

# MICROWAVE VISION

# ACCUMULER

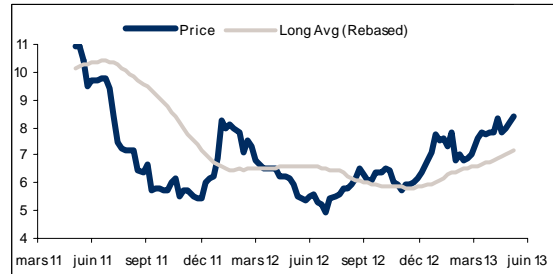
**8,39 €** au 07 Juin 2013

Objectif : 9,0 € (7,0%)

## Contact

B/H 12M	4,80/8,39 €
Vol. 3M	4398 titres/jour
Nombre d'actions	3 555 944
Capi. boursière	30 M€
Flottant	24 M€
Marché	Alternext
Secteur	Electronique
Bloomberg	ALMIC FP
Isin	FR0004058949
Indice	Alternext Allshare

Actionnariat	Capital
Flottant	79,0%
Salariés et dirigeants	21,0%



Perf.	1 mois	6 mois	12 mois
Absolute	+0,8%	+41,5%	+52,3%
Rel / CAC M&S	-0,4%	+28,4%	+20,8%

## De bonnes ondes en 2013

Chgt BPA corrigé (€)	12/13e	12/14e
Nouveau	-	-
Ancien	-	-
Var.	-	-

Ratios boursiers	12/12	12/13e	12/14e	12/15e
PE	11,9	9,1	8,4	8,0
PEG	0,3	0,3	1,0	1,6
P/CF	7,4	6,0	5,7	5,5
VE/CA	0,7	0,6	0,5	0,4
VE/ROC	8,0	6,0	4,7	3,8
VE/ROP	8,1	6,0	4,7	3,8
P/ANPA	0,8	0,7	0,7	0,6
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Données par action	12/12	12/13e	12/14e	12/15e
BPA corrigé (€)	0,70	0,92	1,00	1,05
Var.	44,6%	31,4%	8,1%	5,0%
CFPA (€)	1,14	1,40	1,48	1,53
FCFPA (€)	-0,33	0,46	0,63	0,71
ANPA (€)	10,79	11,50	12,58	13,71
Dividende (€)	0,00	0,00	0,00	0,00

Cpte de résultat	12/12	12/13e	12/14e	12/15e
CA (M€)	46,4	50,2	52,4	54,3
Var.	5,3%	8,2%	4,5%	3,5%
ROC/CA (%)	8,3	9,3	10,2	11,0
ROP/CA (%)	8,1	9,3	10,2	11,0
ROP (M€)	3,8	4,7	5,4	6,0
RNPG publié (M€)	2,5	3,3	3,6	3,7
Var.	44,6%	31,4%	8,1%	5,0%
Marge nette (%)	5,9	7,2	7,4	7,4

Struct. financ.	12/12	12/13e	12/14e	12/15e
ROCE (%)	8,2	9,6	9,5	9,7
ROE (%)	7,4	8,8	8,6	8,3
CF (M€)	4,1	5,0	5,3	5,4
FCF (M€)	-1,2	1,6	2,2	2,5
Det. fi. net (M€)	0,8	-1,7	-4,5	-7,5
FP (M€)	37,3	40,9	44,7	48,8
Gearing (%)	2,3	-4,2	-10,1	-15,3

## Jean-Baptiste Sergeant

Analyste Financier

+33 (0) 1 40 22 24 68

jean-baptiste.sergeant@gilbertdupont.fr

- Après avoir renoué avec la croissance de son activité en 2012 (+5%), Microwave Vision devrait voir celle-ci accélérer cette année (GD : +8%) grâce au dynamisme de ses relais de croissance (la Compatibilité Electromagnétique, renforcée par l'acquisition de Rainford mi 2012, et le Contrôle Environnemental et Industriel). L'activité phare du groupe, les Mesures d'Antennes (90% du CA 12) devrait également progresser, aussi bien dans l'Aéronautique/Défense (lancement de produits innovants permettant par exemple de tester les antennes des avions) que dans les Télécoms (tests des nouveaux protocoles haut-débit).

