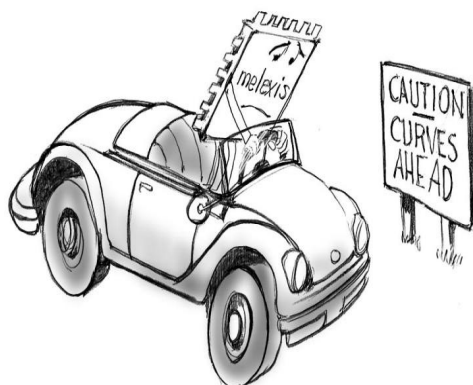


21 juillet 2016

TMT

Bloomberg	MELE.BB
Reuters	MLXS.BR
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	61,0 / 37,7
Capitalisation Boursière (MEUR)	2 464
Valeur d'Entreprise	2 405
Volume moyen 6 mois (000 actions)	38,50
Flottant	35,6%
TMVA BPA (3 ans)	5,3%
Gearing (12/15)	-24%
Rendement (12/16e)	3,02%

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
C. d'affaires (MEUR)	400,14	453,31	494,53	535,98
EBITA EURm)	107,6	111,4	123,1	133,5
Op.Margin (%)	26,9	24,6	24,9	24,9
BPA dilué (EUR)	2,45	2,37	2,64	2,86
EV/CA	6,01x	5,31x	4,81x	4,38x
EV/EBITDA	18,4x	17,3x	15,3x	14,0x
EV/EBITA	22,4x	21,6x	19,3x	17,6x
P/E	24,9x	25,8x	23,1x	21,3x
ROCE	52,5	46,2	46,0	45,3



Melexis

Même les diamants ont un prix

Fair Value 48EUR (cours 61,00EUR)

VENTE
Initiation de couverture

Melexis est une société belge qui se focalise sur la conception de composants destinés à l'automobile. Aidé par un marché porteur, le groupe affiche un track record solide puisqu'entre 2009 et 2015, il est parvenu à maintenir une croissance moyenne du chiffre d'affaires de 21% par an. Néanmoins, nous pensons que cette dynamique va ralentir au cours des prochains exercices. Nous anticipons une croissance des BPA de 5,1% ainsi, alors que le titre se traite sur un P/E 2016e de 25,8x faisant ressortir un PEG de 5,0x. Dans ce contexte, adoptons une recommandation Vente.

- **Un profil rare et attractif.** Melexis fait partie des groupes disposant d'un profil idéal à première vue. Le groupe est un fabless spécialisé dans les capteurs pour l'automobile (le segment le plus porteur actuellement), qui dispose d'un track record solide avec peu de déception et une croissance historique impressionnante. Il coche donc, a priori, toutes les cases pour entrer dans nos valeurs favorites.
- **Une dynamique qui s'affaiblit et qui limite la croissance des BPA à 5,1% en moyenne sur les trois prochaines années.** C'est principalement due à une top-line moins dynamique qu'auparavant avec une plus grande maturité des produits vendus par Melexis (TCAM 2015-2018e du CA de 10%) mais aussi à cause d'une marge légèrement sous pression à cause de besoins en investissement R&D accrus. Au global, nous anticipons une croissance moyenne des BPA de 5,1% entre 2015 et 2018e. Par ailleurs, nous attendons un ajustement à la baisse des attentes du consensus. En effet, nos estimations sont légèrement inférieures (env. 3%) à celle du marché qui attend actuellement une croissance des BPA de 5,9%, ajoutant un poids sur le potentiel du titre.
- **Notre modèle fait ressortir un potentiel de baisse de 21%.** Bien que le titre dispose d'un track record et d'un profil attractif, l'évolution récente du cours, qui se traite proche de ses plus hauts sur 1 an nous amène à conseiller de rester à l'écart. En effet, avec une croissance des BPA limitée et un titre qui se traite 25,8x ses résultats nets 2016e, le PEG de Melexis ressort à 5,0x, soit le plus haut parmi nos valeurs semis sous couverture. Qui plus est, notre valorisation à 48 EUR par action fait ressortir un potentiel de baisse de 21%. Ainsi, nous pensons qu'il n'y a plus rien à jouer sur le titre et adoptons une recommandation Vente.

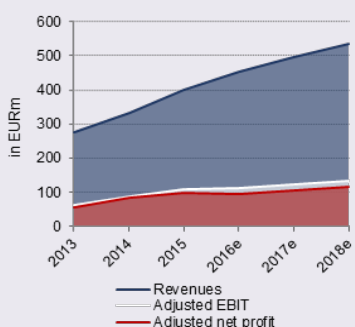
[Bryan Garnier : Semi-conducteurs A la recherche de la croissance perdue](#)



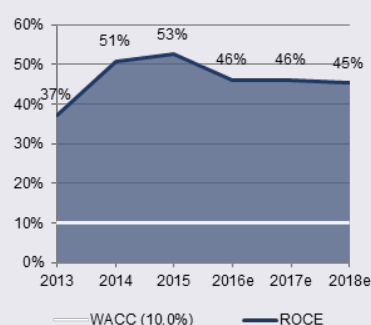
Analyst:
Dorian Terral
33(0) 1.56.68.75.92
dterral@bryangarnier.com

Sector Analyst Team:
Richard-Maxime Beaudoux
Thomas Coudry
Gregory Ramirez

P&L structure



ROCE vs. WACC



Activités

Melexis est un groupe belge spécialisé dans la production de capteur pour l'Automobile. Le groupe opère sur un modèle fabless et sous-traite la majorité de sa production à XFab, une fonderie, société sœur. Au sein de son segment, les capteurs automobile, Melexis maintient une position de numéro 4 derrière Bosch Sensortec, Infineon et Allegro.

Simplified Profit & Loss Account (CHFm)	31/12/13	31/12/14	31/12/15	31/12/16e	31/12/17e	31/12/18e
Revenues	275	332	400	453	495	536
Change (%)	11,5%	20,7%	20,4%	13,2%	9,2%	8,4%
Adjusted EBITDA	79,2	111	130	139	155	168
Adjusted EBIT	63,7	89,2	108	111	123	133
EBIT	63,7	89,2	108	111	123	133
Change (%)	14,1%	40,0%	20,7%	3,5%	10,6%	8,4%
Financial results	-0,50	2,9	1,9	0,62	2,5	2,7
Pre-Tax profits	63,2	92,1	109	112	126	136
Tax	-8,0	-7,1	-10,4	-16,4	-18,8	-20,4
Net profit	55,2	85,0	99,1	95,5	107	116
Adjusted net profit	55,2	85,0	99,1	95,5	107	116
Change (%)	7,2%	53,9%	16,6%	-3,6%	11,8%	8,4%

Cash Flow Statement (CHFm)

