



Bolero

TOPIC

Le secteur des semi-conducteurs

La reprise en vue ?

06 août 2019

RECHERCHES: MARCEL ACHTERBERG (KBC SECURITIES) : "SEMICONDUCTORS & EQUIPMENTS: VISIBILITY MATTERS" (18/07/2019)

RÉSUMÉ POUR VOUS PAR BARBARA DESMET, BOLERO CONTENT MANAGER



Dans ses Topics, **Bolero** approfondit un sujet de bourse spécifique comme une introduction en bourse, une fluctuation des prix du pétrole, mais il peut également s'agir d'un indice ou d'un secteur spécifique qu'il passe au peigne fin.

Dans ce dossier, l'analyste sectoriel Marcel Achterberg (KBC Securities) vous guide dans **l'univers des semi-conducteurs**, soulignant **le caractère diversifié** du secteur, **les défis**, mais aussi **les opportunités** de croissance. Il n'hésitera pas à aborder la question qui occupe tous les investisseurs, à savoir : **quand la reprise aura-t-elle lieu ?** Enfin, notre analyste examinera **5 actions du Benelux** et présentera **sa sélection de favoris**.

En bref, un dossier très complet qui vous permettra de **comprendre**, en tant qu'investisseur aguerri, **tous les enjeux du secteur !**



Conflit commercial : les semi-conducteurs sous pression

Introduction au marché des semi-conducteurs

En 2018, le marché mondial des semi-conducteurs a atteint **468,8 milliards de dollars** et englobe différents **sous-segments** ayant chacun leurs spécificités techniques et de marché.

Le principal segment est **celui des circuits intégrés** (CI ou puces), qui représente un chiffre d'affaires d'environ 400 milliards de dollars. Le principal sous-segment est celui des **puces mémoire** (memory chips) qui sont utilisées dans de nombreux appareils électroniques pour stocker des données. C'est également le secteur le plus **cyclique**. On trouve également les « **Ci logiques** » et **les microcomposants**, qui sont souvent de conception plus complexe, par ex. les microprocesseurs des smartphones. Les puces mémoire, les CI logiques et les processeurs forment ensemble le **marché CI « numérique »**. Le **marché CI « analogique »**, qui représente un chiffre d'affaires de 59 milliards de dollars, comprend les CI qui connectent des appareils électroniques avec le « monde réel », à l'instar des **capteurs** et contrôleurs.



Source: Semiconductor Industry Association (SIA) Trade Poster 2019

Les semi-conducteurs sont fabriqués dans le monde entier dans des usines dotées d'équipements de très grande précision, les « **fabs** ». Certains fabricants de CI possèdent leurs propres fabs, tandis que d'autres se focalisent exclusivement sur la conception de semi-conducteurs et sous-traitent la production à des fonderies.

Marché de croissance volatile

Les semi-conducteurs sont **utilisés dans un nombre sans cesse croissant de produits** et ces dix dernières années, le marché a fait un bond de **6,5 %** (CAGR, taux de croissance annuelle composé). Toutefois, il s'agit d'un **marché de croissance cyclique**, très sensible à la croissance du PIB mondial. Cette cyclicité provient avant

tout du segment volatile des mémoires.

La plupart des autres segments profitent d'une intégration grandissante des CI dans **un nombre toujours plus élevé de marchés finaux**. Voici vingt ans, plus de la moitié de toutes les puces fabriquées était destinée aux ordinateurs, mais depuis lors, le recours aux **semi-conducteurs dans les appareils de communication et les réseaux** s'est considérablement développé. D'après les prévisions, d'autres segments prendront de plus en plus d'importance au cours des prochaines années en raison de l'utilisation de CI dans de **nouvelles technologies** telles que **l'Internet des objets (IdO), les voitures autonomes, la communication 5G et les « wearables »** (prêt-à-porter connecté) pour les soins de santé.

Les actions pâtissent du malaise

Depuis le second semestre 2018, le secteur des semi-conducteurs et de l'équipement est confronté à des problèmes de plus en plus nombreux. Au premier trimestre 2019, **les ventes mondiales** de semi-conducteurs ont reculé de 15,5 % sur une base trimestrielle et de 13 % en base annuelle à la suite d'un fort **ralentissement de différents moteurs de croissance**, à savoir les smartphones, les cryptomonnaies, les centres de données cloud et le stockage de données. Les pénuries de processeurs chez Intel, l'ampleur grandissante du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine et les frictions entre le Japon et la Corée du Sud exacerbent le problème. **Les actions de semi-conducteurs** n'ont pas échappé au malaise. Le « **Philadelphia Semiconductor Index** » américain (indice SOX) a plongé au quatrième trimestre 2018, avant de se redresser vigoureusement au début de cette année. Depuis lors, des messages mitigés, notamment sur les bénéfices, les résultats macroéconomiques et les hommes politiques ont généré **une forte volatilité** qui, d'après KBC Securities, devrait perdurer dans les mois à venir.

