

Accumuler (vs Achat)	Potentiel	16%
Objectif de cours	8,00 € (vs 8,90€)	
Cours au 25/02/2016 (c)		7,77 €
Alternext Paris		
Reuters / Bloomberg		
	ALMIC.PA / ALMIC.FP	

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-8,1%	1,6%	4,9%	0,3%
Perf CAC Small	-9,9%	-1,9%	-6,2%	3,2%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M €)	48,1
Nb de titres (en millions)	6,3
Volume 12 mois (titres)	6 608
Extrêmes 12 mois	7,10 € / 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	60,0	65,4	70,4	
var %	10,0%	5,9%	9,0%	7,6%	
EBE	7,0	7,4	8,2	9,0	
% CA	12,4%	12,3%	12,5%	12,8%	
ROC	5,0	5,6	6,3	6,9	
% CA	8,8%	9,3%	9,6%	9,9%	
RN pdg	2,4	2,1	2,9	4,0	
% CA	4,2%	3,5%	4,5%	5,7%	
Bnpa (€)	0,38	0,33	0,46	0,64	
Gearing (%)	-29%	-26%	-24%	-24%	
ROCE (%)	8%	7%	8%	8%	
ROE (%)	3%	3%	4%	5%	
Dette nette 2014	-20,1				
Dividende n	0,00				
Yield (%)	0%				

Ratios					
	2014	2015e	2016e	2017e	
VE/CA (x)	0,6	0,6	0,5	0,5	
VE/EBE (x)	4,8	4,7	4,4	4,0	
VE/ROC (x)	6,8	6,2	5,7	5,1	
PE (x)	21,3	22,8	16,5	12,0	

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

Microwave Vision Group

Industrie

Une année 2016 attendue plus dynamique que 2015

Publication du chiffre d'affaires 2015

Microwave Vision publie un CA 2015 en hausse de 6% à 60 M€ (-3% à tcc), en dessous de nos attentes (63,5 M€), porté essentiellement par le pôle AMS qui représente 82% du CA à 49,2 M€, en hausse de 7% (46,0 M€ en 2014). Tandis que le département EMC est stable à 9,0 M€ et le département EIC ressort à 1,9 M€ (+11,8%).

Commentaires

Séquentiellement, le CA T4 ralentit à 2,8% (vs +7,9% au T3) compte tenu des décalages de contrats, notamment de celui signé avec Pit-Radwar (2,3 M€ de CA reconnu en 2015 sur 9 M€).

Le segment AMS réalise 82% du CA à 49,2 M€ (+7%) grâce aux Télécommunications (+10,2%) qui bénéficient d'une forte demande dans les applications automobile et la branche Aérospatiale Défense (+4,2%) qui a connu une forte hausse de ses prises de commandes en fin d'année.

Sur l'année, l'Aérospatiale Défense (50,4% du CA) et les Télécommunications (49,6% du CA) ont bénéficié d'un effet de change favorable avec respectivement environ 60% et 33% de leur CA réalisé en dollar selon nous (avec un dollar qui a augmenté de 19,7% sur un an face à l'euro).

Le pôle EMC enregistre un CA de 9,0 M€ (stable), dû en partie au décalage de certains contrats. Le partenariat avec Amplifier Research devrait générer plus de revenus en 2016.

Le pôle EIC ressort à 1,9 M€ (+3 %) toujours tiré par son offre de dosimètres.

Les revenus du groupe sont en forte progression en Europe-Moyen Orient (+17%) et en Amérique (+13%), grâce à la signature de nombreux contrats, cependant l'Asie est en baisse de 10% (+26 % en 2014).

Avec un niveau de prise de commandes de 72,2 M€ pour 2015, Microwave affiche un carnet de commandes à fin 2015 de 55,3 M€ sur 18 mois (+28,3%). Cette très bonne visibilité devrait aboutir à une accélération de la croissance sous réserve de stabilité de l'eurodollar. Le groupe mentionne qu'il reste en recherche d'opportunités de croissance externe.