Depreciation & amortisation	15,5	22,1	22,8	27,8	32,1	34,8
Change in working capital	0,77	-10,0	-5,0	-13,1	-9,4	-9,4
Operating cash flows	70,8	95,0	115	109	130	141
Capex, net	-22,5	-23,7	-40,3	-38,6	-44,5	-48,2
Free Cash flow	48,3	71,3	74,7	70,3	85,0	92,9
Acquisition, net	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Financial investments, net	0,82	4,8	0,33	0,0	0,0	0,0
Dividends	-28,0	-40,1	-52,1	-74,5	-59,0	-63,9
Issuance (repurchase) of own shares	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Issuance (repayment) of debt	-14,6	-4,1	-3,0	-0,05	0,0	0,0
Other	14,5	0,33	-2,7	4,8	0,0	0,0
Net debt	-9,2	-41,4	-58,7	-59,3	-85,4	-114

Balance Sheet (CHFm)

Tangible fixed assets	66,3	71,7	90,3	101	114	127
Intangibles assets & goodwill	4,7	4,7	7,4	7,2	7,2	7,2
Investments	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Deferred tax assets	14,1	13,2	10,9	9,8	9,8	9,8
Other non-current assets	1,5	0,96	0,01	0,01	0,01	0,01
Cash & equivalents	31,5	59,6	73,9	74,5	101	130
Inventories	44,3	56,4	64,1	66,1	72,1	78,1
Current assets	52,4	50,1	60,2	74,4	79,5	84,7
Total assets	215	257	307	333	383	437
Shareholders' equity	158	201	243	264	312	364
Provisions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deferred tax liabilities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Current liabilities	33,7	35,2	47,4	52,9	54,7	56,5
L & ST Debt	23,5	20,2	16,8	16,5	16,5	16,5
Total Liabilities	215	257	307	333	383	437
Capital employed	150	162	185	206	228	250

Ratios

Gross margin	46,31	48,53	48,01	46,60	46,80	47,00
Adjusted operating margin	23,14	26,83	26,89	24,57	24,90	24,90
Tax rate	12,66	7,70	9,50	14,68	15,00	15,00
Adjusted Net margin	20,05	25,57	24,76	21,09	21,59	21,59
ROE (after tax)	35,03	42,21	40,85	36,20	34,25	31,83
ROCE (after tax)	37,21	50,82	52,51	46,13	45,97	45,29
Gearing	-5,85	-20,58	-24,21	-22,48	-27,40	-31,48
Pay out ratio	50,78	47,13	52,56	77,93	55,23	55,23
Number of shares, diluted	40,40	40,40	40,40	40,40	40,40	40,40

Data per Share (CHF)

EPS	1,37	2,10	2,45	2,36	2,64	2,86
Restated EPS	1,37	2,10	2,45	2,36	2,64	2,86
% change	9,4%	53,9%	16,6%	-3,6%	11,8%	8,4%
BVPS	3,90	4,98	6,00	6,53	7,72	9,00
Operating cash flows	1,75	2,35	2,85	2,70	3,21	3,49
FCF	1,20	1,76	1,85	1,74	2,10	2,30
Net dividend	0,69	0,99	1,29	1,84	1,46	1,58

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Sommaire

1. Investment Case.....	34
2. Snapshot du groupe.....	35
3. Attention aux déceptions	36
3.1. L'effet change qui masque un ralentissement.....	36
3.2. La concurrence évolue.....	37
3.3. Macro : un groupe solide mais pas insensible	37
4. Notre scénario.....	40
4.1. Coup de frein sur la croissance	40
4.2. Une génération de cash intacte	41
4.3. Un bilan qui se renforce petit à petit.....	42
5. Un potentiel de baisse sur le titre.....	43
Bryan Garnier stock rating system.....	45

1. Investment Case

Pourquoi investir maintenant?



Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

Melexis est un groupe qui dispose d'un profil et d'un track record exceptionnel, c'est pourquoi, le titre est particulièrement apprécié par les investisseurs et qu'il se traite aujourd'hui proche de ses plus hauts sur 52 semaines, une belle performance à quelques semaines du Brexit. Néanmoins, **nous pensons que le marché est aujourd'hui trop optimiste** et qu'il ne tient pas totalement compte du changement de dynamique à venir (TCAM 2015-2018e du CA +10% vs. >20% au cours des 6 dernières années). Ainsi, nous sommes dans une situation où le titre se traite sur un P/E 2016e de 25,8x alors que la croissance moyenne attendue des BPA sur les trois prochains exercices n'est que de 5,1%, soit un PEG de 5,0x ! Par ailleurs, nos modèles font apparaître un potentiel de baisse. **Dans ce contexte, nous adoptons une recommandation Vente.**

Attractif ou non?



Valorisation

Notre Fair Value de 48 EUR est issue d'une valorisation par DCF (WACC de 10,0%). Sur la base de nos estimations, **le titre se traite 5,0x en VE/CA 2016e et 25,8x en P/E 2016e.**

Horizon d'investissement?



Catalyseurs

Melexis évolue dans le marché des semi-conducteurs destinés principalement à l'Automobile. Actuellement, **la dynamique sur ce secteur est porteuse mais nous observons que la concurrence sur les produits de Melexis se renforce, limitant en partie le potentiel de croissance du groupe.** La prochaine publication du groupe, attendue pour le 27 juillet, pourrait mettre en lumière cette faiblesse.

Valeur ajoutée?



Différentiation face au consensus :

Nos estimations font ressortir une légère différence par rapport au consensus. Notre croissance moyenne sur 3 ans est supérieure en chiffre d'affaires (BG est. TCAM 2015-2018e +10% vs CS +9%) mais inférieure en résultat net car nous intégrons dans nos estimations des besoins plus importants (en % de CA) en investissements R&D. Au global, nos estimations d'BPA ressortent 3% en dessous du consensus.

Quels risques?