BLOOMBERG SOX INDEX



Source: Bloomberg



Réaménagement des chaînes d'approvisionnement

Bien que l'impact concret **des tarifs commerciaux** entre les États-Unis et la Chine soit resté limité jusqu'à présent – excepté pour certains acteurs (par ex. Huawei) et leurs fournisseurs – les entreprises actives dans le secteur se préparent en constituant des stocks. Concernant les semi-conducteurs destinés au **secteur automobile**, cela a donné lieu

ensuite à une réduction **des stocks**.

La pression exercée par les États-Unis sur certaines entreprises a donc aussi **des répercussions sur les fournisseurs**. Ainsi, Huawei devra revoir sa chaîne d'approvisionnement technologique, car dans certains cas, l'approvisionnement en pièces en provenance des États-Unis a déjà cessé. Étant donné que **le secteur technologique est le (un des) plus mondialisé(s)**, un embargo de l'approvisionnement en provenance des États-Unis pourrait ainsi **avoir un impact majeur**.

Prenons l'exemple d'un **iPhone** :

- Conçu aux États-Unis.
- Comporte des processeurs basés sur des puces développées par la société britannique ARM, mais produites par une fonderie taiwanaise (TSMC), avec du matériel provenant d'Europe et des États-Unis.
- Comporte des cartes mémoire de la société coréenne Samsung ou SK Hynix.
- Modems de la société américaine Qualcomm.
- Assemblé en Chine.

Si la guerre commerciale n'est pas résolue, **un réaménagement des chaînes mondiales d'approvisionnement en matière de technologie** sera inévitable.

Différentes entreprises de la chaîne d'approvisionnement transfèrent d'ores et déjà certaines parties de leurs activités dans des pays comme l'Inde ou l'Indonésie.

Made in China

En tant que pays de premier plan de la production et de l'assemblage de téléphones mobiles, **la Chine est un très grand importateur de semi-conducteurs**.

En 2015, pour réduire sa dépendance envers les pièces qui sont livrées de l'étranger, elle a mis sur pied un plan visant à développer les technologies des semi-conducteurs et conserver la production sur son territoire. La montée des tensions commerciales en fait subitement une priorité.

Vu que ces dernières années, **les fabricants étrangers de puces ont abondamment investi dans le pays**, ce changement de stratégie pourrait aussi avoir un impact plus large. D'importants acteurs qui possèdent des fabs en Chine, à l'instar d'**Intel, Samsung, SK Hynix et TSMC**, ont fait de la Chine, depuis 2009, **la région qui enregistre la croissance la plus rapide en matière de dépenses d'investissement pour les semi-conducteurs**. La question est de savoir si la Chine va poursuivre sa croissance en faisant tout elle-même. Ou les investisseurs étrangers vont-ils continuer de jouer un rôle ?

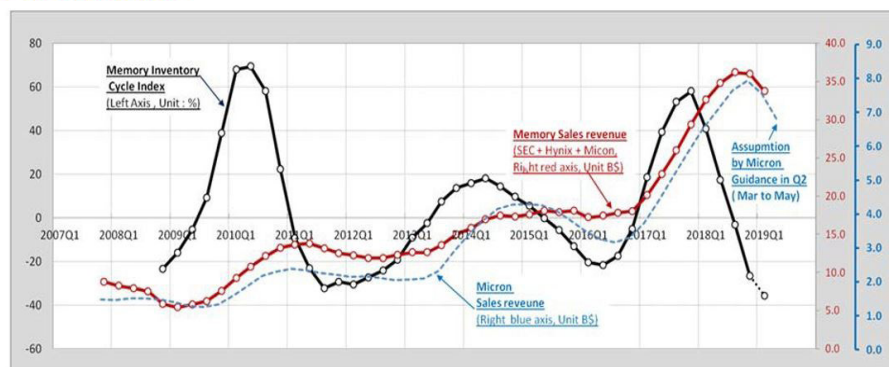
Le creux est-il proche ?

Si d'après KBC Securities, **le creux** cyclique des puces mémoire se rapproche **peu à peu**, les principaux fabricants de semi-conducteurs pour stockage de données en ont pris un sérieux coup. **Samsung** a mis en garde le marché qu'elle ne concrétiserait pas ses attentes, notamment en raison de la faiblesse de la demande en matière de stockage de données. **Micron** a de nouveau revu à la baisse ses prévisions pour le troisième trimestre 2019 et a annoncé qu'elle avait réduit sa production de 5 %. Les frictions entre le Japon et la Corée du Sud pourraient aussi se révéler négatives pour Samsung et Hynix.

Bien que depuis la **consolidation** de l'industrie des mémoires à partir des années '90, il ne subsiste qu'une poignée de très gros fabricants (Samsung, SK Hynix, Micron et Toshiba), le secteur **est encore et toujours très cyclique**, avec une alternance d'offre excédentaire et de pénuries.

Vu que les applications requièrent de plus en plus d'espace de mémoire, la demande de « memory bits » poursuit sa croissance à deux chiffres. Autrement dit, **la croissance demeure positive en termes de volume**. Un moment donné, la demande entamera un mouvement de rattrapage et les stocks seront épuisés, ce qui engendrera davantage d'investissements de capital et une relance des marchés.

