

INDEPENDENT RESEARCH

21 juillet 2016

Semi-conducteurs

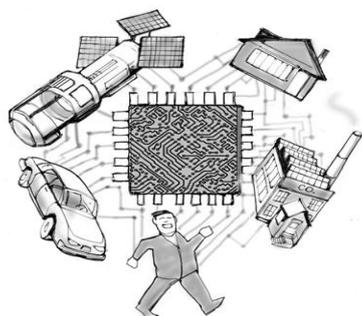
ARM HOLDINGS	Apporter à l'offre		1410p vs.1340p
Bloomberg	ARM.LN	Reuters	ARM.L
Cours	1663p	+Haut/+Bas	1675/848.5
Capi. boursière	23 404 MGBP	Val. Entreprise	22 420 MGBP
PE (2016e)	46,3x	EV/EBIT (2016e)	47,0x
ASML	VENTE		81EUR
Bloomberg	ASML NA	Reuters	ASML.AS
Cours	94.52EUR	+Haut/+Bas	94.52/71.75
Capi. boursière	40 959 MEUR	Val. Entreprise	39 005 MEUR
PE (2016e)	31,4x	EV/EBIT (2016e)	26,5x
DIALOG SEMICONDUCTOR	ACHAT		37EUR vs. 35EUR
Bloomberg	DLG GR	Reuters	DLGS.DE
Cours	28.85EUR	+Haut/+Bas	53.269/24.42
Capi. boursière	2 246 MEUR	Val. Entreprise	1 493 MEUR
PE (2016e)	12,1x	EV/EBIT (2016e)	4,4x
INFINEON	ACHAT Top picks		16EUR vs. 15EUR
Bloomberg	IFX GY	Reuters	IFXGn.DE
Cours	13.915EUR	+Haut/+Bas	14.03/8.687
Capi. boursière	15 754 MEUR	Val. Entreprise	15 195 MEUR
PE (2016e)	17,1x	EV/EBIT (2016e)	19,1x
MELEXIS	VENTE		48EUR
Bloomberg	INITIATION DE COUVERTURE MELE BB	Reuters	MLXS.BR
Cours	61EUR	+Haut/+Bas	61/37.7
Capi. boursière	2 464 MEUR	Val. Entreprise	2 405 MEUR
PE (2016e)	25,8x	EV/EBIT (2016e)	21,6x
SOITEC	NEUTRE		0.5EUR vs.0.45EUR
Bloomberg	SOI FP	Reuters	SOIT.PA
Cours	0.75EUR	+Haut/+Bas	0.75/0.3838
Capi. boursière	455 MEUR	Val. Entreprise	480 MEUR
PE (2016e)	15,7x	EV/EBIT (2016e)	18,0x
STMICROELECTRONICS	NEUTRE		6.5EUR vs. 6.3EUR
Bloomberg	STM FP	Reuters	STM.FR
Cours	5.552EUR	+Haut/+Bas	7.44/4.608
Capi. boursière	5 058 MEUR	Val. Entreprise	4 376 MEUR
PE (2016e)	26,5x	EV/EBIT (2016e)	16,6x
u-blox	ACHAT		265CHF
Bloomberg	INITIATION DE COUVERTURE UBXN SW	Reuters	UBXN.S
Cours	228.5CHF	+Haut/+Bas	231.1/164
Capi. boursière	1 555 MCHF	Val. Entreprise	1 485 MCHF
PE (2016e)	33,3x	EV/EBIT (2016e)	24,8x

Semi-conducteurs

A la recherche de la croissance perdue

Pour l'industrie des semis, l'année 2015 et la première moitié de l'année 2016 marquent probablement le début d'un cycle amorphe. Ce contexte de marché entraîne une modification profonde de l'industrie. Certains acteurs se tournent vers le M&A pendant que d'autres se recentrent sur leur cœur d'activité. Résultat, les leaders d'hier ne sont pas nécessairement les leaders de demain. Dans ce contexte, nous conseillons aux investisseurs de favoriser les (ultra-)spécialistes sans égard à leur taille.

- **+0.6% de croissance moyenne pour les 3 prochaines années.** Alors que l'industrie croît chaque année de plus de 9% en moyenne depuis près de 30 ans, les exercices à venir s'annoncent moroses. La croissance s'est évaporée, la faute à un marché des PC toujours peu dynamique et à un marché des smartphones qui ne joue plus son rôle de catalyseur dans un environnement macro-économique peu porteur.
- **La recherche d'une taille critique ne mène nulle part.** Si beaucoup pensent que le nombre record d'opérations de M&A observé en 2015 est le reflet d'une recherche de taille critique (donc d'un levier opérationnel), nous sommes convaincus que, dans la plupart des cas, le facteur motivant ces acquisitions est avant tout l'atteinte d'objectifs de croissance à court terme. Nous pensons que, dans l'industrie des semis, l'idée selon laquelle la taille est un facteur de réussite n'est plus vraie. A l'inverse, nous sommes convaincus qu'il est aujourd'hui préférable de miser sur une expertise unique et un positionnement fort au sein d'un nombre restreint de verticaux.
- **Dans cet environnement changeant, nous pensons que le stock picking est plus que jamais nécessaire.** Nous continuons de favoriser les acteurs ayant de fortes positions dans le secteur de l'automobile et le secteur industriel. Ces deux segments restent parmi les plus dynamiques avec des taux de croissance 2015-2018e moyens de 6,8% et 7,5% respectivement.
- A ce titre, nous initions deux sociétés de taille intermédiaire mais hautement spécialisées : Melexis (Vente, FV EUR48) spécialiste des composants pour l'automobile, et u-blox (Achat, FV CHF265) spécialiste des puces de géolocalisation et de connectivité pour l'automobile et le secteur industriel.



	Analyst:	Sector Analyst Team:
	Dorian Terral	Richard-Maxime Beaudoux
	33(0) 1.56.68.75.92	Thomas Coudry
	dterral@bryangarnier.com	Gregory Ramirez