Risques

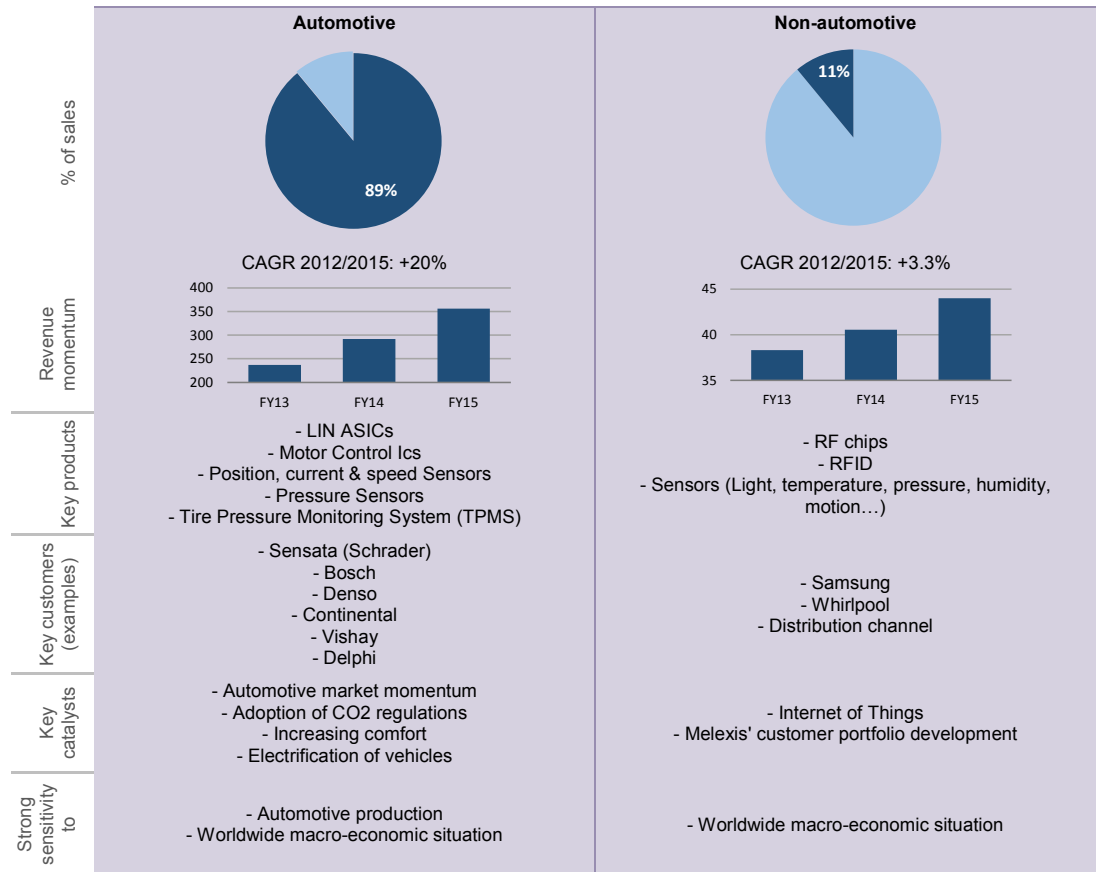
Melexis est largement exposée au segment automobile et ainsi, est particulièrement **sensible à la dynamique macro-économique** ce qui pourrait impacter positivement ou négativement nos anticipations.

2. Snapshot du groupe

Melexis est un groupe belge spécialisé dans la conception de composants électroniques à destination de l'automobile

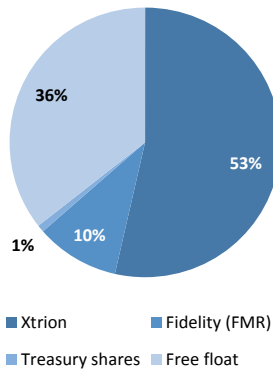
Melexis est un groupe belge spécialisé dans la conception de composants électroniques à destination de l'automobile (89% des ventes 2015). Les 11% restant étaient vendus au travers de partenariats, principalement pour les objets connectés.

Fig. 1: L'automobile représente près de 90% des ventes du groupe



Source: Bryan, Garnier & Co.

Melexis Shareholders



Source: Company

Le groupe a adopté un modèle Fabless, c'est-à-dire que Melexis n'opère pas d'usine et se concentre sur la mise au point et la revente des puces. Ce modèle très répandue dans l'industrie des semi-conducteurs a pour avantage d'offrir une plus grande flexibilité sur les dépenses opérationnelles et permettre de traverser plus facilement les bas de cycles. Nous estimons qu'environ 95% de la fabrication est sous-traité à X-Fab, une fonderie de spécialités européenne, les 5% restant étant sous-traité à d'autres fonderies telles que TSMC (principalement) ou UMC (occasionnellement). Il est important de noter que le choix de X-Fab comme fonderie n'a rien d'anodin puisque X-Fab est une société sœur de Melexis. L'actionnaire majoritaire de la fonderie est Xtrion, également actionnaire majoritaire de Melexis.

Sur le segment de l'automobile, Melexis a établi son expertise dans les puces analogiques et en particulier sur les capteurs et actuateurs (micro-actionneurs électroniques qui permettent par exemple de contrôler un flux) qui représentent plus de 85% de l'activité totale du groupe. Grâce à un portefeuille de produit solide, Melexis parvient à se défendre sur le segment automobile face à des acteurs tels que NXP, Bosch Sensortec (qui est également un client), STMicroelectronics ou encore Infineon.

3. Attention aux déceptions

Melexis affiche un track record impressionnant. Le groupe a rarement déçu le marché et, entre 2009 et 2015, son chiffre d'affaires est passé de 129 M EUR à 400 M EUR, soit une croissance moyenne de 21% par an sur la période. Ainsi, le groupe dispose d'une bonne aura sur les places boursières européennes et est vu comme une valeur de croissance solide.

Si nous ne pouvons qu'être admiratifs des performances historiques du groupe, nous pensons qu'il y a un risque en ce qui concerne la croissance à venir.

3.1. L'effet change qui masque un ralentissement

Le groupe évolue principalement dans l'univers des semi-conducteurs destinés à l'automobile et plus spécifiquement les capteurs. En 2015, le marché des composants destinés à l'auto a atteint 29,3 Md USD (source IDC), mais il se segmente en cinq principales catégories de produits : les semi-conducteurs de puissance, les capteurs, les microcontrôleurs (MCU), les ASSP (Application Specific Standard Product, principalement des composants de connectivité et des amplificateurs) et les semi-conducteurs logiques. **L'offre de Melexis est avant tout composée de capteurs.** Par exemple, le groupe propose des capteurs magnétiques utiles pour réduire la consommation des véhicules ou encore des gyroscopes/accéléromètres pour les applications de sécurité (ABS, airbag...).

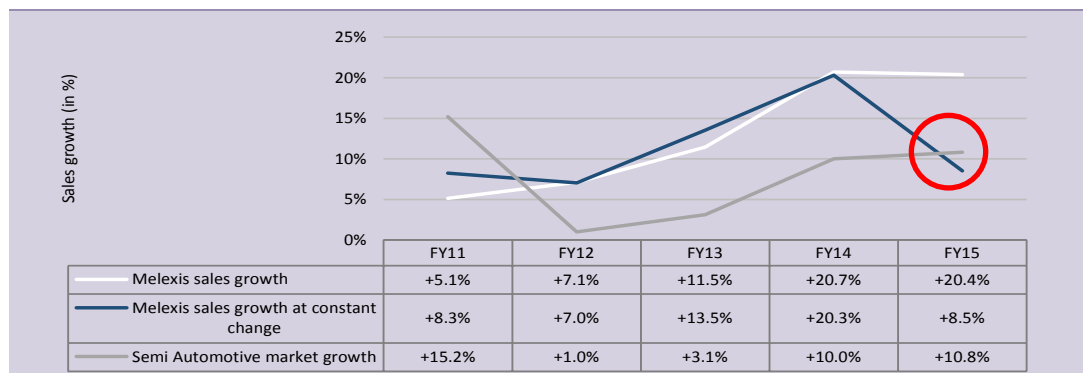
Melexis a donc profité de l'équipement des véhicules en composants électroniques, et c'est ce qui a permis au groupe de dégager une croissance moyenne impressionnante depuis 2009.

