

Accumuler	Potentiel	9%
Objectif de cours		11,20 €
Cours au 26/09/2014 (c)		10,29 €
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALMIC.PA / ALMIC.FP	

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	8,4%	5,0%	-3,4%	21,8%
Perf CAC Small	10,5%	-1,2%	-4,7%	20,6%

Informations boursières (en M€)	
Capitalisation (M€)	64,6
Nb de titres (en millions)	6,3
Volume 12 mois (titres)	5 521
Extrêmes 12 mois	7,94 € / 11,68 €

Actionnariat	
Seventure	18%
Bpifrance	14%
Public	60%

Données financières (en M€)				
au 31/12	2013	2014e	2015e	2016e
CA	51,5	58,2	64,5	71,2
var %	11,1%	13,0%	10,8%	10,4%
EBE	5,5	7,3	8,6	10,1
% CA	10,8%	12,6%	13,4%	14,1%
ROC	4,2	5,9	7,0	8,3
% CA	8,2%	10,1%	10,9%	11,6%
RN pdg	2,9	5,6	4,2	6,1
% CA	5,7%	9,6%	6,5%	8,6%
Bnpa (€)	0,47	0,89	0,67	0,97
Gearing (%)	7%	-35%	-35%	-35%
ROCE (%)	7%	9%	10%	11%
ROE (%)	8%	8%	6%	8%
Dette nette 2013	2,9			
Dividende n	0			
Yield (%)	0%			

Ratios				
	2013	2014e	2015e	2016e
VE/CA (x)	0,8	0,7	0,6	0,6
VE/EBE (x)	7,2	5,4	4,6	3,9
VE/ROC (x)	9,3	6,8	5,7	4,8
PE (x)	22,0	11,6	15,5	10,6

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

Microwave Vision Group

Industrie

Croissance et mix produit portent la rentabilité

Publication des résultats S1 2014

Microwave Vision a publié un CA S1 en hausse de 11% à 26,1 M€, globalement en ligne avec nos attentes. Les ventes de systèmes de mesures d'antennes auprès des acteurs télécoms ont le plus contribué à la croissance. Compte tenu de la hausse de la marge brute et du contrôle des coûts fixes, le ROC ressort à 1,3 M€ (MOC de 5,1%, + 2 pts) et le RN pg à 1,6 M€ (marge nette de 6,1% vs 0,4% au S1 2013). Le groupe confirme son objectif de croissance organique à deux chiffres sur l'exercice et la hausse de sa rentabilité.

Commentaires

Après un exercice 2013 en légère hausse sur les ventes de produits de mesure d'antennes (+1,2%), le S1 2014 est marqué par une nette reprise de l'activité (+10,7% à 21,9 M€) notamment grâce aux produits adaptés aux tests sur la 4G (MIMO) qui ont porté la contribution du segment Télécom Civiles (+15,5% à 10,5 M€). Le secteur Aérospatiale/Défense est ressorti en hausse de 6,6% à 11,4 M€ et devrait encore accélérer au S2 compte tenu des mises en production des commandes qui ont fait l'objet d'études au S1. Avec une hausse de 20% de ses ventes à 3,4 M€, l'EMC poursuit sur une dynamique forte.

Au global l'Asie ressort en hausse de 31% à 10,5 M€ (Telecom Civiles), l'Europe de 20,2% à 8,5 M€ et l'Amérique ressort en baisse de 16% à 7,1 M€ avec, notamment, un effet de base défavorable (+45% au S1 2013).

Compte tenu de la contribution des Télécom Civiles, plus rémunérateur que l'Aérospatiale/Défense, la marge brute ressort en hausse de 15,1% à 15,9 M€. Microwave affiche des charges externes maîtrisées à 4,7 M€ et une masse salariale en hausse de 15,3% à 9,8 M€ compte tenu des hausses de salaires et des recrutements réalisés au S2 2013 et S1 2014. Le ROC ressort ainsi à 1,3 M€ (MOC de 5,1%, +2 points). Microwave annonce la poursuite de la maîtrise de ses charges afin que les projets en « tout mécanique » atteignent les niveaux de marge des projets « tout électronique ».

Sur le semestre, la génération de cash flow a été grevée par un BFR en nette hausse de 2,6 M€ compte tenu de la baisse des avances reçues au titre de commandes russes passées fin 2013 et du chiffre d'affaires constaté d'avance lié à la maintenance. A fin juin 2014, la dette nette ressort à 5,7 M€ (-22,7 M€ en tenant compte de la levée de juillet 2014).

Avec un carnet de commandes en hausse de 7,6% par rapport au S1 2013, le groupe confirme ses ambitions de croissance organique à deux chiffres. Sans plus de précisions, Microwave indique son intérêt pour des cibles sur ses segments AMS et ECM. Compte tenu de la publication, nous revoyons nos attentes de chiffre d'affaires avec un CA 2014 de 58,2 M€ (vs 59,2 M€ précédemment) et un ROC de 5,9 M€ avec une MOC de 10,2% (vs 6,1 M€, MOC de 10,4%).

Recommandation

Compte tenu de l'actualisation de nos modèles, notre objectif de cours ressort inchangé à 11,20€ et notre recommandation reste à 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 28/09/2013 au 13/04/2014

Accumuler : Depuis le 21/07/2014

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : Du 13/04/2014 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