MEMORY SALES VS INVENTORY



Source: SEMI

Notes:

All sales and inventory data calculated based on a 4-quarter moving average.

Memory Inventory Cycle Index = YoY growth rate of memory sales revenues - YoY growth rate of memory total inventories value

Calculated memory sales and inventories based on Samsung, SK Hynix, and Micron public announcements.

South Korea Won converted to US\$ based on the quarterly average value released by FRED.

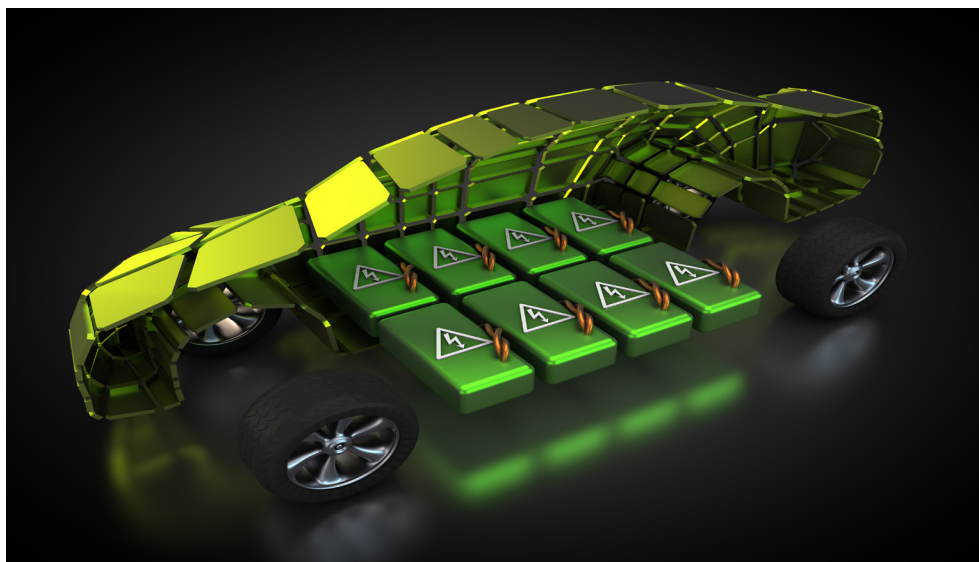
Memory Sales and Memory Inventory Cycle Index in Q1 2019 were estimated.

Le graphique ci-dessus de l'organisation sectorielle américaine SEMI montre **une relance potentielle du marché des mémoires** à la fin de l'année. Les niveaux de stock s'approchent en effet des niveaux les plus bas de 2011 et 2016, ce qui signifie que le marché devrait atteindre son creux au deuxième semestre 2019, avec **une relance potentielle en 2020**.

Pour les fabricants d'appareils (« equipment makers »), la demande devrait s'améliorer plus tard en 2020, car les fabricants de puces mémoire utiliseront d'abord la surcapacité actuelle.

Les puces offrent des solutions aux défis que connaît le secteur automobile

Le **secteur automobile** mondial subit actuellement **une forte pression**, ce qui a également des conséquences sur les actions de fabricants de puces pour automobiles qui ne sont plus les coqueluches du secteur des semi-conducteurs. Depuis le scandale du diesel, **les règles en matière d'émissions** n'ont cessé de se durcir. Il suffit de penser à l'instauration du test WLTP à la fin de l'année passée. Toutefois, c'est précisément parce que les moteurs doivent devenir plus écologiques et les processus de combustion plus efficaces que les idoles d'hier pourraient renaître de leurs cendres.



Ventes automobiles sous pression

La Chine était la principale région de croissance pour les ventes de voitures particulières, mais ce marché s'est effondré. De nombreux constructeurs automobiles formulent dès à présent **des avertissements sur bénéfices** et annoncent d'importantes mesures de restructuration ainsi que des plans

d'économies. Au niveau mondial, les ventes de voitures particulières dans les grands marchés tels que les États-Unis sont chancelantes, tandis que l'Europe montre des signes de stabilisation depuis peu seulement. Inutile d'ajouter que **les hausses tarifaires** aggravent la situation pour les voitures américaines et chinoises.

Les discussions tarifaires dans le secteur automobile à l'échelle planétaire sont source **d'une grande incertitude chez les constructeurs**. Les constructeurs automobiles européens qui produisent aux États-Unis certains modèles pour le marché chinois voudront peut-être adapter leurs chaînes d'approvisionnement à la guerre commerciale qui gronde. Par ailleurs, il y a aussi **des taxes sur les matières premières** telles que l'acier, ce qui accroît encore la pression sur les marges.

L'industrie automobile doit investir massivement

Les discussions récentes entre **Fiat Chrysler Automobiles** et **Renault** montrent la rapidité des évolutions au sein du secteur automobile. Les **dépenses de R&D** pour de nouveaux modèles sont élevées et les cycles de vie des produits sont courts. Entre-temps, la réglementation sur les émissions requiert en permanence des investissements dans l'amélioration des technologies de motorisation.

