

## MS International (MSI.LN) – Analyse du bureau de recherche de Philippe Hottinguer Gestion

Cours actuel : 1242 GBp

Capitalisation boursière : 201 M£

Actions en circulation de base/dilué : 16,2 M/16,9M

Actionnariat des dirigeants/du Board : ~50 %



Toujours méconnue après une performance de +1000% sur les 5 dernières années, MS International (MSI.LN) est une small cap britannique familiale cotée depuis les années 1980 qui se transforme en pure player dans le domaine de la défense (trois activités historiques en cours de cession). MSI fabrique des systèmes de défense à canon de petit calibre (25/30 mm) pour les plates-formes terrestres et les forces navales ; ces systèmes sont aujourd'hui particulièrement efficaces dans le cadre des systèmes de défense contre les drones. La guerre entre la Russie et l'Ukraine, premier conflit à grande échelle dominé par les drones, a contraint les armées à investir dans les drones et les systèmes de défense anti-UAS (Unmanned Aircraft System), créant ainsi un moteur de croissance durable pour MSI. Le potentiel dans le domaine de la défense est considérable. Sa faible visibilité au sein de la communauté financière et la communication volontairement limitée du management (manque d'informations et absence de couverture par les analystes financiers) créent une opportunité significative.

Notre thèse d'investissement est asymétrique : un risque de baisse limité (trésorerie nette dans le bilan + forte décote de valorisation par rapport aux comparables + produits des cessions futures) et un potentiel de hausse élevé mais difficile à estimer en raison de la faible visibilité, du manque de contrôle sur le timing des commandes des gouvernements et de l'absence d'indications sur le pipeline de la part du management. Les perspectives de la direction laissent entrevoir un exercice 2026 (se terminant en avril 2026) mitigé en raison du timing de la comptabilisation des ventes, des retards dans la prise de commandes et d'un carnet de commandes stable. En revanche, elle est très optimiste pour les deux années suivantes compte tenu de la demande en systèmes terrestres et marins. Traditionnellement prudente, la direction s'est montrée explicitement optimiste, en ce qui concerne l'activité défense, au cours des 12 derniers mois. De plus, l'obtention en 2023 d'un nouveau client majeur, la Navy américaine, pour la fourniture du Mk38 Mod 4 à l'ensemble de la flotte (potentiel de centaines de millions de dollars) est un catalyseur de long terme pour MSI. En termes de valorisation, MSI se négocie à environ 9x l'EBIT FY+1, contre environ 20x pour ses homologues européennes. La cession prévue des trois divisions non stratégiques (environ 5 % de l'EBIT du groupe) est un catalyseur à court terme (dont nous estimons la valeur entre 10 et 20M£). La rémunération des dirigeants (5,1M£ pour l'exercice 2025 contre 20M£ d'EBIT groupe) soulève des questions d'alignement d'intérêt mais l'allocation du capital

est restée cohérente (capex ciblés dans la défense, augmentation de la R&D, dividendes et rachats d'actions). La direction détient un peu plus de 50 % du capital et 10 % sont détenus en autocontrôle.

Afin de donner un peu de contexte, la stratégie de communication de la direction avec le marché financier est la plus complexe que nous ayons observée. La direction n'accorde pas d'interviews, n'accepte pas de rencontrer les investisseurs institutionnels et même les informations générales/commerciales (répartition des revenus, carnet de commandes, prix des produits, avis des clients) sont très difficiles à trouver ailleurs que dans le rapport annuel. Bien sûr, le caractère sensible des contrats et des activités dans le domaine de la défense explique en partie le manque d'informations, mais la direction est également très discrète. La seule façon de rencontrer le management afin de poser des questions est de participer à l'AG annuelle qui se tient à Doncaster (au nord du Royaume-Uni) pendant le mois d'août.

Nous avons participé à la dernière AG, la première semaine d'août 2025, et l'audience était composée de seulement 20 à 25 personnes. Nous étions le seul investisseur étranger et probablement le seul investisseur institutionnel. La réunion a duré 1h30, dont 1h consacrée aux questions-réponses, mais beaucoup de réponses n'étaient pas très précises et/ou ne pouvaient être abordées car trop sensibles. Par exemple, sur le carnet de commandes et le potentiel du pipeline, le sentiment des clients ou les feedbacks sur les produits. À une question concernant une éventuelle augmentation de capital dans le cadre d'une fusion-acquisition, qui nécessiterait une plus grande visibilité pour attirer des capitaux, la direction a répondu comme suit : il n'y a pas besoin d'augmenter le capital et il n'est pas nécessaire ni prévu d'attirer des investisseurs institutionnels dans le capital, ni d'être plus visible sur le marché financier. Dans le même temps, la direction a mentionné à plusieurs reprises qu'elle prenait les décisions dans le meilleur intérêt des actionnaires.

Une analyse approfondie et bien écrite sur MSI a récemment été publiée (mai 2025) sur Substack par Mark Allery, un investisseur privé qui connaît la société depuis longtemps. Vous trouverez ci-dessous les liens vers les deux parties de cette analyse en anglais :

\* [\(6\) Accueil | Substack](#)

\* [\(6\) MSI Part II - Defence, Management & Strategy, Summary](#)

## Aperçu et historique

La société a été fondée en 1960 et était connue sous le nom de Mining Supplies P.L.C. jusqu'en décembre 1983, date à laquelle elle a changé de nom pour devenir MS INTERNATIONAL plc.

MSI a été cotée sur le marché principal de la Bourse de Londres entre les années 1960 et 1980 (l'historique des cours ne commence qu'en 1988) et a été transférée sur le marché britannique AIM (Alternative Investment Market) en novembre 2000.

La société est active dans quatre secteurs d'activité différents et indépendants : Forging, petrol station superstructure and branding situées à Doncaster, au Royaume-Uni, et la filiale de défense MSI-Defense Systems, basée à Norwich, au Royaume-Uni.

Chaque activité est gérée de manière indépendante, sans véritable synergie entre elles. La société est depuis longtemps bien diversifiée entre ses quatre activités, ce qui lui permet de faire face aux cycles et aux récessions spécifiques à chaque secteur. Aujourd'hui, l'activité défense représente 95 % de l'EBIT du groupe et la direction souhaite céder les trois autres activités. Notre analyse et notre thèse d'investissement se concentrent donc principalement sur l'activité défense.

MS International a acquis Laurence, Scott & Electromotors Ltd en 1980 et, après avoir cédé le reste de l'activité en 1986, n'a conservé que la division défense. Cette unité a ensuite été rebaptisée MSI-Defence Systems en 1991.

MSI-Defence Systems possède un riche héritage dans la conception et la fabrication d'équipements de défense au Royaume-Uni. Au début du XXe siècle, l'entreprise fabriquait des équipements de défense avant la Première Guerre mondiale. Les assemblages de projecteurs et les ordinateurs mécaniques ne sont que quelques-uns des nombreux articles conçus et construits pour la marine, l'armée et la toute jeune armée de l'air de l'époque.

Dans les années 1930, en collaboration avec l'UK Admiralty Research Establishment, la société s'est fortement impliquée dans la fourniture d'ordinateurs électromécaniques destinés à la fois aux systèmes de contrôle de tir des canons des navires de surface et aux systèmes de contrôle de tir des torpilles des sous-marins.