- Cette accélération de la croissance combinée à la poursuite de l'optimisation des charges devrait conduire, selon nous, à une nouvelle amélioration de la MOC cette année, attendue à 9,3% (+1,0 pt), et à une hausse de 31% du BPA.

- Au-delà de ces perspectives CT favorables, le groupe fait preuve d'une réelle ambition à MT, en visant un CA de 100 M\$ (75 M€) à horizon 2015. Nos prévisions sont nettement plus prudentes (CA 15 de 54 M€) mais n'intègrent pas de nouvelles opérations de croissance externe. Le bilan solide du groupe (dont la dette nette est quasi-nulle) ouvre toutefois la porte à de nouvelles acquisitions dès cette année, notamment dans le domaine de la Compatibilité Electromagnétique.

- Nous réitérons notre opinion Accumuler sur cette valeur, avec un TP ajusté à 9,0 € (vs 8,3 €) après mise à jour de notre modèle DCF (wacc de 10,0%, croissance à l'infini de 1,5%, MOP normative de 11%).

## 1. Retour sur 2012 : net rebond des résultats

Après un exercice 2011 marqué par la stagnation de son activité, Microwave Vision a renoué l'an dernier avec la croissance (+5%), malgré le recul de son activité de mesure d'antennes pour les Télécoms (18,7 M€, -5%), à la faveur de :

- la progression de la mesure d'antennes pour les secteurs Aérospatiale/Défense (22,9 M€), de l'ordre de +10%, tirée par les marchés européen et asiatique et en dépit d'un recul aux Etats-Unis (gel des commandes des Agences de l'Etat fédéral dans l'attente de l'élection présidentielle) ;
- la montée en puissance de l'activité Contrôle Environnemental et Contrôle Industriel (EIC), qui a totalisé 1,8 M€ de CA ;
- l'intégration de la société anglaise Rainford EMC (acquise fin juillet 2012), spécialisée sur le marché de la Compatibilité Electromagnétique (fabrication de chambres anéchoïdes), qui a contribué à hauteur de 2,8 M€ (sur 5 mois).

Ce retour à la croissance (bien que limitée à +1% à périmètre constant) combiné à une baisse de 8% des achats (14,5 M€ vs 15,8 M€ en 2012) — liée à un effet de base positif (surcoût engendré par deux contrats américains en 2011) — a entraîné un rebond de la rentabilité opérationnelle courante (+1,1 pt, à 8,3%), et ce malgré une hausse de 13% des frais de personnel (recrutement de 25 nouvelles personnes en R&D et intégration de Rainford EMC). Au final, le RNPG a progressé de 45%, à 2,5 M€.

## 2. Accélération de la croissance attendue en 2013

Concernant l'exercice en cours, nous tablons sur une accélération de la croissance du CA (GD : +8%), au vu de plusieurs éléments :

- l'activité phare, les Systèmes de Mesures d'Antennes (90% du CA 12), devrait progresser selon nous de 3%, aussi bien dans l'Aérospatiale et la Défense (rebond des commandes militaires américaines, hausse de la demande venant de pays émergents tels que la Turquie, lancement de produits de rupture tels que le robot StarBot 4300 dédié à la mesure des antennes embarquées sur les avions) que dans les Télécoms (avec notamment le lancement de nouveaux produits tels que la solution SG 24, complètement révisée, conçue pour tester les nouveaux protocoles haut-débit : 4G, WiFi,...) ;
- l'activité Compatibilité Electromagnétique (6% du CA 12) va bénéficier de l'intégration en année pleine de Rainford EMC acquise en juillet dernier et du déploiement des solutions en Amérique et en Asie (CA 13e : 5,2 M€). A noter que cette activité a représenté 16% des prises de commandes de l'an dernier, ce qui est un bon indicateur de sa montée en puissance ;
- le pôle Contrôle Environnemental et Industriel (4% du CA 12) devrait poursuivre son développement (CA 13e : 2,1 M€, +10%), grâce à la refonte de son réseau de distribution et à la sortie de nouveaux produits.

