

Alternext - SBF 250 - CAC Mid&Small

MICROWAVE VISION

Un horizon enfin dégagé

Octobre 2009

Jean-Baptiste SERGEANT

jean-baptiste.sergeant@gilbertdupont.fr

Tél : 33(0)1.40.22.24.68

MICROWAVE VISION

ACHETER

7,06 € au 19 Octobre 2009

Vs Accumuler

Objectif : 9,5 € (34,6%)

Visite privée

B/H 12M	2,59/7,88 €
Vol. 3M	1346 titres/jour
Nombre d'actions	3 455 205
Capi. boursière	24 M€
Flottant	16 M€
Marché	Alternext
Secteur	Electronique
Bloomberg	ALMIC FP
Isin	FR0004058949
Indice(s)	Alternext Allshare

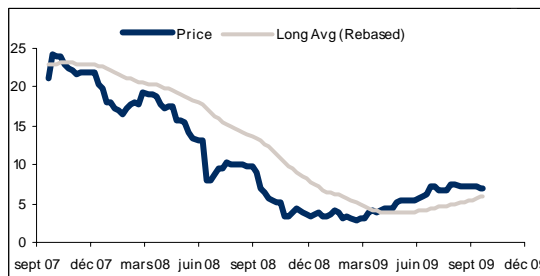
Actionnariat	Capital
Flottant	64,0%
Salariés et dirigeants	36,0%

Ratios boursiers	12/08	12/09e	12/10e	12/11e
PE	ns	ns	7,1	5,6
PEG	ns	ns	ns	0,2
P/CF	ns	120,8	5,9	4,8
VE/CA	1,3	0,8	0,6	0,5
VE/ROC	ns	65,7	6,0	3,4
VE/ROP	ns	13203,9	6,0	3,4
P/ANPA	0,8	0,8	0,7	0,6
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Données par action	12/08	12/09e	12/10e	12/11e
BPA corrigé (€)	-0,71	-0,14	1,00	1,26
Var.	ns	ns	ns	26,1%
CFPA (€)	-0,50	0,06	1,20	1,46
FCFPA (€)	-0,21	1,14	0,40	0,95
ANPA (€)	8,94	8,80	9,80	11,06
Dividende (€)	0,00	0,00	0,00	0,00

Cpte de résultat	12/08	12/09e	12/10e	12/11e
CA (M€)	21,3	33,6	42,0	46,5
Var.	4,1%	57,5%	25,0%	10,6%
ROC/CA (%)	-14,1	1,2	10,0	14,0
ROP/CA (%)	-14,1	0,0	10,0	14,0
ROP (M€)	-3,0	0,0	4,2	6,5
RNPG publié (M€)	-2,5	-0,5	3,5	4,4
Var.	ns	ns	ns	26,1%
Marge nette (%)	-11,6	-1,5	8,2	9,4

Struct. financ.	12/08	12/09e	12/10e	12/11e
ROCE (%)	-6,4	0,0	9,7	11,9
ROE (%)	ns	ns	10,2	11,4
CF (M€)	-1,7	0,2	4,2	5,1
FCF (M€)	-0,7	3,9	1,4	3,3
Det. fi. net (M€)	4,2	2,0	0,8	-2,2
FP (M€)	30,9	30,4	33,8	38,2
Gearing (%)	13,7	6,6	2,5	-5,9



Perf.	1 mois	6 mois	12 mois
Absolue	-2,1%	+69,7%	+8,6%
Rel / CAC S&M190	-7,5%	+22,3%	-20,5%

Un horizon enfin dégagé

- Figurant parmi les principaux fabricants mondiaux de systèmes de tests et de mesures d'antennes, MicroWave Vision (nouvelle dénomination de Satimo Group) connaît actuellement un exercice de transition, marqué par une réorganisation du groupe et l'optimisation de sa structure de coûts.

- La mise en œuvre d'un plan d'économies couplée à la montée en puissance des synergies avec ORBIT/FR, acquis en avril 2008, devrait en effet permettre au groupe d'atteindre l'équilibre d'exploitation cette année.

- Une récente visite privée nous a par ailleurs convaincu que l'horizon se dégagait enfin pour MicroWave Vision. Ainsi, une forte progression de l'activité est attendue sur les prochains exercices, grâce au redémarrage de l'activité Télécoms et au gain d'importants contrats en Aéronautique. Quant à la rentabilité opérationnelle, elle devrait progressivement s'améliorer pour se rapprocher de l'objectif cible de 15%.

- Compte tenu de ces perspectives très favorables, qui nous ont amené à revoir en hausse nos prévisions, nous repassons à l'Achat sur ce dossier (vs Accumuler), avec un objectif relevé à 9,5 € obtenu par DCF (vs 7,0 € précédemment).

