

Alternext - SBF 250 - CAC Mid&Small

MICROWAVE VISION

Chaud devant !

Octobre 2010

Jean-Baptiste SERGEANT

Analyste Financier

jean-baptiste.sergeant@gilbertdupont.fr

Tél : 33(0)1.40.22.24.68

MICROWAVE VISION

ACHETER

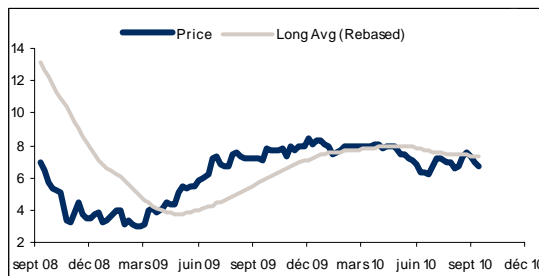
6,70 € au 15 Octobre 2010

Objectif : 10,0 € (48,8%)

Contact

B/H 12M	6,22/8,48 €
Vol. 3M	2902 titres/jour
Nombre d'actions	3 455 205
Capi. boursière	23 M€
Flottant	14 M€
Marché	Alternext
Secteur	Electronique
Bloomberg	ALMIC FP
Isin	FR0004058949
Indice(s)	Alternext Allshare

Actionnariat	Capital
Flottant	62,0%
Salariés et dirigeants	38,0%



Perf.	1 mois	6 mois	12 mois
Absolute	-10,1%	-17,3%	-4,6%
Rel / CAC M&S190	-14,5%	-16,3%	-9,5%

Chaud devant !

Ratios boursiers	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
PE	ns	8,6	7,3	6,4
PEG	ns	ns	0,4	0,5
P/CF	25,9	5,6	4,8	4,4
VE/CA	0,7	0,5	0,5	0,4
VE/ROC	207,3	6,9	4,7	3,8
VE/ROP	ns	6,9	4,7	3,8
P/ANPA	0,8	0,7	0,6	0,6
Rendement	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%

Données par action	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
BPA corrigé (€)	-0,05	0,78	0,92	1,05
Var.	ns	ns	18,1%	13,4%
CFPA (€)	0,26	1,19	1,39	1,54
FCFPA (€)	1,18	0,72	0,60	0,84
ANPA (€)	8,83	9,51	10,40	11,43
Dividende (€)	0,30	0,30	0,30	0,30

Cpte de résultat	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
CA (M€)	34,8	43,1	45,9	47,5
Var.	63,3%	23,7%	6,5%	3,5%
ROC/CA (%)	0,3	7,9	10,5	11,5
ROP/CA (%)	-0,8	7,9	10,5	11,5
ROP (M€)	-0,3	3,4	4,8	5,5
RNPG publié (M€)	-0,2	2,7	3,2	3,6
Var.	ns	ns	18,1%	13,4%
Marge nette (%)	0,6	7,9	8,9	9,7

Struct. financ.	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
ROCE (%)	0,3	10,2	10,9	11,7
ROE (%)	0,7	10,3	11,4	11,7
CF (M€)	0,9	4,1	4,8	5,3
FCF (M€)	4,1	2,5	2,1	2,9
Det. fi. net (M€)	1,7	0,3	-0,5	-2,2
FP (M€)	30,5	32,9	35,9	39,5
Gearing (%)	5,7	1,0	-1,5	-5,6

• Après un exercice 2009 de transition marqué par une profonde réorganisation du groupe (rendue nécessaire par l'intégration d'ORBIT/FR), Microwave Vision Group (l'un des principaux leaders mondiaux de systèmes de tests et de mesures d'antennes) est désormais sur une tendance nettement plus porteuse.

• Le groupe a en effet enregistré une croissance de 24% de son activité au S1, tout en renouant avec la rentabilité opérationnelle (MOP S1 de 5,2%).

• Ce rebond de l'activité devrait perdurer au S2 (GD : +24%) et en 2011/2012 (GD : +6,5%/+3,5%), à la faveur de bonnes conditions de marché pour l'Aéronautique et de la reprise des Télécoms aux Etats-Unis et en Asie. Quant à la rentabilité opérationnelle, elle devrait continuer à s'améliorer pour atteindre 11,5% sous deux ans.

• Compte tenu de ces perspectives très favorables et de ratios de valorisation attractifs (VE/ ROP de 4,7 en 2011e et 3,8 en 2012e), nous confirmons notre opinion Acheter, avec un objectif maintenu à 10 €, obtenu par DCF.