Compte tenu de la publication, nous revoyons nos attentes de ROC 2015 à 5,6 M€ (MOC de 9,3%) vs 6,3 M€ préalablement et de CA 2016 à 65,4 M€ (+ 9%) avec un ROC de 6,3 M€ (MOC de 9,6%) vs 7,1 M€ préalablement.

Recommandation

Suite à la mise à jour de nos estimations et à l'actualisation de nos modèles (comparables, taux sans risque), notre objectif de cours ressort à 8,00 € (vs 8,90 €) et 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	60,0	65,4	70,4
Excédent brut d'exploitation	5,1	5,5	7,0	7,4	8,2	9,0
Résultat opérationnel courant	3,8	4,2	5,0	5,6	6,3	6,9
Résultat opérationnel	3,8	4,2	4,1	4,1	5,3	6,9
Résultat financier	-0,5	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3
Impôts	-0,6	-0,8	-0,9	-1,2	-1,7	-2,2
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	2,1	2,9	4,0
Bilan (M€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Actifs non courants	22,7	24,3	25,6	26,8	28,2	29,7
<i>dont goodwill</i>	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5
BFR	16,1	19,1	25,2	27,5	30,0	32,2
Disponibilités + VMP	5,6	7,1	29,6	27,5	25,9	26,6
Capitaux propres	37,3	39,8	70,0	72,5	75,8	80,3
Emprunts et dettes financières	6,5	10,0	9,5	8,5	7,5	7,5
Total Bilan	60,3	69,1	101,3	103,7	108,0	114,2
Tableau de flux (M€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Marge Brute d'autofinancement	4,5	4,7	5,5	4,6	5,5	6,8
Variation de BFR	2,1	3,1	6,7	2,3	2,5	2,3
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	2,4	1,6	-0,3	2,3	3,0	4,5
Investissements opérationnels nets	-3,1	-3,3	-3,0	-3,0	-3,3	-3,5
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	-3,0	-3,3	-3,5
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	-1,7	-1,3	1,0
Ratios (%)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Variation chiffre d'affaires	5,3%	11,1%	10,0%	5,9%	9,0%	7,6%
Marge EBE	11%	11%	12%	12%	13%	13%
Marge opérationnelle courante	8%	8%	9%	9%	10%	10%
Marge opérationnelle	8%	8%	7%	7%	8%	10%
Marge nette	5%	6%	4%	4%	4%	6%
Capex/CA	-7%	-6%	-5%	-5%	-5%	-5%
BFR/CA	35%	37%	44%	46%	46%	46%
ROCE	9%	8%	8%	7%	8%	8%
ROCE hors GW	15%	13%	11%	10%	10%	10%
ROE	7%	7%	3%	3%	4%	5%
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%	-24%	-24%
Dettes nette/EBE	0,2	0,5	-2,9	-2,6	-2,3	-2,1
EBE/charges financières	11,1	16,7	13,3	21,9	28,8	32,2
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	48,1	48,1	48,1
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	0,8	2,9	-20,1	-19,0	-18,5	-19,1
(3) Valeur des minoritaires	3,7	2,0	3,3	5,8	6,3	6,8
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	26,9	34,7	33,9	34,8	35,9	35,8
PER	8,9	10,2	21,3	22,8	16,5	12,0
EV/ EBE	5,2	6,3	4,8	4,7	4,4	4,0
EV/ROC	7,0	8,2	6,8	6,2	5,7	5,1
EV/CA	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
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	0,33	0,46	0,64
Book value/action	10,5	11,2	11,1	11,5	12,1	12,8
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 27/05/2015 au 30/09/2015 et depuis le 26/11/2015

Accumuler : du 26/02/2015 au 26/05/2015, du 01/10/2015 au 25/11/2015 et depuis le 26/02/2016

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 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