

<b>Achat</b>	Potentiel	27%
<b>Objectif de cours</b>		<b>9,80 €</b>
Cours au 13/06/2013 (c)		8,35 €
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALMIC.PA / ALMIC.FP	

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	30,5%	3,0%	21,5%	53,2%
Perf Small 90	4,4%	-0,3%	-3,0%	15,8%

**Informations boursières (en M€)**

Capitalisation (M€)	27,9
Nb de titres (en millions)	3,6
Volume 12 mois (titres)	5 317
Extrêmes 12 mois	4,52€ / 8,70 €

**Actionnariat**

Investisseurs	63%
Flottant	19%
Salariés	21%

**Données financières (en M€)**

au 31/12	2011	2012	2013e	2014e
CA	44,0	46,4	53,0	59,2
var %	0%	5%	14%	12%
EBE	4,1	5,0	6,4	7,8
% CA	9,4%	10,9%	12,1%	13,2%
ROC	3,2	3,7	4,9	6,1
% CA	7,2%	8,0%	9,3%	10,3%
RN pdg	1,7	2,5	2,8	3,6
% CA	3,9%	5,3%	5,2%	6,1%
Bnpa (€)	0,49	0,70	0,78	1,01
Gearing (%)	-2%	2%	2%	1%
ROCE (%)	7%	7%	9%	10%
ROE (%)	5%	7%	9%	9%
Dette nette 2012	0,9			
Dividende n	0			
Yield (%)	0%			

**Ratios**

	2011	2012	2013e	2014e
VE/CA (x)	0,7	0,6	0,5	0,5
VE/EBE (x)	7,0	5,7	4,5	3,7
VE/ROC (x)	9,1	7,7	5,8	4,7
PE (x)	16,1	11,3	10,1	7,8

**Analyste :**  
Cécile Aboulion  
01 44 70 20 70  
caboulion@elcorp.com

# Microwave Vision Group

Industrie

## L'accélération de la croissance se confirme

### Publication du CA T1 2013 et carnet de commandes

Microwave publie un CA T1 de 10,9 M€, en hausse de 12,4%. La BU AMS (mesure d'antennes) ressort à 8,5 M€, EMC (compatibilité électromagnétique) à 1,6 M€, et EIC (contrôle environnemental) à 0,7 M€. La dynamique se poursuit en Amérique du Nord avec un CA de 3,6 M€ (+24,5%e), soutenu notamment par le pôle aérospatiale/défense. L'Europe ressort à 3,5 M€ (+12,5%e), intégrant 60%e du CA de Rainford EMC Systems (acquis en juillet 2012) et l'Asie ressort à 3,8 M€ (+3,1%e). Le carnet de commandes ressort en forte hausse de 45% sur le T1 2013.

### Commentaires

Microwave confirme l'accélération de sa croissance avec un CA en hausse de 12,4% (vs +5% en 2012, dont +9,5% au T4) et bénéficie notamment de la reprise des commandes sur son pôle aérospatiale/défense aux Etats-Unis (+30% env. selon nos estimations). Avec 55% du CA généré sur ce pôle en 2012 et la poursuite de cette tendance sur le T1 2013, le CA du pôle devrait ressortir aux alentours de 55% du CA 2013. Les télécommunications civiles (45% du CA 2012) devraient, elles, bénéficier de la mise en place du nouveau protocole LTE (4G) d'ici la fin de l'exercice.

En parallèle de la dynamique sur le segment historique de mesures d'antennes, l'intégration de Rainford EMC Systems permet au groupe de renforcer son chiffre d'affaires sur la compatibilité électromagnétique qui représente désormais 15% du CA T1 (vs 6% sur l'ensemble de l'exercice 2012). Compte tenu des synergies de chiffre d'affaires attendues avec Microwave (réponse à de nouveaux appels d'offres), le segment devrait relayer la croissance et représenter 15% du CA 2013.

Avec 0,7 M€ de CA, le contrôle environnemental bénéficie de la mise en place du réseau de distribution en Europe et au Canada et devrait être porté sur la fin de l'exercice par la mise en place de la distribution en Asie, en Inde et aux Etats-Unis.

Avec un carnet de commandes en hausse de 45% (vs T1 2012), Microwave dispose d'un réservoir de croissance important sur les mois à venir avec des contrats allant de 0,2 M€ (comptabilisés dans les 12 mois) à 3M€ (comptabilisés dans les 24 mois), portant notamment sur la mesure d'antennes et la mise en place de systèmes mécaniques incluant des multi-capteurs (savoir-faire spécifique Orbit/Satimo).

Avec 21,3% du CA généré en moyenne sur les deux dernières années, le T1 est généralement le moins significatif de l'exercice, cependant, compte tenu de la dynamique engagée et embarquée, nous maintenons nos prévisions de CA 2013 à 53 M€ (+14%) avec un ROC de 4,9 M€ (MOP, 9,3%).

### Recommandation

**Suite à cette publication, à l'actualisation de nos modèles DCF et comparables, notre objectif de cours ressort inchangé à 9,80€ et notre recommandation reste à Achat.**

Prochain évènement : Publication des résultats semestriels le 25/09/2013

**Système de recommandations :**

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

**Achat :** Potentiel de hausse du titre supérieur à 20% en absolu, fondamentaux satisfaisants à excellents.

**Neutre :** Potentiel de titre compris entre -20% et +20% en absolu par rapport au cours actuel.

**Vendre :** Potentiel de baisse du titre supérieur à 20% en absolu, fondamentaux dégradés ou valorisation excessive.

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

**Historique des recommandations sur les 12 derniers mois :**

**Achat :** Depuis le 16/01/2013

**Neutre :** (-)

**Vendre :** (-).

**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	Non	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