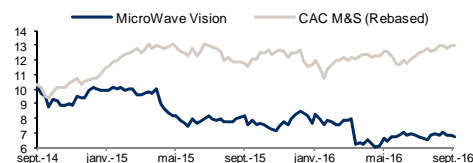


**MICROWAVE VISION - ACCUMULER**

**6,70 €** au 28/09/16  
Objectif : 6,8 € (2,1%)

B/H 12M	5,95/8,59 €
Vol. 3M	3396 titres/jour
Nombre d'actions	6 282 166
Capi. boursière	42 M€
Flottant	25 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		0,33	0,60
Ancien		0,54	0,66
Var.		-38,9%	-8,9%

Ratios boursiers		12/15	12/16e	12/17e	12/18e
PE	ns	20,4	11,2	9,2	
PEG	ns	ns	0,1	0,4	
P/CF	36,5	11,2	7,1	6,2	
VE/CA	0,4	0,4	0,3	0,3	
VE/ROC	7,8	4,4	3,5	2,9	
VE/ROP	67,8	7,4	3,8	2,9	
P/ANPA	0,6	0,6	0,6	0,5	
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	

Données par action		12/15	12/16e	12/17e	12/18e
BPA corrigé (€)	-0,12	0,33	0,60	0,73	
Var.	ns	ns	82,1%	21,5%	
CFPA (€)	0,18	0,60	0,95	1,08	
FCFPA (€)	-0,47	0,00	0,26	0,43	
ANPA (€)	11,15	11,48	12,12	12,90	
Dividende (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	

Cpte de résultat		12/15	12/16e	12/17e	12/18e
CA (M€)	60,1	66,7	69,9	72,0	
Var.	6,1%	10,9%	4,8%	3,0%	
ROC/CA (%)	5,3	8,4	9,3	9,8	
ROP/CA (%)	0,6	5,0	8,6	9,8	
ROP (M€)	0,4	3,3	6,0	7,1	
RNPG publié (M€)	-0,8	2,1	3,8	4,6	
Var.	ns	ns	82,1%	21,5%	
Marge nette (%)	-1,4	3,1	5,8	6,7	

Struct. financ.		12/15	12/16e	12/17e	12/18e
ROCE (%)	1,6	4,4	7,7	8,7	
ROE (%)	ns	2,9	5,3	6,0	
CF (M€)	1,2	3,8	6,0	6,8	
FCF (M€)	-2,9	0,0	1,6	2,7	
Det. fi. net (M€)	-17,4	-17,4	-19,0	-21,8	
FP (M€)	70,1	72,1	76,2	81,0	
Gearing (%)	-24,9	-24,2	-25,0	-26,8	

22/11/16 : CA T3

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

Document achevé Le 29/09/2016 07:42

**CA + RN S1 + Contact / Mix d'activités pénalisant au S1, mais un rattrapage devrait s'opérer au S2**
**CA S1 inférieur à notre attente**

Le groupe publie un CA S1 de 30,5 M€ (+9,3%), inférieur à notre attente de 31,6 M€. La croissance a ralenti à +4% au T2 (vs est. GD de +10% et +16,5% au T1). Une part importante de l'écart par rapport à notre attente s'explique par le pôle EIC, peu contributeur à l'activité (CA T2 de 0,1 M€ vs 0,7 M€e), qui a subi des reports de commandes sur le S2.

(M€)	S1 15	S1 16	var.	Prév. GD
CA	27,9	30,5	9%	31,6
EBITDA	2,3	2,0	-14%	2,8
% CA	8,4%	6,6%	-1,8 pt	8,9%
ROP	0,6	-0,5	ns	1,6
% CA	2,3%	-1,6%	-3,9 pts	5,0%
RNPG	0,5	-0,9	ns	1,0

**Rentabilité pénalisée par le mix d'activités**

Malgré la croissance soutenue du CA S1, les résultats sont en recul : l'EBITDA ressort à 2 M€ (-14%), inférieur à notre attente de 2,8 M€. Cet écart s'explique par le net repli de la marge brute (61,3% vs 65% au S1 15) imputable à un mix d'activités défavorable. Le secteur aéronautique / défense, qui a représenté 58% du CA vs 48% au S1 15, intègre une composante importante de contrats « mécaniques » dont la marge brute est inférieure de -8 pts en moyenne à l'électronique. En revanche, conformément à notre scénario, la base de coûts fixes a été bien maîtrisée : elle est en recul d'un peu plus de 1 M€ par rapport au S2 15.

