

|                        |                  |                |
|------------------------|------------------|----------------|
| <b>Achat</b>           | <i>Potentiel</i> | 21%            |
| <b>Objectif</b>        |                  | <b>24,10 €</b> |
| Cours au 10/06/2015(c) |                  | 19,88 €        |
| Euronext Paris comp C  |                  |                |
| Reuters / Bloomberg    | SWOR.PA / SWP:FP |                |

| Performances (%) | Ytd   | 1m    | 3m    | 12m  |
|------------------|-------|-------|-------|------|
| Absolute perf.   | 13,6% | -7,8% | -2,5% | 0,4% |
| Cac Small perf.  | 19,8% | 1,1%  | 6,8%  | 7,5% |

**Informations boursières**

|                               |         |         |
|-------------------------------|---------|---------|
| Capitalisation (M€)           |         | 186,1   |
| Nb de titres (en millions)    |         | 9,36    |
| Volume moyen 12 mois (titres) |         | 8 003   |
| Extrêmes 12 mois              | 16,30 € | 23,22 € |

**Actionnariat**

|                 |     |
|-----------------|-----|
| Famille Mottard | 18% |
| Salariés        | 3%  |
| Auto-contrôle   | 1%  |
| Flottant        | 78% |

**Données financières (en M€)**

| au 31/12               | 2013  | 2014  | 2015e | 2016e |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| CA                     | 106,5 | 117,1 | 132,3 | 149,0 |
| var %                  | -9,7% | 9,9%  | 13,0% | 12,7% |
| EBE                    | 16,1  | 19,1  | 20,4  | 23,6  |
| % CA                   | 15,1% | 16,3% | 15,4% | 15,8% |
| ROC                    | 13,7  | 15,7  | 17,0  | 20,1  |
| % CA                   | 12,9% | 13,4% | 12,8% | 13,5% |
| RNPG                   | 15,4  | 12,2  | 12,2  | 12,4  |
| % CA                   | 14,4% | 10,4% | 9,3%  | 8,3%  |
| Bnpa (€)               | 1,66  | 1,30  | 1,31  | 1,33  |
| Bnpa dilué (€)         | 1,66  | 1,28  | 1,29  | 1,31  |
| Gearing (%)            | -26%  | -30%  | -28%  | -26%  |
| ROCE avec GW (%)       | 14%   | 7%    | 9%    | 10%   |
| ROE (%)                | 10%   | 8%    | 7%    | 7%    |
| Dette nette 31/12/2014 | -48,2 |       |       |       |
| Dividende n (€)        | 1,20  |       |       |       |
| Yield (%)              | 6,0%  |       |       |       |

**Ratios**

|            | 2013 | 2014 | 2015e | 2016e |
|------------|------|------|-------|-------|
| VE/CA (x)  | 1,3  | 1,2  | 1,0   | 0,9   |
| VE/EBE (x) | 8,6  | 7,2  | 6,8   | 5,9   |
| VE/ROC (x) | 10,1 | 8,8  | 8,1   | 6,9   |
| PE (x)     | 12,1 | 15,3 | 15,2  | 15,0  |