Historiquement, Melexis a donc profité de l'équipement des véhicules en composants électroniques, et c'est ce qui a permis au groupe de dégager une croissance moyenne impressionnante depuis 2009. Mais le groupe gagnait également des parts de marché grâce à une meilleure dynamique des capteurs automobiles que des autres composants. Grâce à un positionnement intelligent, le groupe est donc parvenue à surperformer son marché durant plusieurs exercices cependant, **nous pensons que les choses sont en train de changer et qu'un ralentissement est en train de se produire.**

Ce ralentissement n'est visible que lorsque le chiffre d'affaires du groupe est retraité des effets de change. En effet, entre 2011 et 2015, la croissance moyenne du chiffre d'affaires ajusté des effets de change ressort à 14,8%. Comparé à la croissance moyenne du segment des semi-conducteurs pour l'automobile, le groupe affiche également une surperformance 8,7ppts. Cependant, si la croissance du groupe en 2015 est ressortie à plus de 20%, retraité des effets change, la performance n'a été que de 9%. Certes, il s'agit d'une très belle performance mais sur la même période, le marché a réalisé une croissance de l'ordre de 10,8% selon les données d'IDC.

Nous pensons que les choses sont en train de changer et qu'un ralentissement est en train de se produire. Ce ralentissement n'est visible que lorsque le chiffre d'affaires du groupe est retraité des effets de change.

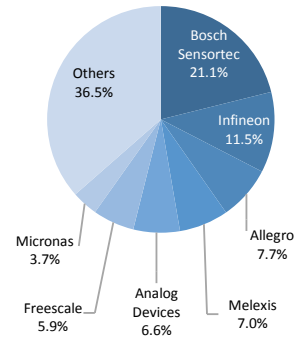
Fig. 2: Une croissance aidée par une évolution favorable du change EUR/USD



Sources: IDC; Bryan, Garnier & Co ests.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Capteurs automobiles – Part de marché



Source: Strategic Analytics

3.2. La concurrence évolue

Melexis est quasi exclusivement exposée au segment automobile, ainsi le groupe conserve un positionnement avantageux. En effet, celui-ci continue de générer une bonne dynamique en 2016 et offre de belles perspectives pour les années à venir. Par ailleurs, il s’agit d’un segment de marché qui dispose de fortes barrières à l’entrée, d’ailleurs nous constatons que le groupe d’acteurs actifs sur ce segment n’a quasiment pas évolué en 20 ans. Néanmoins, nous observons des mouvements au sein même de ce segment qui pourraient être défavorables à Melexis.

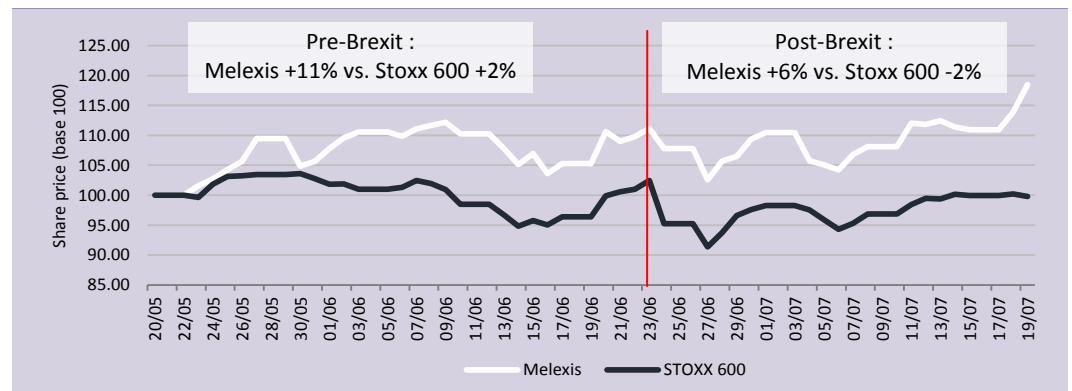
Premièrement, nous notons les velléités d’STMicroelectronics pour pénétrer ce segment des capteurs destinés à l’automobile. Fort d’une bonne expertise sur les capteurs grands public et d’un bon positionnement dans le segment automobile au travers d’autres produits, le groupe cherche aujourd’hui de nouveau relais de croissance dans les capteurs Automobile. S’il n’est pas encore réellement visible, nous pensons qu’ST dispose de tous les ingrédients (expertise, capacité de production, réseau commercial...) pour être un compétiteur de poids et 2016 devrait être une année décisive pour STMicroelectronics sur ce segment.

Nous voyons également l’acquisition de Micronas par le japonais TDK (annoncée en Décembre 2015, clôturée en mars 2016 valorisant Micronas à près de 214 M CHF) comme une opération potentiellement dangereuse pour Melexis puisque nous pensons que TDK pourrait fournir à Micronas des moyens supplémentaires pour élargir et renforcer son portefeuille produits.

3.3. Macro : un groupe solide mais pas insensible

Avec le newsflow récent négatif sur les smartphones et les PC, de nombreux investisseurs se sont réfugiés vers Melexis, jugeant le titre mieux positionné (grâce à son exposition automobile) et à l’abri des aléas macro-économiques. Il suffit d’ailleurs d’observer la réaction du titre au cours des dernières semaines pour comprendre l’idée que se font les investisseurs de la solidité de Melexis.

Fig. 3: Sentiment de marché : l’impact marché du Brexit semble très limité sur le cours de Melexis



Sources: Bloomberg; Bryan, Garnier & Co ests.

Il suffit d’ailleurs d’observer la réaction du titre au cours des dernières semaines pour comprendre l’idée que se font les investisseurs de la solidité de Melexis.