Les constructeurs automobiles investissent par ailleurs à tour de bras dans **des technologies du futur** telles que les voitures électriques et les voitures autonomes. Les observateurs estiment que les dépenses de R&D et d'investissement pour les voitures électriques s'élèveront à plus de 250 milliards USD au cours des 5 prochaines années.

Opportunités de croissance pour les fabricants de semi-conducteurs dans le secteur automobile

Les défis qui attendent les constructeurs automobiles offrent également **des opportunités de croissance de taille aux fabricants de puces**, car les investissements consentis dans la technologie seront toujours plus axés sur les logiciels et les puces. On a en effet besoin **de logiciels et de capteurs plus intelligents** pour encore diminuer les émissions de CO2 et les véhicules



électriques ont besoin de davantage de semi-conducteurs de puissance. La conduite assistée et autonome nécessitera une multitude **de caméras, capteurs, radars et lidars**, mais aussi des **processeurs ultrarapides** dans les voitures et pour la communication mutuelle entre véhicules.

KBC Securities part du principe que **la correction de stock** dans la chaîne d'approvisionnement des semi-conducteurs destinés au secteur automobile durera deux trimestres encore. Les cours resteront volatils en raison du flux de nouvelles négatives et de la persistance de l'incertitude relative aux taxes à l'importation. Toutefois, notre analyste **demeure très positif concernant les tendances de croissance future à long terme dans ce segment**. Cela devrait se refléter dans la valorisation des producteurs de semi-conducteurs destinés à l'industrie automobile, comme **Melexis** et **XFAB**. Entre-temps, **la consolidation** du secteur se poursuit (par ex. le deal entre **Infineon** et **Cypress**), ce qui est toujours une bonne chose pour les valorisations.

Facteurs de croissance des CI à long terme

Plus rapides, plus petits, plus efficaces

De bonnes nouvelles arrivent également pour les fabricants de matériel à semi-conducteurs (les « equipment makers »), car **les clients continuent d'investir dans les technologies de production de puces les plus récentes**. Ainsi, **Samsung** a récemment déclaré vouloir investir jusqu'en 2030 – outre les dépenses courantes afin de conserver sa position de numéro un mondial des puces mémoire – près de 10 milliards de dollars par an pour dépasser les producteurs de premier plan de semi-conducteurs pour circuits logiques que sont TSMC et Intel.

TSMC, Samsung et Intel, les **trois principaux fabricants de semi-conducteurs**, continuent d'investir dans les technologies les plus perfectionnées afin de réduire la taille des transistors, ce qui accroît la vitesse des processus et diminue la consommation électrique des puces, tout en augmentant le nombre de puces par galette. Il s'agit des semi-conducteurs qui seront nécessaires pour soutenir les tendances à long terme telles que l'Intelligence Artificielle (IA), la 5G, l'Internet des objets et les voitures autonomes. Les technologies du futur requièrent ainsi des puces plus rapides, plus petites et plus efficaces sur le plan énergétique.



Les acteurs du Benelux sont bien positionnés

Selon le fondateur d'Intel, Gordon Moore, le cerveau derrière la « Loi de Moore », la taille des transistors diminue de moitié tous les 18 mois environ. Un facteur important en la matière a été le passage à **la lithographie** dans le processus de production des puces. Une société active dans ce domaine est par exemple l'entreprise néerlandaise **ASML**, avec ses systèmes de lithographie EUV.

La lithographie ne suffira cependant pas à elle seule à concrétiser la Loi de Moore au cours de la prochaine décennie, ni même à la garder abordable, car un système EUV d'ASML coûte déjà plus de 100 millions d'euros. On se tourne ainsi vers de **nouveaux matériaux** pour réaliser des transistors plus petits et générant moins de pertes d'énergie. Des entreprises telles qu'**ASM International** proposent des solutions comme l'Atomic Layer Deposition (ALD) qui permettent d'apposer des couches d'un seul atome sur une galette. Parmi les autres options, citons les technologies d'empilage et d'autres projets de systèmes de puces recourant à de nouvelles technologies d'assemblage. La société d'assemblage back-end **BESI** a développé un portefeuille impressionnant de ces technologies.



Source: SIA

KBC Securities anticipe une relance progressive

KBC Securities part du principe que **le marché mondial des semi-conducteurs se contractera cette année d'environ 12 %**, vu que le marché des puces mémoire présente encore une évolution descendante. Pour les autres segments du marché des semi-conducteurs (voitures, énergie, industrie, secteur médical, etc.), notre analyste prévoit des prestations mitigées en 2019, ce qui débouchera très probablement sur une croissance plate du marché non-memory. **Pour 2020, KBCS vise à nouveau une croissance positive d'environ 5 %.**

Selon KBC Securities, **le principal facteur sous-jacent à la récession actuelle est**

le segment des mémoires. Étant donné que ce marché représente près de la moitié du marché mondial des semi-conducteurs, son recul a dès lors un fort impact sur la croissance totale du marché. Mais c'est aussi le cas lors d'un redressement du marché. C'est pourquoi KBC Securities prévoit qu'**une stabilisation des prix du stockage de données induira la prochaine hausse.**

Nous savons par expérience qu'un repli du marché des semi-conducteurs est généralement de relativement courte durée. Selon le groupe de recherche IC Insights, depuis les années '70, un repli n'a jamais duré plus de trois trimestres consécutifs. Cela étayerait la théorie selon laquelle on peut s'attendre à **une stabilisation lors du second semestre 2019**.

