

## MICROWAVE VISION

**6,26 €** au 14 Novembre 2012

Objectif : 7,3 € (15,8%)

### Contact

B/H 12M	4,80/8,90 €
Vol. 3M	5195 titres/jour
Nombre d'actions	3 554 885
Capi. boursière	22 M€
Flottant	18 M€
Marché	Alternext
Secteur	Electronique
Bloomberg	ALMIC FP
Isin	FR0004058949
Indice	Alternext Allshare

Actionnariat	Capital
Flottant	80,0%
Salariés et dirigeants	20,0%

Chgt BPA corrigé (€)	12/12e	12/13e
Nouveau	0,87	0,99
Ancien	0,89	1,01
Var.	-2,5%	-2,1%

Ratios boursiers	12/11	12/12e	12/13e	12/14e
PE	12,9	7,2	6,3	5,9
PEG	ns	0,1	0,5	0,7
P/CF	8,7	5,6	4,9	4,4
VE/CA	0,5	0,5	0,5	0,4
VE/ROC	6,8	5,5	4,4	3,7
VE/ROP	6,9	5,5	4,4	3,7
P/ANPA	0,6	0,6	0,5	0,5
Rendement	0,0%	4,8%	4,8%	4,8%

Données par action	12/11	12/12e	12/13e	12/14e
BPA corrigé (€)	0,49	0,87	0,99	1,07
Var.	-38,1%	78,9%	13,6%	8,2%
CFPA (€)	0,72	1,11	1,27	1,41
FCFPA (€)	0,92	-0,85	0,55	0,70
ANPA (€)	10,06	10,99	11,75	12,63
Dividende (€)	0,00	0,30	0,30	0,30

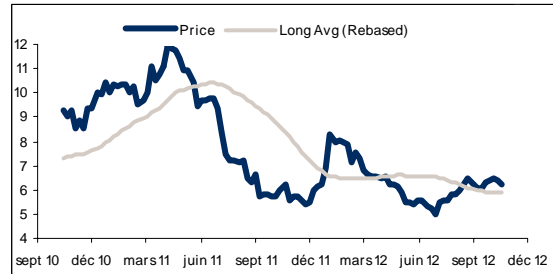
Cpte de résultat	12/11	12/12e	12/13e	12/14e
CA (M€)	44,0	46,7	50,0	52,2
Var.	0,1%	6,0%	7,0%	4,5%
ROC/CA (%)	7,2	9,5	10,8	11,5
ROP/CA (%)	7,1	9,5	10,8	11,5
ROP (M€)	3,1	4,4	5,4	6,0
RNPG publié (M€)	1,7	3,1	3,5	3,8
Var.	-38,1%	78,9%	13,6%	8,2%
Marge nette (%)	3,6	6,8	7,4	7,9

Struct. financ.	12/11	12/12e	12/13e	12/14e
ROCE (%)	4,9	8,0	8,9	9,3
ROE (%)	4,5	8,4	9,2	9,4
CF (M€)	2,6	3,9	4,5	5,0
FCF (M€)	3,2	-2,9	1,9	2,4
Det. fi. net (M€)	-0,9	2,1	1,3	-0,1
FP (M€)	34,8	38,0	40,6	43,6
Gearing (%)	-2,5	5,5	3,1	-0,2

### Jean-Baptiste Sergeant

Analyste Financier  
+33 (0) 1 40 22 24 68  
jean-baptiste.sergeant@gilbertdupont.fr

## ACCUMULER



Perf.	1 mois	6 mois	12 mois
Absolute	+2,6%	+0,0%	+4,3%
Rel / CAC M&S	+1,7%	-7,0%	-6,8%

## Un potentiel intact malgré un T3 mitigé

• Après avoir enregistré un CA S1 en croissance de 6%, Microwave Vision fait face au T3 à un léger recul de son activité (-3%) alors que nous attendions une accélération de la croissance (GD : +14%). Le CA T3, qui s'élève à 10,7 M€, a en effet pâti de retards de prises de commandes en Amérique du Nord, malgré de bonnes performances en Europe et en Asie. Les deux activités ont évolué de façon divergente, l'Aérospatiale ayant progressé de 23% (à 6,7 M€) alors que les Télécoms ont reculé de 28% (à 4,0 M€).

• Compte tenu de cette publication inférieure à notre attente, nous révisons en baisse notre estimation du CA 12, en tablant désormais sur 46,7 M€ (+6,0%) vs 49,4 M€ avant (+12,2%). Malgré cet ajustement, l'impact sur le BPA 12 est limité (-2,5%) puisque nous attendons toujours une MOP élevée (9,5% vs 9,7% avant), en hausse de 2,4 pts par rapport à 2011. De même, les BPA 13-14e ne sont ajustés que marginalement (respectivement -2,1% et -4,0%).