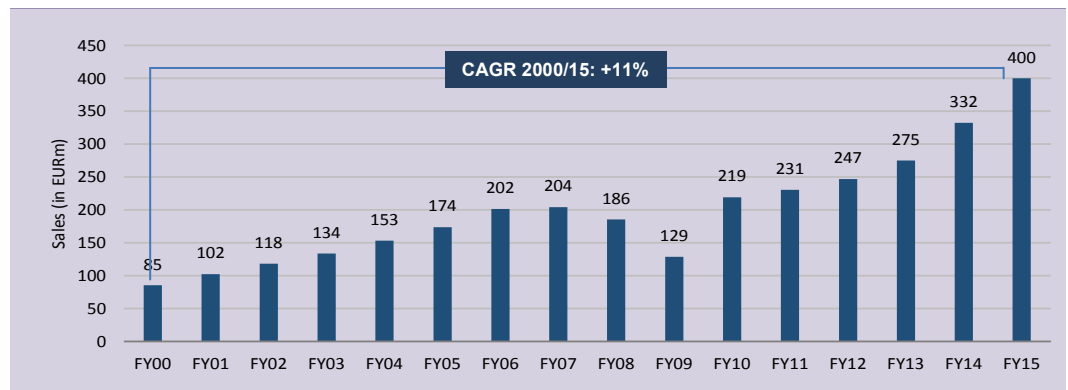
Alors l’ensemble du marché semble toujours avoir du mal à retrouver ses niveaux d’avant Brexit (Stoxx 600 +1% sur les deux derniers mois), Melexis n’a que très peu souffert de l’impact marché du Brexit (que ce soit avant ou après l’annonce des résultats). Nous ne discutons pas ici l’impact du Brexit sur l’activité de Melexis, nous souhaitons juste mettre en avant le sentiment de marché très positif qui soutient le cours.

Please see the section headed “Important information” on the back page of this report.

Toutefois, le groupe a largement souffert lors de la récession mondiale née de la crise financière de 2008.

De plus, alors que le marché conserve ce sentiment de solidité, Melexis a déjà prouvé qu'elle n'était pas immunisée contre les aléas de l'économie mondiale. Entre 2000 et 2015, le groupe a réalisé une croissance de +11% en moyenne alors que le TCAM 2000/2015 des ventes mondiales de l'industrie est de +3,2%. **Toutefois, le groupe a largement souffert lors de la récession mondiale née de la crise financière de 2008.** Dans les semi-conducteurs, une grande sensibilité à la conjoncture économique n'est pas surprenante, mais nous observons que Melexis a été plus impactée que l'ensemble de l'industrie. Entre 2007 et 2009, les ventes mondiales de semi-conducteurs ont reculé de 6% en moyenne annuelle alors que le groupe voyait son CA fondre de 21% annuellement en moyenne.

Fig. 4: Une croissance forte mais sensible à la conjoncture économique

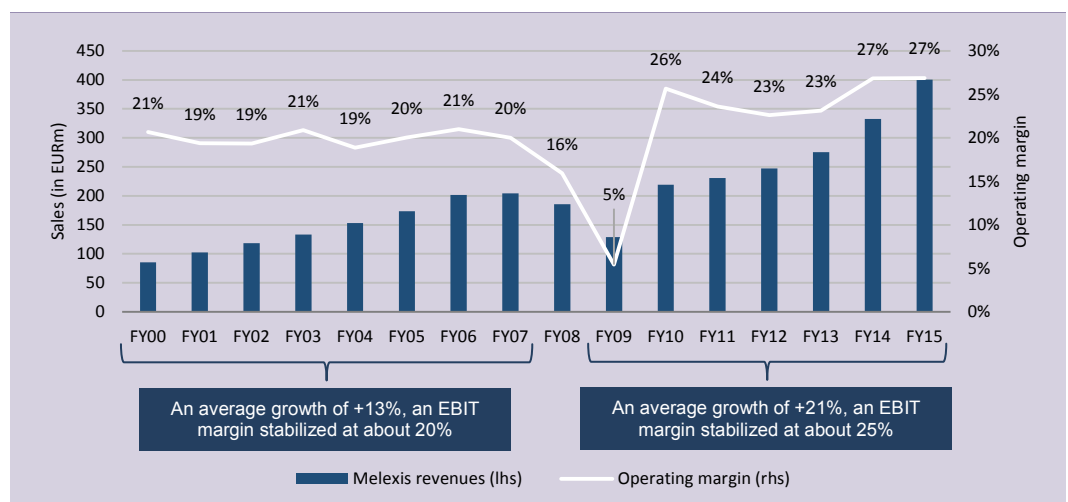


Sources: Melexis; Bryan, Garnier & Co ests.

Sur cette même période, nous observons que, malgré le modèle Fabless opéré par Melexis, la marge a également été impactée.

Sur cette même période, nous observons que, malgré le modèle Fabless opéré par Melexis, la marge a également été impactée. Entre 2000 et 2007, lorsque la croissance moyenne était de +13% par an, le groupe parvenait à dégager une marge opérationnelle moyenne de 20%. Puis de 2007 à 2009, lorsque la récession mondiale a fortement perturbé le profil de croissance du groupe, celui-ci n'est pas parvenu à maintenir son niveau de marge historique. Ainsi, en 2009, la marge opérationnelle a atteint un point bas à 5%.

Fig. 5: Des marges plus sensibles à la croissance qu'au volume d'affaires



Sources: Melexis; Bryan, Garnier & Co ests.

Ainsi, bien que le groupe dispose d'un business model solide, il n'est pas insensible aux aléas macro-économiques. **Actuellement, nous n'avons pas de raison de penser qu'il y a un risque potentiel sur l'activité du groupe mais nous soulignons que le titre bénéficie actuellement d'un sentiment de marché très positif qui est susceptible de changer rapidement.** En cela, il s'agit d'une situation de marché très similaire celle de Dialog jusqu'à l'annonce de l'acquisition d'Atmel en Septembre 2015. En outre, nous rappelons que le FMI a récemment revu à la baisse ses prévisions de croissance (à nouveau). Les projections du FMI pour la croissance mondiale ont été abaissées à 3,1% contre 3,2% pour 2016, et à 3,4% par rapport à 3,5% pour 2017.

4. Notre scénario

4.1. Coup de frein sur la croissance

Nous anticipons une croissance moyenne 2015/2018e de +10,0% et le maintien d'un niveau de marge opérationnelle proche de 25%.

Avec une concurrence accrue sur les produits de Melexis (STMicroelectronics en train de rentrer sur ce segment, Bosch Sensortec qui maintient fermement ses positions, Micronas acquis par TDK et qui pourrait ainsi son portefeuille produits se renforcer rapidement), nous estimons que le groupe ne devrait plus être en situation de prise de part de marché importante. Par ailleurs, depuis le début de l'année 2016, l'évolution du taux de change EUR/USD est moins favorable qu'il ne l'a été en 2015. Ainsi, nous pensons la surperformance de Melexis par rapport à ses pairs devrait être limitée. **Nous anticipons donc une croissance moyenne 2015/2018e de +10,0%.**

Avec une telle dynamique de croissance, nous estimons que **le groupe peut maintenir un niveau de marge opérationnel de 25%**. En effet, la sous-traitance de la production ne lui permet pas d'activer de manière efficace un quelconque levier grâce à des volumes supplémentaires et nous pensons que **le groupe ne risquera pas de couper dans ses investissements R&D et commerciaux et ceux-ci pourraient croître légèrement plus vite que la top-line**. Ainsi, nous anticipons une inflexion sur les marges dès 2016 avec une MOC 2016e de 25% (vs. 27% en 2015). Notre scénario fait ressortir un niveau de croissance moyen des BPA de 5.1% sur les trois prochaines années.

