. | -0,05 | 0,57 | |
| Marge opérationnelle | -0,7% | 8,3% | |
| Résultat financier | 0,03 | -0,08 | |
| RCAI | -0,02 | 0,49 | |
| Résultat net pdg | -0,02 | 0,49 | |
| Résultat net retraité | -0,02 | 0,49 | |
| Marge nette | -0,3% | 7,2% | |

Sources : publications société



En d'autres termes, la société semble **délivrer** assez exactement les engagements donnés par sa direction au marché lors de la réunion d'analystes des résultats annuels (pour une description complète du phénomène Memscap : cf notre commentaire Olier E&R, 7 pages, du 30/03/2015, toujours disponible dans notre cyber-échope <http://www.olier-etudes-recherche.fr>), ce que le **marché**, pour le moment en tous cas, **a l'air de ne pas vouloir prendre en compte**.

b) **Soit un éventuel sujet de contrariété** (parmi d'autres, le marché étant ce qu'il est en ce moment) pour l'**investisseur** qui aurait décidé de rentrer sur le titre ces derniers mois, attiré par des perspectives à nouveaux favorables pour Memscap, qui émerge de fait de plusieurs années de pertes, et semble donc a priori une bonne **recovery** à jouer.

Un investisseur qui serait plutôt d'esprit **contrariant** (: contre le vent?) aussi, puisque Memscap n'est plus sur les radars des grands bureaux d'études. Et d'autant plus contrariant qu'a été introduit en Bourse en février de cette année un **concurrent** au profil assez semblable en fait, mais présentant mieux, apparemment, en plus d'avoir le charme de la nouveauté (et de ne pas être une ex-valeur de la Grande Bulle) : **Tronics Microsystems** (ALTRO.PA ; 10,9€). Un concurrent dans lequel il était plus simple, à tout prendre, d'investir quand on veut se positionner sur ce **secteur**, qui peut paraître attrayant : bien que tous petits, les MEMS sont des produits qui adressent **des marchés très larges**, aéronautique, électronique médicale, mobiles, notamment, et plutôt très bien orientés dans l'ensemble.

De fait, Tronics affichait dans ses notes publiées à l'occasion de l'IPO des perspectives de très forte croissance, plus de +40% en top line pour 2016^e, et bénéficie qui plus est du soutien indéfectible de Thales, géant de l'électronique Aéronautique/Défense s'il en est. Le cours de Tronics a de plus très bien performé dans un premier temps par rapport à son prix d'intro, soit 13,20€, avec un plus haut de 18,8€ atteint fin juin, laissant ainsi Memscap sur place. Rien que ça.

c) **Ceci étant, Memscap a peut-être fini de servir de repoussoir**. Et ce pour une très bonne raison : ses deux comparables, les deux "pure players" des MEMS que sont le susnommé Tronics Microsystems et l'américain **InvenSense** (INVN ; 10\$) ont tous les deux eu des parcours boursiers très décevants cet été : Tronics cote à présent en dessous de son cours d'intro, après avoir déçu sur ses perspectives 2015, et InvenSense, dont la dépendance croissante de son premier client, Apple, se voit, hélas!, dans sa marge brute, a vu son cours passer de 16 à 10\$.

A contrario, **Memscap n'a pas ces problèmes**, avec de solides perspectives 2015 revues en hausse, et, de toute éternité, une large **diversification clients**. Et affiche, par quelque bout que l'on prenne sa valorisation, des multiples encore très inférieurs à ceux de ses deux compères :

Comparaisons boursières :

| | 4/9/15 | CB | CA | | DN | |
|---------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|
| | Cours | (Mds) | PER15 | PER16 | P/AN | (Mds) |
| Memscap | 2,1€ | 0,015 | 14,8x | 12,3x | 0,8 | 0,014 |
| Tronics Microsystem | 10,9€ | 0,038 | ns | ns | 2,3 | 0,011 |
| InvenSense | 10,0\$ | 0,900 | 21,7x | 13,9x | 2,6 | 0,369 |
| | | | | | | CB/CA |
| | | | | | | 0,05 |
| | | | | | | 3,44 |
| | | | | | | 2,44 |
| | | | | | | 0,14 |
| | | | | | | VE/CA |
| | | | | | | 1,02 |
| | | | | | | 2,73 |
| | | | | | | 2,82 |

Ce qui laisse éventuellement en relatif une **marge d'appréciation**, même si l'on peut penser que Tronics a été un peu trop bien vendu au marché dans un premier temps, comme cela arrive parfois, et peut encore corriger.

Et ce qui donne aussi la **tentation de souscrire**, pour ceux qui hésitent encore, à **ce pari contrariant à tous points de vue** : si l'on pense qu'à de tels niveaux : un PER 2016^e de 12x et 1xVE/CA, les multiples de Memscap ne reflètent pas encore ses **perspectives** de croissance bénéficiaire, soit un objectif de chiffre d'affaires de 20M€ à deux-trois ans contre 13,5-14M€ attendus cette année, et une marge brute de 50% contre 38% au S1. Selon la direction qui, pour le moment, fait ce qu'elle dit.