

# POINT FORT

## Medartis est l'une des deux IPO à forte croissance qui ont été réalisées en 2018

**RÉSULTATS.** L'entreprise de technique médicale poursuit son expansion à l'image du fabricant de capteurs Sensirion. La valorisation boursière est exorbitante pour Medartis.

PHILIPPE REY

Medartis a réussi ses débuts en tant que société cotée sur SIX Swiss Exchange depuis mars dernier. Le prix de l'action atteint aujourd'hui 72,8 francs en comparaison d'un prix d'émission de 48 francs. Sa capitalisation boursière avoisine 900 millions de francs. Cela peut paraître élevé au regard du chiffre d'affaires et surtout du cash-flow que l'entreprise de technique médicale, spécialisée dans l'ostéosynthèse pour la chirurgie maxillo-faciale et les extrémités supérieures, génère.

Les multiples EV/EBITDA (valeur d'entreprise/résultat brut d'exploitation) et cours/bénéfice (P/E) estimés pour 2019 s'élèvent respectivement à 35 et 60 fois, selon le consensus rapporté par Helvetische Bank. De tels multiples sont exorbitants. Medartis qui a son siège à Bâle, apparaît comme une entreprise de croissance, ce dont raffole la plupart du temps le marché financier et ceux que l'on appelle les momentum investors. Elle doit donc satisfaire ceux-ci par une forte augmentation de ses ventes et une rentabilité qui suit.



**WILLI MIESCH.** CEO de Medartis qui commercialise les implants et instruments les plus innovants dans son domaine.

Son bénéfice brut a progressé lors du premier semestre 2018 de 23% à 50,1 millions, au même rythme que le chiffre d'affaires (+23% à 61 millions) par rapport à la même période de l'an dernier. La croissance est largement répartie au plan géographique et des lignes de produits. On relève une marge brute très élevée (stable à 82,4%), ce qui est une caractéristique d'une belle

affaire. Toutefois, cela ne suffit pas: il faut voir la marge d'exploitation (EBIT) et le cash-flow opérationnel.

Dans le cas particulier, la marge EBITDA, corrigée des frais de 3,1 millions d'IPO, a crû de 5% à 9,0 millions de francs au premier semestre, reflétant l'expansion continue de Medartis. Ce dernier prévoit une croissance en monnaies locales proche de 20% et

une marge EBITDA corrigée (excluant les coûts de l'IPO) de 15% à 16%. Les frais de vente et distribution représentent plus de la moitié de la marge brute. Un cas similaire était Nobel Biocare dans les implants dentaires que Danaher a acquis en 2014.

Le flux net de trésorerie issu de l'exploitation de Medartis s'est établi à 2,6 millions de francs (2,7 millions au 1er semestre 2017) au regard d'investissements corporels et incorporels (hors M&A) de 6,2 (3,5) millions.

### Investissements dans l'expansion

Tout en se montrant vigilant sur le plan des coûts, Medartis continue à investir dans son expansion afin d'accentuer sa bonne dynamique. Medartis poursuivra ses investissements dans ses affaires et présence internationale. Aux Etats-Unis, l'accent est mis sur les efforts commerciaux et le renforcement de la force de vente. Au Brésil, Medartis a l'intention d'étendre davantage sa présence avec sa propre force de vente. Au Japon, le commencement des opérations de la filiale de Medartis est prévu d'ici la fin de 2018.

Medartis, qui est un petit acteur agile dans son domaine d'activités, possède sans doute un avantage concurrentiel au plan technologique dans l'ostéosynthèse. Tout en faisant valoir la qualité suisse avec ses plaques, vis et instruments ainsi que ses services qualifiés de «best in class». Medartis commercialise, selon ses dirigeants, les implants à base de titane et instruments les plus innovants.

### Niches très spécialisées

Medartis doit cibler des créneaux très spécialisés. L'entreprise bâloise a notamment pour ambition de faire partie des trois acteurs globaux qui sont leaders dans le segment petits os, entre

LES FRAIS DE VENTE  
ET DISTRIBUTION  
REPRÉSENTENT  
PLUS DE LA MOITIÉ  
DU BÉNÉFICE BRUT.

autres en conservant et en établissant des relations à long terme. Une condition de son succès est une gestion disciplinée

des coûts et de l'allocation du capital.

Medartis peut compter sur une équipe de management expérimentée. Son organisation à part entière est sous un seul toit. La collaboration s'avère intense avec les professionnels clés du secteur médical au plan mondial. Medartis commercialise des produits swiss made compétitifs en termes de prix et se positionne comme un opérateur «best-in-class» dans la technologie de la fixation des fractures.

Medartis et Sensirion sont les deux entreprises à forte croissance, qui se sont ouvertes au public parmi les cinq introductions en bourse (IPO) ayant eu lieu cette année. Leur IPO est un succès jusqu'ici. Les trois autres sociétés étant Ceva Logistics, Klingelberg et Polyphor. Le cours actuel de l'action Ceva Logistics se situe au-dessous du prix d'émission au même titre que ceux de Polyphor et Klingelberg.