Avec l'émergence des technologies de contrôle numérique dans les années 1970, l'entreprise s'est orientée vers la conception et la fourniture de plates-formes sophistiquées d'armement et de capteurs sous-marins et de surface, qui constituent aujourd'hui ses technologies de base.

Aujourd'hui, MSI-Defence Systems fournit des systèmes de défense de petit et moyen calibre. La gamme de systèmes de défense navale SEAHAWK (présentée plus bas dans la section produits) répond aux besoins polyvalents de toutes les classes de navires de la Royal Navy britannique et d'autres marines militaires internationales.

## Marché anti-drones

La guerre russo-ukrainienne est largement décrite comme le premier conflit à grande échelle dominé par les drones. Les drones bon marché et les drones suicides sont devenus à la fois des armes meurtrières quotidiennes et les principales sources de renseignements. Une analyse récente du RUSI (Royal United Services Institute) estime que les petits drones représentent désormais 60 à 70 % des systèmes russes endommagés ou détruits. L'utilisation des drones par la Russie s'est récemment intensifiée. L'armée ukrainienne a signalé des mois records en 2025 avec plus de 5 000 drones de type Shahed (drones suicides) lancés pendant le seul mois de juin, soit une augmentation de plus de 14x par rapport à la mi-2024.

Les armées ont été contraintes d'admettre qu'elles étaient sous-équipées pour faire face aux attaques et à la défense persistantes par drones et à réorienter leurs achats vers des systèmes sans pilote massifs et des Systèmes anti-drones (C-UAS) multicouches (capteurs, brouillage, systèmes d'action cinétiques et à énergie dirigée).

Les récentes mesures politiques et budgétaires reflètent cette évolution :

- États-Unis. Le Pentagone prévoit de déployer des milliers de drones autonomes à faible coût. Parallèlement, le budget de l'armée américaine pour l'exercice 2025 prévoit plus de 500M\$ spécifiquement pour la lutte contre les drones (C-UAS), et le Congrès a approuvé des achats supplémentaires.
- Royaume-Uni. Londres a alloué 5Mds\$ aux systèmes sans pilote et aux armes laser. Il a également publié une stratégie en matière de systèmes sans pilote, soutenue par environ 4,5Mds\$ pour la prochaine décennie.
- France. Les drones et la lutte anti-drones sont au cœur de la loi de programmation militaire : environ 5 Mds € pour la défense aérienne terrestre (y compris les C-UAS), les livraisons du programme PARADE et une commande supplémentaire de 600M€ (début 2025). Les orientations officielles donnent à nouveau la priorité à la lutte anti-drones et à la guerre électromagnétique.
- Allemagne. Berlin achète des systèmes Skyranger (Rheinmetall) équipés de canons pour contrer les petits drones, parallèlement à un réarmement plus large après 2022 dans le domaine des drones/de l'autonomie. Rheinmetall prévoit de conclure en 2025 un contrat de 7 à 9 Mds € sur 10 ans pour des canons antiaériens.
- Japon. Le budget 2024-2025 de Tokyo prévoit 42 M€ pour l'achat de nouveaux équipements anti-drones destinés à protéger les bases des Forces d'autodéfense et les sites critiques.
- Pologne. Un nouveau commandement dédié aux forces anti-drones et 200 M PLN (environ 55 M\$) en 2025 pour l'achat de drones et la création d'un centre national dédié aux drones.

## Produits MSI-DS

MSI-DS combine production interne et ingénierie des systèmes. Ses compétences en matière de production couvrent la fabrication, l'assemblage mécanique et électromécanique, l'électronique et les systèmes hydrauliques/pneumatiques haute pression, et s'appliquent aux métaux, caoutchoucs, plastiques et composites.

Sur le plan technologique, MSI-DS est spécialisée depuis des années dans les systèmes de canons navals de petit calibre entièrement stabilisés et de haute précision, avec une stabilisation du mouvement et une servocommande avancée qui ont fait leurs preuves sur des centaines de montures déployées sur le terrain. La société détient également la propriété intellectuelle de la plupart de ses produits, ce qui lui permet de s'adapter rapidement aux besoins de ses clients.

Les « systèmes de défense télécommandés » modernes sont autant des systèmes définis par logiciel que des supports de canons. Le remplacement d'un support manuel nécessite toute une gamme de capteurs, d'actionneurs, de sous-systèmes de stabilisation, de suivi et de contrôle, ainsi que des logiciels supplémentaires pour détecter, identifier et suivre plusieurs cibles, gérer les communications, permettre le contrôle à distance/via le réseau et assurer l'interface avec le système de combat d'un navire ou d'un véhicule.

MSI n'est pas seulement un fabricant de supports, mais aussi un concepteur et un intégrateur de systèmes. Son intégration verticale lui permet d'adapter les architectures et d'apporter des améliorations/ajustements pour ses clients. Les produits MSI sont indépendants des armements, par exemple différents canons de 25/30/40 mm (et fournisseurs) peuvent être substitués.

Références aux sites Web de MSI et MSI Defence Systems (MSI-DS) :

[msiplc.com](http://msiplc.com)

[Home - MSI Defence Systems](#)

[Products - MSI Defence Systems US LLC](#)

### 1. NAVAL

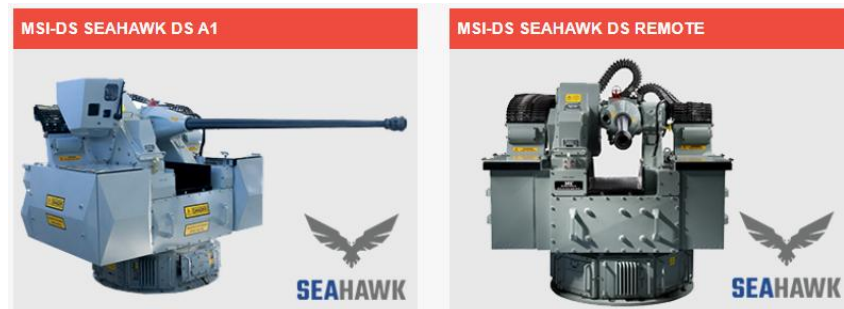
L'offre navale de MSI est centrée sur la gamme SEAHAWK DS de supports de canons stabilisés et télécommandés de petit calibre. Le modèle DS de base intègre des capteurs électro-optiques et infrarouges jour/nuit avec télémètre laser, suivi vidéo automatique et système moderne de contrôle de tir. Il accepte des canons de 25/30/40 mm. La gamme comprend des variantes avec un directeur électro-optique hors support offrant une vision à 360°. Ses rôles comprennent la destruction de petits bateaux et la défense aérienne à courte portée et contre les drones.

Des articles spécialisés dans la défense ont comparé les systèmes de défense navale de MSI à ceux de ses concurrents, soulignant la qualité de la gamme SEAHAWK. Les articles de presse allemands couvrent les nouvelles exigences du programme de la marine en matière de lutte contre les drones et comparent les principales options telles que le Sea Snake 30 de Rheinmetall, le Marlin 30 de Leonardo, le MGS 30 mm de BAE Systems et le NSG 30 d'Elbit. Le SEAHAWK DS de MSI se positionne relativement bien parmi ses concurrents d'après ces articles et est déjà en service dans une douzaine de marines (dont celles des États-Unis et du Royaume-Uni), ce qui renforce sa crédibilité et son attrait à l'export.