Fig. 6: P&L – Une croissance moyenne des BPA 2015/2018e de 5,1%

[in EURm]	2015	1Q16	2Q16e	3Q16e	4Q16e	2016e	2017e	2018e	CAGR 15/18e
Sales	400	109	113	114	116	452	492	533	10.0%
Seq. growth	20%	7%	4%	0%	2%	13%	9%	8%	
Gross profit	192	49	54	54	54	211	230	251	
Gross margin	48%	45%	47%	47%	47%	47%	47%	47%	
R&D	-57	-15	-17	-18	-19	-69	-74	-80	
% of sales	-14%	-13%	-15%	-16%	-17%	-15%	-15%	-15%	
G&A	-19	-5	-5	-5	-6	-20	-23	-26	
% of sales	-5%	-4%	-4%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	
S&M	-9	-2	-3	-3	-3	-10	-11	-12	
% of sales	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	
EBIT	108	28	29	28	26	111	123	133	7.3%
Operating margin	27%	25%	26%	24%	23%	25%	25%	25%	
Financial result	2	-1	1	1	1	1	2	3	
% of sales	0%	-1%	1%	1%	1%	0%	1%	1%	
Income Tax	-10	-4	-4	-4	-4	-16	-19	-20	
Income tax rate	-10%	-14%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	
Net Profit	99	23	25	24	23	95	106	115	5.1%
Net margin	25%	21%	22%	21%	20%	21%	22%	22%	
Dil. EPS	2.45	0.57	0.63	0.60	0.57	2.36	2.63	2.85	5.1%
EPS seq. growth	17%	4%	11%	-5%	-4%	-4%	11%	8%	

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Sur les 3 prochaines années, nos estimations de BPA ressortent en moyenne 3% en dessous du consensus. **Ainsi, nous estimons qu'il y a un risque d'ajustement à la baisse du consensus au cours des mois à venir.**

4.2. Une génération de cash intacte

Le profil du groupe évolue notamment en termes de dynamique. Néanmoins, que la dynamique moins forte ne devrait pas modifier la capacité de génération de cash de Melexis. Ainsi, notre scénario fait ressortir une génération de cash sur les trois prochains exercices et un FCF Yeild 2016e et 3,0%.

Fig. 7: Une génération de cash qui reste importante

[in EURm]	2015	1Q16	2Q16e	3Q16e	4Q16e	2016e	2017e	2018e	CAGR 15/18e
EBITDA	130	33	37	35	34	139	155	168	
Change in WCR	-43	-4	-3	-1	-1	-15	-9	-9	
Other	28	-6	-4	-4	-3	-15	-16	-18	
Cash flow from operating activities	115	23	30	31	29	109	130	141	
Capex	-40	-8	-10	-10	-10	-39	-45	-48	
Free Cash Flow	75	15	20	21	19	70	85	93	7.5%
Acquisitions	0	0	0	0	0	0	0	0	
Other	0	0	0	0	0	0	0	0	
Cash flow used for investing activities	-40	-8	-10	-10	-10	-39	-45	-48	
Proceeds/Repayment of LT & ST debt	-3	0	0	0	0	0	0	0	
Dividend payment	-52	0	0	0	-74	-74	-59	-64	
Other	-6	1	0	0	0	1	0	0	
Cash flow from financing activities	-61	1	0	0	-74	-73	-59	-64	
Total Cash flow	14	16	20	21	-56	-3	26	29	
CTA (Cumulative translation adj.)	0	0	0	0	0	0	0	0	
Net increase in cash	14	16	20	21	-56	-3	26	29	
Cash at beginning of period	60	74	90	110	130	74	74	100	
Cash at end of period	74	90	110	130	74	71	100	130	20.6%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

4.3. Un bilan qui se renforce petit à petit

Avec une génération de cash de près de 70 M EUR en 2016e, puis 85 M EUR et 93 M EUR générés en 2017e et 2018e respectivement, le bilan de Melexis continue de se renforcer dans notre modèle.

A la fin de l'exercice 2015, le groupe disposait d'une trésorerie nette de 59 M EUR. Cette trésorerie atteint 114 M EUR à horizon 2018e dans notre modèle. Le gearing passe ainsi de -24% en 2015 à -31% en 2018e.

Fig. 8: Un bilan qui continue de se renforcer

[in EURm]	2015	1Q16	2Q16e	3Q16e	4Q16e	2016e	2017e	2018e
Cash and cash equivalents	74	90	110	130	74	74	100	130
Inventories	64	62	64	65	66	66	72	78
Account receivable Trade	51	53	55	55	56	56	61	66
Other	9	18	18	18	18	18	18	18
Total current assets	198	223	247	269	215	215	252	292
Property, plant and equipment	90	93	96	98	101	101	114	127
Intangible fixed assets	7	7	7	7	7	7	7	7
Deferred tax assets	11	10	10	10	10	10	10	10
Total non-current assets	109	110	113	115	118	118	131	144
Total assets	307	333	360	384	333	333	383	437
Account payable Trade	15	18	19	19	20	20	21	23
Current portion of LT debt	7	4	4	4	4	4	4	4
Accrued expenses and payroll	7	10	10	10	10	10	10	10
Other	25	22	23	23	23	23	23	23
Current liabilities	54	54	55	56	56	56	58	60
LT debt less current portion	8	11	11	11	11	11	11	11
Deferred tax liabilities	0	0	0	0	0	0	0	0
Other non-current liabilities	2	2	2	2	2	2	2	2
Non-current liabilities	10	13	13	13	13	13	13	13
Total equity	243	266	291	315	264	264	312	364
Total liabilities and Equity	307	333	360	384	333	333	383	437

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

5. Un potentiel de baisse sur le titre

Nous avons pour habitude d'utiliser au moins deux méthodes de valorisation. Néanmoins, tout comme u-blox, le profil particulier de Melexis (mid-cap et fabless très fortement exposé Automobile) rend la composition d'un échantillon représentatif peu pertinent. Ainsi, nous n'avons pas conservé une valorisation par multiples de comparables qui nous a semblé peu judicieuse.

