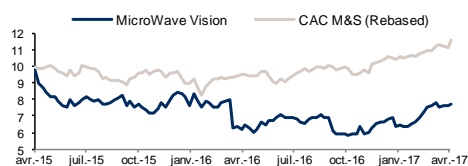


MICROWAVE VISION - ACHETER vs accumuler
7,74 € au 26/04/17
Objectif : 9,5 € (22,7%)

B/H 12M	5,81/7,89 €
Vol. 3M	8959 titres/jour
Nombre d'actions	6 282 166
Capi. boursière	49 M€
Flottant	29 M€
Marché	Alternext
Secteur	Electronique
Bloomberg	ALMIC FP
Isin	FR0004058949
Indice	Alternext Allshare



Actionnariat	Capital	
Flottant	60,4%	
Seventure	13,9%	
Bpifrance	13,8%	
Management et salariés	11,8%	
Autocontrôle	0,2%	
Chgt BPA corrigé (€)	12/16e	12/17e
Nouveau	0,16	0,36
Ancien	0,14	0,35
Var.	17,8%	3,8%

Ratios boursiers	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
PE	ns	47,1	21,6	15,9
PEG	ns	ns	0,2	0,4
P/CF	42,1	17,5	9,6	7,9
VE/CA	0,5	0,5	0,4	0,4
VE/ROC	9,8	8,2	6,7	5,0
VE/ROP	85,8	15,1	8,0	5,5
P/ANPA	0,7	0,7	0,7	0,6
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Données par action	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
BPA corrigé (€)	-0,01	0,16	0,36	0,49
Var.	ns	ns	118,2%	35,8%
CFPA (€)	0,18	0,44	0,80	0,98
FCFPA (€)	-0,47	0,18	0,34	0,45
ANPA (€)	11,15	11,19	11,56	12,08
Dividende (€)	0,00	0,00	0,00	0,00

Cpte de résultat	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
CA (M€)	60,1	65,9	70,0	73,5
Var.	6,1%	9,6%	6,2%	5,0%
ROC/CA (%)	5,3	5,7	6,3	7,2
ROP/CA (%)	0,6	3,1	5,2	6,5
ROP (M€)	0,4	2,0	3,6	4,8
RNPG publié (M€)	-0,1	1,0	2,3	3,1
Var.	ns	ns	118,2%	35,8%
Marge nette (%)	-1,4	0,4	3,4	4,4
Struct. financ.	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
ROCE (%)	1,6	0,6	4,8	6,4
ROE (%)	ns	0,3	3,2	4,3
CF (M€)	1,2	2,8	5,1	6,2
FCF (M€)	-2,9	1,1	2,1	2,8
Det. fi. net (M€)	-17,4	-18,0	-19,5	-22,3
FP (M€)	70,1	70,3	72,6	75,9
Gearing (%)	-24,9	-25,6	-26,9	-29,4

Réunion à 8h30

Geoffroy Perreira

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

 Document achevé le 27/04/2017 07:52
 Document publié le 27/04/2017 07:52

RN 2016 + Contact / Bonne publication marquée par un redressement de la rentabilité et des FCF. Opinion et TP relevés
Résultats 2016 meilleurs qu'attendu

Le groupe publie un EBITDA 2016 de 6,3 M€ (+15%), supérieur à notre attente de 5,8 M€. Comme attendu, le mix d'activité a pesé sur la marge brute (-2,7 pts à 62,9%), mais cet effritement est moindre que nous ne l'avions intégré (GD : 61,2%). Compte tenu de la bonne maîtrise des charges opérationnelles, le groupe parvient ainsi à améliorer légèrement sa marge d'EBITDA : +0,4 pt à 9,5% (vs GD : 8,7%, -0,4 pt). Le ROP, qui intègre -1,7 M€ de charges non courantes liées essentiellement à des litiges sur la propriété intellectuelle, ressort à 2 M€ (GD : 1,7 M€), et le RNPG à 1 M€ (GD : 0,9 M€).

(M€)	2015	S1 16	S2 16	2016	var.	GD
CA	60,1	30,5	35,4	65,9	10%	Publié
EBITDA	5,5	2,0	4,3	6,3	15%	5,8
% CA	9,1%	6,4%	12,2%	9,5%	0,5 pt	8,7%
ROP	0,4	-0,5	2,5	2,0	ns	1,7
% CA	0,6%	-1,6%	7,1%	3,1%	2,5 pt	2,6%
RNPG	-0,1	-0,9	1,9	1,0	ns	0,9

Retour des FCF en territoire positif

Un autre élément de satisfaction de cette publication est la génération de FCF qui revient en territoire positif pour la 1^{ère} fois depuis 2011. Le BFR a été bien maîtrisé (réduction de -0,8 M€ grâce principalement au travail sur le poste clients). Ainsi, malgré des investissements toujours soutenus (capex de 3,5 M€, soit 5,3% du CA), les FCF 2016 s'élèvent à près de 1 M€ (GD : -1 M€). La trésorerie nette progresse de 0,6 M€ pour s'établir à 18 M€ fin 2016.

Scénario GD conforté sur 2017-18

Aucun objectif chiffré n'est délivré pour 2017. Le management conserve un discours optimiste : le CA devrait bénéficier du niveau record de prises de commandes enregistré en 2016 (74 M€) et d'une activité commerciale toujours soutenue en ce début d'année 2017. Dans ces conditions, le levier opérationnel devrait se poursuivre grâce à une meilleure absorption des coûts fixes. Notre scénario initial est donc globalement conforté : nous tablons en 2017 sur une MOC en hausse de +0,6 pt à 6,3%.

