

<b>Achat</b>	<i>Potentiel</i>	15%
<b>Objectif de cours</b>		<b>9,80 €</b>
Cours au 26/09/2013 (c)		8,49 €
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALMIC.PA / ALMIC.FP	

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	32,7%	-4,8%	-3,1%	35,0%
Perf Small 90	15,6%	6,5%	13,1%	20,6%

**Informations boursières (en M€)**

Capitalisation (M€)	30,2
Nb de titres (en millions)	3,6
Volume 12 mois (titres)	4 987
Extrêmes 12 mois	5,61€ / 9,37 €

**Actionnariat**

Investisseurs	63%
Flottant	19%
Salariés	21%

**Données financières (en M€)**

au 31/12	2011	2012	2013e	2014e
CA	44,0	46,4	52,0	59,2
var %	0%	5%	12%	14%
EBE	4,1	5,1	5,9	7,5
% CA	9,4%	11,1%	11,3%	12,7%
ROC	3,2	3,8	4,7	6,1
% CA	7,2%	8,3%	9,0%	10,3%
RN pdg	1,7	2,5	2,6	3,6
% CA	3,9%	5,4%	5,0%	6,1%
Bnpa (€)	0,49	0,70	0,73	1,02
Gearing (%)	-2%	2%	-2%	-1%
ROCE (%)	7%	7%	8%	10%
ROE (%)	5%	7%	9%	10%
Dette nette 2012	0,9			
Dividende n	0			
Yield (%)	0%			

**Ratios**

	2011	2012	2013e	2014e
VE/CA (x)	0,7	0,7	0,6	0,5
VE/EBE (x)	7,5	6,0	5,3	4,2
VE/ROC (x)	9,9	8,1	6,7	5,1
PE (x)	17,4	12,1	11,7	8,3

**Analyste :**

Cécile Aboulion  
01 44 70 20 70  
caboulion@elcorp.com

# Microwave Vision Group

Industrie

## Forte croissance en 2013 et 2014

### Publication du CA et des résultats semestriels

Microwave publie un CA S1 de 23,5 M€, en hausse de 13,4% (+12,4% sur le T1 à 10,9 M€ et + 14,3% sur le T2 à 12,7 M€). La société affiche une croissance particulièrement dynamique sur les systèmes vendus au secteur aérospatiale/défense en Amérique du Nord, zone qui représente 36% du CA S1 2013 (vs 30% au S1 2012). Le ROC ressort en hausse de 4,3% à 0,7 M€ (MOC de 3,1% vs 3,3% au S1 2012) et le RNpg s'affiche à 0,1 M€ (vs 0,6 M€) impacté par des frais financiers ponctuellement élevés sur le S1 à 0,3M€ (0,1 M€ hors éléments non récurrents).

### Commentaires

En séquentiel, Microwave confirme l'accélération de sa croissance avec un CA en hausse de 14,3% sur le T2 (vs +12,4% sur le T1) toujours porté par les prises de commandes des grands donneurs d'ordres de l'aérospatiale/défense aux Etats-Unis et l'offre EMC (compatibilité électromagnétique). L'intégration de Rainford EMC Systems à partir de juillet 2012 permet au groupe de renforcer son chiffre d'affaires sur la compatibilité électromagnétique qui représente désormais 12% du CA S1 à 2,8 M€.

Le ROC de Microwave Vision ressort à 0,7M€ (+4,3%, MOC de 3,1% vs 3,3%). La légère inflexion de la marge opérationnelle est liée à l'intégration de Rainford EMC Systems depuis juillet 2012 (moins génératrice de marge brute), à une hausse des frais de livraison de matériel absorbant compte tenu du décalage de la mise en service de l'usine en Chine (qui devrait être opérationnelle au S1 2014) et aux efforts d'optimisation des systèmes fabriqués par Microwave qui ont impliqué un surcote au S1 2013. La forte activité du groupe a également soutenu les frais de voyages sur la période alors que les autres charges externes sont restées contenues.

A noter que le S1 est traditionnellement peu générateur de marge pour Microwave Vision avec 18% de son résultat opérationnel généré sur le S1 au cours des trois dernières années.

Le RNpg ressort à 0,1 M€ (vs 0,6 M€) impacté par des frais financiers ponctuellement élevés (0,3M€) dont 60 k€ de frais de dossiers pour les emprunts souscrits en 2012 (OSEO notamment) et 90 k€ d'effet de change négatif sur le yen. La société affiche 3,0 M€ de disponibilités (-2,6 M€ vs fin 2012) compte tenu d'investissements en R&D, de frais de déménagement de l'usine de San Diego et de l'acquisition de nouvelles machines. A noter que Microwave peut tirer 2,8 M€ de ligne de crédit d'ici fin 2013 (issus du prêt de 8M€ obtenu en juillet 2012).

Avec un carnet de commandes en hausse de 57% sur le S1 2013, Microwave dispose d'un réservoir de croissance important sur les mois à venir. Nous ajustons légèrement nos perspectives de croissance sur le S2 que nous attendons en hausse de 11,8% à 28,6 M€ (effet de base négatif lié à l'intégration de Rainford en juillet 2012) avec un CA annuel de 52 M€ (vs 53 M€ précédemment). Nous ajustons le ROC à 4,7 M€ (4,0 M€ généré sur le S2), avec une MOC de 9% (vs 4,9M€ et une MOC à 9,3% précédemment).

### Recommandation

**Suite à cette publication, et à l'ajustement à la marge de nos estimations, notre objectif de cours ressort inchangé à 9,80€ et notre recommandation reste à Achat.**

Prochain évènement : Publication du CA T3, le 20/11/2013

**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 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Alléger** : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% 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 à compter du 04/09/2013**

**Achat** : Depuis le 04/09/2013

**Accumuler** :

**Alléger** : (-)

**Vente** :

**Sous revue** : (-)

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

**Achat** : Du 16/01/2013 au 03/09/2013

**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 États-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