Ainsi, notre Fair Value de 48 EUR est issue d'une valorisation par DCF. Elle fait ressortir un potentiel de baisse de 21% par rapport au cours de bourse actuel. Compte tenu des éléments cités précédemment en section 3, nous adoptons une recommandation Vente sur ce titre.

Notre valorisation par DCF repose sur les hypothèses suivantes :

- **Notre scénario de base qui inclut des estimations jusqu'en 2018e.** Comme pour les autres acteurs des semi-conducteurs que nous couvrons, nous appliquons sur la période normalisée (de 2019e à 2024e), un schéma de croissance cyclique. Néanmoins, compte tenu des changements fondamentaux qui impacte le profil de Melexis, nous n'appliquons pas notre méthode habituelle consistant à reproduire les caractéristiques du dernier cycle sur la période normalisée. Nous utilisons un taux de croissance de 13,0% (équivalent au taux de croissance moyen sur les 5 dernières années) en début de période normalisée, soit 2019e, qui nous semble plus représentatif des exercices à venir. Ensuite, nous appliquons à ce taux une réduction linéaire jusqu'en 2024e afin de tangenter vers notre croissance terminale de 3,0%. Ce scénario fait ressortir, sur la période 2016/25e, une croissance moyenne de 9,1%.
- **Nous appliquons une marge opérationnelle moyenne de 24,8% sur la période 2016/25e,** soit la marge de notre scénario 2016/18e puis une réduction linéaire de ce taux de marge afin d'atteindre notre marge long terme de 24,6% (soit la marge opérationnelle moyenne sur les 5 derniers exercices).
- **Un BFR proche de 23,0% du CA sur toute la période,** soit légèrement inférieur au niveau historique compte tenu de la croissance réduite.
- **Des investissements équivalents à 8,5% du CA en 2015e,** puis 9,0% du CA sur le restant de la période, soit un niveau proche du niveau historique.
- **Un taux d'IS proche de 15% qui correspond au taux d'IS normatif de Melexis.** Le groupe bénéficie d'un taux d'IS faible grâce à des avantages octroyés par le gouvernement belge aux sociétés d'innovation technologique.
- **Un WACC de 10,0%.** Nous appliquons un beta de 1,2x soit similaire à celui appliqué pour la valorisation d'ASML, Infineon et u-blox, un taux sans risque de 1,6% et une prime de risque de marché de 7,0%. A la clôture de l'exercice 2015, le groupe disposait d'une trésorerie nette de 59 M EUR.

Fig. 9: Un WACC de 10,0%

WACC	
European risk-free interest rate	1.6%
Equity risk premium	7.0%
Beta	1.2
Return expected on equity	10.0%
Interest rate on debt	2.5%
Market Capitalization (EURm)	2,169
Net debt on 31/03/15 (EURm)	-59
Entreprise value (EURm)	2,111
WACC	10.0%

Source: Bryan, Garnier & Co. ests.

Fig. 10: DCF, une FV à 48 EUR soit un potentiel de baisse de 21%

in EURm (FYE 31/12)	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Revenues	453	495	536	605	675	744	808	867	917	958
Change (%)	13.3%	9.1%	8.4%	13.0%	11.5%	10.1%	8.7%	7.3%	5.8%	4.4%
Adjusted EBIT	111	123	133	151	168	185	200	214	227	236
Adjusted operating margin	24.6%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%	24.8%	24.8%	24.7%	24.7%	24.7%
Tax	-16	-19	-20	-23	-25	-28	-30	-32	-34	-35
Tax rate	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
Net Operating income after tax	95	104	113	128	143	157	170	182	193	201
Capex, net	-39	-45	-48	-54	-61	-67	-73	-78	-83	-86
As a % of sales	8.5%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Depreciation & amortisation	28	32	35	54	61	67	73	78	83	86
As a % of sales	6.1%	6.5%	6.5%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
WCR	104	113	123	139	155	170	185	199	210	219
As a % of sales	23.0%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%
Change in working capital	-13	-9	-9	-16	-16	-16	-15	-13	-12	-9
Free cash flows	71	83	90	112	127	141	155	169	181	191
Discounted free cash flows	68	72	72	81	83	84	84	83	81	78
Total discounted FCF - 2016e-2025e	787									
Discounted Terminal value - 2026e	1,101									
Enterprise value	1,888									
- Provision (incl. pension plan)	7									
- Fair value minority interests	12									
- Net debt on 31/12/2016e	-59									
Equity value	1,928									
Nbr of diluted shares (m)	40.400									
Valuation per share (EUR)	48									
Upside vs. current share price	-21%									

		WACC				
[in EUR]		9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%
Op. margin	23%	53	49	45	42	39
	24%	54	50	46	43	40
	25%	56	52	48	44	41
	26%	58	53	49	46	43
	27%	60	55	51	47	44

Source: Bryan, Garnier & Co.

Bryan Garnier stock rating system

For the purposes of this Report, the Bryan Garnier stock rating system is defined as follows:

Stock rating

BUY	Positive opinion for a stock where we expect a favourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential upside based on valuation), but also takes into account a number of elements that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
NEUTRAL	Opinion recommending not to trade in a stock short-term, neither as a BUYER or a SELLER, due to a specific set of factors. This view is intended to be temporary. It may reflect different situations, but in particular those where a fair value shows no significant potential or where an upcoming binary event constitutes a high-risk that is difficult to quantify. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
SELL	Negative opinion for a stock where we expect an unfavourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential downside based on valuation), but also takes into account a number of elements that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.

