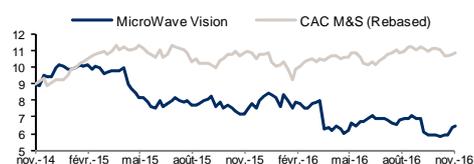


**MICROWAVE VISION - ALLÉGER vs accumuler**

**6,44 € au 22/11/16**  
**Objectif : 6,0 € (-6,8%)**

B/H 12M	5,81/8,59 €
Vol. 3M	6829 titres/jour
Nombre d'actions	6 282 166
Capi. boursière	40 M€
Flottant	24 M€
Marché	Alternext
Secteur	Electronique
Bloomberg	ALMIC FP
Isin	FR0004058949
Indice	Alternext Allshare



Actionnariat		Capital	
Flottant		60,4%	
Seventure		13,9%	
Bpifrance		13,8%	
Management et salariés		11,8%	
Autocontrôle		0,2%	
<b>Chgt BPA corrigé (€)</b>	<b>12/16e</b>	<b>12/17e</b>	
Nouveau	0,12	0,33	
Ancien	0,33	0,60	
Var.	-62,0%	-45,2%	

Ratios boursiers	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
PE	ns	51,6	19,7	14,1
PEG	ns	ns	0,1	0,4
P/CF	35,1	16,3	9,5	8,0
VE/CA	0,4	0,4	0,3	0,3
VE/ROC	7,3	6,2	5,1	4,3
VE/ROP	63,3	15,1	6,5	4,8
P/ANPA	0,6	0,6	0,6	0,5
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Données par action	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
BPA corrigé (€)	-0,12	0,12	0,33	0,46
Var.	ns	ns	162,3%	39,2%
CFPA (€)	0,18	0,40	0,68	0,81
FCFPA (€)	-0,47	-0,13	-0,04	0,16
ANPA (€)	11,15	11,28	11,65	12,15
Dividende (€)	0,00	0,00	0,00	0,00

Cpte de résultat	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
CA (M€)	60,1	65,2	69,0	71,1
Var.	6,1%	8,4%	5,9%	3,0%
ROC/CA (%)	5,3	5,9	6,9	7,5
ROP/CA (%)	0,6	2,4	5,4	6,8
ROP (M€)	0,4	1,6	3,7	4,8
RNPG publié (M€)	-0,8	0,8	2,1	2,9
Var.	ns	ns	162,3%	39,2%
Marge nette (%)	-1,4	1,2	3,4	4,4

Struct. financ.	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
ROCE (%)	1,6	2,1	4,8	6,0
ROE (%)	ns	1,1	3,2	4,1
CF (M€)	1,2	2,5	4,3	5,1
FCF (M€)	-2,9	-0,8	-0,2	1,0
Det. fi. net (M€)	-17,4	-16,6	-16,4	-17,4
FP (M€)	70,1	70,8	73,2	76,4
Gearing (%)	-24,9	-23,5	-22,4	-22,8

28/02/17 : CA 2016

**Geoffroy Perreira**  
 Analyste Financier  
 +33 (0) 1 40 22 26 84  
 geoffroy.perreira@gilbertdupont.fr

Document achevé Le 23/11/2016 07:22

**CA T3 / En ligne, mais la rentabilité sera finalement impactée par le mix. BPA, TP et opinion abaissés**
**CA T3 conforme à notre attente**

Après avoir enregistré une croissance de +9,3% au S1 16, le groupe publie un CA T3 de 16,4 M€ (+8,7%), en ligne avec notre attente de 16,6 M€ (+10%). Sur 9 mois, le CA progresse de +9,1% à 46,9 M€.

(M€)	2015	2016	var.	Prév. GD
T1	12,1	14,1	16,8%	Publié
T2	15,8	16,4	3,8%	"
T3	15,1	16,4	8,7%	16,6
9 mois	43,0	46,9	9,1%	47,1

**Performance toujours portée par le pôle EMC**

La répartition par activité ne réserve pas de surprise particulière : i/ le pôle EMC (compatibilité électromagnétique) reste le principal moteur de croissance avec un CA T3 en hausse de +43% à 3,5 M€, ii/ comme au T2, le pôle AMS (mesure d'antennes) est stable au T3 à 12,5 M€ et iii/ l'EIC (contrôle environnemental et industriel) contribue encore faiblement à l'activité totale (CA T3 de 0,4 M€).

**Avertissement sur les résultats 2016**

La dynamique commerciale reste bonne avec des prises de commandes en croissance de +18% YoY au T3, à 20 M€ (soit 50 M€ depuis début 2016). En revanche, le discours du management quant à l'évolution des marges au S2 est étonnement plus prudent qu'à l'occasion de la publication des résultats S1 fin septembre qui avaient déjà déçu. Alors que la typologie des contrats positionnés sur le S2 devait conduire à une amélioration du mix et à une progression sensible de la marge brute par rapport au S1, le groupe indique désormais que la part des contrats « tout mécanique », moins margés, restera prépondérante avec, comme au S1, un impact défavorable sur la marge brute. Le groupe guide désormais sur « une marge d'EBITDA S2 sensiblement meilleure qu'au S1 (6,6%) ».

**Scénario GD fortement abaissé**

Nous n'avons pas pu joindre la société pour obtenir davantage de précisions quant à l'atterrissage de la rentabilité au S2. En 1<sup>ère</sup> approche, nous abaissons nos BPA 2016-17 de respectivement -62% et -45%. Notre scénario repose désormais sur le maintien d'une marge brute autour de 61% au S2 (vs 66% avant), impliquant une marge d'EBITDA 2016 de 8,5% vs 11% avant et 9,1% en 2015. Bien qu'un rattrapage pourrait s'opérer en 2017 grâce à l'amélioration du mix dans le carnet de commandes, la faible visibilité induite par les récentes déceptions sur les marges (un 1<sup>er</sup> PW sur les résultats 2015 avait été lancé en avril dernier) nous conduit à adopter un scénario prudent avec une progression de la marge d'EBITDA limitée à +110 bps (soit une marge de 9,6% vs 12% avant).

