

<b>Achat</b>	<i>Potentiel</i>	47,8%
<b>Objectif de cours</b>	<b>17,00 € (vs 15,20 €)</b>	
Cours au 12/04/2019		11,50 €
Euronext Growth Paris		
Reuters / Bloomberg	ALMIC.PA / ALMIC.FP	

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	26,9%	-3,4%	15,0%	7,0%
Perf CAC Small	13,6%	4,4%	5,3%	-17,1%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M €)	72,2
Nb de titres (en millions)	6,3
Volume 12 mois (titres)	8 706
Extrêmes 12 mois	8,50 € / 14,05 €

Actionnariat	
Investisseurs	40%
Management et salariés	13%
Public	47%

Données financières (en M €)				
au 31/12	2017	2018e	2019e	2020e
CA	71,1	74,6	85,6	100,9
var %	7,7%	5,0%	14,7%	17,9%
EBE	7,8	10,2	12,7	16,7
% CA	11,0%	13,7%	14,9%	16,6%
ROC	4,4	6,9	8,9	12,2
% CA	6,2%	9,2%	10,4%	12,1%
RN pdg	1,3	4,8	5,5	7,7
% CA	1,9%	6,4%	6,5%	7,6%
Bnpa (€)	0,21	0,76	0,88	1,23
Gearing (%)	-28%	-14%	-16%	-18%
ROCE (%)	3%	12%	15%	18%
ROE (%)	2%	7%	7%	9%
Dette nette	-19,6	-10,0	-12,2	-15,0
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	0%	0%	0%	0%

Ratios				
	2017	2018e	2019e	2020e
VE/CA (x)	0,4	0,8	0,7	0,6
VE/EBE (x)	3,8	5,5	4,7	3,4
VE/ROC (x)	6,7	8,2	6,7	4,7
PE (x)	40,7	13,6	13,1	9,4

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

# Microwave Vision Group

Industrie

## Des résultats excellents grâce à un T4 très favorable

### Publication des résultats annuels

Microwave Vision fait suite à la publication de son CA 2018 de 74,6 M€ (+5,0%) en février dernier et communique sur des résultats bien au-dessus de nos attentes avec un ROC de 6,9 M€ (vs 5,0 M€) et un RN de 4,8 M€ (vs 2,6 M€ attendus). Le principal décalage avec nos attentes provient de la forte amélioration du TMB sur le S2 que nous, n'avions pas anticipé. A 64,5%, le TMB semble recevoir les fruits de la politique d'amélioration du mix en tout électronique (vs tout mécanique). Le manque de génération de cash opérationnel (lié à la hausse du BFR de 9,0 M€ avec l'accélération de la croissance et la hausse des créances clients) constitue la seule ombre au tableau de cette publication qui devrait néanmoins largement s'atténuer sur l'exercice.

**Compte tenu du newsflow favorable sur les prises de commandes et de la capacité du groupe à maintenir un TMB élevé, la guidance d'amélioration d'EBITDA en 2019, nous demeurons très positifs sur le titre.**

### Commentaires

En séquentiel, MVG affiche une très forte amélioration de ses résultats en 2018 avec un ROC de 6,9 M€ (+2,5 M€), soit une MOC de 9,2% (+3 pts). La hausse des résultats a été principalement captée par le S2 avec un ROC S2 de 4,8 M€ (+2,0 M€). Les résultats ont bénéficié d'un net relèvement du TMB à 65,8% (vs 63,2% au S1 2018 et 63,5% au S2 2017).

Malgré la forte saisonnalité habituelle des résultats (69% du ROC est généré par le S2 depuis 5 ans), la performance de MVG est admirable et reflète la concrétisation de la stratégie du « tout mécanique » au « tout électronique ».

Dans le même temps, MVG a maîtrisé la croissance de ses effectifs qui sont passés de 352 à 359 personnes (masse salariale en hausse de 2,7%) ainsi que l'ensemble de ses autres charges (+2,7%).

Après prise en compte de 0,5 M€ de charges non courantes (0,3 M€ liées au rachat des minoritaires d'Orbit) et d'un impôt de 0,8 M€ (vs 1,6 M€ en 2017), le RN ressort à 4,8 M€ (vs 1,3 M€ en 2017).

Sur l'exercice, le cash-flow opérationnel ressort à -0,7 M€ (vs 5,6 M€ en 2016) compte tenu d'une variation de BFR particulièrement élevée de 9,0 M€ (vs -1,4 M€ en 2017). Par ailleurs l'acquisition des minoritaires d'Orbit (6,2 M€) est venue peser sur la génération de cash de l'exercice (-10,8 M€ vs +0,8 M€). La trésorerie nette ressort ainsi à 10,0 M€ (vs 19,6 M€ à fin 2017).

