

Sous-revue

Cours au 23/09/2020	25,30 €
Euronext Growth Paris	
Reuters / Bloomberg	ALMIC.PA / ALMIC.FP

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	36,8%	0,4%	3,3%	68,7%
Perf CAC Small	-15,0%	-1,4%	-0,2%	-8,7%

Informations boursières (en M €)

Capitalisation (M €)	164,1
Nb de titres (en millions)	6,5
Volume 12 mois (titres)	7 304
Extrêmes 12 mois	13,00 € / 25,90 €

Actionnariat

Investisseurs	40%
Management et salariés	13%
Public	47%

Données financières (en M €)

au 31/12	2019e	2020e	2021e	2022e
CA	87,4	102,0	115,3	122,9
var %	17,2%	16,7%	13,0%	6,6%
EBE	12,6	16,0	18,9	20,3
% CA	14,4%	15,7%	16,4%	16,5%
ROC	6,9	10,2	12,9	14,1
% CA	7,9%	10,0%	11,2%	11,4%
RN pdg	4,6	7,3	9,6	10,5
% CA	5,3%	7,2%	8,3%	8,6%
Bnpa (€)	0,71	1,13	1,48	0,00
Gearing (%)	-20%	-26%	-32%	-39%
ROCE (%)	10%	15%	19%	0%
ROE (%)	6%	9%	10%	0%
Dette nette	-15,1	-21,5	-29,6	-40,8
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	0%	0%	0%	0%

Ratios

	2019e	2020e	2021e	2022e
VE/CA (x)	0,9	1,4	1,2	1,0
VE/EBE (x)	6,2	8,9	7,1	6,1
VE/ROC (x)	11,3	13,9	10,5	8,8
PE (x)	20,2	22,4	17,1	15,6

Analyste :

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

Microwave Vision Group

Industrie

Croissance et maîtrise des charges= le combo gagnant

Publication des résultats S1 2020

Microwave Vision publie un chiffre d'affaires S1 2020 de 41,6 M€, en croissance de 21,8% (+19,7% à tcc) porté par le segment Aérospatiale/Défense. L'EBE ressort à 7,2 M€ (marge de 15,7% vs 11,6 % au S1 2019) et le RN à 4,3 M€ (vs 1,6 M€ au S1 2019). La rentabilité a été globalement soutenue non seulement par la hausse du volume d'affaires mais aussi par la maîtrise des à. Sur le semestre en cours, le management reste confiant sur sa capacité de délivrer de la croissance avec un carnet de commandes de 134,7 M€ au 30 juin (+27,3%). Le groupe est également revenu sur la signature du contrat d'acquisition par HLD Europe de 55,56% du capital de Microwave auprès de ses principaux actionnaires à 26,00 €. En termes de calendrier le transfert des blocs devrait avoir lieu d'ici fin 2020, une OPAS devrait être lancée sur la totalité des actions à l'issue de ce transfert et un retrait de cote devrait être réalisé.

Commentaires

La croissance de chiffre d'affaires de 21,8% a été principalement portée par l'Aéronautique/Défense qui ressort en hausse de 29% à 23,1 M€ compte tenu des derniers contrats sur les projets de grande ampleur passés sur ce pôle. Le segment Télécoms ressort en hausse de près de 15% compte tenu d'une demande pour les systèmes de mesure pour la 5G qui est toujours dynamique. Le S2 devrait à nouveau s'inscrire en croissance à deux chiffres avec une contribution légèrement majoritaire de l'Aérospatiale/Défense.

L'EBE ressort dans le même temps en hausse de 2,9 M€ à 7,2 M€ bénéficiant principalement de la hausse de la topline de 21,8%. Les charges ont également été parfaitement maîtrisées avec une hausse de 7,2% (+2,0% hors AGA) prenant en compte une baisse de 1,7 M€ des charges externes (baisse des déplacements) et une hausse de 1,3 M€ des charges de personnel (hors AGA) pour accompagner la croissance.

En terme de cash, Microwave a bénéficié d'un BFR particulièrement bien géré en terme de créances clients et a perçu des acomptes significatifs dans le cadre des contrats majeurs signés. Le CF opérationnel ressort ainsi à 19,4 M€ (vs 3,1 M€ au S1 2019). La trésorerie nette ressort ainsi à 25,0 M€.

