

Achat	Potentiel	27%
Objectif de cours	9,80 € (vs 9,40 €)	
Cours au 26/02/2013 (c)		7,43 €
NYSE AItemext		
Reuters / Bloomberg	ALMIC.PA / ALMIC.FP	

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	16,0%	-5,0%	23,8%	-16,5%
Perf Small 90	6,6%	-1,6%	13,3%	1,4%

Informations boursières (en M €)

Capitalisation (M €)	26,4
Nb de titres (en millions)	3,6
Volume 12 mois (titres)	4 363
Extrêmes 12 mois	4,50€ / 8,90 €

Actionnariat

Salariés	21%
Investisseurs	31%
Flottant	48%

Données financières (en M €)

au 31/12	2011	2012e	2013e	2014e
CA	44,0	46,2	53,0	59,2
var %	0%	5%	15%	2%
EBE	4,1	5,2	6,6	8,0
% CA	9,4%	112%	12,5%	13,5%
ROC	3,2	4,1	5,4	6,6
% CA	7,2%	8,9%	10,2%	11,2%
RN pdg	17	3,1	3,2	4,1
% CA	3,9%	6,8%	6,0%	6,9%
Bnpa (€)	0,49	0,89	0,90	1,14
Gearing (%)	-2%	-7%	-6%	-7%
ROCE (%)	7%	9%	10%	11%
ROE (%)	5%	8%	10%	10%
Dette nette 2011	-0,9			
Dividende n	0			
Yield (%)	0%			

Ratios

	2011	2012e	2013e	2014e
VE/CA (x)	0,6	0,6	0,5	0,5
VE/EBE (x)	6,7	5,4	4,2	3,5
VE/ROC (x)	8,8	6,8	5,1	4,2
PE (x)	15,3	8,4	8,3	6,5

Analyste :

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

Microwave Vision Group

Industrie

CA 2012 conforme à nos attentes / contact société**Publication du chiffre d'affaires 2012**

Microwave Vision a publié un CA 2012 conforme à nos attentes à 46,2 M€ (vs 46,9 M€), en hausse de 5%. Le CA T4 ressort en hausse de 9,5% à 14,7 M€. Microwave Vision a généré 45% de son CA via son pôle Télécommunications Civiles à 20,8 M€ env. (-3,8%) et 55% via son pôle Aérospatiale / Défense à 25,4 M€ env. (+13,7%). Nous estimons la croissance organique du groupe légèrement supérieure à 1% hors intégration de Rainford EMC Systems, acquis en juillet 2012.

Commentaires

En séquentiel, le chiffre d'affaires S2 affiche un ralentissement de sa croissance à + 4,2% env. (CA de 25,4 M€) vs +6,2% au S1 (CA de 20,8 M€). Le segment des Télécommunications Civiles a effectivement affiché une baisse de 11,8% env. sur le S2 à 10,6 M€ (vs +6,3% sur le S1) subissant un effet de base défavorable au T3, notamment aux Etats-Unis (-28% vs +24% au T3 2011). La baisse du S2 a été compensée par la hausse du segment Aérospatiale / Défense (+19,6% env. vs +6,2% au S1) bénéficiant de la dynamique sur les émergents avec des commandes de systèmes spécifiques mais aussi de la dynamique en Europe et en Asie.

Microwave Vision communique pour la première fois la contribution de sa business unit Compatibilité Electromagnétique (EMC), identifiée comme un relai de croissance important pour le groupe dès 2013. Son CA 2012 ressort ainsi à 2,8 M€ (intégrant le CA de Rainford EMC Systems sur 5 mois hors intra-groupe et le CA de AEMI généré sur l'EMC). Le Contrôle Environnemental et Industriel (EIC) ressort lui à 1,8 M€.

Le CA 2013 de Microwave Vision devrait être soutenu, sur son cœur de métier de Mesure d'Antennes (AMS), par la sortie de nouveaux produits et de propositions d'upgrades de systèmes (qui prendront effet en année pleine à partir de 2014). La BU de Contrôle devrait bénéficier de la refonte du réseau de distribution en dosimétrie et de la sortie de nouveaux produits. Et la BU de Compatibilité Electromagnétique va bénéficier de l'intégration de Rainford EMC Systems en année pleine, de la forte demande liée aux nouveaux protocoles LTE (4G) et MIMO (16% du carnet de commandes à fin 2012 pour 6% du CA 2012) et de l'augmentation des capacités de production avec la nouvelle usine de fabrication de matériaux absorbants à Hong Kong (ouverture mars 2013). Ainsi, nous sommes confiants dans la capacité du groupe de délivrer un CA en hausse de 15% à 53,0 M€ et maintenons nos estimations de marge opérationnelle 2013 à 8,9% pour un ROC à 4,1 M€ (vs 4,2 M€ précédemment).

Microwave Vision a par ailleurs indiqué une guidance de CA 2015 de 100 M\$ (76,6 M€ env.) dont 65 M\$ (50 M€) générés par les systèmes de Mesure d'Antennes, 25 M\$ (19 M€) par la Compatibilité Electromagnétique et 10 M\$ (7,6 M€) par le Contrôle. Compte tenu de l'effort continu de R&D fourni par le groupe, de la sortie régulière de nouveaux produits et d'upgrades sur les systèmes, nous sommes confiants dans la capacité du groupe à afficher un TCAM de son CA de 6,3% sur son métier historique et de 62% sur le Contrôle. La croissance annuelle moyenne attendue à 89% sur la Compatibilité Electromagnétique pourrait, selon nous, être alimentée par des acquisitions.

Recommandation

Suite à cette publication, à nos ajustements mineurs sur les prévisions et à l'actualisation de nos modèles DCF et comparables, notre objectif de cours ressort à 9,80€ (vs 9,40€) et notre recommandation reste à Achat.

Prochain évènement : Publication des résultats annuels le 24/04/2013

Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les six prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 20% en absolu, fondamentaux satisfaisants à excellents.

Neutre : Potentiel de titre compris entre -20% et +20% en absolu par rapport au cours actuel.

Vendre : Potentiel de baisse du titre supérieur à 20% en absolu, fondamentaux dégradés ou valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), un changement d'analyste ou une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique des recommandations sur les 12 derniers mois :

Achat : Depuis le 16/01/2013

Neutre : (-)

Vendre : (-).

Sous revue : (-).

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 Etats-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