Liens vers les 2 articles :

\* [Neue Marineleichtgeschütze für die Flotte » Sicherheit & Verteidigung](#)

\*Nachfolger Marineleichtgeschütz – neue Flottendienstboote der Deutschen Marine sollen mit Maschinenkanonen bewaffnet werden



## 2.TERRESTRE

L'offre terrestre de MSI est centrée sur le TERRAHAWK PALADIN, une plateforme modulaire et télécommandée VSHORAD (Very Short Range Air Defense System) destinée à la défense à courte portée contre les menaces terrestres, aériennes (notamment les drones) et maritimes. Le système est équipé de canons de 30 × 173 mm et est conçu pour intégrer des dispositifs supplémentaires tels que des missiles sol-air et des roquettes guidées par laser de 70 mm. Ses rôles comprennent la lutte contre les drones et la protection des infrastructures critiques. Son architecture est conçue pour un déploiement rapide et une extension plug-and-play des capteurs/appareils.

Les programmes du Fonds international pour l'Ukraine annoncés en octobre 2023 par le Royaume-Uni incluaient les TERRAHAWK PALADIN dans une tranche de défense aérienne d'une valeur supérieure à 70M€ (faisant partie d'un programme de soutien plus large de plus de 100 M€), dans le but explicite d'aider à repérer et détruire les drones et à protéger les infrastructures.



## 3. SERVICES

MSI dispose d'une équipe interne dédiée aux services d'assistance, responsable de plus de 300 systèmes de défense navale dans plus de 20 pays à travers le monde. MSI est en mesure d'offrir des options d'assistance complètes adaptées aux besoins individuels des clients tout au long du cycle de vie du produit.

Les options et capacités d'assistance technique comprennent : une assistance logistique et des accords de mise à disposition, une assistance téléphonique 24/7, MSI-DS a pris en charge les dépôts/installations de maintenance des clients dans leur pays, une assistance technique sur site MSI-DS à la demande, des études et la réparation et le réapprovisionnement des pièces échangeables.

En plus de l'assistance technique, MSI-DS propose des formations continues aux opérateurs, aux techniciens de maintenance et au personnel d'assistance des entrepôts. Les formations sont adaptées aux besoins spécifiques des clients et sont dispensées partout dans le monde, soit dans l'usine MSI-DS au Royaume-Uni, soit dans les locaux du client.

## **Analyse financière pour l'exercice 2025 (se terminant en avril 2025)**

La société est rentable depuis 2002 (à l'exception de 2020), générant entre 0 et 6 M£ de bénéfices par an entre 2002 et 2022. Depuis 2022, l'activité de défense commence à alimenter la croissance et les bénéfices du groupe. Le bilan est très solide, avec 23 M£ de trésorerie nette en 2025, aucune dette et une position de trésorerie nette depuis les années 2000. La société publie ses résultats deux fois par an.

### Actifs

\*Immobilisations corporelles 30 M£

\*Stocks 30 M£ contre 25 M£ y/y

\*Créances 33 M£ contre 29 M£ y/y

\*Trésorerie 25 M£ contre 35 M£ y/y

Total des actifs -> 134 M£

### Passifs

\*Capitaux propres / Résultats non distribués 60 M£

\*Dettes fournisseurs 17 M£

\*Dettes contractuelles 53 M£ -> Les dettes contractuelles correspondent aux montants facturés sur un contrat avant que les obligations contractuelles ne soient remplies et que les revenus ne soient comptabilisés. (46 M seront comptabilisés comme ventes en 2026 et le reste au cours des trois années suivantes)

### Cash-flow

\*Cash-flow d'exploitation : -3 M contre 36 M y/y (avec 38 M de dettes contractuelles en 2024 liés au paiement anticipé d'un nouveau contrat)

\*Le fonds de roulement a augmenté de 16 M en 2025 (+6 M de stocks + 13 M de créances – 3 M de dettes fournisseur)

\*Les dettes contractuelles ont augmenté de +2 M contre +38 M y/y, soulignant l'absence/le retard de nouveaux contrats importants pour l'exercice 2025, le long cycle de vente et le manque de visibilité sur le timing des commandes

\*CAPEX 3M en immobilisations corporelles contre 5M y/y

\*Utilisation des FCF -> rachat d'actions 4,5M contre 1,6M y/y, dividende 3,5M contre 2,6M y/y

\*Allocation du capital (réponse durant l'AGM) -> Bonne réserve de trésorerie dans le bilan d'environ 30 M -> la direction a toujours eu une approche très conservatrice et continuera dans cette voie + réception de nombreux paiements initiaux qui doivent ensuite être investis pour être convertis en ventes + pas de rachat d'actions à prévoir (9,3 % d'actions auto-détenues) + augmentation possible du



dividende + acquisitions à l'étude (start-ups disposant d'une technologie ou d'une expertise ou acquisitions complémentaires aux États-Unis ou ailleurs)

## P&L du groupe

\*CA 117 M, +7 % y/y

\*EBIT 20 M ou +33 % y/y (contre 15 M y/y) contre 21 M ebit dans notre modèle

\*EPS 90c (+26 % y/y)

\*Carnet de commandes stable à 140 M€ (retards dans le placement de nouvelles commandes importantes d'équipements de défense) contre une croissance de +40 % l'année précédente

\*Coûts de R&D 2,4 M contre 1,1 M y/y

\*Répartition géographique 2025 : 20 % Royaume-Uni, 40 % Asie, 25 % États-Unis, 15 % Europe

\*Répartition géographique 2024 : 45 % Royaume-Uni, 22 % Asie, 18 % États-Unis, 12 % Europe

\*Les ventes en Asie incluent le Moyen-Orient et plus de 90 % de ces ventes proviennent de l'armée jordanienne

\*Client n°1 : 37 % du CA (contre 27 % y/y pour un autre client)

\*Client n°2 représente 14 % du CA (contre 21 % y/y pour un client différent)

\*L'armée jordanienne est le premier client en 2025 (37 %) et était le deuxième en 2024 (21 %)

\*Le salaire total du conseil d'administration est très élevé, à 5,1 M€ (PDG 2 M, directeur financier 1,4 M, fils du PDG 1 M, etc.) contre 4,6 M y/y, comparé à un EBIT du groupe de 21 M€.

## Défense 70 % CA

\*CA de 82 M€ (+22 % y/y), inférieur aux +40-45 % que nous attendions, lié à l'augmentation de +40 % du carnet de commandes défense l'année précédente

\*EBIT de 17,7 M contre 13 M y/y -> +36 %

\*Marge EBIT de 21 % contre 19 % y/y

\*Marge d'EBIT de 21 % contre 19 % en glissement annuel

\*La défense représente 95 % de l'EBIT total du groupe en 2025 contre 75 % y/y

\*« Ce fut une année record pour les ventes à l'exportation, en particulier pour les systèmes de défense navale destinés aux États-Unis et les premières livraisons de systèmes de défense navale à la marine allemande. Nous avons également continué à honorer diverses commandes provenant du Moyen-Orient pour nos systèmes de défense terrestres anti-drones « VSHORAD ».

