

Achat	Potentiel	27%
Objectif de cours		9,80 €
Cours au 25/04/2013 (c)		7,85 €
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALMIC.PA / ALMIC FP	

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	22,6%	14,6%	1,0%	21,1%
Perf Small 90	1,8%	-3,2%	-5,4%	3,1%

Informations boursières (en M€)

Capitalisation (M€)	27,9
Nb de titres (en millions)	3,6
Volume 12 mois (titres)	4 923
Extrêmes 12 mois	4,52€ / 8,16 €

Actionnariat

Investisseurs	63%
Flottant	19%
Salariés	21%

Données financières (en M€)

au 31/12	2011	2012e	2013e	2014e
CA	44,0	46,4	53,0	59,2
var %	0%	5%	14%	12%
EBE	4,1	5,1	6,6	8,0
% CA	9,4%	11,1%	12,5%	13,5%
ROC	3,2	3,9	5,2	6,4
% CA	7,2%	8,4%	9,8%	10,9%
RN pdg	1,7	2,9	3,1	3,9
% CA	3,9%	6,3%	5,8%	6,6%
Bnpa (€)	0,49	0,82	0,86	1,10
Gearing (%)	-2%	-5%	-5%	-7%
ROCE (%)	7%	8%	10%	11%
ROE (%)	5%	8%	9%	10%
Dette nette 2012	0,9			
Dividende n	0			
Yield (%)	0%			

Ratios

	2011	2012e	2013e	2014e
VE/CA (x)	0,7	0,6	0,5	0,5
VE/EBE (x)	7,0	5,6	4,4	3,6
VE/ROC (x)	9,1	7,4	5,5	4,5
PE (x)	16,1	9,6	9,1	7,1

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

Microwave Vision Group

Industrie

Des résultats en ligne avec nos attentes

Publication des résultats 2012

Après la publication de son CA 2012 de 46,4 M€ (+5,3%) en février dernier, Microwave Vision publie des résultats en ligne avec nos attentes avec un EBE de 5,1 M€ (vs 5,2 M€e), en hausse de 24,2% (marge EBE 11,1%, +169 pbs). Le ROC ressort en forte hausse à 3,8 M€ (+21,6%, MOP 8,3%), un peu en dessous de nos attentes (4,1 M€e) compte tenu de DAP plus élevées qu'attendues. Le RNpg ressort à 2,5 M€ (+44,7%). Le bilan affiche une dette nette de 0,9 M€ (vs -0,9 M€ à fin 2011) et le bilan reste solide avec des capitaux propres de 37,3 M€.

Commentaires

Avec une baisse de 8,4% des achats consommés en 2012 à 14,4 M€, Microwave bénéficie de l'optimisation de ses coûts de production (impact évalué à 2pts sur le taux de marge brute) mais aussi d'un effet de base positif (surcoûts enregistrés sur deux contrats américains aux Etats-Unis en 2011) et de l'intégration de Rainford.

Dans le même temps, Microwave confirme la maîtrise de ses coûts opérationnels avec des charges externes en hausse de seulement 4,0% à 9,5 M€, principalement du aux efforts de maîtrise de frais de voyages/transports. Microwave Vision a poursuivi le dimensionnement de ses équipes en R&D avec 25 embauches et une masse salariale en hausse de +15% à 16,5 M€. Prenant en compte un CIR de 1,2 M€ (vs 1,0 M€ en 2011), Microwave affiche un taux d'IS de 17% sur la période et un RNpg de 2,5 M€.

Le cash flow opérationnel généré par la société s'élève à 2,2 M€, entravé par une augmentation de 2,4 M€ du BFR liée à une hausse des stocks (+0,9 M€) et des créances clients (+2 M€). Avec des investissements qui s'élèvent à 3,7 M€ (dont l'acquisition de Rainford EMC en juillet 2012), la dette nette ressort à 0,9 M€ à fin décembre 2012 et le bilan demeure solide avec un gearing de 2,4%.

Avec une bonne orientation des prises de commandes à fin 2012 à 50,5 M€ (+12%), un financement obtenu en juillet 2012 (8 M€ dont 5,2 M€ sur 2012 et 2,8 M€ en 2013) et le redressement de son BFR, nous estimons que Microwave Vision a les moyens de financer ses projets de développement (aménagement de l'usine de Hong Kong (< 1 M€), rachat éventuel des minoritaires de Orbit estimé entre 2,5 M€ et 3 M€).

Le Management confirme sa guidance de croissance rentable pour 2013. Compte tenu de la publication et de la bonne orientation du T1 2013 avec des prises de commandes « en nette progression », nous maintenons nos prévisions inchangées avec un CA 2013 de 53,0 M€ (+15%) et un EBE de 6,6 M€. Nous ajustons le ROC à 5,2 M€ (vs 5,4 M€) prenant en compte la hausse des investissements 2012 et leur impact sur les DAP.

Recommandation

Suite à cette publication, à l'actualisation de nos modèles DCF et comparables, notre objectif de cours ressort à 9,80€ et notre recommandation reste à Achat.

Prochain évènement : Publication du CA T1 le 14/06/2013

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