Toutefois, **la guerre tarifaire** entre les États-Unis et la Chine demeure **la principale inconnue**. Une escalade en véritable guerre commerciale serait sans précédent et susciterait encore plus d'incertitude auprès des consommateurs et des fabricants du monde entier. C'est pourquoi KBC Securities part du principe que **la relance interviendra cette fois-ci de manière relativement lente et progressive**. Il est désormais plus probable qu'elle se produira en 2020 au lieu de la deuxième moitié de 2019. Les investissements dans les améliorations technologiques seront maintenus, mais les temps sont trop incertains pour une multitude de nouveaux plans d'extension de la capacité.

La relance du marché des appareils à semi-conducteurs durera plus longtemps que lors des cycles précédents. Concernant le marché des mémoires, la nouvelle capacité ne sera probablement nécessaire avant la fin de l'année 2020.



Gros plan sur cinq actions de semi-conducteurs du Benelux

Veuillez noter que les cours actuels dans les tableaux sont les cours de clôtures du 05/08/19.

ASM INTERNATIONAL (code ISIN : NL0000334118)

ASM International	Recommandation	ACHETER	Cours actuel	71,92 EUR
	Nom analyste	Marcel Achterberg	Objectif de cours	80 EUR
	Code ISIN	NL0000334118	Rendement potentiel	11,2%
	2017	2018E	2019E	2020E
Gain par action (EUR)	3,18	3,23	4,21	5,07
% croissance j/j	7,1%	1,8%	30,1%	20,5%
Ratio cours/bénéf.	22,6x	22,2x	17,1x	14,2x
Dividende brut (EUR)	0,80	1,00	1,10	1,20
% croissance j/j	14,3%	25,0%	10,0%	9,1%
Rendement sur dividende (%)	1,1%	1,4%	1,5%	1,7%

La société néerlandaise ASM International (ASM) est un **fabricant de premier plan de matériel à semi-conducteurs front-end** et le leader du marché en matière d'équipement Atomic Layer Deposition (ALD) et plasma-enhanced ALD (PEALD). **Ses concurrents** sont notamment Applied Materials, Lam Research et Tokyo Electron. L'entreprise produit également des systèmes d'épithaxie – avec un seul concurrent sur le marché – et des fours verticaux. Les **activités de production de systèmes et d'assemblage** sont principalement localisées **en Asie** (Singapour), ce qui permet à l'entreprise d'être proche de ses clients et lui procure un modèle d'entreprise flexible et évolutif, tout en conservant de faibles coûts.

ASM détient, depuis des années déjà, une participation dans **ASM Pacific Technology (ASMPT), notée à la bourse de Hong Kong**, le numéro un mondial de la fabrication d'équipement d'assemblage de semi-conducteurs back-end. Ces dernières années, ASM a vendu cet investissement et distribué les liquidités excédentaires à ses actionnaires. KBCS anticipe que ce processus perdurera au cours des prochaines années.

KBC Securities débute le suivi de l'action ASM par une **recommandation « Acheter »**. À la suite des bons résultats du deuxième trimestre 2019, **l'objectif de cours initial** de 70 euros a en outre déjà été porté le 25 juillet 2019 à **80 euros**.

D'après l'analyste Marcel Achterberg, ASM est très bien positionnée pour connaître une **croissance sur plusieurs années**, portée par un recours toujours plus fréquent à l'Atomic Layer Deposition (ALD) dans la production de semi-conducteurs. Cela devrait conférer à l'entreprise une plus grande « share of wallet » et une meilleure visibilité. En outre, ASM est **moins tributaire du marché volatil des mémoires** que la plupart de ses concurrents. La poursuite de la réduction de la participation dans ASM PT (25 %) devrait générer des paiements de dividendes supplémentaires aux

actionnaires. Parallèlement, cela ferait d'ASML un candidat attractif **pour une fusion et acquisition**, et cela rendrait le cours de l'action moins volatil.

ASML (code ISIN : NL0010273215)

ASML	Recommandation	ACHETER	Cours actuel	190,84 EUR
	Nom analyste	Marcel Achterberg	Objectif de cours	230 EUR
	Code ISIN	NL0010273215	Rendement potentiel	20,5%
	<u>2017</u>	<u>2018E</u>	<u>2019E</u>	<u>2020E</u>
Gain par action (EUR)	4,93	6,10	6,00	8,23
% croissance j/j	53,0%	23,7%	-1,6%	37,2%
Ratio cours/bénéf.	38,7x	31,3x	31,8x	23,2x
Dividende brut (EUR)	1,40	2,10	2,15	2,50
% croissance j/j	33,3%	50,0%	2,4%	16,3%
Rendement sur dividende (%)	0,7%	1,1%	1,1%	1,3%