Distribution of stock ratings

BUY ratings 55.8%

NEUTRAL ratings 34%

SELL ratings 10.2%

Research Disclosure Legend

1	Bryan Garnier shareholding in Issuer	Bryan Garnier & Co Limited or another company in its group (together, the "Bryan Garnier Group") has a shareholding that, individually or combined, exceeds 5% of the paid up and issued share capital of a company that is the subject of this Report (the "Issuer").	No
2	Issuer shareholding in Bryan Garnier	The Issuer has a shareholding that exceeds 5% of the paid up and issued share capital of one or more members of the Bryan Garnier Group.	No
3	Financial interest	A member of the Bryan Garnier Group holds one or more financial interests in relation to the Issuer which are significant in relation to this report	No
4	Market maker or liquidity provider	A member of the Bryan Garnier Group is a market maker or liquidity provider in the securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
5	Lead/co-lead manager	In the past twelve months, a member of the Bryan Garnier Group has been lead manager or co-lead manager of one or more publicly disclosed offers of securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
6	Investment banking agreement	A member of the Bryan Garnier Group is or has in the past twelve months been party to an agreement with the Issuer relating to the provision of investment banking services, or has in that period received payment or been promised payment in respect of such services.	No
7	Research agreement	A member of the Bryan Garnier Group is party to an agreement with the Issuer relating to the production of this Report.	No
8	Analyst receipt or purchase of shares in Issuer	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has received or purchased shares of the Issuer prior to a public offering of those shares.	No
9	Remuneration of analyst	The remuneration of the investment analyst or other persons involved in the preparation of this Report is tied to investment banking transactions performed by the Bryan Garnier Group.	No
10	Corporate finance client	In the past twelve months a member of the Bryan Garnier Group has been remunerated for providing corporate finance services to the issuer or may expect to receive or intend to seek remuneration for corporate finance services from the Issuer in the next six months.	No
11	Analyst has short position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a short position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
12	Analyst has long position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a long position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
13	Bryan Garnier executive is an officer	A partner, director, officer, employee or agent of the Bryan Garnier Group, or a member of such person's household, is a partner, director, officer or an employee of, or adviser to, the Issuer or one of its parents or subsidiaries. The name of such person or persons is disclosed above.	No
14	Analyst disclosure	The analyst hereby certifies that neither the views expressed in the research, nor the timing of the publication of the research has been influenced by any knowledge of clients positions and that the views expressed in the report accurately reflect his/her personal views about the investment and issuer to which the report relates and that no part of his/her remuneration was, is or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.	Yes
15	Other disclosures	Other specific disclosures: Report sent to Issuer to verify factual accuracy (with the recommendation/rating, price target/spread and summary of conclusions removed).	No

Summary of Investment Research Conflict Management Policy is available www.bryangarnier.com



BRYAN, GARNIER & CO

London	Paris	New York	Munich	New Delhi
Beaufort House 15 St. Botolph Street London EC3A 7BB Tel: +44 (0) 207 332 2500 Fax: +44 (0) 207 332 2559 Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) and the Financial Conduct Authority (FCA) Autorité de Contrôle prudentiel et de resolution (ACPR)	26 Avenue des Champs Elysées 75008 Paris Tel: +33 (0) 1 56 68 75 00 Fax: +33 (0) 1 56 68 75 01 Regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) and the Autorité de Contrôle prudentiel et de resolution (ACPR)	750 Lexington Avenue New York, NY 10022 Tel: +1 (0) 212 337 7000 Fax: +1 (0) 212 337 7002 FINRA and SIPC member	Widenmayerstrasse 29 80538 Munich Germany +49 89 2422 62 11	The Imperial Hotel Janpath New Delhi 110 001 Tel +91 11 4132 6062 +91 98 1111 5119 Fax +91 11 2621 9062 Geneva rue de Grenus 7 CP 2113 Genève 1, CH 1211 Tel +4122 731 3263 Fax +4122731 3243 Regulated by the FINMA

Important information

This document is classified under the FCA Handbook as being investment research (independent research). Bryan Garnier & Co Limited has in place the measures and arrangements required for investment research as set out in the FCA's Conduct of Business Sourcebook.

This report is prepared by Bryan Garnier & Co Limited, registered in England Number 03034095 and its MIFID branch registered in France Number 452 605 512. Bryan Garnier & Co Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (Firm Reference Number 178733) and is a member of the London Stock Exchange. Registered address: Beaufort House 15 St. Botolph Street, London EC3A 7BB, United Kingdom

This Report is provided for information purposes only and does not constitute an offer, or a solicitation of an offer, to buy or sell relevant securities, including securities mentioned in this Report and options, warrants or rights to or interests in any such securities. This Report is for general circulation to clients of the Firm and as such is not, and should not be construed as, investment advice or a personal recommendation. No account is taken of the investment objectives, financial situation or particular needs of any person.

The information and opinions contained in this Report have been compiled from and are based upon generally available information which the Firm believes to be reliable but the accuracy of which cannot be guaranteed. All components and estimates given are statements of the Firm, or an associated company's, opinion only and no express representation or warranty is given or should be implied from such statements. All opinions expressed in this Report are subject to change without notice. To the fullest extent permitted by law neither the Firm nor any associated company accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of this Report. Information may be available to the Firm and/or associated companies which are not reflected in this Report. The Firm or an associated company may have a consulting relationship with a company which is the subject of this Report.

This Report may not be reproduced, distributed or published by you for any purpose except with the Firm's prior written permission. The Firm reserves all rights in relation to this Report.

Past performance information contained in this Report is not an indication of future performance. The information in this report has not been audited or verified by an independent party and should not be seen as an indication of returns which might be received by investors. Similarly, where projections, forecasts, targeted or illustrative returns or related statements or expressions of opinion are given ("Forward Looking Information") they should not be regarded as a guarantee, prediction or definitive statement of fact or probability. Actual events and circumstances are difficult or impossible to predict and will differ from assumptions. A number of factors, in addition to the risk factors stated in this Report, could cause actual results to differ materially from those in any Forward Looking Information.

Disclosures specific to clients in the United Kingdom

This Report has not been approved by Bryan Garnier & Co Limited for the purposes of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 because it is being distributed in the United Kingdom only to persons who have been classified by Bryan Garnier & Co Limited as professional clients or eligible counterparties. Any recipient who is not such a person should return the Report to Bryan Garnier & Co Limited immediately and should not rely on it for any purposes whatsoever.

Notice to US investors

This research report (the "Report") was prepared by Bryan Garnier & Co Limited for information purposes only. The Report is intended for distribution in the United States to "Major US Institutional Investors" as defined in SEC Rule 15a-6 and may not be furnished to any other person in the United States. Each Major US Institutional Investor which receives a copy of this Report by its acceptance hereof represents and agrees that it shall not distribute or provide this Report to any other person. Any US person that desires to effect transactions in any security discussed in this Report should call or write to our US affiliated broker, Bryan Garnier Securities, LLC, 750 Lexington Avenue, New York NY 10022. Telephone: 1-212-337-7000.

This Report is based on information obtained from sources that Bryan Garnier & Co Limited believes to be reliable and, to the best of its knowledge, contains no misleading, untrue or false statements but which it has not independently verified. Neither Bryan Garnier & Co Limited and/or Bryan Garnier Securities LLC make no guarantee, representation or warranty as to its accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. This Report is not an offer to buy or sell any security.

Bryan Garnier Securities, LLC and/or its affiliate, Bryan Garnier & Co Limited may own more than 1% of the securities of the company(ies) which is (are) the subject matter of this Report, may act as a market maker in the securities of the company(ies) discussed herein, may manage or co-manage a public offering of securities for the subject company(ies), may sell such securities to or buy them from customers on a principal basis and may also perform or seek to perform investment banking services for the company(ies).

Bryan Garnier Securities, LLC and/or Bryan Garnier & Co Limited are unaware of any actual, material conflict of interest of the research analyst who prepared this Report and are also not aware that the research analyst knew or had reason to know of any actual, material conflict of interest at the time this Report is distributed or made available.