

<b>Achat</b>	Potentiel	15,2%
<b>Objectif de cours</b>	14,40 € (vs 11,80 €)	
Cours au 26/04/2018		12,50 €
Euronext Growth Paris		
Reuters / Bloomberg	ALMIC.PA / ALMIC.FP	

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	24,6%	16,7%	12,3%	54,5%
Perf CAC Small	-0,1%	2,0%	-5,1%	13,0%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M €)	78,5
Nb de titres (en millions)	6,3
Volume 12 mois (titres)	8 115
Extrêmes 12 mois	7,71€ / 12,85 €

Actionnariat	
Seventure	12%
Bpifrance	14%
Management et salariés	12%
Public	61%

Données financières (en M €)				
au 31/12	2016	2017e	2018e	2019e
CA	66,0	71,1	75,8	82,6
var %	9,8%	7,7%	6,7%	9,0%
EBE	6,2	7,8	8,9	10,5
% CA	9,5%	11,0%	11,7%	12,8%
ROC	3,7	4,4	5,9	7,3
% CA	5,6%	6,2%	7,8%	8,8%
RN pdg	1,0	1,3	3,2	4,5
% CA	16%	19%	4,2%	5,4%
Bnpa (€)	0,17	0,21	0,51	0,71
Gearing (%)	-25%	-24%	-18%	-21%
ROCE (%)	1%	3%	10%	12%
ROE (%)	1%	2%	4%	6%
Dette nette	-17,9	-17,3	-13,1	-16,2
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	0%	0%	0%	0%

Ratios				
	2016	2017e	2018e	2019e
VE/CA (x)	0,4	0,4	0,7	0,6
VE/EBE (x)	4,5	3,5	5,8	4,6
VE/ROC (x)	7,6	6,2	8,7	6,6
PE (x)	41,4	40,7	20,3	14,5

**Analyste :**

Louis-Marie de Sade pour Cécile Aboulian  
01 44 70 20 70

lmdesade@elcorp.com // caboulian@elcorp.com

# Microwave Vision Group

Industrie

## Résultats annuels 2017 en forte hausse au-dessus de nos attentes

### Publication des résultats annuels

Après la publication d'un CA 2017 à 71,0 M€ (+7,7%), Microwave Vision annonce des résultats au-dessus de nos attentes avec un EBE à 7,8 M€ (vs 6,8 M€, +24,8%) et un ROC à 4,4 M€ (vs 4,2 M€, +18,5%). Ainsi, la MOC ressort en hausse à 6,2% du CA 2017 contre 5,6% un an auparavant. Le RNpg ressort à 1,3 M€ en hausse de +28,6%. La société affiche un niveau de cash-flow opérationnel en forte hausse à 5,6 M€ (vs 4,7 M€ en 2016) qui permettent de couvrir les investissements de l'exercice et une trésorerie nette de 19,6 M€ fin 2017 (dont 6,5 M€ ont été alloués au rachat des minoritaires d'ORBIT/FR en avril 2018).

### Commentaires

Faisant suite à la publication de son carnet de commandes record de 78,6 M€ et de son CA de 71,0 M€, le Groupe clôture un très bon exercice 2017 avec une amélioration de sa marge brute de +8,1% à 44,9 M€ (63,1% du CA 2017, +0,2 pts), MVG bénéficiant d'un mix produit favorable avec la commercialisation de contrats « tout électronique », plus rémunérateurs que les « tout mécanique ».

Dans le même temps, le Groupe a maîtrisé ses charges opérationnelles courantes permettant de faire ressortir un EBE en hausse de +24,8% à 7,8 M€. L'arrêt du litige en propriété intellectuelle aux USA fin 2016 permet d'enregistrer une forte baisse des charges non courantes qui s'affichent à -0,1 M€ (vs -1,7 M€). Le résultat financier quant à lui s'élève à -2,0 M€ (vs -0,5 M€), principalement suite à la réévaluation de prêts intra-groupe liée à l'évolution du taux de change. Finalement le RNpg s'affiche à 1,3 M€, en hausse de +28,6%.

Sur l'exercice, le cash-flow opérationnel ressort à 5,6 M€ (vs 4,7 M€ en 2016), bénéficiant à la fois de l'amélioration des résultats et de la maîtrise du BFR. En outre, celui-ci permet de couvrir les investissements de l'exercice (3,0 M€). A fin 2017, Microwave Vision affichait une trésorerie nette de 19,6 M€ (+1,7 M€ vs 2016). A noter que 6,5 M€ ont été affectés depuis au rachat des minoritaires d'ORBIT/FR.

Le management se dit confiant pour 2018 et vise un nouvel exercice de croissance de son chiffre d'affaires et de ses marges. Microwave devrait profiter, d'un côté, d'une bonne dynamique commerciale et du démarrage du marché de la 5G, marché à fort potentiel dont le Groupe fait partie des first-movers. Et de l'autre, d'un meilleur mix produit et de synergies potentielles avec ORBIT/FR.

Suite à la publication, nous ajustons nos prévisions d'EBE 2018 à 8,9 M€ (vs 8,1 M€ précédemment) et de ROC 2018 à 5,9 M€ (vs 5,4 M€).