• Malgré la révision en baisse de nos prévisions, notre TP reste maintenu à 7,3 € après actualisation des données de marché et de nos hypothèses dans notre modèle DCF (wacc de 11,1% vs 12,9%, croissance à l'infini de 1,5%, marge normative de 11% vs 12%). Nous réitérons notre opinion Accumuler sur cette valeur qui présente de solides atouts : 1/ un bon newsflow attendu au T4 (avec une croissance du CA que nous estimons à +13%, +10% à pc), 2/ une forte croissance des BPA 13e (+14%) et 14e (+8%), 3/ un bilan solide (gearing de 5,5% fin 2012e), 4/ des ratios attractifs (PE : 6,3, VE/ROP : 4,4 en 2013e).

## 1. Un CA T3 pénalisé par des retards de prises de commandes

Après avoir enregistré un CA S1 en croissance de 6% (avec une évolution identique pour les deux secteurs, les Télécoms et l'Aérospatiale/Défense), dont +2% au T1 et +10% au T2, Microwave Vision fait face au T3 à un léger recul de son activité (-3%), alors que nous attendions une accélération de la croissance (GD : +14%).

Le CA T3, qui s'élève à 10,7 M€ (vs 11,0 M€ au T3 11), a en effet pâti de retards de prises de commandes en Amérique du Nord dans les deux secteurs, malgré de bonnes performances en Europe et en Asie.

Les deux activités ont néanmoins évolué de façon divergente puisque l'Aérospatiale/Défense a progressé de 23%, à 6,7 M€ (GD : 7,1 M€) alors que les Télécoms ont reculé de 28%, à 4,0 M€ (GD : 5,4 M€), en raison d'un certain attentisme de la part des opérateurs. Il convient cependant de noter que l'effet de base explique en partie cette divergence, puisque les Télécoms avaient progressé de 24% au T3 11 vs un repli de -27% pour l'Aérospatiale/Défense.

(M€)	T3 11	T3 12	var.	GD	9m 11	9m 12	var.	GD
<b>CA</b>	<b>11,0</b>	<b>10,7</b>	<b>-3%</b>	<b>12,5</b>	<b>30,6</b>	<b>31,5</b>	<b>3%</b>	<b>33,2</b>
dont Télécoms	5,5	4,0	-28%	5,4	15,1	14,2	-6%	15,6
dont Aéro/Défense	5,5	6,7	23%	7,1	15,5	17,3	12%	17,7

Sources : société, GD

Sur 9 mois, le CA ressort donc à 31,5 M€, en croissance de 3% dont -6% pour les Télécoms (14,2 M€, soit 45% du CA) et +12% pour l'Aérospatiale/Défense (17,3 M€, soit 55% du CA).

## 2. Ajustement de nos prévisions : faible impact sur les BPA

Compte tenu de cette publication inférieure à notre attente et du report sur 2013 de certaines commandes qui devrait également affecter le T4, nous révisons en baisse notre estimation du CA 12, en tablant désormais sur 46,7 M€ (+6,0%) vs 49,4 M€ (+12,2%) avant.

Notre estimation du CA T4 est désormais de 15,2 M€ (vs 16,1 M€ avant), ce qui implique une croissance de 13,4%. Celle-ci devrait être tirée par l'Aérospatiale/Défense mais également par l'intégration de la société anglaise Rainford EMC Systems acquise cet été. Spécialisée dans la fabrication des chambres anéchoïdes pour les marchés de la CEM (Compatibilité Electromagnétique), cette société devrait selon nous contribuer à hauteur de 0,5 M€ au T4.

Malgré cet ajustement en baisse du CA 12, l'impact sur le BPA 12 est limité (-2,5%) avec une MOP attendue à 9,5% (vs 9,7% avant), en hausse de 2,4 pts par rapport à 2011.

Cette amélioration de la rentabilité devrait découler à la fois de la hausse de l'activité, de la maîtrise des charges (réduction des frais de transport, mutualisation des achats) et de la contribution relative de Rainford EMC Systems. A noter que nous attendons au S2 une MOP de 14,3% (vs 12,0% au S2 11, soit +2,3 pts).

Nos nouvelles prévisions sont en ligne avec la guidance du management, qui confirme, à l'occasion de la publication du CA T3, viser en 2012 « une croissance soutenue et une bonne rentabilité ».

De même, les BPA 13-14e ne sont ajustés en baisse que marginalement (respectivement -2,1% et -4,0%).

(M€)	2012e		2013e		2014e	
	avant	après	avant	après	avant	après
CA	49,4	46,7	51,4	50,0	52,9	52,9
ROP	4,8	4,4	5,6	5,4	6,3	6,0
ROP/CA	9,7%	9,5%	11,0%	10,8%	11,9%	11,5%
RNPG	3,2	3,1	3,6	3,5	4,0	3,8
BPA (€)	0,89	0,87	1,01	0,99	1,12	1,07
BPA après/avant		-2,5%		-2,1%		-4,0%

Source : GD

### 3. Un potentiel de croissance toujours intact

En dépit de la relative déception du T3, nous estimons que **le potentiel de croissance de l'activité Microwave Vision reste important** (GD : +7,0% en 2013 et +4,5% en 2014) compte tenu :

- des perspectives favorables de l'Aérospatiale/Défense tant en Amérique du Nord (report des prises de commandes attendues initialement sur le S2 12 et déblocage des budgets à l'issue du vote du budget fédéral au Congrès américain) que dans les pays émergents (Inde, Chine, Brésil) ;
- du rebond des Télécoms, à la faveur notamment du passage à la technologie MIMO (Multiple Input Multiple Output) ;
- de l'intégration de la société Rainford EMC Systems dans le domaine de la Compatibilité Electromagnétique (CA 12e : 2 M€) ;
- de la poursuite du développement des activités connexes à la mesure d'antenne (contrôle industriel, dosimétrie), notamment à l'international ;
- de la reprise attendue de l'activité pour le secteur automobile (test des antennes embarquées).

