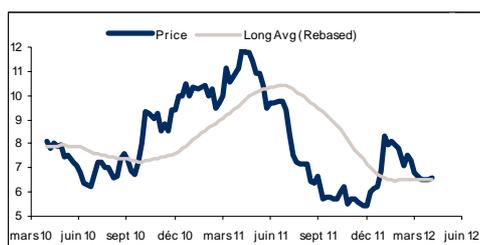


## MICROWAVE VISION - ACCUMULER

**6,60 € au 03/05/12**  
 Objectif : 7,6 € (15,4%)

B/H 12M	5,28/12,00 €
Vol. 3M	1922 titres/jour
Nombre d'actions	3 554 885
Capi. boursière	23 M€
Flottant	19 M€
Marché	Alternext
Secteur	Electronique
Bloomberg	ALMIC FP
Isin	FR0004058949
Indice	Alternext Allshare



Actionnariat	Capital
Flottant	80,0%
Salariés et dirigeants	20,0%

Chgt BPA corrigé (€)	12/12e	12/13e
Nouveau	0,89	1,01
Ancien	0,98	1,09
Var.	-9,0%	-7,5%

Ratios boursiers	12/11	12/12e	12/13e	12/14e
PE	13,6	7,4	6,5	5,9
PEG	ns	0,1	0,5	0,6
P/CF	9,1	5,7	4,9	4,5
VE/CA	0,5	0,4	0,4	0,3
VE/ROC	7,2	4,2	3,3	2,6
VE/ROP	7,3	4,2	3,3	2,6
P/ANPA	0,7	0,6	0,6	0,5
Rendement	0,0%	4,5%	4,5%	4,5%

Données par action	12/11	12/12e	12/13e	12/14e
BPA corrigé (€)	0,49	0,89	1,01	1,12
Var.	-38,1%	83,4%	13,2%	10,6%
CFPA (€)	0,72	1,16	1,35	1,48
FCFPA (€)	0,92	0,69	0,84	0,97
ANPA (€)	10,06	11,04	11,88	12,87
Dividende (€)	0,00	0,30	0,30	0,30

Cpte de résultat	12/11	12/12e	12/13e	12/14e
CA (M€)	44,0	49,4	51,4	52,9
Var.	0,1%	12,2%	4,0%	3,0%
ROC/CA (%)	7,2	9,7	11,0	11,9
ROP/CA (%)	7,1	9,7	11,0	11,9
ROP (M€)	3,1	4,8	5,6	6,3
RNPG publié (M€)	1,7	3,2	3,6	4,0
Var.	-38,1%	83,4%	13,2%	10,6%
Marge nette (%)	3,6	6,8	7,8	8,4

Struct. financ.	12/11	12/12e	12/13e	12/14e
ROCE (%)	4,9	9,6	11,0	11,9
ROE (%)	4,5	8,8	9,7	10,1
CF (M€)	2,6	4,1	4,8	5,3
FCF (M€)	3,2	2,4	2,9	3,3
Det. fi. net (M€)	-0,9	-3,3	-5,1	-7,4
FP (M€)	34,8	38,1	41,1	44,5
Gearing (%)	-2,5	-8,5	-12,3	-16,5

24/05/12 : CA T1

Jean-Baptiste Sergeant  
 Analyste Financier  
 +33 (0) 1 40 22 24 68  
 jean-baptiste.sergeant@gilbertdupont.fr

### Réunion / De bonnes perspectives mais ajustement en baisse des BPA et du TP

Nous retenons les éléments suivants de la réunion de présentation des comptes annuels :

- La contraction du ROC constatée en 2011 (3,2 M€ vs 3,5 M€ en 2010, soit -11%) provient notamment d'une provision pour risque de pénalités sur un contrat américain (en raison d'un retard de livraison) ;
- Le repli plus marqué du RNPG (1,7 M€ vs 2,8 M€ en 2010, soit -38%) provient pour sa part d'une charge d'IS de 1,3 M€ (vs un produit d'impôt de 0,3 M€ en 2010), soit un taux d'IS effectif de 46,5%. Ce taux élevé s'explique par un redressement de 0,3 M€ portant sur le crédit impôt recherche ainsi que par 0,6 M€ de désactivation d'impôts préalablement activés (non cash) ;
- Malgré une structure financière très saine (trésorerie nette de 0,9 M€ fin 2011), le groupe a indiqué qu'il ne verserait pas de dividende au titre de 2011 (alors que nous tablions sur 0,30 €/action comme l'année précédente) compte tenu des projets de développement importants (acquisitions ?) ;
- Concernant l'exercice en cours, le groupe a indiqué bénéficier de perspectives favorables dans toutes les zones pour l'Aérospatiale et la Défense (reprise des investissements aux USA, poursuite d'une bonne dynamique en Europe, investissements massifs en Inde et en Chine). En ce qui concerne les Télécoms, les perspectives sont également bonnes en Europe et en Asie (grâce à plusieurs commandes dans le secteur automobile) mais plus mitigées aux USA en raison d'un effet de base défavorable (activité record l'an dernier) ;
- A moyen terme, le groupe dispose de plusieurs leviers de croissance, avec notamment le développement du pôle Contrôle industriel et environnemental (qui va bénéficier du lancement d'une filiale commerciale aux Pays-Bas) et du pôle Sécurité et Détection (réalisation de deux scanners, l'un pour la sécurité des aéroports et l'autre pour les pathologies mammaires) ;
- La hausse attendue de l'activité combinée à la politique de maîtrise des charges (réduction des frais de transport en privilégiant l'implantation des salariés près des principaux clients, mutualisation des achats) devrait permettre une amélioration de la rentabilité, le groupe s'étant fixé l'objectif d'une MOC normative de 12%.

### Révision en baisse de nos prévisions

Suite à cette réunion, nous tablons toujours en 2012 sur un CA de 49,4 M€, en croissance de 12%, compte tenu des bonnes perspectives et de la forte hausse des prises de commandes (+21% YoY fin 2011). En revanche, nous révisons en baisse le BPA 12 de -9% en retenant désormais une MOC de 9,7% (vs 10,5% avant) et un taux d'IS de 30% (vs 20% avant).

Le BPA 13 est également révisé en baisse de -7,5%.

### Opinion Accumuler confirmée, TP ajusté à 7,6 € (vs 8,3 €)

Nous confirmons notre opinion Accumuler sur ce dossier, avec un objectif ajusté à 7,6 € (vs 8,3 €) après mise à jour de notre DCF (wacc de 12,3%, marge normative de 12% vs 13%, croissance à l'infini de 1,5%).