

Accumuler (vs Achat)	Potentiel	13%
Objectif de cours	8,70 € (vs 9,60 €)	
Cours au 30/09/2015 (c)	7,70 €	
Alternext Paris		
Reuters / Bloomberg	ALMIC.PA / ALMIC.FP	

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-21,9%	6,2%	-1,2%	-22,6%
Perf CAC Small	16,5%	-4,7%	-1,3%	14,4%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M €)	48,4
Nb de titres (en millions)	6,3
Volume 12 mois (titres)	8 377
Extrêmes 12 mois	7,25 € / 10,45 €

Actionnariat	
Seventure	14%
Bpifrance	14%
Management et salariés	12%
Public	60%

Données financières (en M €)				
au 31/12	2014	2015e	2016e	2017e
CA	56,7	61,4	68,2	75,0
var %	10,0%	8,4%	11,0%	10,0%
EBE	7,0	8,0	9,5	10,8
% CA	12,4%	13,0%	13,9%	14,4%
ROC	5,0	5,9	7,1	8,2
% CA	8,8%	9,6%	10,4%	10,9%
RN pdg	2,4	2,4	4,9	6,2
% CA	4,2%	4,0%	7,2%	8,3%
Bnpa (€)	0,38	0,39	0,78	0,99
Gearing (%)	-29%	-26%	-26%	-26%
ROCE (%)	8%	8%	9%	9%
ROE (%)	3%	3%	6%	7%
Dette nette 2014	-20,1			
Dividende n	0,00			
Yield (%)	0%			

Ratios				
	2014	2015e	2016e	2017e
VE/CA (x)	0,6	0,5	0,5	0,4
VE/EBE (x)	4,7	4,2	3,5	2,9
VE/ROC (x)	6,7	5,7	4,7	3,8
PE (x)	21,3	19,8	9,9	7,8

Analyste :
Cécile Aboulian
01 44 70 20 70
caboulian@elcorp.com

Microwave Vision Group

Industrie

Un résultat opérationnel courant en ligne avec nos attentes

Publication des résultats semestriels 2015

Microwave publie un CA S1 2015 de 27,9 M€ (+7%, -2,4% tcc), en ligne avec nos attentes (27,6 M€). Le groupe a bénéficié de la hausse du dollar face à l'euro et d'une dynamique forte sur les segments EMC (+22% à 4,1M€), EIC (+17% à 1,0 M€) et Télécommunications Civiles AMS (+11,8% à 11,8 M€). L'Aérospatiale/Défense AMS (en baisse de 4,7% à 10,8 M€) a pâti d'un mix produit défavorable malgré la hausse des volumes. Le carnet de commandes ressort à 32,4 M€.

Commentaires

Sans détailler les croissances à taux de change constant par segment, Microwave reporte que la croissance reste forte sur l'EMC, l'EIC et les Télécommunications civiles dans l'AMS. Seul le segment aéronautique est impacté par une baisse des prix, qui n'est pas structurelle mais dictée par le calendrier de production. Microwave reporte ainsi une répartition équilibrée du chiffre d'affaires AMS : 52% pour les Télécommunications Civiles et 48% pour l'Aérospatiale/Défense.

L'impact de la hausse du dollar a été de +2,4 M€ sur le CA et de -2,4 M€ sur les charges avec la moitié de la masse salariale rémunérés en \$. La hausse du dollar a ainsi pesé sur la rentabilité à hauteur de 1,0 M€. Compte tenu de la maîtrise des coûts mise en place en parallèle, l'EBE reste résistante à 2,3 M€ (+11,5%).

Le résultat opérationnel enregistre toutefois des charges non courantes de 0,8 M€ (0,5 M€ liés aux restructurations des filiales, 0,3 M€ pour la défense de propriété intellectuelle et 0,2 M€ de frais liés à un projet de croissance externe avorté). Le ROP ressort ainsi en baisse de 50% à 0,6 M€. Le S2 devrait également afficher des charges de restructuration et de protection intellectuelle que nous estimons à 0,7 M€.

Sur le semestre, la génération de cash-flow opérationnel est grevée par une forte hausse du BFR (+4,8 M€) compte tenu de créances clients ponctuellement élevées (créances de clients importants et créances de TVA qui ont été réglées en septembre) et de la hausse des stocks afin de répondre aux exigences de livraison des clients. Le niveau de stocks est ainsi appelé à être structurellement un peu plus élevé selon nous (14,5% du CA HT vs 13,2% sur les trois dernières années).

Microwave confirme ses ambitions de marge opérationnelle courante à 10% en 2015 et 12% en 2016. A ce stade, nous ne changeons pas nos estimations et attendons un chiffre d'affaires de 61,5 M€ pour un ROC de 5,9 M€. Seul le RN 2015 est ajusté compte tenu des charges non courantes à 2,4 M€ (vs 3,4 M€ précédemment) faisant ressortir un BPA de 0,39 € (vs 0,38 € en 2014).