Compte tenu de cette publication, nous ajustons nos attentes pour l'exercice 2020 avec un CA de 102, M€ (vs 103,0 M€) et un ROC de 10,0 M€ (vs 9,4 M€).

Recommandation

Compte tenu de l'opération en cours, nous mettons notre objectif de cours et notre recommandation sous-revue.

Prochaine publication : chiffre d'affaires T3 2020, le 17/11/2020 après bourse

Compte de résultat (M€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Chiffre d'affaires	71,1	74,6	87,4	102,0	115,3	122,9
Excédent brut d'exploitation	7,8	10,2	12,6	16,0	18,9	20,3
Résultat opérationnel courant	4,4	6,9	6,9	10,2	12,9	14,1
Résultat opérationnel	4,3	6,4	6,3	9,9	12,9	14,1
Résultat financier	-2,0	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Impôts	-1,6	-0,8	-1,3	-2,2	-2,9	-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	7,3	9,6	10,5
Bilan (M€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Actifs non courants	29,2	28,6	37,9	37,2	36,9	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	32,6	33,2	35,0	34,4
Disponibilités + VMP	25,2	14,7	22,1	25,5	32,5	42,6
Capitaux propres	69,8	68,9	76,1	83,4	93,0	103,6
Emprunts et dettes financières	5,7	4,7	7,0	4,0	2,9	1,8
Total Bilan	99,0	95,9	125,7	137,0	150,7	163,1
Tableau de flux (M€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Marge Brute d'autofinancement	4,1	9,5	11,1	11,6	15,6	15,2
Variation de BFR	-1,5	8,7	-0,9	0,6	1,8	-0,6
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	5,6	-0,7	12,0	11,0	11,3	13,8
Investissements opérationnels nets	-2,7	-2,3	-3,7	-5,1	-5,8	-6,1
Investissements financiers nets	-0,3	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-3,0	-8,5	-3,6	-5,1	-5,8	-6,1
Augmentation de capital	0,0	0,0	2,8	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-1,2	-1,0	-6,3	-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	7,3	4,9	4,5	6,6
Ratios (%)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Variation chiffre d'affaires	7,7%	5,0%	17,2%	16,7%	13,0%	6,6%
Marge EBE	11,0%	13,7%	14,4%	15,7%	16,4%	16,5%
Marge opérationnelle courante	6,2%	9,2%	7,9%	10,0%	11,2%	11,4%
Marge opérationnelle	6,0%	8,6%	7,2%	9,7%	11,2%	11,4%
Marge nette	1,9%	6,4%	5,3%	7,2%	8,3%	8,6%
Capex/CA	-3,9%	-3,1%	-4,2%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
BFR/CA	31,8%	43,2%	37,3%	32,6%	30,4%	28,0%
ROCE	2,7%	12,1%	10,4%	15,4%	18,9%	20,9%
ROCE hors GW	3,8%	15,9%	13,0%	19,3%	23,6%	26,2%
ROE	1,9%	6,9%	6,1%	8,8%	10,3%	10,2%
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	2019	2020e	2021e	2022e
Gearing (%)	-28%	-14%	-20%	-26%	-32%	-39%
Dettes nette/EBE	-2,5	-1,0	-1,2	-1,3	-1,6	-2,0
EBE/charges financières	3,9	16,2	31,5	40,1	47,2	50,7
Valorisation	2017	2018	2019	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	25,3	25,3	25,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	56,4	66,8	93,4	164,1	164,1	164,1
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-19,6	-10,0	-15,1	-21,5	-29,6	-40,8
(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	78,3	142,6	134,5	123,4
PER	42,0	14,0	20,2	22,4	17,1	15,6
EV/ EBE	4,7	5,6	6,2	8,9	7,1	6,1
EV/ROC	8,4	8,2	11,3	13,9	10,5	8,8
EV/CA	0,5	0,8	0,9	1,4	1,2	1,0
P/B	0,8	1,0	1,2	2,0	1,8	1,6
Données par action (€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Bnpa	0,21	0,73	0,71	1,13	1,48	1,62
Book value/action	10,8	10,6	11,7	12,9	14,3	16,0
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 du 22/04/2020 au 23/09/2020
- Accumuler : Du 21/02/2020 au 24/03/2020
- Neutre: (-)
- Alléger: (-)
- Vente: (-)
- Sous revue: Du 25/03/2020 au 22/04/2020 et depuis le 24/09/2020

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