**Analyste :**

Eric Secler  
01 44 70 20 87  
esecler@elcorp.com

**Sword Group****Un nouveau départ**

- Créée en 2000 par Jacques Mottard, Sword Group est une entreprise de services numériques (ESN) spécialisée dans la valorisation de données. Avec près de 1200 collaborateurs, elle a réalisé un CA de 117,1 M€ en 2014 dont 70,8% dans les prestations de conseil et d'intégration et 29,2% dans l'édition de logiciels. 81,5% de son CA est réalisé à l'international.
- Fort de son expertise autour de la gestion de données, Sword Group bénéficie du puissant moteur de croissance qu'est le Big Data, un marché estimé à 28,5 Mds\$ en 2014 et attendu en croissance annuelle moyenne de +20,7% entre 2014 et 2017. Le groupe accompagne ainsi ses clients dans l'intégration de solutions permettant la gestion d'informations non structurées (80% de la masse). Parallèlement, Sword Group a développé une gamme de produits dans le financement d'actifs (Asset Finance) et dans la Gouvernance, Risque et Conformité (GRC), deux marchés de niche sur lesquels il figure parmi les leaders.
- A mi-chemin entre une ESN et un éditeur de logiciels, Sword Group bénéficie d'un business model résilient et fortement margé dans chacune de ses activités. Côté services, le recours à la sous-traitance (en moyenne 1/3 des effectifs facturables) et l'organisation en centre de services lui permettent d'afficher une marge d'EBITDA de 10,7% en 2014, tandis que la commercialisation de ses produits en mode SaaS dans les logiciels (61% des revenus logiciels) lui procure une excellente visibilité, ainsi qu'une forte rentabilité avec une marge d'EBITDA de 29,3% en 2014.
- Après un recentrage autour de son cœur de métier, Sword Group est désormais en ordre de marche pour capter la croissance des marchés sur lesquels il est positionné. Après une croissance organique de +10,4% en 2014, nous attendons une accélération de la croissance à +16,8% en 2015 soit un CA estimé de 132,3 M€. Au global, nous anticipons un TCAM de +13,3% entre 2014 et 2017. Le T1 2015 confirme cette bonne dynamique avec une croissance de +19,6% à périmètre constant. La marge d'EBITDA est attendue en légère baisse à 15,4% en 2015 compte tenu des investissements et recrutements à venir, mais devrait revenir sur des niveaux supérieurs à 16% d'ici 2017 avec l'amélioration du mix-produit et une meilleure absorption des coûts.
- **Nous initions la couverture du titre avec une recommandation Achat et un objectif de cours de 24,10 €, issu de la moyenne entre une valorisation par DCF (27,28 €) et comparables boursiers (20,84 €).**



## Sommaire

|   |           |
|---|-----------|
| <b>ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT</b>  | <b>5</b>  |
| <b>MATRICE SWOT</b>   | <b>7</b>  |
| <b>PRÉSENTATION DE SWORD GROUP</b>  | <b>8</b>  |
| HISTORIQUE  | 8         |
| UN DOUBLE POSITIONNEMENT SERVICES INFORMATIQUES / EDITEUR DE LOGICIELS                      | 10        |
| DES EXPERTISES FORTES SUR DES NICHES TECHNOLOGIQUES   | 12        |
| UNE FORTE CULTURE DE L'INTERNATIONAL  | 13        |
| <b>LE PÔLE SERVICES INFORMATIQUES</b>   | <b>14</b> |
| LA VALORISATION DE DONNÉES COMME CŒUR DE MÉTIER   | 14        |
| UN BUSINESS MODEL FLEXIBLE  | 17        |
| <b>LE PÔLE LOGICIELS</b>  | <b>20</b> |
| SWORD APAK, UN LEADER MONDIAL DU WHOLESAL FINANCE   | 20        |
| UNE APPROCHE GLOBALE DES RISQUES AVEC LA GAMME GRC  | 22        |
| UN BUSINESS MODEL RÉCURRENT ET FORTEMENT MARGÉ  | 23        |
| <b>UN MARCHÉ DE L'IT PORTÉ PAR L'ESSOR DU BIG DATA</b>                                      | <b>24</b> |
| LE MARCHÉ DES SERVICES INFORMATIQUES EN FRANCE  | 24        |
| LE BIG DATA : UN PUISSANT MOTEUR DE TRANSFORMATION DES ENTREPRISES                          | 25        |
| UN MARCHÉ DE L'ASSET FINANCE SOLIDE AU ROYAUME-UNI  | 27        |
| UN MARCHÉ DE LA GRC FRAGMENTÉ LAISSANT LA PLACE AUX ACTEURS DE NICHE                        | 28        |
| <b>PERSPECTIVES STRATÉGIQUES ET FINANCIÈRES</b>   | <b>30</b> |
| UNE INTENSIFICATION DE LA R&D, DU DÉVELOPPEMENT À L'INTERNATIONAL ET DU M&A                 | 30        |
| 2014 : L'ANNÉE DU REDÉMARRAGE POUR SWORD GROUP  | 31        |
| UNE STRUCTURE FINANCIÈRE SOLIDE   | 32        |
| PERSPECTIVES DE CROISSANCE 2015-2017  | 33        |
| LES SERVICES INFORMATIQUES DÉJÀ À UN NIVEAU NORMATIF  | 34        |
| LOGICIELS : UN SACRIFIKE DE LA RENTABILITÉ À COURT TERME POUR PRÉPARER LA CROISSANCE FUTURE | 34        |
| <b>VALORISATION DE SWORD GROUP</b>  | <b>37</b> |
| VALORISATION PAR LES DCF  | 37        |
| VALORISATION PAR LES COMPARABLES  | 39        |
| CONCLUSION  | 42        |
| <b>ANNEXES</b>  | <b>43</b> |
| COMPTE DE RESULTAT  | 43        |
| BILAN   | 44        |
| FLUX DE TRESORERIE  | 45        |



