

Achat (vs Accumuler)	Potentiel	21%
Objectif de cours	9,60€ (vs 10,30€)	
Cours au 26/05/2015 (c)		7,92 €
Alternext Paris		
Reuters / Bloomberg	ALMIC.PA / ALMIC.FP	

Microwave Vision Group

Industrie

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-20,3%	-21,6%	-20,5%	-28,6%
Perf CAC Small	21,7%	2,4%	8,4%	11,3%

Informations boursières (en M €)

Capitalisation (M €)		49,8
Nb de titres (en millions)		6,3
Volume 12 mois (titres)		8 847
Extrêmes 12 mois		7,91€ 11,428 €

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	3,4	4,9	6,2
% CA	4,2%	5,6%	7,2%	8,3%
Bnpa (€)	0,38	0,55	0,78	0,99
Gearing (%)	-29%	-28%	-27%	-28%
ROCE (%)	7%	8%	9%	9%
ROE (%)	4%	5%	7%	8%
Dettes nettes 2014	-20,1			
Dividende n	0			
Yield (%)	0%			

Ratios

	2014	2015e	2016e	2017e
VE/CA (x)	0,5	0,5	0,4	0,4
VE/EBE (x)	4,2	3,7	3,1	2,8
VE/ROC (x)	6,0	5,1	4,2	3,6
PE (x)	20,9	14,4	10,2	8,0

Analyste :

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

Baisse des activités consommatrices de BFR sur le T1

Publication du CA T1 2015

Microwave publie un chiffre d'affaires T1 2015 de 12,1 M€ (-5,7%), en dessous de nos attentes compte tenu de la baisse des activités consommatrices de BFR (BFR qui avait augmenté de 6,7 M€ en 2014). L'EMC ressort ainsi en baisse de 37,8% à 1,4 M€. La principale activité AMS ressort en hausse de +4,3% à 10,3 M€ malgré un effet de base exigeant (+15% au T1 2014). L'EIC ressort ponctuellement en baisse de 40,0% à 0,5 M€ et devrait rattraper son retard sur le T2 selon nous. Le groupe annonce une hausse des prises de commandes de 69% sur le T1 et maintient ses objectifs de croissance, d'amélioration de la rentabilité et de la génération de cash sur l'exercice.

Commentaires

L'activité du T1 est marquée par le focus donné par le management à la génération de cash et à la baisse des activités consommatrices de cash flows. Microwave recentre sa stratégie de développement EMC autour de cette nécessité et affiche un CA en forte baisse de 37,8% à 1,4 M€. Le recours à des sous-traitants sur la production de chambres et d'absorbants pourrait constituer une alternative intéressante pour le groupe.

L'activité AMS ressort en hausse de 4,3% à 10,3 M€, dont 49% en Aérospatiale/Défense et 51% dans les Télécommunications Civiles. Cette croissance est à mettre en regard d'une forte hausse de 15% sur le T1 2014 (constituant un effet de base exigeant). Le segment Aérospatiale/Défense devrait être particulièrement moteur durant le reste de l'exercice compte tenu des commandes réalisées sur le segment à date.

Concernant l'EIC, Microwave affiche un chiffre d'affaires en baisse à 0,5 M€ mais devrait rattraper son retard dès le T2 compte tenu des produits mis sur le marché (NeptunLink en janvier 2015).

Compte tenu de la publication, nous revoyons nos estimations et attendons un CA de 61,4 M€ (vs 62,9 M€) avec un ROC de 5,9 M€ (vs 6,0 M€).

Recommandation

Compte tenu de l'actualisation de nos modèles et de nos estimations, notre objectif de cours ressort à 9,60 € (vs 10,30 €) et notre recommandation ressort à Achat (vs Accumuler).

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 depuis le 27/05/2015

Accumuler : Du 21/07/2014 au 21/10/2014 et du 26/02/2015 au 26/05/2015

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : Du 27/05/2014 au 20/07/2014

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