A noter que nos prévisions n'intègrent pas les éventuelles acquisitions qui pourraient être opérées sur la période, le groupe s'étant donné les moyens cet été d'accélérer sa politique de croissance externe (obtention en juillet dernier d'un prêt bancaire de 8 M€ pour procéder à des opérations de croissance externe, dont une partie a d'ores et déjà été utilisée pour racheter Rainford EMC Systems).

Cette croissance attendue de l'activité devrait s'accompagner d'une poursuite de l'amélioration de la rentabilité opérationnelle (GD : +1,3 pt en 2013 et +0,7 pt en 2014).

### 4. Opinion Accumuler confirmée, TP maintenu à 7,3 €

Malgré la révision en baisse de nos prévisions, notre objectif de cours reste maintenu à 7,3 € après actualisation des données de marché et de nos hypothèses dans notre modèle DCF (wacc de 11,1% vs 12,9%, croissance à l'infini de 1,5%, marge normative de 11% vs 12%).

Nous réitérons notre opinion Accumuler sur cette valeur qui présente de solides atouts :

- **un bon newsflow attendu au T4**, avec une accélération de la croissance (GD : +13% vs +3% sur les 9 premiers mois) et une forte amélioration de la MOP (14,3% attendue au S2 vs 12,0% au S2 11 et 3,3% au S1 12) ;
- **des perspectives favorables de croissance des BPA en 2013-14** (respectivement +14% et +8%) ;
- **un bilan solide** (gearing de 5,5% fin 2012e) et une capacité d'investissement significative (obtention d'un prêt de 8 M€ en juillet dernier) ;
- **des ratios attractifs** (PE : 6,3, VE/ROP : 4,4 en 2013e).

## MicroWave Vision

### 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.

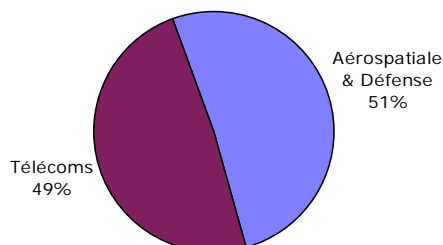
### Effectif

290 personnes

### Calendrier

19/02/13 : CA 2012

### CA S1 12 par secteur



### Points forts

- Multiplicité des domaines d'application
- Bon équilibre géographique du CA
- Fort degré d'innovation (21 brevets, R&D : 10% du CA)
- 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 (60% du CA)
- Sensibilité au cours des matières premières (métaux, pétrole)

COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/10	12/11	12/12e	12/13e	12/14e	TMVA 11/14
Chiffre d'affaires	44,0	44,0	46,7	50,0	52,2	5,8%
Résultat opérationnel courant	3,5	3,2	4,4	5,4	6,0	24,1%
Résultat opérationnel	3,4	3,1	4,4	5,4	6,0	24,6%
Résultat financier	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	ns
Résultat avant IS	3,2	3,0	4,4	5,4	6,1	27,6%
Impôts	-0,3	1,4	1,2	1,7	2,0	13,8%
Sociétés mises en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	ns
Résultat net consolidé	3,5	1,6	3,2	3,7	4,1	37,5%
Résultat net part du groupe	2,8	1,7	3,1	3,5	3,8	30,0%
Résultat net part du groupe corrigé	2,8	1,7	3,1	3,5	3,8	30,0%

BILAN (M€)	12/10	12/11	12/12e	12/13e	12/14e
Fonds propres à 100% avant répart.	34,2	34,8	38,0	40,6	43,6
Endettement financier long terme	4,4	2,7	8,0	8,0	8,0
Capitaux permanents	39,0	38,0	46,5	49,1	52,1
- Actif immobilisé	20,0	20,4	21,7	23,4	25,0
= Fonds de roulement	19,0	17,6	24,8	25,7	27,2
Besoins en fonds de roulement	15,5	14,0	18,9	19,0	19,1
Trésorerie nette	3,5	3,6	5,9	6,8	8,1
Endettement financier net	0,9	-0,9	2,1	1,3	-0,1

TABLEAU DE FINANCEMENT (M€)	12/10	12/11	12/12e	12/13e	12/14e
Capacité d'autofinancement	4,1	2,6	3,9	4,5	5,0
Invest. industriels nets	1,7	1,8	2,0	2,5	2,5
Var. du BFR	0,7	-2,5	4,9	0,1	0,1
Free cash flow	1,7	3,2	-2,9	1,9	2,4
Invest. financiers nets	0,0	0,0	1,0	0,0	0,0
Distribution	1,0	1,1	0,0	1,1	1,1