La société néerlandaise ASML est le leader de la production de **systèmes lithographiques** qui sont utilisés **dans le processus front-end de production de semi-conducteurs**. Le matériel qu'elle produit est utilisé pour imprimer des CI sur des galettes de silicium et il est un élément crucial de la production de semi-conducteurs. ASML **est le fournisseur de tous les principaux producteurs de semi-conducteurs au monde**. Ses plus gros clients sont **TSMC, Intel et Samsung**. Ces clients ont besoin de tisser un nombre croissant de partenariats avec des fabricants d'équipement capables de proposer des solutions de process complètes. ASML dispose d'une **avance considérable sur ses deux concurrents japonais Nikon et Canon**. Elle leur donne le pion grâce à ses avantages techniques uniques qui réduisent le « coût de propriété » pour ses clients. En outre, ASML est désormais **le seul fabricant de systèmes lithographiques EUV** (Extreme Ultra Violet) et il est improbable qu'un concurrent se manifeste car le seuil de démarrage est très élevé. Cela confère à l'entreprise une **place unique dans le secteur**.

ASML **génère d'abondantes liquidités** et présente un excellent palmarès en termes de restitution d'une grande partie des liquidités aux actionnaires sous la forme de **dividendes** et du **rachat d'actions**.

KBC Securities débute le suivi de l'action ASML par une **recommandation « Acheter »** et un objectif de cours de **230 euros**.

L'analyste Marcel Achterberg s'attend à ce que **le déploiement de l'EUV devienne un puissant facteur de croissance** ces dix prochaines années. D'autres facteurs de croissance majeurs sont le service et la maintenance, notamment pour DUV (Deep Ultra Violet), et l'e-beam.

La combinaison d'une capacité de tarification unique et d'une croissance de revenus récurrents devrait permettre de maintenir les marges à un niveau élevé à partir de 2020. Grâce à son positionnement unique, ASML offre une meilleure visibilité sur le bénéfice que d'autres fabricants d'équipement. En dépit de la persistance de l'incertitude dans le secteur, notre analyste estime qu'ASML présente actuellement

le **meilleur profil risque/rendement**. C'est pourquoi ASML emporte la préférence de KBC Securities parmi les fabricants du Benelux de matériel à semi-conducteurs.

BE Semiconductor Industries (code ISIN : NL0012866412)

BE Semiconductor Industries	Recommandation	CONSERVER	Cours actuel	25,29 EUR
	Nom analyste	Marcel Achterberg	Objectif de cours	27 EUR
	Code ISIN	NL0000339752	Rendement potentiel	6,8%
	2017	2018E	2019E	2020E
Gain par action (EUR)	2,32	1,83	0,75	1,12
% croissance j/j	258,8%	-21,0%	-59,0%	49,4%
Ratio cours/bénéf.	10,9x	13,8x	33,7x	22,6x
Dividende brut (EUR)	2,32	1,67	0,60	0,90
% croissance j/j	286,7%	-28,0%	-64,1%	49,4%
Rendement sur dividende (%)	9,2%	6,6%	2,4%	3,5%

BE Semiconductor Industries (BESI) est un fournisseur de premier plan d'équipement **d'assemblage back-end** qui occupe des positions au sommet (n° 1 et 2) dans ses principaux marchés. La majeure partie de **la production et de l'assemblage** de semi-conducteurs a lieu en **Asie**. Les principaux produits de l'entreprise sont des systèmes « Die Attach », « Packaging » et « Plating ». Elle a également développé une position stratégique dans le domaine des nouvelles technologies telles le conditionnement de substrats et de tranches qui profiteront, ces prochaines années, **des tendances à long terme** (IdO, IA, cloud computing, imagerie 3D et 5G). BESI est active dans 6 pays à travers le monde et emploie quelque 1 700 collaborateurs.

Ces vingt dernières années, malgré le caractère fortement cyclique du marché de l'assemblage back-end, BESI a maintenu sa rentabilité grâce à son **modèle d'entreprise d'une très grande flexibilité**. Entre-temps, le bilan robuste a permis de restituer aux actionnaires d'abondantes quantités de liquidités excédentaires.

KBC Securities débute le suivi de l'action BESI avec une **recommandation** « **Conserver** » et un **objectif de cours de 27 euros**. Après trois trimestres de moins bonne facture et un léger redressement du chiffre d'affaires lors du trimestre actuel, l'analyste Marcel Achterberg anticipe que la demande reviendra progressivement à la normale d'ici la fin 2019. L'action BESI s'adresse **aux audacieux**, car la **visibilité à court terme demeure très faible**, ce qui est propre au secteur back-end. En outre, KBC Securities a l'impression que le marché a déjà escompté une grande partie de la relance.