Nous estimons que la croissance de l'activité devrait être plus vigoureuse en début d'année compte tenu d'un effet de base favorable (+2% au T1 12 vs +6% sur les 9 mois suivants) lié au fait que Rainford n'a été intégré qu'à compter du 1<sup>er</sup> août 2012. Ainsi, nous tablons sur un CA T1 de 11,0 M€, en croissance de 13% YoY.

### Résultats de Microwave Vision

(M€)	2012	2013e	var.
<b>CA</b>	<b>46,4</b>	<b>50,2</b>	<b>8%</b>
Systèmes de Mesures d'Antennes	41,7	43,0	3%
- dont Aéro/Défense	22,9	23,6	3%
- dont Télécoms	18,8	19,3	3%
Compatibilité Electromagnétique	2,8	5,2	86%
Contrôle Environnemental et Industriel	1,9	2,1	10%
<b>ROC</b>	<b>3,8</b>	<b>4,7</b>	<b>24%</b>
% CA	8,3%	9,3%	+1,0 pt
<b>RNPG</b>	<b>2,5</b>	<b>3,3</b>	<b>31%</b>

Sources : société, GD

La croissance de l'activité devrait cette année encore s'accompagner d'une amélioration de la rentabilité puisque nous tablons sur une MOC de 9,3% (+1,0 pt), grâce au levier opérationnel ainsi qu'à la poursuite de l'optimisation des achats et des charges (notamment de transport).

### 3. Une guidance moyen terme ambitieuse

Au-delà de ces perspectives CT favorables, le groupe fait preuve d'une réelle ambition à MT en visant un CA de 100 M\$ (75 M€) à horizon 2015, ce qui implique un TMVA de son CA de 17% sur 3 ans.

Selon le management, ce CA serait constitué à hauteur de 65 M\$ (49 M€) par le pôle Systèmes de Mesures d'Antennes, de 25 M\$ (19 M€) par le pôle Compatibilité Electromagnétique et de 10 M\$ (7,5 M€) par le Contrôle Environnemental et Industriel. En revanche, aucun CA n'est attendu sur la période en provenance de la nouvelle Business Unit, dédiée à la Sécurité et au Médical, qui se focalise sur 2 produits : le scanner d'aéroport (détection des armes et explosifs sur les personnes) et le scanner médical (détection et suivi des pathologies mammaires). Rappelons en effet que ce pôle, constitué de 10 ingénieurs, n'a vocation à générer du CA qu'à long terme, une fois les tests cliniques passés avec succès (pour le scanner médical).

Nos prévisions sont nettement plus prudentes (CA 15 de 54 M€, TMVA de 5,4% entre 2012 et 2015) dans la mesure où elles n'intègrent aucune opération de croissance externe. Nous anticipons néanmoins sur la période une amélioration continue de la rentabilité opérationnelle, qui devrait atteindre 11% à horizon 2015.

### 4. Probable poursuite du M&A

Affichant un bilan solide avec un gearing de seulement 2% fin 2012, et disposant d'ores et déjà d'une ligne de crédit de 2,8 M€ (le prêt bancaire de 8,0 M€ obtenu en juillet 2012 n'ayant été tiré qu'à hauteur de 5,2 M€), Microwave Vision pourrait dès cette année procéder à de nouvelles acquisitions. Celles-ci devraient selon nous renforcer le pôle Compatibilité Electromagnétique (à l'instar de Rainford) compte tenu des ambitions du management pour cette activité (TMVA du CA de 89% d'ici 2015 vs 22% pour les Systèmes de Mesures d'Antennes et 58% pour le Contrôle Environnemental et Industriel).

Par ailleurs, un nouveau renforcement dans ORBIT/FR (dont Microwave Vision a acquis 2% supplémentaires en 2012 pour monter à 63% du capital) n'est selon nous pas à exclure, même si le management s'est refusé à préciser ses intentions. La capitalisation boursière de cette filiale américaine s'élève à 9 M\$ (6,8 M€), si bien que l'acquisition des 37% restant représenterait un investissement d'au moins 2,5 M€.