Jean-Baptiste Sergeant
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. Ces informations sont protégées juridiquement par les dispositions du code de la propriété intellectuelle. A ce titre, elles ne sauraient faire l'objet d'une utilisation ou d'une reproduction non autorisée.

L'ensemble des avertissements est consultable sur notre site internet: www.gilbertdupont.fr en cliquant sur l'onglet "Mentions Légales" en bas à droite de la page d'accueil.

1. 2009 : une année de transition

Après un exercice 2008 (exceptionnellement de 9 mois) marqué à la fois par l'intégration d'ORBIT/FR et par la dégradation de la conjoncture (recul du CA pro forma de 30% et perte nette de 2,1 M€), l'année 2009 est pour le groupe une année de transition, qui lui permet de préparer efficacement l'avenir.

1.1. Une nouvelle organisation plus efficiente

Rebaptisé MicroWave Vision en juillet dernier, le groupe s'est engagé dans une vaste réorganisation, avec la mise en place d'une structure de holding.

Celle-ci assure désormais les fonctions centrales (DG, finance, marketing et équipe commerciale, soit une trentaine de personnes au total) pour les 7 filiales du groupe, à savoir :

- Satimo Industries SAS (détenue à 100%), qui assure la R&D et qui fabrique l'ensemble des produits historiques du groupe (scanners multi capteurs, essentiellement pour le secteur des Télécoms) ;
- Satimo Suède, Hong-Kong, Japon, Italie et US (toutes filiales à 100%), qui assurent des fonctions commerciales et techniques (maintenance) sur leur zone respective ;
- le sous-groupe américain ORBIT/FR (détenu à 61,65%, le solde étant coté au Nasdaq), spécialisé sur les positionneurs mécaniques pour les secteurs de l'Aéronautique et de la Défense et disposant de filiales aux Etats-Unis, en Israël et en Allemagne.

Cette réorganisation nous semble pertinente car elle permet à la fois de favoriser les synergies commerciales et d'améliorer la structure de coûts (rationalisation des process industriels et R&D, optimisation des forces marketing et commerciales, moindre recours à la sous-traitance,...).

Les premiers effets se sont d'ailleurs faits sentir dès le S1 09 puisque, malgré la hausse de 16% du CA (15,7 M€ vs 13,5 M€ au S1 08), le groupe est parvenu à réduire tant ses charges de personnel (-4,7%) que ses charges externes (-5,6%). Dès lors, la perte opérationnelle du S1 09 est ressortie nettement inférieure à celle du S1 08 (-0,7 M€ vs -2,3 M€), malgré 0,2 M€ de charges exceptionnelles (déménagement de la filiale d'ORBIT/FR en Israël).

1.2. Un S2 qui s'annonce de bonne facture

Lors d'une récente visite privée, nous avons compris que le CA pourrait ressortir à près de 38 M€ et le ROP à 0,9 M€ sur l'année pleine, ce qui sous-tend un CA de 22,3 M€ (en croissance séquentielle de 42%) et un ROP de 1,6 M€ au S2 (vs -0,7 M€ au S2 08), soit une MOP de 7%.

S'ils se vérifiaient, ces chiffres constitueraient une bonne nouvelle, qui traduirait à la fois un fort rebond de l'activité et un retour à la rentabilité plus rapide qu'attendu.

Cependant, compte tenu du récent affaiblissement du dollar (qui représente plus de 50% des facturations), nous préférons maintenir à ce stade nos prévisions, à savoir un CA 09e de 33,6 M€ et un ROP à l'équilibre — ce qui implique un CA S2 de 17,9 M€ (+15% en séquentiel) et un ROP de 0,7 M€ (MOP de 4%).

La structure financière de la société devrait par ailleurs rester très satisfaisante, avec un gearing que nous estimons à moins de 7% fin 2009.

2. Des exercices 2010 et 2011 prometteurs

Fort d'un carnet de commandes qui serait actuellement proche de 34 M€ (vs 24,8 M€ fin juin dernier), grâce aux gains d'importants contrats dans l'Aéronautique, MicroWave Vision devrait connaître des exercices 2010 et 2011 bien plus dynamiques que les deux précédents.

Les récents gains de contrats dont le management nous a fait part nous ont en effet incité à revoir nettement en hausse nos prévisions.

Ainsi, nous attendons désormais en 2010 un CA de 42 M€ (vs 34,4 M€ avant), en croissance de 25%. Cette forte progression devrait être tirée tant par l'activité Télécoms (17 M€, +33%) qui bénéficiera d'un effet de base favorable que par l'Aéronautique et la Défense (25 M€, +20%) grâce aux nouveaux contrats.

Conjointement à cette hausse attendue de l'activité, la rentabilité opérationnelle devrait s'améliorer sous le coup de l'accélération de la mise en œuvre des synergies et du plan d'économies. Ainsi, nous tablons dorénavant sur un ROP 10e de 4,2 M€ (vs 1,5 M€), soit une MOP de 10% (vs 4,4%).