## Argumentaire d'investissement

### Un expert dans la valorisation de données

Sword Group est une entreprise de services numériques dont le cœur de métier consiste à optimiser et à valoriser les données non-structurées pour le compte de grandes entreprises. Organisé en centre de services, le groupe propose à ses clients des prestations de conseil et d'intégration à forte valeur ajoutée permettant de répondre aux problématiques liées au Big Data (dématérialisation, archivage, Business Intelligence, portail, etc). La société a également développé une activité d'édition de logiciels, toujours dans le domaine de la gestion et valorisation de données, dont les principaux produits sont Sword WFS (solution de gestion de financement d'actifs), Sword Aurius (solution de core banking), Sword Active Risk et Sword Achiever (solutions de Gouvernance, Risque et Conformité - GRC).

### Positionné sur des marchés de niche en forte croissance

En tant que spécialiste de l'intégration de solutions de gestion de données, Sword Group devrait bénéficier de l'essor du Big Data, un marché estimé à 28,5 Mds\$ en 2014 et qui devrait atteindre 50,1 Mds\$ d'ici 2018, soit un TCAM de +20,7% sur la période. Présent sur l'ensemble de la chaîne de traitement de l'information, la société possède des expertises de niche notamment en Enterprise Content Management (ECM), en Systèmes d'Informations Géographiques (SIG), en search et sémantique, mais également en création de portails d'entreprise. A lui seul, le marché de l'ECM est estimé à 5,8 Mds\$ en 2014 (+13%) et devrait atteindre 9,3 Mds\$ en 2017.

En parallèle de son activité de services, le groupe se positionne en véritable leader dans l'édition de logiciels de financement d'actifs et de GRC, accompagnant des clients comme Daimler ou EADS. Ainsi, le marché de l'Asset Finance a financé pour 25,6 Mds£ (+13%) de biens et équipements au Royaume-Uni entre 2014 et 2015, affichant son 16<sup>ème</sup> mois de croissance consécutif. Le marché de la GRC devrait quant à lui afficher un TCAM de +13,3% entre 2013 et 2018 passant de 5,2 Mds\$ à 9,9 Mds\$.

### Un business model solide

Grâce à son positionnement atypique, Sword Group jouit d'un business model particulièrement flexible, récurrent et rentable caractérisé par : 1/ un double positionnement services informatiques / éditeur de logiciels procurant des marges élevées, 2/ une organisation en centre de services qui permet de mutualiser les coûts tout en restant proche de ses clients, 3/ un recours à la sous-traitance important dans les services (en moyenne 1/3 des effectifs facturables sur les 5 derniers exercices) limitant les à-coups sur la rentabilité et 4/ le poids grandissant du SaaS (61% du CA logiciels).

En 2014, Sword Group a réalisé un CA de 117,1 M€ en croissance de +10,4% à périmètre constant pour un EBITDA de 19,1 M€ (16,3% du CA). Sur les trois prochaines années, nous anticipons une croissance soutenue (TCAM de +13,3%) qui sera portée par : 1/ un backlog équivalent à près de 2 ans d'activité, 2/ un plan ambitieux de R&D de 15 M€ destiné à améliorer l'offre de produits et 3/ un développement à l'international sur des marchés dynamiques (Amérique, Asie-Pacifique, etc...). Tout en conservant un niveau de rentabilité supérieur au secteur, nous prévoyons un léger recul de la marge d'EBITDA en 2015 à 15,4% afin de prendre en compte les investissements à venir, puis un retour progressif au-dessus des 16% d'ici à 2017 grâce à l'évolution favorable du mix-produit.