\*La direction de MSI a déclaré lors de l'AG que MSI avait réussi à multiplier par quatre ses capacités de production au cours des dernières années, sans toutefois donner de détails sur les capacités ou les volumes. De nouvelles capacités pourraient être développées à l'avenir.

\*MSI-DS a investi dans le site de Norwich, d'une superficie de 16 000 m<sup>2</sup>, avec de nouvelles installations de production et a poursuivi ses investissements dans les systèmes de gestion des stocks. Les installations de R&D ont été améliorées avec l'ajout de nouvelles unités d'essai et de capacités de fabrication pour le prototypage rapide.



## Contrats américains et allemands

MSI n'a décroché que récemment (2023) la Navy américaine comme client clé pour la fourniture de son nouveau Mk38 Mod 4 GWS, une version améliorée du Mk38 Mod 2 et 3 fourni par BAE Systems à la marine américaine et qui est aujourd'hui progressivement remplacé par la version MSI. En 2004, United Defense, rachetée par la suite par BAE, a remporté un contrat de 400 M\$ jusqu'en 2010 pour le Mark38 mod 2.

Il s'agit d'une réussite pour MSI, une petite entreprise du secteur de la défense, mais il lui a fallu attendre depuis les années 1990 pour conclure cet accord. Le déploiement du Mk38 Mod 4, qui devrait s'étendre à l'ensemble de la flotte au fil du temps, devrait représenter plusieurs centaines de millions de dollars compte tenu de la taille de la flotte navale américaine (des centaines de navires) et du nombre de supports de canons utilisés.

Fin 2023, MSI a remporté trois contrats avec la marine américaine : (1) un contrat de maintenance Mk38 Mod 4 d'un montant maximal de 49,8 M\$ jusqu'en juin 2028 ; (2) un contrat de 23,5 M\$ pour la production d'un lot de supports de 30 mm (livraison prévue d'ici décembre 2024) ; et (3) un contrat de 15,8 M\$ pour des viseurs électro-optiques Mk48 Mod 2 (livraison prévue d'ici mai 2025). Par ailleurs, MSI a reçu une demande d'achat pour une nouvelle année d'approvisionnement en munitions de 30 mm et attend le résultat d'un appel d'offres complémentaire de cinq ans. Le management estime que MSI est bien positionné ; le résultat initialement prévu avant la fin de l'exercice 2025 a été reporté et reste en attente. L'armée américaine préfère que MSI maintienne sa production au Royaume-Uni afin d'atténuer le risque de délocalisation. MSI est également en train de mettre en place une installation de soutien aux armements américains sur son implantation industrielle existante aux États-Unis (activité de forging).

Le fait d'avoir désormais également obtenu le contrat de la marine allemande constitue un atout supplémentaire et renforce la crédibilité et la réputation de MSI, ce qui devrait contribuer à sa visibilité et lui ouvrir des portes.

## Perspectives

La direction estime que l'exercice 2026 sera mitigé en termes de croissance en raison des décisions retardées des États-Unis, d'autres contrôles gouvernementaux et de cycles de vente longs, mais reste très optimiste pour les exercices 2027-2028, citant (1) les progrès réalisés dans le cadre du programme de la marine allemande, (2) l'élargissement du pipeline américain et (3) la forte demande à court terme pour les systèmes terrestres avec un délai de livraison d'environ 12 mois. Les facteurs clés sont le timing des commandes et le délai entre la commande et la réalisation du CA plutôt que la demande des clients.

## Partenariat avec EOS

Lors de l'AG annuelle de 2025, MSI a annoncé la signature d'un protocole d'accord avec la société australienne Electro Optic Systems (EOS) en vue d'une collaboration dans le domaine de l'optimisation/intégration des systèmes de combat. EOS (capitalisation de 700 M£) est une société en restructuration cotée en Bourse, dotée d'une nouvelle direction depuis 2022, qui se concentre sur les systèmes de défense télécommandés, l'anti-drones (y compris les lasers) et les technologies connexes. L'activité principale (95 % du CA des activités poursuivies) est la fabrication des systèmes de défense anti-drones, similaires aux systèmes terrestres de MSI. Sur le plan stratégique, ce partenariat pourrait élargir l'écosystème C-UAS de MSI, réduire les risques liés à l'intégration dans des programmes multinationaux et améliorer le rythme des démonstrations/de production. Les risques comprennent le chevauchement des lignes de produits (dynamique partenaire/concurrent) et le maintien du niveau de marge de MSI à mesure que les programmes prennent de l'ampleur.

EOS affiche une performance exceptionnelle, avec une hausse d'environ +500 % depuis le début de l'année. Les fondamentaux de MSI sont plus solides (EOS est endettée et non rentable). De plus, EOS est évaluée à 7 x le CA des douze derniers mois de sa division défense, contre 2,3 x pour MSI. La direction de MSI est restée très évasive quant aux raisons et aux modalités de ce partenariat, indiquant seulement que les gouvernements encouragent les entreprises à former des partenariats lorsqu'elles proposent des produits similaires ou complémentaires, ce qui semble être une pratique courante dans le secteur de la défense. La collaboration entre EOS et MSI est probablement plus avancée que ce qui a été suggéré lors de l'AG.

MSI a enregistré un CA de 82 M£ dans le secteur de la défense en 2025 (avril 2024 à avril 2025), soit une croissance de +22 % y/y, un carnet de commandes stable (140 M£ selon le rapport annuel 2024) et un EBIT de 17,7 M£ (marge EBIT de 22 %) contre 13 M£ y/y. MSI compte environ 450 employés et dispose d'une trésorerie nette de 23 M£.

Pour faciliter la comparaison, nous allons conserver la livre sterling comme unité de mesure et utiliser un taux de conversion de 0,5 AUD/GBP, contre 0,48 en réalité.

EOS a enregistré un CA de 83 M£ dans le secteur de la défense en 2024 (identique à celui de MSI), soit une croissance de +6,6 % sur un an, et un EBITDA de -0,7 M£ (nous ne disposons pas de l'EBIT de l'activité défense, mais de l'EBIT total à -13M£).

EOS affiche un historique défavorable en matière de profit, étant déficitaire depuis 2020 et consommant beaucoup de cash depuis lors, ce qui est toujours le cas aujourd'hui. La marge brute est de 45 à 50 % et le seuil de rentabilité EBITA est fixé à 100 M£ de CA, qui devrait être atteint mi-2026 selon les dirigeants.

EOS a une dette nette de 5 M£ et emploie environ 500 personnes à temps plein. L'activité de solutions satellitaires a été cédée en 2024.

Forte présence en Europe, avec environ 200 systèmes en Ukraine et un partenariat avec Diehl Defense dans le cadre d'un important appel d'offres allemand (système R150).

L'usine de Canberra peut atteindre une capacité de plus de 300 systèmes par an sur la structure existante.

EOS prévoit d'investir entre 50 et 100 M£ au cours des prochaines années, principalement pour renforcer ses technologies de défense de base. La majeure partie de ces investissements sera consacrée aux systèmes anti-drones (20 à 30 M£ sur 1 à 3 ans), avec pour priorités le développement de l'IA et de logiciels avancés, l'élargissement de la gamme de produits et les démonstrations auprès des clients

internationaux. Une autre tranche de 20 à 35 M€ est consacrée aux armes laser à haute énergie (2 à 5 ans), qui ne représentent que 5 M€ de CA en 2024, et qui ciblent les unités de démonstration, l'intégration logicielle et les composants laser. Le reste sera consacré aux acquisitions.

