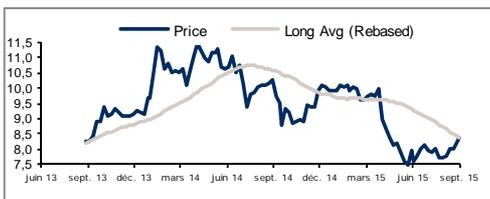


MICROWAVE VISION - ACCUMULER

8,40 € au 29/09/15
Objectif : 9,0 € (7,1%)

B/H 12M	7,36/10,41 €
Vol. 3M	3459 titres/jour
Nombre d'actions	6 282 166
Capi. boursière	53 M€
Flottant	32 M€
Marché	Alternext
Secteur	Electronique
Bloomberg	ALMIC FP
Isin	FR0004058949
Indice	Alternext Allshare



Actionnariat	Capital
Flottant	60,3%
Seventure	13,9%
Bpifrance	13,8%
Management et salariés	11,8%
Autocontrôle	0,2%

Chgt BPA corrigé (€)	12/15e	12/16e
Nouveau	0,44	-
Ancien	0,53	-
Var.	-15,7%	-

Ratios boursiers	12/14	12/15e	12/16e	12/17e
PE	22,2	18,9	12,5	11,4
PEG	ns	1,1	0,2	1,1
P/CF	10,9	11,3	8,5	7,7
VE/CA	0,6	0,5	0,5	0,4
VE/ROC	6,6	5,5	4,6	3,9
VE/ROP	8,0	6,9	4,6	3,9
P/ANPA	0,4	0,4	0,4	0,4
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Données par action	12/14	12/15e	12/16e	12/17e
BPA corrigé (€)	0,38	0,44	0,67	0,74
Var.	-54,5%	17,1%	50,9%	10,4%
CFPA (€)	0,77	0,75	0,99	1,09
FCFPA (€)	-1,37	0,06	0,51	0,72
ANPA (€)	19,69	20,56	21,83	23,22
Dividende (€)	0,00	0,00	0,00	0,00

Cpte de résultat	12/14	12/15e	12/16e	12/17e
CA (M€)	56,7	61,8	64,8	67,3
Var.	10,0%	9,0%	4,9%	4,0%
ROC/CA (%)	8,8	9,5	10,4	10,8
ROP/CA (%)	7,2	7,6	10,4	10,8
ROP (M€)	4,1	4,7	6,7	7,3
RNPG publié (M€)	2,4	2,8	4,2	4,6
Var.	-19,6%	17,1%	50,9%	10,4%
Marge nette (%)	4,6	5,0	7,0	7,3

Struct. financ.	12/14	12/15e	12/16e	12/17e
ROCE (%)	6,0	6,6	8,7	9,0
ROE (%)	3,7	4,2	5,8	6,0
CF (M€)	4,9	4,7	6,2	6,8
FCF (M€)	-4,9	0,2	1,8	2,6
Det. fi. net (M€)	-20,1	-20,3	-22,1	-24,7
FP (M€)	70,0	73,1	77,6	82,6
Gearing (%)	-28,7	-27,8	-28,5	-29,9

24/11/15 : CA T3

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

CA + RN S1 + Contact / Résultats conformes à nos attentes, à l'exception du non-récurrent
Net rebond de l'activité au T2

Le groupe publie un CA S1 15 de 27,9 M€ (+7%, -2,4% à tcc), conforme à notre attente de 27,4 M€ (+5%). Après avoir enregistré un CA T1 en baisse de -5,7% (dont -14% à tcc selon nos estimations), l'activité a donc rebondi de +19% au T2 (dont +9% à tcc). Cette bonne performance a été portée principalement par 1/ le pôle EMC (+22% à 4,1 M€ au S1) et 2/ un bon niveau d'activité du secteur des télécoms (52% du CA total, croissance non dévoilée).

	S1 14	S1 15	var.	Prév. GD
CA	26,1	27,9	7%	27,4
EBITDA	2,1	2,3	11%	2,2
% CA	8,0%	8,3%	+0,3 pt	8,1%
ROC	1,3	1,5	10%	1,5
% CA	5,1%	5,3%	+0,2 pt	5,3%
ROP	1,3	0,6	-50%	1,2
% CA	4,9%	2,3%	-2,6 pts	4,4%
RNPG	1,6	0,5	-72%	0,9
% CA	6,0%	1,6%	-4,4 pts	3,3%

Bonne maîtrise des charges au S1

Les résultats S1 sont également conformes à nos attentes : la marge d'EBITDA ressort à 8,3% (+0,3 pt) et la MOC à 5,3% (+0,2 pt). Le seul écart important par rapport à nos attentes provient des charges non-récurrentes qui s'élèvent à 0,8 M€ sur le semestre vs GD 0,3 M€ (restructurations, coûts liés à la protection de brevets, frais engagés dans le cadre de la politique de M&A).

Redressement de la génération de FCF depuis la fin du S1

Le cash net s'est détérioré de plus de 5 M€ au cours du S1 à 15,5 M€ à fin juin. Le BFR (hausse de 4,8 M€ sur le semestre) a ponctuellement pénalisé la génération de FCF sur la fin du semestre du fait du recouvrement tardif de deux créances importantes, mais cette situation aurait été régularisée depuis lors, confortant notre attente d'un FCF 2015 proche de l'équilibre.