### 5. Opinion Accumuler confirmée, TP ajusté à 9,0 € (vs 8,3 €)

Après mise à jour de notre modèle DCF (wacc de 10,0% vs 10,4%, croissance à l'infini de 1,5%, marge normative de 11%), notre objectif de cours est ajusté à 9,0 € (vs 8,3 €).

Malgré la hausse du cours de 31% depuis le début de l'année (et de 52% depuis un an), nous réitérons notre opinion Accumuler compte tenu de :

- l'upside (7%),
- des perspectives favorables (croissance du BPA 13 estimée à 31%) ;
- du haut degré d'innovation (R&D : 10% du CA et 20% de l'effectif, 22 brevets) ;
- du bilan solide (endettement net quasi-nul) ;
- de ratios qui restent attractifs (PE : 9,1, VE/ROP : 6,0 en 2013e).

### Activité

Microwave Vision fabrique des systèmes de tests et de mesures d'antennes, pour les Télécoms, l'Aéronautique et la Défense.

### Concurrence

Nearfield Systems Inc (NSI), ETS-Lindgren, MI Technology.

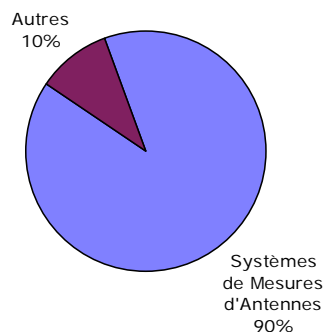
### Effectif

307 personnes

### Calendrier

14/06/13 : CA T1

### CA 2012 par secteur



### Points forts

- Multiplicité des domaines d'application
- Bon équilibre géographique du CA
- Fort degré d'innovation (22 brevets, R&D : 10% du CA)
- Structure financière satisfaisante

### Points faibles

- Faible taille par rapport aux grands constructeurs d'instruments de mesure
- Atonie du marché de l'Automobile
- Forte exposition au dollar (60% du CA)
- Sensibilité au cours des matières premières (métaux, pétrole)

COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/11	12/12	12/13e	12/14e	12/15e	TMVA 12/15
Chiffre d'affaires	44,0	46,4	50,2	52,4	54,3	5,4%
Résultat opérationnel courant	3,2	3,8	4,7	5,4	6,0	15,8%
Résultat opérationnel	3,1	3,8	4,7	5,4	6,0	16,5%
Résultat financier	-0,2	-0,5	-0,2	0,0	0,1	ns
Résultat avant IS	3,0	3,3	4,5	5,4	6,0	22,1%
Impôts	1,4	0,6	0,9	1,5	2,0	52,3%
Sociétés mises en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	ns
Résultat net consolidé	1,6	2,7	3,6	3,9	4,0	13,6%
Résultat net part du groupe	1,7	2,5	3,3	3,6	3,7	14,2%
Résultat net part du groupe corrigé	1,7	2,5	3,3	3,6	3,7	14,2%

BILAN (M€)	12/11	12/12	12/13e	12/14e	12/15e
Fonds propres à 100% avant répart.	34,8	37,3	40,9	44,7	48,8
Endettement financier long terme	2,7	6,5	6,5	5,5	4,5
Capitaux permanents	38,0	44,4	48,0	50,9	53,9
- Actif immobilisé	20,4	22,7	23,8	24,9	26,0
= Fonds de roulement	17,6	21,7	24,2	26,0	27,9
Besoins en fonds de roulement	14,0	16,1	16,9	17,4	17,9
Trésorerie nette	3,6	5,6	8,2	10,0	12,0
Endettement financier net	-0,9	0,8	-1,7	-4,5	-7,5

TABLEAU DE FINANCEMENT (M€)	12/11	12/12	12/13e	12/14e	12/15e
Capacité d'autofinancement	2,6	4,1	5,0	5,3	5,4
Invest. industriels nets	1,8	3,1	2,5	2,5	2,5
Var. du BFR	-2,5	2,1	0,8	0,5	0,4
Free cash flow	3,2	-1,2	1,6	2,2	2,5
Invest. financiers nets	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0
Distribution	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0