EOS fait preuve d'une grande transparence vis-à-vis des marchés financiers et publie un carnet de commandes et un pipeline très détaillés, avec la taille, le stade d'avancement et la région géographique des contrats dans le domaine de la défense. Comme indiqué le 25 février 2025 dans la présentation aux investisseurs, le tableau ci-dessous résume le pipeline commercial. Le pipeline dans le domaine de la défense s'élève entre 700 et 900 M€. Ce pipeline représente une approximation du marché potentiel de MSI sans les contrats et les opportunités sur le marché naval déjà présents dans le carnet de commandes/pipeline de MSI, où EOS n'est pas présent aujourd'hui. Il est très difficile d'évaluer le marché potentiel de MSI, mais EOS est un bon indicateur pour les systèmes terrestres de lutte contre les drones, la division la plus dynamique à l'heure actuelle. Lors de l'AG, la direction a souligné le long cycle de vente et les délais de plusieurs années dans le domaine naval, contre seulement 12 mois pour les systèmes terrestres.

À notre avis, les deux entreprises peuvent fabriquer des systèmes navals et terrestres, mais MSI est très performante dans le domaine naval et EOS dans le domaine terrestre, ce dernier étant le marché le plus en croissance.

Region	Product	Size	Opportunity	Maturity
Australia	R400	£40-50m	• Potential to sign in 2025 and benefit 2026 & 2027 revenue	Advanced
North America	R800	£10-15m	• Customer is upgrading legacy Stryker/LAV vehicles for Ukraine donation • Potential to sign & benefit 2025 and future years	Advanced
Europe - Ukrain	R400	~£90m	• EOS has two conditional orders with Ukraine • Final orders depend on Ukrainian budget allocation	Advanced
TOTAL Advanced stage		140 to 155M£		
Middle East	R500	£250m+	• Existing customer, follow-on order • Initial bid submitted, potential contract award in 2026	Evaluation
Middle East	R400 Spares	<£10m	• Existing customer, sustainment contract • Bid submitted, under review	Evaluation
Europe	R400 Marine	<£10m	• Existing customer nation, new product configuration • Bid submitted, discussions ongoing	Evaluation
Australia	R400 Marine Slinger	£7.5-12.5m	• Existing end user • Bid submitted, discussions ongoing	Evaluation
TOTAL Evaluation stage		280M£		
Europe	R150	£50-£150m+	• Competitive process during 2025 and 2026 – new customer • Potential follow-on opportunities with other nations	Preliminary
Europe	R400 Slinger	<£25m	• Follow on orders being pursued with donor nation • End user in Ukraine	Preliminary
North America	R400	<£25m	• New customer, New end user • Bid submitted to large global prime to support vehicle program	Preliminary
Europe	R400	<£25m	• New customer, New end user • Bid submitted to large global prime to support vehicle program	Preliminary
International	R400 Slinger	<£50m	• Potential new customer • Potential to accelerate due to operational requirements	Preliminary
Middle East	R400	<£50m	• Potential new customer • Potential to accelerate due to operational requirements	Preliminary
TOTAL Preliminary stage		225 to 325M£		
Europe	R400 Slinger	£5-£25m	• Potential new customer nation in western Europe • Early stage discussion	Emerging
North America	R400 Slinger	<£25m	• Sample products sold • Targeting initial orders in 2025 & 2026. Market size > 4,000 vehicles	Emerging
Middle East	R800	Up to £50m	• Previous end user / new customer • Vehicle upgrade opportunity – early stage discussions	Emerging
TOTAL Emerging stage		80 to 100M£		

#### Maturity Definition

- Emerging: Initial discussions have occurred
- Preliminary: Bid being prepared or submitted
- Evaluation: Customer is performing assessments of product and/or detailed discussions are underway
- Advanced: Contract under negotiation or negotiated and conditional

### 3 activités non stratégiques en cours de cession

La direction a annoncé dans son dernier rapport annuel la revue des priorités stratégiques du groupe. Compte tenu de la forte croissance et du potentiel de la division défense, MSI est en train de céder les 3 autres divisions historiques (ensemble ou séparément) : Forgings, Petrol Station Superstructures et Corporate Branding. Des manifestations d'intérêt ont été reçues mais elles ont été refusées car elles sous-évaluaient les actifs. La direction n'est pas pressée et cherche à obtenir un meilleur prix.

En 2019, les trois activités ont généré un CA total d'environ 45 M£ (réparti de manière à peu près égale) et un EBIT de 3,4 M£. En 2024, 45 M£ de CA et 1,7 M£ d'EBIT. En 2025, 35 M£ de CA et 1 M£ d'EBIT. 2025 a été une mauvaise année pour ces activités cycliques, mais la direction est très confiante dans la reprise et voit un potentiel à court terme dans le rebond des résultats. L'EBIT moyen des trois divisions est de 2 M£ sur les cinq dernières années. Nous nous attendons à ce que les trois activités soient vendues plus tard cette année ou l'année prochaine pour une valeur comprise entre 10 et 20 M£ (multiple EBIT de 8 à 10x). Voici une brève description des activités, avec les derniers résultats et les perspectives.

**Forgings** (14 M€ de CA et 0,6 M€ d'EBIT en 2025) : le fabricant de bras de fourche en acier pour chariots élévateurs opère au Royaume-Uni, aux États-Unis et au Brésil, et dessert l'industrie mondiale de la manutention mobile. Les conditions du marché se sont resserrées au cours de l'année et de nombreux clients ont réduit leurs achats ; la direction a également souligné les incertitudes liées aux droits de douane sur l'acier, tout en mettant en avant l'avantage que représente la capacité de production de MSI aux États-Unis. Le CA de l'exercice 2025 a reculé de 22 % y/y, avec une marge EBIT de 4 % (contre 6,5 % y/y). La direction a évoqué un « premier semestre lent » dû au surstockage des équipementiers, en particulier de bras de fourche chinois à bas prix, suivi d'une « véritable reprise » au S2. Les perspectives dépendent du cycle de la manutention, mais la direction affirme que la division est « prête à tirer parti des récents bouleversements du marché et de la reprise actuelle de la demande ».

**Petrol Station Superstructures** (13 M€ de CA et 1 M€ en 2025) : basée au Royaume-Uni et en Pologne, cette activité mature se positionne dans la construction et la maintenance de stations-service au Royaume-Uni et en Europe de l'Est/du Nord. Le CA de l'exercice 2025 a baissé de 20 % y/y, avec une marge EBIT de 7,3 % (contre 12 % y/y). Le Royaume-Uni a enregistré de bons résultats, avec la réalisation de plusieurs projets importants et complexes de « nouvelles stations-service » sur les grands axes routiers, y compris des installations pour véhicules électriques, et la division a « atteint ses objectifs financiers à court terme ». Les activités en Pologne ont été affectées au S2 par la guerre en cours en Ukraine (plusieurs projets ont été annulés ou reportés) mais l'activité a atteint le seuil de rentabilité pour l'année. La direction décrit un solide pipeline au Royaume-Uni, tandis que l'activité en Europe de l'Est reste dépendante de l'évolution de la guerre en Ukraine.

