

Achat (vs sous revue)	17,5%
23,50 € (vs sous revue)	
Cours au 22/04/2020	20,00 €
Euronext Growth Paris	
Reuters / Bloomberg	ALMIC.PA / ALMIC.FP

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	11,4%	32,9%	15,7%	49,3%
Perf CAC Small	-26,7%	10,9%	-27,0%	-26,8%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M €)	129,7
Nb de titres (en millions)	6,5
Volume 12 mois (titres)	6 486
Extrêmes 12 mois	13,00 € / 23,60 €

Actionnariat	
Investisseurs	40%
Management et salariés	13%
Public	47%

Données financières (en M €)				
au 31/12	2019e	2020e	2021e	2022e
CA	87,4	100,9	118,9	128,3
var %	17,2%	15,4%	17,9%	7,9%
EBE	12,6	15,0	18,6	20,3
% CA	14,4%	14,8%	15,6%	15,9%
ROC	6,9	9,1	12,5	14,0
% CA	7,9%	9,0%	10,5%	10,9%
RN pdg	4,6	6,4	9,3	10,5
% CA	5,3%	6,4%	7,8%	8,2%
Bnpa (€)	0,71	0,99	1,44	0,00
Gearing (%)	-22%	-27%	-31%	-38%
ROCE (%)	11%	14%	18%	0%
ROE (%)	6%	8%	10%	0%
Dette nette	-17,0	-22,1	-28,4	-39,1
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	0%	0%	0%	0%

Ratios				
	2019e	2020e	2021e	2022e
VE/CA (x)	0,9	1,1	0,9	0,7
VE/EBE (x)	6,1	7,2	5,4	4,5
VE/ROC (x)	11,1	11,9	8,1	6,5
PE (x)	20,2	20,2	13,9	12,3

Analyste :

Cécile Aboulian

01 44 70 20 70

caboulian@elcorp.com

Microwave Vision Group

Industrie

Des achats qui viennent ponctuellement peser sur les marges

Publication des résultats 2019

Après la publication de son CA 2019 de 87,3 M€ (+17,0%, +12,8% à tcc) et du CP d'information sur le Covid-19, MVG communique sur des résultats un peu en-dessous de nos attentes avec un ROC de 6,9 M€ (vs 7,9 M€e) et un RN de 4,6 M€ (vs 5,3 M€ attendus). Le décalage avec nos attentes provient de la baisse ponctuelle du taux de marge brute sur le S2 liée au mix produits défavorable et à la montée en puissance du contrat de grande envergure signé en février 2019.

Le groupe confirme qu'aucune commande n'a été annulée depuis le début de l'exercice malgré la crise et qu'il est confiant dans sa trajectoire de croissance vertueuse. **Positionné sur des marchés de la 5G et de la Défense en forte croissance, disposant d'une offre multi-capteurs à forte valeur ajoutée et d'une trésorerie nette de 17,9 M€, nous sommes confiants dans la capacité du groupe de continuer à afficher un profil résilient durant la crise.**

Commentaires

Sur l'année le taux de marge brute ressort ainsi à 60,9% (-3,6 pts) avec -0,5/-0,6 pt liés à la montée en puissance du contrat de 30 M€ de février 2019 et le reste de la baisse lié au mix produit et aux ventes de chambres anechoïdes (moins bien margées). Le ROC de 6,9 M€ prend en compte 1,0 M€ d'attribution d'actions gratuites (montant identique à prévoir en 2020 pour ce même plan).

Les effectifs sont passés de 352 à 378 personnes en moyenne avec une légère inflation sur les salaires qui a abouti à une masse salariale en hausse de 10% hors AGA.

Après prise en compte de 0,6 M€ de charges non courantes (liées à des frais juridiques en Chine) et d'un impôt de 1,3 M€ (vs 0,8 M€ en 2018), le RN ressort à 4,6 M€ (vs 4,8 M€ en 2018).

Le cash-flow opérationnel de 12,0 M€ (vs -0,7 M€ en 2018) bénéficie de la très bonne maîtrise du BFR (hausse de 0,9 M€ vs 9,0 M€ en 2018). La trésorerie a également bénéficié de l'exercice de BSAR en juillet dernier pour 2,8 M€. La trésorerie nette ressort à 17,9 M€ (vs 10,0 M€ fin 2018).

Dans la continuité de son CP sur le Covid-19, le management est confiant pour 2020 et vise un nouvel exercice de croissance de son chiffre d'affaires et de son EBITDA. Dans le contexte actuel, le groupe pourrait néanmoins pâtir d'une part d'un décalage des installations sur la partie Télécom et d'autre part de reports de travaux de maintenance (à hauteur de 1 M€ sur 4 M€ en annuel). Compte tenu du niveau de prises de commande en Aéronautique/Défense, la société aurait les capacités de se déployer davantage sur ce segment et compenser le ralentissement éventuel sur les Télécoms.