Jean-Baptiste Sergeant
 Analyste financier
jean-baptiste.sergeant@gilbertdupont.fr
 +33 (0) 1 40 22 24 68

Gilbert Dupont assure la liquidité du titre et opère en qualité de Liquidity Provider. Gilbert Dupont a un engagement de recherche sur la société. Gilbert Dupont a réalisé le placement de l'émission d'actions de la société. La présente note a été communiquée à la société préalablement à sa publication. Les informations, estimations et commentaires présentés dans ce document sont établis à partir de sources que nous considérons comme fiables mais dont l'exactitude ne saurait être garantie. Ils reflètent notre opinion à la date de la parution et peuvent être modifiés sans avis préalable. Nos opinions boursières sont mises à jour en permanence. Tout changement d'opinion boursière fait l'objet d'un document écrit. Ces informations sont protégées juridiquement par les dispositions du code de la propriété intellectuelle. A ce titre, elles revêtent un caractère confidentiel et ne sauraient faire l'objet d'une utilisation ou d'une reproduction non autorisée au préalable.

L'historique sur 12 mois de nos changements d'opinions boursières et l'ensemble des avertissements sont consultables sur notre site internet: www.gilbertdupont.fr en cliquant sur l'onglet "Mentions Légales" en bas à droite de la page d'accueil.

1. Un S1 10 de très bonne facture

Après un exercice 2009 de transition marqué par une profonde réorganisation du groupe (rendue nécessaire par l'intégration d'ORBIT/FR), Microwave Vision Group a publié des comptes semestriels de très bonne facture, confirmant qu'il était désormais sur une tendance nettement plus porteuse :

- le CA S1 a progressé de 24% (à 19,4 M€), la croissance — purement organique — ayant été tirée tant par les Télécoms (+27%, à 7,5 M€) que par l'Aéronautique (+22%, à 11,9 M€) ;
- le ROP est ressorti à 1,0 M€ (vs -0,9 M€ au S1) en raison du rebond de l'activité mais aussi du plan de réduction des charges mis en œuvre l'an dernier (rationalisation des process industriels et R&D, optimisation des forces marketing et commerciales, moindre recours à la sous-traitance,...) ;
- le RN s'est établi à 1,0 M€ (vs -1,2 M€ au S1 09).

Par ailleurs, le groupe a poursuivi son désendettement, puisque sa dette nette ne ressortait plus à fin juin dernier qu'à 0,4 M€ (gearing de seulement 1%) vs 1,7 M€ fin 2009.

(M€)	S1 09	S1 10	var.
CA	15,7	19,4	24%
ROP	-0,9	1,0	ns
MOP	-5,7%	5,2%	+10,9 pts
RN	-1,2	1,0	ns

Source : société.

2. Accélération attendue de l'activité

Fort d'un carnet de commandes de 30,3 M€ au 30 juin dernier, le groupe s'attend à réaliser un CA plus élevé au S2 qu'au S1.

En effet, la reprise observée sur le marché des Télécoms au S1 (en Asie et aux Etats-Unis) devrait se poursuivre au S2, avec même une accélération de la croissance. Le pôle Aéronautique devrait quant à lui continuer à bénéficier de conditions de marché très favorables, comme l'atteste le gain récent de plusieurs contrats par ORBIT/FR (d'un montant total de 4,4 M\$).

Dès lors, nous tablons toujours sur un CA de 23,7 M€ au S2 10 (+24% vs S2 09), soit un CA annuel de 43,1 M€ (+23,7%), constitué à hauteur de 16,5 M€ par les Télécoms (+30%) et de 26,6 M€ par l'Aéronautique (+20%). Comme l'an dernier, le S2 devrait représenter 55% du CA annuel.

Le rebond de l'activité devrait selon nous se poursuivre en 2011 — avec un CA estimé à 45,9 M€ (+6,5%), constitué à hauteur de 18,2 M€ par les Télécoms (+10%) et de 27,7 M€ par l'Aéronautique (+4%) — ainsi qu'en 2012 (GD : +3,5%).

Soulignons que nos prévisions n'intègrent pas :

- une éventuelle reprise du marché Automobile, toujours au point mort actuellement ;
- le lancement d'une nouvelle activité de Compatibilité Electro-Magnétique, à laquelle songe le groupe.

A cet égard, nos prévisions sont sensiblement plus prudentes que celles du management, qui vise un CA de 100 M\$ à terme.

(M€)	2009	2010e	2011e	2012e
Télécoms	12,7	16,5	18,2	19,1
<i>var.</i>		30%	10%	5%
Aéronautique	22,1	26,6	27,7	28,1
<i>var.</i>		20%	4%	3%
CA total	34,8	43,1	45,9	47,2
<i>var.</i>		23,7%	6,5%	3,5%
ROC	0,1	3,4	4,8	5,5
<i>ROC/CA</i>	<i>0,3%</i>	<i>7,9%</i>	<i>10,5%</i>	<i>11,5%</i>
RNPG	-0,2	2,7	3,2	3,6
<i>RNPG/CA</i>	<i>-0,6%</i>	<i>6,3%</i>	<i>7,0%</i>	<i>7,6%</i>

1 € = 1,33 \$

Source : Gilbert Dupont

3. Redressement des marges

Le rebond de l'activité devrait s'accompagner d'une poursuite de l'amélioration de la rentabilité, compte tenu notamment de l'effet de levier opérationnel sur le pôle Télécoms (forte proportion de coûts fixes).