**Corporate Branding** (8 M de CA et -0,6 M€ en 2025) : l'activité se concentre principalement sur l'image de marque des stations-service, avec des opérations au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et en Allemagne. Le CA 2025 a baissé de 4 % y/y et l'EBIT s'est établi à -0,5 M€ (contre -1,4 M€ y/y). Le Royaume-Uni a enregistré une nouvelle année de performances solides et a annoncé un carnet de commandes record. Les activités aux Pays-Bas et en Allemagne ont été restructurées afin de donner la priorité aux clients en pleine croissance dans les secteurs de l'automobile et de la signalisation aéroportuaire ; les Pays-Bas ont renoué avec les bénéfices en mai et juin pour la première fois depuis des années. La direction est convaincue que le Royaume-Uni continuera à prospérer grâce à de nouveaux investissements et indique que le réalignement en Europe continentale se déroule comme prévu, les activités devraient devenir rentables au cours de l'année.

## Management et structure de l'actionariat

Le management détient 50 % du capital :

\*18 % : Michael Bell, PDG/président

\*15 % : Adrienne Bell, ex-épouse du PDG et fille du fondateur de l'entreprise

\*10 % : David Pyle, directeur récemment retraité

\*6,6 % : Michael O'Connell, ancien directeur financier

9,3 % sont détenus en actions propres, dont plus de 2 % ont été rachetés au S2 2024 à Stonehage Fleming

7,1 % sont détenus par Stonehage Fleming via le fonds AIM et le fonds Opportunities

STONEHAGE FLEMING OPPORTUNITIES FUND et TM STONEHAGE FLEMING AIM FUND sont des fonds UCITS basés au Royaume-Uni et gérés par Nick Burchett. Ces fonds ont été contraints de vendre cette année en raison des règles applicables aux fonds UCITS (maximum 10 % dans une seule position). MSI a multiplié sa valeur par dix au cours des cinq dernières années, devenant la première position de ces fonds et contraignant ceux-ci à vendre en raison du dépassement de la limite de 10 % dans le fonds. Si le cours de l'action MSI continue d'augmenter à l'avenir, une pression à la vente de la part de Stonehage est tout à fait probable. Dans le rapport mensuel de juillet, MSI représente 8,5 % du portefeuille du fonds Opportunities Fund et 8,8 % du fonds AIM Fund.

MSI est une small cap familiale classique. La direction générale a dirigé le groupe pendant près de quatre décennies. Michael Bell (79 ans) occupe le poste de président exécutif et dirige l'entreprise depuis les années 1980. Son fils, Nicholas Bell (50 ans), a rejoint l'entreprise en 1999 et siège au conseil d'administration depuis 2014. Michael O'Connell (75 ans), directeur financier de longue date, a pris sa retraite à la fin de l'année 2024 après environ 40 ans au sein de l'entreprise et reste membre du conseil d'administration.

Lors de l'AG de 2025, Shelley Ashcroft (39 ans), nouvelle directrice financière, qui a rejoint l'entreprise en 2019 a été élue au conseil d'administration. John Meldrum (56 ans), directeur exécutif au sein de la division Défense, qui a rejoint l'entreprise en 2007, a été également élu au conseil d'administration. Les administrateurs non exécutifs Roger Lane-Smith (nommé en 1983) et David Hansell (chez MSI depuis 1962, administrateur depuis 2014) ont été reconduits dans leurs fonctions. Dans l'ensemble, ces changements témoignent d'une planification de la relève et d'une continuité à la tête de l'entreprise.

Compte tenu de l'âge des dirigeants et de la décision stratégique de vendre trois activités historiques pour se concentrer exclusivement sur la défense, nous pouvons raisonnablement penser que la société se prépare à être vendue.

Qui pourrait être l'acheteur ? Les grands acteurs européens/de l'OTAN cherchant à combler une absence dans les capacités RWS/anti-drones navales et terrestres (par exemple, Rheinmetall, Leonardo, BAE Systems, Thales, Kongsberg, etc., et même un acteur américain de taille moyenne). L'avantage : élargir la gamme 30 mm, ajouter une solution C-UAS intégrée et conquérir le marché secondaire américain/OTAN.

MSI est une cible crédible pour une acquisition stratégique, impliquant très probablement le rachat de la division Défense ou le rachat de MSI après la cession des activités non liées à la défense. La logique industrielle est claire (produit, base installée, C-UAS).

## Risques

**Concentration des clients.** Le principal client (l'armée jordanienne) représente environ 37 % des ventes du groupe (le deuxième client représente environ 14 %). Toute interruption, annulation ou réouverture d'appel d'offres pour des programmes de grande envergure (par exemple, les systèmes navals américains/OTAN) aurait une incidence significative sur le CA et les FCF.

**Le timing des commandes et la visibilité.** Les prises de commandes et la comptabilisation des revenus de MSI dépendent des cycles budgétaires, des révisions et des délais d'acceptation des gouvernements. Les changements d'administration, les décisions provisoires, les autorisations d'exportation ou la redéfinition des priorités peuvent retarder les commandes et reporter les revenus de plusieurs trimestres, voire plusieurs années.

**Cyclicité vs supercycle.** Les dépenses de défense connaissent une forte dynamique depuis la guerre en Ukraine, mais elles restent soumises à un cycle dicté par les politiques. Un cessez-le-feu, un resserrement budgétaire ou un changement de priorités pourraient ralentir les commandes de RWS navales malgré la tendance haussière actuelle.

**Succession et risques liés aux personnes clés.** Le CEO dirige MSI depuis des décennies. Bien que le conseil d'administration ait commencé à planifier la succession (nouveau directeur financier au conseil d'administration ; cadre supérieur de la défense promu au conseil d'administration), le risque d'exécution demeure si les changements de direction sont soudains ou si les relations avec les clients dépendent de quelques personnes.

**Gouvernance et rémunération.** La rémunération du conseil d'administration, qui s'élève à 5,1 M€, contre un EBIT d'environ 20 M€, soulève des questions d'alignement. Une mauvaise structure des incitations peut entraîner une allocation de capital destructrice de valeur ou dissuader de nouveaux actionnaires institutionnels.

**Fonds de roulement et conversion en cash.** Les fluctuations importantes des créances, des stocks et des dettes contractuelles sont courantes dans les activités liées aux programmes de défense. Si les approbations d'étapes ou les paiements anticipés prennent du retard, le flux de trésorerie disponible peut être inférieur à l'EBIT pendant de longues périodes.

**Réglementation et contrôles à l'exportation.** La révision de la loi britannique, les licences d'exportation britanniques et les restrictions imposées aux utilisateurs finaux peuvent retarder ou bloquer les exportations. Les violations porteraient atteinte à la réputation et auraient des conséquences financières importantes.

**Relations investisseurs et communication financière.** Une communication insuffisante avec les investisseurs réduit la compréhension du marché et peut augmenter le coût du capital. Des prévisions limitées augmentent la volatilité autour des résultats et des nouvelles concernant les contrats.

**Réputation/ESG.** Les ventes dans des régions sensibles ou les incidents liés aux produits et à leurs usages peuvent déclencher des controverses.