Opinion Acheter vs Accumuler. TP relevé à 9,5 €

Compte tenu de la meilleure dynamique opérationnelle sur laquelle semble être engagé le groupe, nous réduisons la prime de risque spécifique que nous attribuons au dossier (WACC de 8,8% vs 9,4% avant). Cet élément et la prise en compte d'une séquence de FCF plus favorable pour les années à venir nous conduisent à relever notre TP (DCF) de 7,1 € à 9,5 €. Nous relevons notre opinion à Acheter vs Accumuler : la pérennité du redressement de la génération de FCF reste à démontrer, mais le momentum est aujourd'hui clairement mieux orienté et les ratios de valorisation sont abordables.

MICROWAVE VISION

COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/14	12/15	12/16e	12/17e	12/18e	TMVA 15/18
Chiffre d'affaires	56,7	60,1	65,9	70,0	73,5	6,9%
Variation	10,0%	6,1%	9,6%	6,2%	5,0%	
Marge brute	36,9	39,1	41,5	44,1	46,5	6,0%
Excédent Brut d'Exploitation	7,0	5,5	6,3	7,1	8,2	14,5%
Résultat opérationnel courant	5,0	3,2	3,7	4,4	5,3	18,6%
Autres produits et charges opérationnels	-0,9	-2,8	-1,7	-0,8	-0,5	ns
Résultat opérationnel	4,1	0,4	2,0	3,6	4,8	136,1%
Résultat financier	-0,5	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	ns
Résultat avant IS	3,6	-0,4	1,5	3,3	4,6	ns
Variation	-9,3%	ns	ns	116,3%	38,5%	
Impôts	0,9	0,5	1,3	1,0	1,3	41,9%
Sociétés mises en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	ns
RN activités arrêtées / en cours de cession	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	ns
Résultat net consolidé	2,6	-0,8	0,2	2,4	3,3	ns
Intérêts minoritaires	0,2	-0,8	-0,8	0,1	0,2	ns
Résultat net part du groupe	2,4	-0,1	1,0	2,3	3,1	ns
Résultat net part du groupe corrigé	2,4	-0,1	1,0	2,3	3,1	ns

BILAN (M€)	12/14	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
Fonds propres à 100% avant répart.	70,0	70,1	70,3	72,6	75,9
Provisions	0,8	1,6	1,6	1,6	1,6
Endettement financier long terme	8,1	6,9	6,9	6,9	6,9
Capitaux permanents	78,9	78,5	78,7	81,1	84,3
- Actif immobilisé	25,6	28,6	29,6	30,1	30,4
= Fonds de roulement	53,3	49,9	49,1	51,0	54,0
Besoins en fonds de roulement	25,2	25,6	24,9	24,6	24,8
Dettes bancaires à court terme	1,4	1,7	1,7	1,7	1,7
Disponibilités + titres de placement	29,6	26,0	26,6	28,1	30,9
Trésorerie nette	28,2	24,3	24,9	26,4	29,2
Endettement financier net	-20,1	-17,4	-18,0	-19,5	-22,3
Total Actif / Passif	101,3	102,5	105,6	108,9	113,5

TABLEAU DE FINANCEMENT (M€)	12/14	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
Capacité d'autofinancement	4,0	1,2	2,8	5,1	6,2
Invest. industriels nets	3,1	3,0	3,5	3,2	3,2
Var. du BFR	4,9	1,1	-0,7	-0,3	0,2
Free Cash Flow	-4,0	-2,9	1,1	2,1	2,8
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	26,8	-0,1	0,0	0,0	0,0
Variation de l'endettement fin. net	-22,9	2,7	-0,6	-1,5	-2,8

RATIOS (%)	12/14	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
Marge brute / CA	65,2	65,0	63,0	63,1	63,3
EBE / CA	12,4	9,1	9,5	10,1	11,1
ROP courant / CA	8,8	5,3	5,7	6,3	7,2
ROP / CA	7,2	0,6	3,1	5,2	6,5
Bénéfice net corrigé à 100% / CA	4,6	-1,4	0,4	3,4	4,4
Invest. industriels nets / CA	5,4	5,0	5,3	4,6	4,4
BFR / CA	44,4	42,6	37,7	35,1	33,7
ROE	3,7	-1,2	0,3	3,2	4,3
ROCE	6,0	1,6	0,6	4,8	6,4
Gearing	-28,7	-24,9	-25,6	-26,9	-29,4
Pay out	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

DONNEES PAR ACTION (€)	12/14	12/15	12/16e	12/17e	12/18e	TMVA 15/18
Résultat net part du groupe	0,38	-0,01	0,16	0,36	0,49	ns
Résultat net part du groupe corrigé	0,38	-0,01	0,16	0,36	0,49	ns
CAF	0,64	0,18	0,44	0,80	0,98	74,8%
Free cash flow	-0,63	-0,47	0,18	0,34	0,45	ns
Actif net	11,15	11,15	11,19	11,56	12,08	3,9%
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	ns
Nombre d'actions (en milliers)	6 282,17	6 282,17	6 282,17	6 282,17	6 282,17	
Nombre d'actions diluées (en milliers)	6 282,17	6 282,17	6 282,17	6 282,17	6 282,17	