Ainsi, le groupe devrait être en mesure de dégager une MOC de 7,9% dès 2010 (ROC de 3,4 M€ vs 0,1 M€ seulement en 2009) pour atteindre 11,5% en 2012.

Les BPA sont donc attendus en forte croissance sur la période 2010-2012 : 0,78 € en 2010 (vs -0,05 € en 2009), 0,92 € en 2011 (+18,1%) et 1,05 € en 2012 (+13,4%).

Par ailleurs, notons que le groupe devrait être en position de trésorerie excédentaire dès 2011 (GD : +0,5 M€).

4. Argumentaire d'investissement (Acheter, TP 10 €)

Nous confirmons notre opinion Acheter, avec un objectif maintenu à 10 €, obtenu par DCF (Wacc de 10,1%, croissance à l'infini de 1,5% et marge normative de 15%).

- **Les ratios affichés sont très attractifs** (VE/ ROP de 4,7 en 2011e et 3,8 en 2012e). De plus, Microwave Vision Group affiche une décote de 28% sur ses fonds propres à fin juin dernier (32 M€).
- **Le newsflow devrait rester favorable au S2**, avec une croissance du CA du même ordre qu'au S1 (GD : +24%) et une rentabilité opérationnelle sensiblement plus élevée (MOP de 12,5% attendue au S2 vs 5,2% au S1).
- **La structure financière est saine**, avec une dette nette de seulement 0,4 M€ fin juin dernier (gearing de 1%). Sa capacité d'endettement étant intacte, le groupe pourrait être tenté de racheter les minoritaires d'ORBIT/FR (qu'il ne détient qu'à 61,65%) — ce qui coûterait 11,8 M\$ au cours actuel. Ce scénario nous semble cependant peu probable, compte tenu de la très forte hausse du cours d'ORBIT/FR (multiplié par 5 en un an) et de l'avantage que représente une cotation au Nasdaq pour remporter des contrats publics aux Etats-Unis.

MICROWAVE VISION

Activité

MicroWave Vision fabrique des systèmes de tests et de mesures d'antennes, pour les Télécoms, l'Aéronautique et la Défense. En 2008, la société a acquis 62% d'ORBIT/FR, son principal concurrent américain.

Concurrence

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

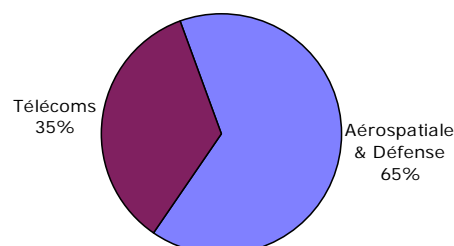
Effectif

231 personnes

Calendrier

15/11/10 : CA T3

CA 2009 par secteur



Points forts

- Multiplicité des domaines d'application
- Bon équilibre géographique du CA
- Technologie de pointe
- Structure financière très satisfaisante

Points faibles

- Faible taille par rapport aux grands constructeurs d'instruments de mesure
- Atonie du marché de l'Automobile
- Forte exposition au dollar (plus de 50% du CA)

COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/08	12/09	12/10e	12/11e	12/12e	TMVA 09/12
Chiffre d'affaires	21,3	34,8	43,1	45,9	47,5	10,9%
Résultat opérationnel courant	-3,0	0,1	3,4	4,8	5,5	257,2%
Résultat opérationnel	-3,0	-0,3	3,4	4,8	5,5	ns
Résultat financier	-0,3	-0,5	0,0	0,3	0,3	ns
Résultat avant IS	-3,3	-0,8	3,4	5,1	5,8	ns
Impôts	-0,8	-1,0	0,0	1,0	1,2	ns
Sociétés mises en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	ns
Résultat net consolidé	-2,5	0,2	3,4	4,1	4,6	176,6%
Résultat net part du groupe	-2,5	-0,2	2,7	3,2	3,6	ns
Résultat net part du groupe corrigé	-2,5	-0,2	2,7	3,2	3,6	ns

BILAN (M€)	12/08	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
Fonds propres à 100% avant répart.	30,9	30,5	32,9	35,9	39,5
Endettement financier long terme	8,0	6,2	6,2	6,2	6,2
Capitaux permanents	39,1	36,9	39,3	42,4	45,9
- Actif immobilisé	16,0	17,7	18,0	19,5	21,0
= Fonds de roulement	23,1	19,2	21,3	22,8	24,9
Besoins en fonds de roulement	19,3	14,8	15,4	16,1	16,5
Trésorerie nette	3,8	4,4	5,8	6,7	8,4
Endettement financier net	4,2	1,7	0,3	-0,5	-2,2

TABLEAU DE FINANCEMENT (M€)	12/08	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
Capacité d'autofinancement	-1,7	0,9	4,1	4,8	5,3
Invest. industriels nets	0,1	1,3	1,0	2,0	2,0
Var. du BFR	-1,1	-4,5	0,6	0,7	0,4
Free cash flow	-0,7	4,1	2,5	2,1	2,9
Invest. financiers nets	11,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Distribution	0,0	0,0	1,0	1,0	1,0