## Valorisation et modèle

En termes de prévisions, nous avons choisi de rester prudents et conservateurs, avec une croissance du segment défense de +5 % cette année et de +25 % les deux années suivantes, afin de refléter les perspectives indicatives mais imprécises de la direction. Les taux de croissance de +5 % et +25 % sont nos estimations et reflètent la tendance que nous anticipons, mais ils sont difficiles à évaluer compte tenu de la nature variable des ventes et de la comptabilisation des commandes. Nous ne disposons pas d'informations sur les prévisions de rentabilité pour la défense, mais nous constatons une forte augmentation au cours des deux dernières années (passant de 10% à plus de 20 %). Pour le modèle, nous prenons la même marge d'EBIT que l'année dernière pour les trois prochaines années. Les autres activités non essentielles restent au même niveau de CA et de marge EBIT, à l'exception de « Petrol branding » (non rentable depuis six ans), que nous modélisons à l'équilibre pour les trois prochaines années sur la base des commentaires de la direction.

En résumé, nous avons une small cap de 200M£ de capitalisation en croissance, avec des marges en amélioration et un BPA en hausse de +20 % CAGR pour les trois prochaines années. Les multiples de valorisation sont très attractifs, à 9x EBIT FY+1 et 12x PE FY+1, soit une décote de plus de 50 % par rapport aux autres entreprises du secteur de la défense.

Key Financials	Actuals							Estimates		
	27/04/2019	30/04/2020	30/04/2021	30/04/2022	30/04/2023	30/04/2024	30/04/2025	30/04/2026	30/04/2027	30/04/2028
<b>Market Cap</b>	34,0	22,9	26,4	47,4	81,8	147,3	162,3	<b>201,9</b>		
CASH and equivalent	22,9	16,1	17,4	18,1	12,3	35,5	23,7	<b>23,7</b>		
Dette Total	0	1,2	0,5	1,5	1,2	0,8	0,4	<b>0,4</b>		
<b>EV</b>	11,1	8,0	9,6	30,8	70,7	112,6	--	<b>178,6</b>		
<b>Total Revenue</b>	77,7	61,2	61,5	74,5	84,0	109,6	117,5	121,6	143,3	170,3
<b>Growth Over Prior Year</b>	<b>14,1%</b>	<b>-21,3%</b>	<b>0,6%</b>	<b>21,1%</b>	<b>12,7%</b>	<b>30,5%</b>	<b>7,2%</b>	<b>3,5%</b>	<b>17,8%</b>	<b>18,9%</b>
Defence growth	26,7	23,5	27,1	30,2	32,4	67,2	82,4	86,6	108,2	135,3
Forgings growth	15,7	11,5	10,0	16,5	23,3	17,6	13,8	13,8	13,8	13,8
Petrol Station Superstructures growth	15,9	11,9	11,6	14,9	16,3	16,4	13,0	13,0	13,0	13,0
Petrol Station Branding growth	19,5	14,3	12,9	12,9	12,4	9,0	8,3	8,3	8,3	8,3
Gross Profit	21,6	12,9	17,3	20,4	23,4	33,9	40,0	--	--	--
Margin %	<b>27,8%</b>	<b>21,1%</b>	<b>28,1%</b>	<b>27,4%</b>	<b>27,9%</b>	<b>30,9%</b>	<b>34,0%</b>	--	--	--
EBITDA	6,7	(0,7)	3,9	7,1	7,1	16,8	21,3	--	--	--
Margin %	<b>8,6%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>6,3%</b>	<b>9,6%</b>	<b>8,5%</b>	<b>15,3%</b>	<b>18,1%</b>	--	--	--
EBIT	5,0	(3,0)	2,0	5,2	4,8	14,6	18,7	20,2	25,3	31,2
Margin %	<b>6,4%</b>	<b>(4,9%)</b>	<b>3,2%</b>	<b>6,9%</b>	<b>5,7%</b>	<b>13,3%</b>	<b>15,9%</b>	<b>16,6%</b>	<b>17,6%</b>	<b>18,3%</b>
Defence margin	2,8	(0,3)	2,6	4,1	2,0	13,0	17,7	18,7	23,8	29,8
Forgings margin	11%	-1%	9%	14%	6%	19%	22%	22%	22%	22%
Petrol Station Superstructures margin	(0,4)	(0,3)	0,4	2,2	3,9	1,1	0,6	0,6	0,6	0,6
Petrol Station Branding margin	-3%	-3%	4%	14%	17%	6%	4%	4%	4%	4%
Net Income	3,8	(2,5)	1,2	4,9	4,1	11,5	14,5	16,1	20,2	25,0
Margin %	<b>4,9%</b>	<b>(4,1%)</b>	<b>1,9%</b>	<b>6,6%</b>	<b>4,9%</b>	<b>10,5%</b>	<b>12,4%</b>	<b>13,3%</b>	<b>14,1%</b>	<b>14,7%</b>
<b>Growth Over Prior Year</b>	<b>12,7%</b>	<b>(165,3%)</b>	<b>(147,3%)</b>	<b>319,0%</b>	<b>(16,6%)</b>	<b>179,5%</b>	<b>26,4%</b>	<b>11,0%</b>	<b>25,3%</b>	<b>23,6%</b>
<b>Cash Flow Statement</b>										
Cash from Operation	9,1	(3,3)	9,8	(0,1)	(0,5)	36,6	(3,2)	--	--	--
Capex	(0,9)	(0,7)	(0,8)	(2,7)	(2,0)	(4,9)	(3,7)	--	--	--
Free Cash Flow	8,2	(4,0)	9,0	(2,8)	(2,4)	31,7	(7,0)	--	--	--
Capital Increase	0	0	0	0	0	0	0	--	--	--
<b>Balance Sheet</b>										
Total Assets	70,4	66,4	74,4	80,6	79,3	128,7	134,1	--	--	--
Total Debt	0	1,2	0,5	1,5	1,2	0,8	0,4	--	--	--
Total Equity	35,8	30,1	31,0	38,6	41,1	50,8	61,2	--	--	--
CASH and equivalent	22,9	16,1	17,4	18,1	12,3	35,5	23,7	--	--	--
Inventories	12,6	15,9	12,4	16,3	24,8	25,3	30,7	--	--	--
WRC	14,2	16,0	15,7	19,5	23,2	33,7	50,0	--	--	--
<b>Ratio</b>										
ROCE	10,5%	--	3,8%	13,2%	9,9%	22,0%	22,4%	--	--	--
ROE	11,0%	-7,6%	3,8%	14,2%	10,3%	25,0%	26,0%	--	--	--
<b>Valuation</b>										
EV / Total Revenue	0,2x	0,1x	0,2x	0,4x	1,1x	1,2x	1,5x	<b>1,5x</b>	<b>1,2x</b>	<b>1,0x</b>
EV / EBIT	2,7x	--	7,5x	6,2x	18,6x	9,1x	9,1x	<b>8,9x</b>	<b>7,1x</b>	<b>5,7x</b>
PE Ratio	54,4x	--	176,4x	40,0x	46,6x	20,2x	14,4x	<b>12,5x</b>	<b>10,0x</b>	<b>8,1x</b>