### Recommandation

Suite à cette publication et à l'actualisation de notre modèle, notre objectif de cours ressort à 14,40 € (vs 11,80 €) et notre recommandation reste à l'Achat compte tenu du potentiel de hausse.

Prochaine publication : CA T1 2018 le 24/05/2018

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Chiffre d'affaires	56,7	60,1	66,0	71,1	75,8	82,6
Excédent brut d'exploitation	7,0	5,5	6,2	7,8	8,9	10,5
Résultat opérationnel courant	5,0	3,2	3,7	4,4	5,9	7,3
Résultat opérationnel	4,1	0,4	2,0	4,3	5,4	7,3
Résultat financier	-0,5	-0,7	-0,5	-2,0	-0,6	-0,6
Impôts	-0,9	-0,5	-1,4	-1,6	-1,6	-2,2
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,2	-0,8	-0,9	-0,7	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	2,4	-0,1	1,0	1,3	3,2	4,5
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Actifs non courants	25,6	28,6	29,7	30,8	38,1	39,0
<i>dont goodwill</i>	13,5	13,5	13,5	13,5	20,0	20,0
BFR	25,2	25,6	24,4	24,6	24,7	25,2
Disponibilités + VMP	29,6	26,0	26,7	24,9	19,6	21,6
Capitaux propres	70,0	70,1	70,4	71,1	74,3	78,7
Emprunts et dettes financières	9,5	8,6	8,7	7,6	6,5	5,4
Total Bilan	101,3	102,5	103,1	104,2	107,7	113,1
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Marge Brute d'autofinancement	5,5	1,8	4,0	3,2	7,2	9,7
Variation de BFR	6,7	1,1	-0,7	0,3	0,0	0,5
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-0,3	0,8	4,7	2,9	6,1	7,2
Investissements opérationnels nets	-3,0	-3,0	-3,6	-3,6	-3,8	-4,1
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-3,1	-2,9	-3,6	-3,6	-10,3	-4,1
Augmentation de capital	27,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-1,3	-2,0	-1,4	-1,1	-1,1	-1,1
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	25,7	-1,8	-2,0	-1,1	-1,1	-1,1
Variation de trésorerie	22,2	-4,0	-1,0	-1,8	-5,3	2,0
<b>Ratios (%)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Variation chiffre d'affaires	10,0%	6,1%	9,8%	7,7%	6,7%	9,0%
Marge EBE	12%	9%	9%	11%	12%	13%
Marge opérationnelle courante	9%	5%	6%	6%	8%	9%
Marge opérationnelle	7%	1%	3%	6%	7%	9%
Marge nette	4%	0%	2%	2%	4%	5%
Capex/CA	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
BFR/CA	44%	43%	37%	35%	33%	30%
ROCE	8%	15%	1%	3%	10%	12%
ROCE hors GW	11%	20%	1%	3%	16%	19%
ROE	3%	0%	1%	2%	4%	6%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Gearing (%)	-29%	-25%	-25%	-24%	-18%	-21%
Dettes nette/EBE	-2,9	-3,2	-2,9	-2,2	-1,5	-1,5
EBE/charges financières	13,3	7,4	13,4	3,9	14,1	16,7
<b>Valorisation</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Nombre d'actions (en millions)	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Nombre d'actions moyen (en millions)	4,9	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Cours (moyenne annuelle en euros)	10,3	8,5	6,9	8,7	10,3	10,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	50,7	53,6	43,0	54,7	64,7	64,7
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-20,1	-17,4	-17,9	-17,3	-13,1	-16,2
(3) Valeur des minoritaires	3,3	3,3	3,3	-10,2	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	33,9	39,5	28,4	27,2	51,6	48,6
PER	21,3	ns	41,4	40,7	20,3	14,5
EV/ EBE	4,8	7,2	4,5	3,5	5,8	4,6
EV/ROC	6,8	12,5	7,6	6,2	8,7	6,6
EV/CA	0,6	0,7	0,4	0,4	0,7	0,6
P/B	0,7	0,8	0,6	0,8	0,9	0,8
<b>Données par action (€)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Bnpa	0,38	-0,01	0,17	0,21	0,51	0,71
Book value/action	11,1	11,2	11,2	11,3	11,8	12,5
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

**Système de recommandations :**

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

**Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

**Accumuler** : Potentiel de hausse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Neutre** : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

**Alléger** : Potentiel de baisse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Vente** : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

**Sous revue** : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

**Historique de recommandations depuis 12 mois :**

**Achat**: Du 27/04/2017 au 24/05/2017 et depuis le 17/01/2018

**Accumuler**: Du 03/03/2017 au 26/04/2017, du 25/05/2017 au 12/09/2017 et du 28/09/2017 au 16/01/2018

**Neutre**: Du 21/02/2017 au 02/03/2017 et du 13/09/2017 au 27/09/2017

**Alléger**: (-)

**Vente**: (-)

**Sous revue**: (-)

**Méthodes d'évaluation :**

**Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :**

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

**DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS**

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui

\* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la société objet de la présente étude, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la société mentionnée dans la présente étude, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate. Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des Etats-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

**EuroLand Corporate**

17 avenue George V  
75008 Paris  
01 44 70 20 80