Le rebond de l'activité devrait se poursuivre en 2011, avec un CA désormais estimé à 46,5 M€ (+10,6%), constitué à hauteur de 20 M€ par les Télécoms (+17,6%) et de 26 M€ par l'Aéronautique Défense (+4%). Le mix produits serait ainsi en voie de rééquilibrage, les Télécoms devant représenter à cette date 43% du CA (vs 38% au S1 09). Soulignons cependant que la reprise de l'activité pour le secteur Automobile, aujourd'hui au point mort, n'est pas attendue avant 2012.

La rentabilité opérationnelle devrait quant à elle se rapprocher de l'objectif cible du management (15%) puisque nous estimons la MOP 11e à 14% (ROP de 6,5 M€).

Au final, nos nouvelles estimations de BPA ressortent en forte hausse, à 1,00 € en 2010 (vs 0,18 € avant) et 1,26 € en 2011 (vs 0,70 €).

A noter que le groupe devrait, selon nos nouvelles estimations, être en position de trésorerie excédentaire en 2011, ce qui pourrait lui permettre de racheter les minoritaires d'ORBIT/FR (ce qui lui coûterait 1,5 M\$ au cours actuel).

(M€)	2010e		2011e	
	avant	après	avant	après
CA	34,4	42,0	35,5	46,5
ROP	1,5	4,2	3,3	6,5
ROP/CA	4,4%	10,0%	9,3%	14,0%
BNPG	0,6	3,5	2,4	4,4
BPA (€)	0,18	1,00	0,70	1,26
BPA après/avant		455,6%		80,0%

3. Opinion relevée à l'Achat, objectif 9,5 €

Suite à nos nouvelles prévisions 2010-11, notre objectif de cours ressort désormais à 9,5 € (vs 7,0 € précédemment).

Il est obtenu par DCF, en retenant un WACC de 10,0%, une croissance à l'infini de 1,5% et une marge normative de 15%.

Compte tenu de l'important potentiel d'appréciation par rapport au cours actuel ainsi que des perspectives favorables pour les exercices à venir, nous repassons à l'Achat sur ce dossier (vs Accumuler).

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, Advantest, Aeroflex, Keithley Instruments, LeCroy Corp

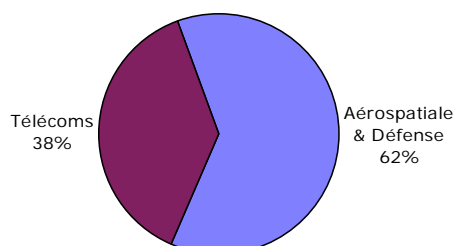
Effectif

232 personnes

Calendrier

CA T3 : nc

CA S1 09 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€)	03/08	12/08	12/09e	12/10e	12/11e	TMVA 08/11
Chiffre d'affaires	20,5	21,3	33,6	42,0	46,5	29,6%
Résultat opérationnel courant	2,2	-3,0	0,4	4,2	6,5	ns
Résultat opérationnel	2,2	-3,0	0,0	4,2	6,5	ns
Résultat financier	-0,4	-0,3	-0,5	0,1	0,1	ns
Résultat avant IS	1,8	-3,3	-0,5	4,3	6,6	ns
Impôts	-0,9	-0,8	0,0	0,9	2,2	ns
Sociétés mises en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	ns
Résultat net consolidé	2,7	-2,5	-0,5	3,5	4,4	ns
Résultat net part du groupe	2,7	-2,5	-0,5	3,5	4,4	ns
Résultat net part du groupe corrigé	2,7	-2,5	-0,5	3,5	4,4	ns

BILAN (M€)	03/08	12/08	12/09e	12/10e	12/11e
Fonds propres à 100% avant répart.	17,8	30,9	30,4	33,8	38,2
Endettement financier long terme	3,0	8,0	7,3	7,3	7,3
Capitaux permanents	21,0	39,1	37,9	41,4	45,7
- Actif immobilisé	8,4	16,0	17,3	17,2	17,2
= Fonds de roulement	12,6	23,1	20,6	24,2	28,5
Besoins en fonds de roulement	15,2	19,3	15,4	17,8	19,0
Trésorerie nette	-2,6	3,8	5,2	6,4	9,5
Endettement financier net	5,6	4,2	2,0	0,8	-2,2

TABLEAU DE FINANCEMENT (M€)	03/08	12/08	12/09e	12/10e	12/11e
Capacité d'autofinancement	4,3	-1,7	0,2	4,2	5,1
Invest. industriels nets	6,7	0,1	0,2	0,4	0,5
Var. du BFR	6,7	-1,1	-3,9	2,4	1,3
Free cash flow	-9,1	-0,7	3,9	1,4	3,3
Invest. financiers nets	0,0	11,1	0,0	0,0	0,0
Distribution	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0