Aerospace & Defense			Valuation Multiple				Fundamentals					Price momentum		
Name	Country	Market cap (M EUR)	EV/EBIT T 25	EV/EBIT T 26	PE 25	PE 26	Sales growth 2025	Sales growth 2026	EBIT margin 2024	EPS growth 2025	EPS growth 2026	YTD	since 2023	since 2022
Europe Large														
SAFRAN SA	FR	118 787	23,3	19,9	34,2	27,0	12%	12%	15%		8%	32%	140%	160%
THALES SA	FR	45 616	17,6	15,5	23,6	20,2	7%	7%	12%	7%	23%	60%	86%	196%
BAE SYSTEMS PLC	GB	60 887	17,9	16,3	23,3	20,9	14%	7%	10%	6%	11%	53%	105%	219%
ROLLS-ROYCE HOLDINGS	GB	104 037	27,6	24,2	36,9	34,0	1%	9%	13%	15%		88%	1047%	770%
MELROSE INDUSTRIES PLC	GB	8 693	14,4	12,0	18,4	15,0	-1%	8%	15%		8%	7%	107%	74%
RHEINMETALL AG	GE	78 710	40,9	27,4	59,4	39,8	29%	34%	14%	77%	50%	178%	820%	1960%
LEONARDO SPA	IT	27 381	17,9	14,8	25,3	21,5	7%	9%	8%	1%	20%	83%	488%	652%
DASSAULT AVIATION SA	FR	21 230	19,8	15,0	20,5	15,8	10%	27%	8%	3%	34%	37%	71%	185%
SAAB AB-B	S/W	24 530	36,4	29,3	46,3	37,7	23%	16%	9%	44%	24%	113%	385%	765%
MTU AERO ENGINES AG	GE	19 764	16,4	15,2	21,3	20,2	16%	9%	14%	39%	6%	14%	82%	105%
KONGSBERG GRUPPEN A	NO	22 020	28,7	25,6	35,8	32,7	20%	16%	13%	41%	10%	15%	254%	415%
Europe Small <4B mcap														
HENSOLDT AG	GE	10 343	38,1	28,7	55,5	41,6	14%	14%	12%	40%	50%	160%	305%	615%
CHEMRING GROUP PLC	GB	1691	21,0	18,4	27,3	23,5	4%	11%	14%	35%	17%	64%	81%	82%
COHORT PLC	GB	713	14,0	12,0	28,6	22,1	5%	8%	11%	6%	17%	21%	162%	147%
INVISIO AB	DE	1304	37,5	25,5	52,6	35,6	6%	22%	20%		48%	15%	92%	93%
EXOSSENS SAS	FR	1851	16,9	14,5	23,8	19,3	19%	13%	24%	125%	29%	88%		
MILDEF GROUP AB	S/W	658	24,6	15,2	32,5	21,0	102%	28%	-4%		58%	23%	91%	194%
RENK GROUP AG	GE	6 390	32,2	24,6	47,9	36,2	19%	19%	14%	101%	46%	251%		
CEOTRONICS AG	GER	95	14,4	12,1	19,8	16,7	91%		9%	1716%		106%	171%	214%
BABCOCK INTL GROUP PLC	BRIT	6 248	16,1	14,7	22,2	20,2	1%	5%	6%	7%	9%	115%	281%	237%
ELECTRO OPTIC SYSTEMS	AUS	778				360,0	-19%	44%	<0%			456%	1385%	209%
US														
RTX CORP	US	181 850	22,7	20,2	26,5	23,8	-2%	6%	12%	35%	16%	37%	57%	84%
LOCKHEED MARTIN CORP	US	90 084	16,2	13,3	20,5	15,4	-3%	4%	12%		30%	-8%	-8%	26%
GENERAL DYNAMICS CORP	US	74 612	17,6	16,0	21,2	19,0	-1%	4%	10%	1%	10%	23%	30%	55%
TRANSIDGM GROUP INC	US	61 903	22,7	19,8	34,6	30,0	2%	10%	46%	6%	17%	8%	103%	101%
NORTHROP GRUMMAN CO	US	71 482	21,2	19,2	22,9	20,1	-5%	5%	11%		11%	24%	6%	50%
L3HARRIS TECHNOLOGIES	US	43 906	18,4	16,8	26,0	21,6	-6%	6%	16%	12%	22%	30%	31%	28%
HOWMET AEROSPACE INC	US	60 441	35,3	30,0	48,1	40,3	2%	11%	22%	19%	17%	60%	343%	448%
HEICO CORP	US	33 179	40,8	36,0	67,0	59,7	7%	10%	22%	21%	12%	34%	108%	121%
TEXTRON INC	US	12 204	11,3	10,4	13,0	11,5	1%	5%	9%	8%	11%	4%	13%	3%
WOODWARD INC	US	12 600	28,1	23,6	37,1	31,4	-3%	9%	15%	3%	15%	47%	153%	123%
CURTIS-WRIGHT CORP	US	15 473	28,5	25,3	37,0	33,9	2%	7%	17%	10%	10%	35%	186%	245%
HUNTINGTON INGALLS INC	US	9 081	19,8	17,1	18,0	16,2	-4%	5%	5%		14%	43%	17%	44%
average			23,6	19,6	31,9	36,1	11%	12%	14%	92%	21%	68%	226%	271%
median			21,0	17,6	26,5	22,8	4%	9%	13%	13%	17%	37%	106%	154%
<b>MS INTERNATIONAL</b>	<b>GB</b>	<b>233</b>	8,9	7,1	12,5	10,0	4%	18%	16%	11%	25%	34%	86%	474%
discount over median			-58%	-60%	-53%	-56%								

## Avertissements importants – Philippe Hottinguer Gestion

Ce document est diffusé par Philippe Hottinguer Gestion ("PHG") à titre strictement informatif et promotionnel. Il ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni un conseil en investissement personnalisé. Il ne s'agit pas d'une « recherche en investissement » au sens de la réglementation ; il n'a pas été préparé conformément aux exigences légales visant à promouvoir l'indépendance de la recherche et n'est pas soumis à une interdiction de négocier avant diffusion.

Les informations, chiffres, avis et estimations proviennent de sources jugées fiables, mais PHG n'en garantit ni l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées reflètent le jugement de leurs auteurs à la date de rédaction et peuvent être modifiées sans préavis. Toute projection ou déclaration prospective comporte des risques et incertitudes et peut différer sensiblement des résultats ultérieurs.

La performance passée ne préjuge pas des performances futures et n'est pas constante dans le temps. Les investissements comportent des risques de perte en capital. Les valeurs, secteurs ou émetteurs cités le sont à titre d'illustration ; ils peuvent être détenus (ou avoir été détenus) par des fonds gérés par PHG et sont susceptibles d'évoluer sans préavis. Avant toute décision d'investissement, chaque lecteur doit vérifier l'adéquation à sa situation, ses objectifs et son profil de risque, et, si nécessaire, solliciter un avis professionnel indépendant, y compris sur les aspects juridiques, fiscaux et comptables.

Ce document est destiné aux destinataires auxquels il est adressé ; il ne doit pas être reproduit, distribué ou transmis à des tiers sans l'accord préalable de PHG. Il peut être soumis à des restrictions dans certaines juridictions et ne doit pas être remis à des "U.S. Persons" au sens de la Regulation S de l'US Securities Act.

© Philippe Hottinguer Gestion. Tous droits réservés.