Discours optimiste pour la fin d'année

Retraite du contrat de 9 M€ remporté en Pologne, les prises de commandes restent dynamiques (+10% à fin juin vs +36% en intégrant ce contrat). Le T3 semble en outre ne pas marquer d'inflexion particulière par rapport à cette tendance. Dans ce contexte, le management se dit toujours confiant dans sa capacité à afficher une progression de son CA et de ses marges en 2015. En matière de M&A, plusieurs cibles de taille significative sont à l'étude (CA de l'ordre de 50 M\$), mais aucun dossier ne devrait être finalisé avant la fin de l'année.

Opinion Accumuler réitérée

Nous abaïssons notre BPA 2015 de -16% pour prendre en compte un niveau de charges non-récurrentes plus élevé qu'auparavant (-1,2 M€ vs -0,5 M€). Nos attentes de CA et de ROC sont inchangées sur 2015-17. Nous réitérons notre opinion Accumuler avec un TP (DCF) de 9 €.

MICROWAVE VISION

COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/13	12/14	12/15e	12/16e	12/17e	TMVA 14/17
Chiffre d'affaires	51,5	56,7	61,8	64,8	67,3	5,9%
<i>Variation</i>	<i>11,1%</i>	<i>10,0%</i>	<i>9,0%</i>	<i>4,9%</i>	<i>4,0%</i>	
Marge brute	34,8	36,9	39,7	41,6	43,4	5,6%
Excédent Brut d'Exploitation	5,6	7,0	7,5	8,4	9,2	9,3%
Résultat opérationnel courant	4,3	5,0	5,9	6,7	7,3	13,6%
Autres produits et charges opérationnels	0,0	-0,9	-1,2	0,0	0,0	ns
Résultat opérationnel	4,2	4,1	4,7	6,7	7,3	21,3%
Résultat financier	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	ns
Résultat avant IS	3,9	3,6	4,2	6,3	6,9	24,6%
<i>Variation</i>	<i>18,3%</i>	<i>-9,3%</i>	<i>17,6%</i>	<i>50,0%</i>	<i>9,7%</i>	
Impôts	0,8	0,9	1,1	1,8	1,9	26,7%
Sociétés mises en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	ns
RN activités arrêtées / en cours de cession	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	ns
Résultat net consolidé	3,1	2,6	3,1	4,5	4,9	23,9%
Intérêts minoritaires	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	10,6%
Résultat net part du groupe	3,0	2,4	2,8	4,2	4,6	25,0%
Résultat net part du groupe corrigé	3,0	2,4	2,8	4,2	4,6	25,0%

BILAN (M€)	12/13	12/14	12/15e	12/16e	12/17e
Fonds propres à 100% avant répart.	39,8	70,0	73,1	77,6	82,6
Provisions	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Endettement financier long terme	9,9	8,1	8,1	8,1	8,1
Capitaux permanents	50,4	78,9	82,0	86,5	91,5
- Actif immobilisé	24,3	25,6	27,3	29,1	30,7
= Fonds de roulement	26,2	53,3	54,7	57,4	60,8
Besoins en fonds de roulement	19,1	25,2	26,3	27,2	28,0
Dettes bancaires à court terme	0,0	1,4	1,4	1,4	1,4
Disponibilités + titres de placement	7,1	29,6	29,8	31,6	34,2
Trésorerie nette	7,1	28,2	28,4	30,2	32,8
Endettement financier net	2,9	-20,1	-20,3	-22,1	-24,7
Total Actif / Passif	69,1	101,3	106,3	111,9	117,8

TABLEAU DE FINANCEMENT (M€)	12/13	12/14	12/15e	12/16e	12/17e
Capacité d'autofinancement	4,4	4,9	4,7	6,2	6,8
Invest. industriels nets	3,3	3,1	3,3	3,5	3,5
Var. du BFR	3,1	6,7	1,2	0,9	0,8
Free Cash Flow	-1,9	-4,9	0,2	1,8	2,6
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	0,0	27,4	0,0	0,0	0,0
Variation de l'endettement fin. net	2,0	-22,9	-0,2	-1,8	-2,6

RATIOS (%)	12/13	12/14	12/15e	12/16e	12/17e
Marge brute / CA	67,7	65,2	64,4	64,3	64,5
EBE / CA	10,8	12,4	12,1	13,0	13,6
ROP courant / CA	8,3	8,8	9,5	10,4	10,8
ROP / CA	8,2	7,2	7,6	10,4	10,8
Bénéfice net corrigé à 100% / CA	6,0	4,6	5,0	7,0	7,3
Invest. industriels nets / CA	6,3	5,4	5,3	5,4	5,2
BFR / CA	37,0	44,4	42,6	42,0	41,6
ROE	7,8	3,7	4,2	5,8	6,0
ROCE	7,9	6,0	6,6	8,7	9,0
Gearing	7,2	-28,7	-27,8	-28,5	-29,9
Pay out	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

DONNEES PAR ACTION (€)	12/13	12/14	12/15e	12/16e	12/17e	TMVA 14/17
Résultat net part du groupe	0,83	0,38	0,44	0,67	0,74	25,0%
Résultat net part du groupe corrigé	0,83	0,38	0,44	0,67	0,74	25,0%
CAF	1,24	0,77	0,75	0,99	1,09	12,1%
Free cash flow	-0,55	-1,37	0,06	0,51	0,72	ns
Actif net	11,18	19,69	20,56	21,83	23,22	6,3%
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	ns
Nombre d'actions (en milliers)	3 555,94	3 555,94	3 555,94	3 555,94	3 555,94	
Nombre d'actions diluées (en milliers)	3 555,94	3 555,94	3 555,94	3 555,94	3 555,94	