

# Analyse Fondamentale

Mercredi 10 juillet 2024 | 11h45



## Melexis (81,70 EUR)

### Acheter (Précédent : Réduire – 08/09/2021)

Objectif de cours	95 EUR
Potentiel de hausse	+16%
Profil de risque	Modéré
Pays	Belgique
Secteur	Semiconducteurs
Symbole   ISIN	MELE   BE0165385973
Marché	Euronext Bruxelles
Capitalisation	3,3 milliards EUR
Cours/Bénéfices	16x
Cours/Actif Net	5,5x
Rendement	4,5%

### Profil

Melexis est spécialisé dans la conception et la commercialisation de semi-conducteurs destinés principalement aux équipementiers automobiles. À fin 2023, le groupe dispose de 5 sites de production implantés en Belgique, en Allemagne, en France, en Bulgarie et en Malaisie.

La répartition géographique des ventes est la suivante :

- Asie et région Pacifique (58%) ;
- Europe, Moyen-Orient et Afrique (31%) ;
- Amérique du Nord et Amérique latine (11%).

## Des clients fidèles, une croissance rapide et peu de dettes

### Doublement du chiffre d'affaires en cinq ans

Melexis est une entreprise de semi-conducteurs dite « *fabless* » (sans usine). Plus précisément, elle opère dans le monde entier en tant que concepteur de microprocesseurs, mais ne possède pas ses propres centres de production (ces usines sont également appelées « *fabs* »). Elle laisse à X-FAB le soin de fabriquer les micropuces. Il s'agit d'une société sœur de Melexis (deux actionnaires de référence détiennent la moitié des deux entreprises).

Melexis conçoit principalement des puces pour l'industrie automobile (90% de son chiffre d'affaires). Aujourd'hui, toutes les voitures sont équipées de beaucoup plus de semi-conducteurs qu'auparavant, et c'est particulièrement vrai pour les véhicules électriques. Selon l'Organisation internationale des constructeurs d'automobiles, c'est en 2009 que la Chine a dépassé le Japon pour devenir le plus grand constructeur automobile au monde. En 2023, 38% de tous les véhicules de passagers seront fabriqués en Chine. Le Japon fabrique encore 11% de toutes les voitures. Il n'est donc pas étonnant que la Chine et le Japon représentent respectivement 25% et 8% des ventes de Melexis. L'Asie n'est pas seulement le lieu où les voitures d'aujourd'hui sont fabriquées, c'est aussi le lieu où les véhicules de demain seront vendus. À mesure que le revenu par habitant augmentera, la demande de mobilité s'accroîtra. Il est possible que les habitants de pays comme l'Inde et les Philippines optent en masse pour des scooters électriques dans un premier temps, et pour les véhicules à quatre roues plus tard. Il n'y a pas lieu de s'inquiéter, car les scooters électriques nécessitent également des puces électroniques. Melexis a réalisé 58% de ses ventes en Asie en 2023. Nous nous attendons à ce que ce pourcentage augmente au cours de la prochaine décennie. Une toute nouvelle succursale en Malaisie devrait permettre à Melexis de mieux servir la région.

En parcourant le rapport annuel de l'entreprise, on ne peut que constater qu'il s'agit d'une success-story. Le chiffre d'affaires a pratiquement doublé au cours des cinq dernières années : il est passé de 487 millions d'euros en 2019 à 964 millions d'euros en 2023. Cette croissance est d'autant plus impressionnante qu'elle est essentiellement organique. En 2023, Melexis a certes racheté Xpeqt (une société sœur de Tessenderlo), mais il s'agissait d'un petit montant (14 millions d'euros) et, en outre, Melexis était le seul client de Xpeqt, de sorte que, sur le plan opérationnel, rien n'a changé. En termes de rentabilité, Melexis a également obtenu de très bons résultats. Le bénéfice brut d'exploitation (EBITDA) s'est élevé à 306 millions d'euros l'année dernière (157% de plus qu'en 2019). Le bénéfice net par action a augmenté de 248% entre 2019 et 2023. Le flux de trésorerie disponible est toutefois devenu négatif en 2023,

mais cela s'explique par une transaction avec X-FAB, ce n'est donc pas une source d'inquiétude.

### Un solide bilan

Au 31 décembre, les dettes financières de Melexis s'élevaient à environ 190 millions d'euros et les liquidités à un peu moins de 40 millions d'euros. Le ratio de la dette nette par rapport à l'EBITDA atteindra à peine 0,5x en 2023. Melexis a convenu avec ses bailleurs de fonds que ce ratio devait rester inférieur à 3,5x à tout moment. Le ratio de solvabilité (capitaux propres divisés par le total des actifs) est de 64%. Conformément aux clauses restrictives des banques, il ne doit jamais tomber en dessous de 30%.