Recommandation

Compte tenu de l'ajustement de nos perspectives (BFR) et de l'actualisation nos modèles (baisse des comparables depuis mai 2015), notre objectif de cours passe à 8,70 € (vs 9,60 €). Notre recommandation passe à Accumuler (vs Achat).

Compte de résultat (M€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Chiffre d'affaires	46,4	51,5	56,7	61,4	68,2	75,0
Excédent brut d'exploitation	5,1	5,5	7,0	8,0	9,5	10,8
Résultat opérationnel courant	3,8	4,2	5,0	5,9	7,1	8,2
Résultat opérationnel	3,8	4,2	4,1	4,4	7,1	8,2
Résultat financier	-0,5	-0,3	-0,5	-0,1	0,9	1,9
Impôts	-0,6	-0,8	-0,9	-1,4	-2,7	-3,3
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,2	0,1	0,2	0,4	0,4	0,5
Résultat net part du groupe	2,5	2,9	2,4	2,4	4,9	6,2
Bilan (M€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Actifs non courants	22,7	24,3	25,6	26,5	27,5	28,7
<i>dont goodwill</i>	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5
BFR	16,1	19,1	25,2	28,0	31,3	34,4
Disponibilités + VMP	5,6	7,1	29,6	27,6	27,6	29,9
Capitaux propres	37,3	39,8	70,0	72,8	78,2	84,9
Emprunts et dettes financières	6,5	10,0	9,5	8,5	7,5	7,5
Total Bilan	60,3	69,1	101,3	104,7	111,3	120,4
Tableau de flux (M€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Marge Brute d'autofinancement	4,5	4,7	5,5	5,5	13,2	14,3
Variation de BFR	2,1	3,1	6,7	2,8	3,3	3,1
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	2,4	1,6	-0,3	2,7	8,8	9,2
Investissements opérationnels nets	-3,1	-3,3	-3,0	-3,1	-3,4	-3,8
Investissements financiers nets	-1,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-4,3	-3,4	-3,1	-3,1	-3,4	-3,8
Augmentation de capital	0,0	0,0	27,4	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	4,0	3,7	-1,3	-1,0	-1,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	4,0	3,4	25,7	-1,0	-1,0	0,0
Variation de trésorerie	2,1	1,6	22,2	-1,4	4,4	5,5
Ratios (%)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Variation chiffre d'affaires	5,3%	11,1%	10,0%	8,4%	11,0%	10,0%
Marge EBE	11%	11%	12%	13%	14%	14%
Marge opérationnelle courante	8%	8%	9%	10%	10%	11%
Marge opérationnelle	8%	8%	7%	7%	10%	11%
Marge nette	5%	6%	4%	4%	7%	8%
Capex/CA	-7%	-6%	-5%	-5%	-5%	-5%
BFR/CA	35%	37%	44%	46%	46%	46%
ROCE	9%	8%	8%	8%	9%	9%
ROCE hors GW	15%	13%	11%	10%	11%	12%
ROE	7%	7%	3%	3%	6%	7%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ratios d'endettement	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Gearing (%)	2%	7%	-29%	-26%	-26%	-26%
Dettes nette/EBE	0,2	0,5	-2,9	-2,4	-2,1	-2,1
EBE/charges financières	11,1	16,7	13,3	65,5	-10,8	-5,7
Valorisation	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Nombre d'actions (en millions)	3,6	3,6	6,3	6,3	6,3	6,3
Nombre d'actions moyen (en millions)	3,6	3,6	4,9	6,3	6,3	6,3
Cours (moyenne annuelle en euros)	6,3	8,4	10,3	7,7	7,7	7,7
(1) Capitalisation boursière moyenne	22,4	29,8	50,7	48,4	48,4	48,4
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	0,8	2,9	-20,1	-19,2	-20,1	-22,4
(3) Valeur des minoritaires	3,8	2,1	3,5	6,0	6,7	7,4
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres ajustements	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)+(5)	27,0	34,7	34,1	35,2	34,9	33,3
PER	8,9	10,2	21,3	19,8	9,9	7,8
EV/ EBE	5,3	6,3	4,8	4,4	3,7	3,1
EV/ROC	7,1	8,2	6,9	6,0	4,9	4,1
EV/CA	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4
P/B	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
Données par action (€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Bnpa	0,70	0,82	0,38	0,39	0,78	0,99
Book value/action	10,5	11,2	11,1	11,6	12,4	13,5
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 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 sur les 12 derniers mois

Achat : Du 22/10/2014 au 25/02/2015 et du 27/05/2015 au 30/09/2015

Accumuler : Du 01/10/2014 au 21/10/2014, du 26/02/2015 au 26/05/2015 et depuis le 01/10/2015

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