Le management est très confiant pour 2019 et vise un nouvel exercice de croissance de son chiffre d'affaires et de son EBITDA. Microwave devrait profiter de la poursuite de la bonne dynamique sur la 5G et de son offre à forte valeur ajoutée auprès des donneurs d'ordres de l'Aérospatiale/Défense. Suite à la publication, nous ajustons nos prévisions d'EBE 2019 à 12,7 M€ (vs 9,9 M€ précédemment) et de ROC 2019 à 8,9 M€ (vs 6,5 M€).

### Recommandation

Suite à cette publication et aux ajustements de nos perspectives, notre objectif de cours passe de 15,20 € à 17,00 € et notre recommandation est maintenue à Achat.

Prochaine publication : CA T1 le 22 mai 2019

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2020e</b>
Chiffre d'affaires	66,0	71,1	74,6	85,6	100,9	111,0
Excédent brut d'exploitation	6,2	7,8	10,2	12,7	16,7	19,0
Résultat opérationnel courant	3,7	4,4	6,9	8,9	12,2	14,0
Résultat opérationnel	2,0	4,3	6,4	8,9	12,2	14,0
Résultat financier	-0,5	-2,0	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Impôts	-1,4	-1,6	-0,8	-2,8	-3,9	-4,5
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	-0,9	-0,7	0,2	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	1,0	1,3	4,8	5,5	7,7	8,9
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2020e</b>
Actifs non courants	29,7	29,2	28,6	29,0	29,6	30,1
<i>dont goodwill</i>	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5
BFR	24,4	22,6	32,2	35,0	41,3	45,4
Disponibilités + VMP	26,7	25,2	14,7	15,9	17,6	23,3
Capitaux propres	70,4	69,8	68,9	74,4	82,1	91,1
Emprunts et dettes financières	8,7	5,7	4,7	3,6	2,5	1,4
Total Bilan	103,1	99,0	95,9	103,2	113,4	123,7
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2020e</b>
Marge Brute d'autofinancement	4,0	4,1	9,5	9,4	10,7	11,9
Variation de BFR	-0,7	-1,5	8,7	2,8	6,3	4,1
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	4,7	5,6	-0,7	4,5	4,5	7,3
Investissements opérationnels nets	-3,6	-2,7	-2,3	-4,3	-5,0	-5,5
Investissements financiers nets	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-3,6	-3,0	-8,5	-4,3	-5,0	-5,5
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-1,4	-1,2	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-2,0	-1,7	-1,6	-1,1	-1,1	-1,1
Variation de trésorerie	-1,0	0,8	-10,8	-0,8	-1,7	0,6
<b>Ratios (%)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2020e</b>
Variation chiffre d'affaires	9,8%	7,7%	5,0%	14,7%	17,9%	10,0%
Marge EBE	9,5%	11,0%	13,7%	14,9%	16,6%	17,1%
Marge opérationnelle courante	5,6%	6,2%	9,2%	10,4%	12,1%	12,7%
Marge opérationnelle	3,0%	6,0%	8,6%	10,4%	12,1%	12,7%
Marge nette	1,6%	1,9%	6,4%	6,5%	7,6%	8,1%
Capex/CA	-5,5%	-3,9%	-3,1%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
BFR/CA	36,9%	31,8%	43,2%	40,9%	40,9%	40,9%
ROCE	0,8%	2,7%	12,1%	14,8%	18,2%	19,6%
ROCE hors GW	1,1%	3,8%	15,9%	19,1%	22,8%	24,2%
ROE	1,5%	1,9%	6,9%	7,4%	9,4%	9,8%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2020e</b>
Gearing (%)	-25%	-28%	-14%	-16%	-18%	-24%
Dettes nettes/EBE	-2,9	-2,5	-1,0	-1,0	-0,9	-1,2
EBE/charges financières	13,4	3,9	16,2	20,2	26,4	30,1
<b>Valorisation</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2020e</b>
Nombre d'actions (en millions)	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Nombre d'actions moyen (en millions)	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Cours (moyenne annuelle en euros)	6,9	8,7	10,3	11,5	11,5	11,5
(1) Capitalisation boursière moyenne	43,0	54,7	64,7	72,2	72,2	72,2
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-17,9	-19,6	-10,0	-12,2	-15,0	-21,9
(3) Valeur des minoritaires	1,7	-5,4	1,6	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	26,9	29,7	56,3	60,0	57,2	50,3
PER	41,4	40,7	13,6	13,1	9,4	8,1
EV/ EBE	4,3	3,8	5,5	4,7	3,4	2,6
EV/ROC	7,2	6,7	8,2	6,7	4,7	3,6
EV/CA	0,4	0,4	0,8	0,7	0,6	0,5
P/B	0,6	0,8	0,9	1,0	0,9	0,8
<b>Données par action (€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2020e</b>
Bnpa	0,17	0,21	0,76	0,88	1,23	1,42
Book value/action	11,2	11,1	11,0	11,8	13,1	14,5
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

**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 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.
- Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.
- Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 5% 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 depuis 12 mois :**

- Achat: Depuis le 12/04/2018
- Accumuler :
- Neutre:
- Alléger: (-)
- Vente: (-)
- 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	Oui	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