Melexis (code ISIN : BE0165385973)

Melexis	Recommandation	ACHETER	Cours actuel	55,2 EUR
	Nom analyste	Marcel Achterberg	Objectif de cours	70 EUR
	Code ISIN	BE0165385973	Rendement potentiel	26,8%
	2017	2018E	2019E	2020E
Gain par action (EUR)	2,75	2,86	1,69	2,47
% croissance j/j	12,0%	4,1%	-41,0%	46,6%
Ratio cours/bénéf.	20,1x	19,3x	32,7x	22,3x
Dividende brut (EUR)	2,10	2,20	2,20	2,20
% croissance j/j	10,5%	4,8%	0,0%	0,0%
Rendement sur dividende (%)	3,8%	4,0%	4,0%	4,0%

Les produits phares de Melexis sont les capteurs magnétiques à effet Hall, les capteurs de pression, les CI Sensor Interface, les systèmes à puces pour le secteur automobile, les microcontrôleurs intégrés, les puces pour les systèmes bus, les capteurs optiques et à infrarouge. Melexis développe à la fois des ASIC (Application Specific IC) et des ASSP (Application Specific Standard Products). Plus de 90 % de ces produits sont développés pour **des applications du secteur automobile**. La plupart des produits ne vont pas directement aux constructeurs automobiles, mais aux équipementiers (OEM, Original Equipment Manufacturers) tels que Bosch, Continental et Sensata.

En moyenne, **chaque nouvelle voiture** construite dans le monde **comporte environ 11 produits Melexis**. Ce nombre devrait doubler ces prochaines années. Melexis pourra en effet profiter de **tendances à long terme** telles que l'électrification, la sécurité et les normes d'émission, sans oublier la conduite guidée/autonome.

Le 18 juillet 2019, KBC Securities a de nouveau relevé sa **recommandation** pour les actions de Melexis qui passe de « Augmenter » à « **Acheter** », car de l'avis de notre analyste, la valorisation est redevenue attractive. **L'objectif de cours s'élève à 70 euros**. D'après notre analyste, la réduction des stocks dans l'industrie automobile se poursuivra au deuxième semestre car le secteur s'adapte au recul mondial de la demande, en particulier en Chine. KBC Securities explique l'attractivité de Melexis par **la tendance à la croissance sur le long terme** concernant les semi-conducteurs utilisés dans le secteur automobile. Pour notre analyste, toute faiblesse de cours à court terme constitue dès lors une opportunité d'achat (supplémentaire) de l'action.

X-FAB Silicon Foundries (code ISIN : BE0974310428)

X-FAB	Recommandation	CONSERVER	Cours actuel	4,02 EUR
	Nom analyste	Marcel Achterberg	Objectif de cours	5 EUR
	Code ISIN	BE0974310428	Rendement potentiel	24,4%
	2017	2018E	2019E	2020E
Gain par action (USD)	0,73	0,17	-0,13	0,17
% croissance j/j	445,9%	-76,5%	-	-225,2%
Ratio cours/bénéf.	#N/B	#N/B	-	-
Dividende brut (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
% croissance j/j	-	-	-	-
Rendement sur dividende (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

X-FAB Silicon Foundries (X-FAB) est un **groupe de fonderies** qui **produit des semi-conducteurs pour le compte** d'entreprises qui ne possèdent pas leur propre fab et d'IDM (Integrated Device Manufacturer) actifs dans le secteur automobile, l'industrie, la communication et le monde médical. Elle est spécialisée dans les CI analogiques et à signaux mixtes adaptés à la haute tension / aux températures élevées. X-FAB possède six usines en Allemagne, France, Malaisie et États-Unis, pour une capacité totale de près de 100 000 plaquettes par mois. Ces dix dernières années, elle a fait l'acquisition d'un certain nombre de relativement petites fabs auprès d'entreprises telles qu'Infineon et Texas Instruments, avant de fusionner en 2006 avec la société malaisienne 1st Silicon.

En raison de sa **focalisation sur des technologies spécifiques**, l'entreprise n'est pas en concurrence directe avec de grandes fonderies telles que TSMC, Samsung ou GlobalFoundries (qui fabriquent essentiellement des produits numériques), mais plutôt avec de petits acteurs comme Vanguard, TowerJazz et Hua Hong.

Melexis est le plus gros client de X-FAB, générant environ un tiers des revenus. L'actionnaire principal XTRION possède 47 % de X-FAB et une importante participation dans Melexis (54 %).

KBC Securities débute le suivi de l'action X-FAB par une **recommandation « Conserver »** et un **objectif de cours de 5 euros**. Si le **potentiel de croissance** de l'entreprise est supérieur à 10 %, **la demande à court terme manque actuellement de visibilité** en cas de faiblesse imprévue du secteur automobile. Étant donné que la réduction des chaînes d'approvisionnement de l'industrie automobile persiste, que les ventes automobiles chinoises continuent de régresser et que les tensions commerciales font encore la une des journaux, **le profil de risque/rendement est défavorable selon notre analyste**.

Les actions de semi-conducteurs préférées de KBC Securities dans le Benelux

Les technologies EUV d'**ASML** et ALD d'**ASMI** accapareront, selon KBC Securities, une plus grande part des budgets d'investissement « logic » et « foundry », ce qui leur **permettra d'enregistrer une croissance supérieure à la moyenne du marché ces prochaines années**. En outre, ASMI est moins exposée à la plus grande faiblesse du segment des mémoires, tandis qu'ASML occupe une position unique en tant que seul fabricant EUV au monde, avec des délais de préparation de la production plus longs et donc davantage de visibilité. Avec son portefeuille de technologies de conditionnement de pointe, **BESI est bien positionnée sur le long terme**. Mais à court terme, l'entreprise n'apporte pas encore une grande contribution et elle présente la plus faible visibilité des trois fabricants d'équipement. Ce qui explique la vision plus prudente de KBC Securities sur BESI. Concernant les fabricants d'équipement, notre analyste a une préférence pour

ASML et ASMI.