**Opinion abaissée à Alléger vs Accumuler, TP 6 € vs 6,8 €**

Notre TP (DCF) est abaissé de 6,8 € à 6 €. Celui-ci induit désormais un potentiel de baisse de -6,8% qui nous conduit à adopter une opinion Alléger. La dynamique top-line et la bonne orientation des prises de commandes constituent des éléments de satisfaction depuis plusieurs trimestres, mais ce 2<sup>ème</sup> PW en quelques mois illustre l'absence de visibilité quant au redressement des marges. Sur la base de notre nouveau scénario, les FCF, négatifs depuis 2012, pourraient le rester jusqu'en 2017.

## MICROWAVE VISION

COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/14	12/15	12/16e	12/17e	12/18e	TMVA 15/18
Chiffre d'affaires	56,7	60,1	65,2	69,0	71,1	5,7%
<i>Variation</i>	<i>10,0%</i>	<i>6,1%</i>	<i>8,4%</i>	<i>5,9%</i>	<i>3,0%</i>	
Marge brute	36,9	39,1	39,7	42,8	44,1	4,2%
Excédent Brut d'Exploitation	7,0	5,5	5,6	6,6	7,2	9,9%
Résultat opérationnel courant	5,0	3,2	3,9	4,7	5,3	18,9%
Autres produits et charges opérationnels	-0,9	-2,8	-2,3	-1,0	-0,5	ns
Résultat opérationnel	4,1	0,4	1,6	3,7	4,8	136,8%
Résultat financier	-0,5	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	ns
Résultat avant IS	3,6	-0,4	1,1	3,2	4,3	ns
<i>Variation</i>	<i>-9,3%</i>	<i>ns</i>	<i>ns</i>	<i>200,5%</i>	<i>34,2%</i>	
Impôts	0,9	0,5	0,3	0,9	1,2	35,9%
Sociétés mises en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	ns
RN activités arrêtées / en cours de cession	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	ns
Résultat net consolidé	2,6	-0,8	0,8	2,4	3,2	ns
Intérêts minoritaires	0,2	-0,1	0,0	0,3	0,3	ns
Résultat net part du groupe	2,4	-0,8	0,8	2,1	2,9	ns
Résultat net part du groupe corrigé	2,4	-0,8	0,8	2,1	2,9	ns

BILAN (M€)	12/14	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
Fonds propres à 100% avant répart.	70,0	70,1	70,8	73,2	76,4
Provisions	0,8	1,6	1,6	1,6	1,6
Endettement financier long terme	8,1	6,9	6,9	6,9	6,9
Capitaux permanents	78,9	78,5	79,3	81,6	84,8
- Actif immobilisé	25,6	28,6	30,6	32,2	33,8
= Fonds de roulement	53,3	49,9	48,7	49,4	51,0
Besoins en fonds de roulement	25,2	25,6	25,2	26,2	26,7
Dettes bancaires à court terme	1,4	1,7	1,7	1,7	1,7
Disponibilités + titres de placement	29,6	26,0	25,2	25,0	26,0
Trésorerie nette	28,2	24,3	23,5	23,2	24,3
Endettement financier net	-20,1	-17,4	-16,6	-16,4	-17,4
Total Actif / Passif	101,3	102,5	105,6	109,4	113,3

TABLEAU DE FINANCEMENT (M€)	12/14	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
Capacité d'autofinancement	4,0	1,2	2,5	4,3	5,1
Invest. industriels nets	3,1	3,0	3,7	3,5	3,5
Var. du BFR	4,9	1,1	-0,4	1,0	0,5
Free Cash Flow	-4,0	-2,9	-0,8	-0,2	1,0
Invest. financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Distribution	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	26,8	-0,1	0,0	0,0	0,0
Variation de l'endettement fin. net	-22,9	2,7	0,8	0,2	-1,0

RATIOS (%)	12/14	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
Marge brute / CA	65,2	65,0	60,9	62,0	62,1
EBE / CA	12,4	9,1	8,5	9,6	10,2
ROP courant / CA	8,8	5,3	5,9	6,9	7,5
ROP / CA	7,2	0,6	2,4	5,4	6,8
Bénéfice net corrigé à 100% / CA	4,6	-1,4	1,2	3,4	4,4
Invest. industriels nets / CA	5,4	5,0	5,7	5,1	4,9
BFR / CA	44,4	42,6	38,6	37,9	37,6
ROE	3,7	-1,2	1,1	3,2	4,1
ROCE	6,0	1,6	2,1	4,8	6,0
Gearing	-28,7	-24,9	-23,5	-22,4	-22,8
Pay out	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

DONNEES PAR ACTION (€)	12/14	12/15	12/16e	12/17e	12/18e	TMVA 15/18
Résultat net part du groupe	0,38	-0,12	0,12	0,33	0,46	ns
Résultat net part du groupe corrigé	0,38	-0,12	0,12	0,33	0,46	ns
CAF	0,64	0,18	0,40	0,68	0,81	63,7%
Free cash flow	-0,63	-0,47	-0,13	-0,04	0,16	ns
Actif net	11,15	11,15	11,28	11,65	12,15	3,8%
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	ns
Nombre d'actions (en milliers)	6 282,17	6 282,17	6 282,17	6 282,17	6 282,17	
Nombre d'actions diluées (en milliers)	6 282,17	6 282,17	6 282,17	6 282,17	6 282,17	