### Des clients fidèles

Les constructeurs automobiles choisissent leurs partenaires uniquement en fonction de leurs capacités, ils ne recherchent pas le fournisseur le moins cher. L'arrêt d'une chaîne de montage en raison de défauts dans les micropuces dégenererait en fiasco financier, alors qu'elles ne représentent qu'une fraction du coût de production par voiture. Une telle puce coûte en moyenne 45 centimes d'euro, pour un total de plusieurs dizaines d'euros par voiture. Une fois le choix effectué, le constructeur automobile est pieds et poings liés pour les années à venir. En effet, chaque type de puce étant unique, il n'est pas simple de changer de fournisseur.

### Le stock s'agrandit

La voiture est l'exemple type d'un bien discrétionnaire. Les gens achètent une nouvelle voiture lorsque leur situation financière est bonne. En période difficile, on préfère reporter un tel achat. De plus, il ne s'agit pas de biens de consommation, mais de biens d'équipement ayant une longue durée de vie. Ceux qui ont acheté une voiture l'année dernière ne le feront pas cette année. En raison de ces deux dynamiques, le marché automobile est très cyclique. Melexis connaît donc des années où ses puces se vendent comme des petits pains et d'autres où les choses sont un peu plus difficiles. Il se pourrait que l'entreprise ait actuellement du mal à trouver des acheteurs. Sur la base du coût de toutes les puces vendues en 2023 et de la taille moyenne du stock tout au long de l'année, nous avons calculé qu'il fallait en moyenne 150 jours pour qu'une puce fabriquée soit mise sur le marché. C'est beaucoup moins rapide qu'en 2021 et 2022. Selon nos calculs, les ventes ont été encore plus lentes au premier trimestre 2024.

### Recommandation

Nous sommes à l'« Achat » avec un objectif de cours à 95 EUR.

—  
**Bram Vanhevel**  
Analyste Financier

## Avertissement

Les informations, interprétations, estimations et/ou opinions contenues dans ce document sont basées sur des sources réputées fiables et sélectionnées avec soin.

Toutefois, Leleux Associated Brokers s.a. ne donne aucune garantie quant au caractère exact, fiable ou complet de ces sources. La diffusion de ces informations s'opère à titre purement indicatif et ne peut être assimilée, ni à une offre, ni à une sollicitation à la vente, à l'achat ou la souscription de tout instrument financier et ce, dans quelle que juridiction que ce soit. Les informations contenues dans le présent document ne constituent ni un conseil en investissement ni même une aide à la décision aux fins d'effectuer notamment une transaction ou de prendre une décision d'investissement. Leleux Associated Brokers s.a. n'offre aucune garantie quant à l'actualité, la précision, l'exactitude, l'exhaustivité ou l'opportunité de ces informations qui ne peuvent en aucun cas engager sa responsabilité. En outre, cette publication est destinée à une large distribution, et ne tient pas compte de la connaissance et de l'expérience financière particulière du lecteur, ni de sa situation financière, ses besoins, ses objectifs d'investissement et de son aversion aux risques. Dans tous les cas, il est recommandé au lecteur d'utiliser d'autres sources d'information et de prendre contact avec un chargé de clientèle pour tout renseignement complémentaire.

La méthodologie de recommandation poursuivie par Leleux Associated Brokers pour se forger une opinion analytique (valorisation, hypothèses sous-jacentes, modèles, risques) et la liste des recommandations des 12 derniers mois émises par Leleux Associated Brokers peuvent être consultées à l'endroit suivant : <https://www.leleux.be/Leleux/WebSite.nsf/vLUPPage/INFOS-ANALYSIS?OpenDocument>.

La recommandation sous revue est faite à titre purement ponctuel et Leleux Associated Brokers ne donne aucune garantie quant au suivi de la recommandation dans le temps, de sa fréquence, ou d'une éventuelle mise à jour de celle-ci à la suite d'événements de marché.

De façon générale, l'heure des prix des instruments financiers mentionnés dans la recommandation correspond à l'heure de clôture du marché sur lequel l'instrument est traité (End Of Day), sauf mention expresse et contraire.

Leleux Associated Brokers ([www.leleux.be](http://www.leleux.be)) est une société anonyme de droit belge, inscrite à la banque carrefour des entreprises sous le n° 0426 120 604, dont le siège social est sis à B- 1000 Bruxelles, Rue Royale 97, agréée en tant que Société de Bourse, entreprise d'investissement de droit belge et soumise à la surveillance prudentielle de l'autorité de contrôle en Belgique, la FSMA (Financial Services & Market Authority), établie à B- 1000 Bruxelles, rue du Congrès 12-14.

Les Conditions Générales de Leleux Associated Brokers peuvent être consultées à l'adresse suivante [https://www.leleux.be/Leleux/WebSite.nsf/vLUPPage/PDF/\\$File/Conditions%20G%C3%A9n%C3%A9rales.pdf](https://www.leleux.be/Leleux/WebSite.nsf/vLUPPage/PDF/$File/Conditions%20G%C3%A9n%C3%A9rales.pdf), et en particulier la section 27 traitant de la gestion des conflits d'intérêt.

Les analystes qui éditent des recommandations ne sont pas autorisés à détenir les instruments couverts pour compte propre. De même, Leleux Associated Brokers ne détient en aucune manière des instruments financiers faisant l'objet de la recommandation sous revue, ni ne délivre de prestation de service pour leurs émetteurs.