Parmi les actions de fabricants de semi-conducteurs destinés à l'industrie automobile, KBC Securities **préfère Melexis à X-FAB**. Toutes deux présentent actuellement une visibilité limitée parce que le marché automobile est faible dans toutes les principales régions et que la réduction des stocks pourrait persister en raison des conflits tarifaires. Toutefois, la valorisation actuelle de Melexis est attractive selon notre analyste. Pour X-FAB – la principale fonderie fournissant Melexis – la visibilité et le risque bénéficiaire à court terme sont plus prononcés.

Mentions légales

Bolero est la plateforme d'investissement simple exécution de KBC Bank SA et est indépendante de tous les autres services de placement qui peuvent être fournis par KBC Bank SA.

Copyright © KBC Bank SA/Bolero. Tous droits réservés. Ces informations ne peuvent en aucun cas être publiées, remaniées ou reproduites sous quelque forme que ce soit. Les droits de propriété intellectuelle de la présente publication reviennent à KBC Bank SA, à des entités qui y sont liées ou à des tiers. Toute violation de ces droits est interdite. Sous réserve d'autorisation expresse, écrite et préalable de l'auteur ou de ses ayants droit, toute transmission, vente, diffusion ou reproduction de la publication, sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, est strictement interdite.

Cet article est une publication de KBC Bank S.A. (Bolero). L'Autorité des services et marchés financiers (FSMA) est l'autorité de contrôle compétente pour cette activité.

Cette publication ne relève pas de la « recherche en investissement » telle que visée par l'Arrêté royal du 3 juin 2007 portant les règles et modalités visant à transposer la directive concernant les marchés d'instruments financiers. Elle consiste en une communication publicitaire, de sorte que les prescriptions légales destinées à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissements ne sont pas d'application. Bolero ne garantit en aucune façon que les instruments financiers traités vous conviennent. Bolero ne donne ici aucun conseil en investissement spécifique et personnalisé. Vous portez par conséquent l'entière responsabilité de l'utilisation que vous faites de cette publication.

Les gestionnaires de fonds de KBC AM peuvent effectuer des transactions sur l'instrument financier concerné avant la diffusion des recommandations. La rémunération des collaborateurs ou des préposés employés par KBC Securities et chargés de l'établissement des recommandations n'est pas liée à des transactions de banques d'affaires de KBC Securities. Les rendements des instruments financiers, indices financiers ou autres actifs évoqués dans cette publication sont des rendements obtenus par le passé. Ils ne constituent dès lors aucun indicateur fiable pour les rendements futurs. Il ne peut être garanti que les scénarios, les risques et les prévisions présentés reflètent les attentes du marché, ni qu'ils se réaliseront effectivement. Les prévisions sont fournies à titre purement indicatif. Les données figurant dans cette publication sont générales, purement indicatives et sujettes à modification.

Si les résultats des actifs financiers évoqués sont libellés dans une autre devise que l'euro, il se peut que le rendement soit supérieur ou inférieur en raison des fluctuations de change. Les informations communiquées représentent l'analyse de l'auteur à la date mentionnée. Si les informations sont basées sur des sources jugées fiables par l'auteur, Bolero ne peut garantir leur pertinence, leur exhaustivité, ni qu'elles soient à jour ; il se peut qu'elles soient incomplètes ou abrégées. L'auteur peut se référer à d'autres publications du groupe KBC (par ex. de KBC AM ou Market Research) ou de tiers. KBC Bank SA ne peut être tenue responsable de l'inexactitude ou de la non-exhaustivité éventuelle de certaines données contenues dans ces publications. Les clauses de non-responsabilité figurant dans les publications de KBC AM ou d'autres publications auxquelles il est fait référence sont également d'application.

Aucun extrait de cette publication ne peut être reproduit sans l'autorisation expresse, écrite et préalable de KBC Bank SA (centre Bolero). La présente publication est soumise au droit belge et relève de la compétence exclusive des tribunaux belges. Pour certains éléments essentiels des recommandations d'investissement (dont le règlement de conflits d'intérêts), nous vous renvoyons aux « Directives générales relatives aux recommandations d'investissement de KBC Asset Management » disponibles sur le site www.kbcam.be/actions et aux « Disclosures » consultables sur le site www.kbcsecurities.com/disclosures. En ce qui concerne les recommandations susmentionnées, des informations spécifiques en matière de conflits d'intérêts sont disponibles sur www.kbcsecurities.be/disclosures.

Investir en actions comporte d'importants risques et incertitudes. Les investisseurs doivent être en mesure d'assumer le risque économique d'un investissement et la perte totale ou partielle du capital investi.