Suite à la publication, nous ajustons nos prévisions 2020 avec un CA maintenu à 100,9 M€ et un ROC à 9,1 M€. Nous maintenons nos attentes en 2021 avec un CA de 118,9 M€ et un ROC de 12,5 M€.

Recommandation

Compte tenu de la mise à jour de nos estimations et de nos modèles, notre objectif de cours ressort à 23,50 € (vs sous-revue) et nous sommes à l'Achat (vs sous-revue).

Prochaine publication : CA T1 2020, le 19/05/2020 après bourse

Compte de résultat (M€)	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Chiffre d'affaires	71,1	74,6	87,4	100,9	118,9	128,3
Excédent brut d'exploitation	7,8	10,2	12,6	15,0	18,6	20,3
Résultat opérationnel courant	4,4	6,9	6,9	9,1	12,5	14,0
Résultat opérationnel	4,3	6,4	6,3	8,8	12,5	14,0
Résultat financier	-2,0	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Impôts	-1,6	-0,8	-1,3	-1,9	-2,8	-3,1
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	-0,7	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	1,3	4,8	4,6	6,4	9,3	10,5
Bilan (M€)	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Actifs non courants	29,2	28,6	37,9	37,0	36,8	36,9
<i>dont goodwill</i>	<i>13,5</i>	<i>13,5</i>	<i>13,5</i>	<i>13,5</i>	<i>13,5</i>	<i>13,5</i>
BFR	22,6	32,2	29,7	31,9	35,1	34,9
Disponibilités + VMP	25,2	14,7	22,1	26,1	31,3	40,8
Capitaux propres	69,8	68,9	76,1	82,5	91,9	102,4
Emprunts et dettes financières	5,7	4,7	5,1	4,0	2,9	1,8
Total Bilan	99,0	95,9	125,7	136,6	151,9	165,1
Tableau de flux (M€)	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Marge Brute d'autofinancement	4,1	9,5	12,6	10,8	13,4	15,3
Variation de BFR	-1,5	8,7	-2,5	2,3	3,1	-0,2
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	5,6	-0,7	13,2	8,6	9,8	13,5
Investissements opérationnels nets	-2,7	-2,3	-15,0	-5,0	-5,9	-6,4
Investissements financiers nets	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-3,0	-8,5	-3,5	-5,0	-5,9	-6,4
Augmentation de capital	0,0	0,0	2,6	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-1,2	-1,0	-1,1	-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	-1,7	-1,6	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Variation de trésorerie	0,8	-10,8	8,6	2,4	2,7	6,0
Ratios (%)	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Variation chiffre d'affaires	7,7%	5,0%	17,2%	15,4%	17,9%	7,9%
Marge EBE	11,0%	13,7%	14,4%	14,8%	15,6%	15,9%
Marge opérationnelle courante	6,2%	9,2%	7,9%	9,0%	10,5%	10,9%
Marge opérationnelle	6,0%	8,6%	7,2%	8,7%	10,5%	10,9%
Marge nette	1,9%	6,4%	5,3%	6,4%	7,8%	8,2%
Capex/CA	-3,9%	-3,1%	-17,1%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
BFR/CA	31,8%	43,2%	33,9%	31,7%	29,5%	27,2%
ROCE	2,7%	12,1%	10,9%	13,9%	18,4%	20,7%
ROCE hors GW	3,8%	15,9%	13,8%	17,6%	23,0%	25,9%
ROE	1,9%	6,9%	6,1%	7,8%	10,2%	10,3%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Gearing (%)	-28%	-14%	-22%	-27%	-31%	-38%
Dettes nettes/EBE	-2,5	-1,0	-1,3	-1,5	-1,5	-1,9
EBE/charges financières	3,9	16,2	31,5	37,4	46,5	50,9
Valorisation	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Nombre d'actions (en millions)	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
Nombre d'actions moyen (en millions)	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
Cours (moyenne annuelle en euros)	8,7	10,3	14,4	20,0	20,0	20,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	56,4	66,8	93,4	129,7	129,7	129,7
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	-19,6	-10,0	-17,0	-22,1	-28,4	-39,1
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	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)	36,9	56,9	76,4	107,6	101,3	90,7
PER	42,0	14,0	20,2	20,2	13,9	12,3
EV/ EBE	4,7	5,6	6,1	7,2	5,4	4,5
EV/ROCE	8,4	8,2	11,1	11,9	8,1	6,5
EV/CA	0,5	0,8	0,9	1,1	0,9	0,7
P/B	0,8	1,0	1,2	1,6	1,4	1,3
Données par action (€)	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Bnpa	0,21	0,73	0,71	0,99	1,44	1,62
Book value/action	10,8	10,6	11,7	12,7	14,2	15,8
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 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 30/09/2019 au 20/02/2020 et depuis le 22/04/2020
- Accumuler : Du 21/02/2020 au 24/03/2020
- Neutre: (-)
- Alléger: (-)
- Vente: (-)
- Sous revue: Du 25/03/2020 au 22/04/2020

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