**Rattrapage attendu au S2**

Le management continue de tabler sur une croissance organique « significative » sur l'ensemble de l'année (le carnet de commandes est en hausse de +13% à fin juin). Au regard de la typologie des contrats positionnés sur le S2, il s'attend en outre à une nette amélioration du mix qui devrait engendrer un levier opérationnel significatif sur l'ensemble de l'année. Nos prévisions 2016 impliquent une marge brute de 66% au S2 (vs 65% au S2 15), soit un scénario a priori toujours crédible. Cet élément, combiné à la bonne maîtrise des coûts fixes, nous amène à ne pas modifier nos estimations de ROC à ce stade, malgré le retard pris au S1.

**Le non-récurrent pèse sur nos BPA**

Au rang des bonnes nouvelles, soulignons les efforts faits en matière de gestion du BFR (+39 K€ vs -4,8 M€ au S1 15) qui, au cours des derniers semestres, était un des points faibles du groupe. En revanche, la génération de cash reste pénalisée par un niveau élevé de charges non courantes destinées à défendre la propriété intellectuelle du groupe (-1,3 M€). Les fortes révisions baissières de nos BPA (-39% sur 2016, -9% sur 2017) sont liées au relèvement de nos attentes de ces charges non courantes (2016 : -2,3 M€ vs -0,5 M€ avant, 2017 : -0,5 M€ vs 0 M€ avant).

**Opinion Accumuler réitérée**

L'impact des charges non-récurrentes sur notre valorisation est compensé par l'effet légèrement positif de l'évolution des paramètres de marché. Notre TP est donc maintenu à 6,8 € (DCF). Malgré ce S1 décevant, le rebond des résultats attendu en 2016 n'est, à ce stade, pas remis en cause. Nous réitérons notre opinion Accumuler.

## 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	66,7	69,9	72,0	6,2%
<i>Variation</i>	<i>10,0%</i>	<i>6,1%</i>	<i>10,9%</i>	<i>4,8%</i>	<i>3,0%</i>	
Marge brute	36,9	39,1	42,7	44,9	46,3	5,8%
Excédent Brut d'Exploitation	7,0	5,5	7,3	8,4	9,0	18,0%
Résultat opérationnel courant	5,0	3,2	5,6	6,5	7,1	30,6%
Autres produits et charges opérationnels	-0,9	-2,8	-2,3	-0,5	0,0	ns
Résultat opérationnel	4,1	0,4	3,3	6,0	7,1	168,7%
Résultat financier	-0,5	-0,7	-0,5	-0,5	-0,4	ns
Résultat avant IS	3,6	-0,4	2,8	5,6	6,7	ns
<i>Variation</i>	<i>-9,3%</i>	<i>ns</i>	<i>ns</i>	<i>96,7%</i>	<i>19,9%</i>	
Impôts	0,9	0,5	0,8	1,5	1,8	56,8%
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	2,1	4,1	4,9	ns
Intérêts minoritaires	0,2	-0,1	0,0	0,3	0,3	ns
Résultat net part du groupe	2,4	-0,8	2,1	3,8	4,6	ns
Résultat net part du groupe corrigé	2,4	-0,8	2,1	3,8	4,6	ns

BILAN (M€)	12/14	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
Fonds propres à 100% avant répart.	70,0	70,1	72,1	76,2	81,0
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	80,6	84,6	89,5
- Actif immobilisé	25,6	28,6	30,6	32,2	33,8
= Fonds de roulement	53,3	49,9	49,9	52,4	55,6
Besoins en fonds de roulement	25,2	25,6	25,6	26,5	27,0
Dettes bancaires à court terme	1,4	1,7	1,7	1,7	1,7
Disponibilités + titres de placement	29,6	26,0	26,0	27,6	30,3
Trésorerie nette	28,2	24,3	24,3	25,9	28,6
Endettement financier net	-20,1	-17,4	-17,4	-19,0	-21,8
Total Actif / Passif	101,3	102,5	106,9	112,1	117,7

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

RATIOS (%)	12/14	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
Marge brute / CA	65,2	65,0	64,0	64,1	64,2
EBE / CA	12,4	9,1	11,0	12,0	12,4
ROP courant / CA	8,8	5,3	8,4	9,3	9,8
ROP / CA	7,2	0,6	5,0	8,6	9,8
Bénéfice net corrigé à 100% / CA	4,6	-1,4	3,1	5,8	6,7
Invest. industriels nets / CA	5,4	5,0	5,5	5,0	4,9
BFR / CA	44,4	42,6	38,4	37,8	37,5
ROE	3,7	-1,2	2,9	5,3	6,0
ROCE	6,0	1,6	4,4	7,7	8,7
Gearing	-28,7	-24,9	-24,2	-25,0	-26,8
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	-0,12	0,33	0,60	0,73	ns
Résultat net part du groupe corrigé	0,38	-0,12	0,33	0,60	0,73	ns
CAF	0,64	0,18	0,60	0,95	1,08	80,3%
Free cash flow	-0,63	-0,47	0,00	0,26	0,43	ns
Actif net	11,15	11,15	11,48	12,12	12,90	6,0%
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	