D'une certaine façon, le marché paie très cher aujourd'hui pour des entreprises de croissance, en oubliant que les cycles boursiers n'ont pas disparu. ■

## Sensirion a obtenu la confiance des investisseurs

La croissance organique s'est inscrite à 18% au premier semestre et au-dessus des attentes. Reflétant la robustesse actuelle de la conjoncture mondiale.

Le fabricant de capteurs Sensirion a réalisé un bon premier semestre 2018. Son chiffre d'affaires consolidé a augmenté de 30% à 90,2 millions de francs par rapport à la même période de 2017, dont une croissance organique de 18% et externe de 11%. L'impact des taux change a compté pour 1%.

La croissance s'est produite dans tous les segments de marché de Sensirion (industrie automobile, technique médicale, industrie et électronique de consommation). La croissance organique s'est révélée au-dessus des attentes. C'est la conséquence de la robustesse de la conjoncture mondiale et de la plus grande demande de plusieurs gros clients. Sensirion a lancé plusieurs nouvelles lignes de produits (capteurs pour gaz, pour CO2 et PM2.5) qui évoluent favorablement.

Sur l'année entière 2018, Sensirion prévoit un chiffre d'affaires de 175 à 180 millions de francs (une croissance de 18% à 22%), une marge brute stable de 52% à 54% et une marge EBITDA corrigée de 15% à 16%.

La marge brute ressort à 52% pour le premier semestre, ce qui était attendu. L'EBITDA (excédent brut d'exploitation) s'est établi à 15 millions de francs (11,3 millions au premier semestre 2017), soit une marge EBITDA de 17%, corrigée des coûts de



**MARC VON WALDKIRCH.** CEO de Sensirion qui affirme son leadership technologique dans un marché encore fragmenté.

l'IPO et du programme dit «IPO loyalty share programm» de 8,8 millions qui ont provoqué une perte d'exploitation (EBIT) de 0,1 millions (+4,7 millions au plus tôt).

### Succès de l'IPO

Sensirion a généré un cash-flow net provenant des activités d'exploitation de 14,8 (2,5) millions et un cash-flow disponible (free cashflow) de 12,6 (-4,2) millions. Ses liquidités nettes s'élevaient à 32,9 millions au 30 juin 2018 (un endettement net de 69,3 millions à fin 2017). Sensirion n'a pas généré de free cashflow en 2017.

L'IPO de Sensirion, qui a eu lieu en mars dernier à un prix de 36 francs par action, a été jusqu'ici un succès, à l'instar de Medartis. L'action Sensirion Holding cote

actuellement à plus de 58 francs, ce qui valorise ce groupe aux alentours de 880 millions de francs. Cette valorisation paraît très élevée, mais le marché, on l'a vu, est séduit par une forte croissance top line, en négligeant parfois à court terme le cash-flow. A plus forte raison après une longue phase haussière du marché actions.

### Méga tendances porteuses

L'intégration des affaires de modules pour capteur d'AIC, rachetées en septembre 2017 par Sensirion, se déroule de manière réjouissante. Cette activité opère maintenant sous le nom Sensirion Automotive Solutions. Le chiffre d'affaires avec les gammes de produits acquises s'est développé comme prévu. La consolidation d'AIC a conduit à un accroissement du fonds de roulement net et à une dilution de la marge brute.

Sensirion est un fabricant leader de solutions de capteurs et de capteurs haute qualité pour la mesure et le contrôle de l'humidité, et du débit de gaz et liquides. Les capteurs de Sensirion sont utilisés dans de nombreux marchés et applications différents. Les produits sont tous basés sur la technologie innovante CMOSens, qui permet de combiner le composant de capteur avec des circuits de

traitement des signaux numériques et analogiques sur une puce silicium CMOS miniature. Cela est mis en œuvre dans les technologies à semi-conducteurs avancés, à l'aide d'étapes de traitement micro-système spécifique afin de produire des structures de micro-capteurs sur des composants à semi-conducteurs brevetés spécialement développés. Les

puces de capteur résultantes permettent la détection précise et fiable des paramètres physiques requis, comme l'humidité relative, la température ou le débit massique.

Sensirion bénéficie d'une pénétration des capteurs environnementaux et pour les flux croissante, étayée par des méga-tendances séculaires (l'efficacité

énergétique, la qualité de vie ainsi que la numérisation, l'automation et les gains de productivité). Les segments de marché des capteurs environnementaux consistent en l'automobile, le médical, l'industrie et la consommation. Ce marché reste hautement atomisé. Ce qui est un avantage pour une entreprise comme Sensirion. — (Philippe Rey)

## LE COUP GAGNANT POUR VOTRE ÉPARGNE

Ouvrez un compte d'épargne en ligne,  
cumulez 4 solutions avantageuses  
et bénéficiez jusqu'à

2% d'intérêts  
supplémentaires!

**AVANTAGESERVICE.CH**