### Une valorisation attractive

Fort d'une situation de cash nette de 48,2 M€ à fin 2014, Sword Group a les moyens d'investir pour soutenir sa croissance via le renforcement de ses équipes et le maintien d'une politique R&D soutenue. Compte tenu d'un marché porteur, d'une stratégie bien orientée et de la solidité de son business model, le titre offre un potentiel de hausse de +21% avec un objectif de cours à 24,10 €.



## SWOT

### FORCES

- Une double compétence services informatiques / édition de logiciels
- Positionnement de spécialiste sur des marchés de niche
- Technologies logicielles propriétaires dans la GRC et dans l'AFS
- Une offre organisée en centre de services : forfait & visibilité, proximité client
- Maîtrise de l'ensemble de la chaîne de valeur du traitement de la donnée (ECM, BI, portail, search)
- Une clientèle fidèle
- Flexibilité du business model grâce à la sous-traitance
- Une structure financière solide : près de 50 M€ de cash net
- Une forte présence à l'international (81,5% du CA 2014)

### FAIBLESSES

- Forte exposition au secteur Banque / Assurance (33% du CA) et aux Institutions gouvernementales (33% du CA)
- Acteur de taille marginale par rapport à ses concurrents (Atos, Capgemini, Sopra, Steria & GFI Informatique)
- Une stratégie pas toujours lisible dans le passé
- Peu de cross-selling entre ses deux activités (clientèle différente)

### OPPORTUNITES

- Explosion des volumes de données : le marché du Big Data est estimé à 28,5 Mds\$ en 2014 et attendu en croissance annuelle en moyenne de 20,7% entre 2014-17
- La digitalisation croissante des données induit l'utilisation de solutions d'ECM : le marché est valorisé à 5,8 Mds\$ en 2014 et les analystes anticipent un TCAM de +17,3% entre 2014-17
- Atteinte d'une taille critique dans les logiciels
- Des acquisitions transformantes permettant de renforcer le leadership

### MENACES

- Risque d'intégration des nouvelles acquisitions
- Un ralentissement des dépenses IT
- Un échec ou surcoût éventuel du programme de R&D

## Présentation de Sword Group

### Historique

- 2000**      **Création de Sword Group**  
Suite au rachat des actifs de la société Decan, Jacques Mottard a créé Sword Group en 2000, entreprise de services du numériques (ESN) spécialisée dans la valorisation de données et la gestion de contenus. Compte tenu de son expertise sur des marchés de niche, elle se fait rapidement un nom auprès des grands comptes, notamment dans les secteurs de l'énergie, de la banque/assurance, de la santé, de l'industrie, ainsi qu'auprès des institutions gouvernementales.
- 2002**      **Introduction en bourse de Sword Group**  
En 2 ans d'activité, la société affiche déjà un chiffre d'affaires de 33,4 M€ et une MOP élevée à 16,4%. C'est ainsi qu'elle s'introduit sur le Nouveau Marché de la Bourse de Paris. A cette occasion, elle lève 16,1 M€ pour poursuivre sa politique de croissance externe et son développement à l'international. Dans la foulée, elle acquiert le britannique Text Solutions (CA de 4,3 M€), spécialisé dans la gestion électronique de documents (GED) au Royaume-Uni, puis Chronos Technologies (CA de 14 M€) au Benelux. Grâce à ces deux opérations, elle renforce son cœur de métier à savoir, la gestion de contenus.
- 2003 à 2006**      **Une politique de M&A active**  
Durant cette période, la société s'est montrée très active en matière de croissance externe avec pas moins de 11 acquisitions réalisées, notamment dans le domaine de la GED, de l'Enterprise Content Management (ECM), des systèmes d'information, du conseil mais également dans les logiciels. Grâce à une politique de croissance externe dynamique, le groupe a accéléré son développement géographique (87,5% du CA pro forma 2006 à l'international) et renforcé sa présence dans des secteurs clés qui ont fait son succès comme la banque/assurance, la santé, l'énergie ou les transports.
- 2007**      **Un virage stratégique vers les logiciels**  
Après avoir réalisé une augmentation de capital de 57,5 M€ destinée à accélérer son développement, Sword Group procède successivement à 3 acquisitions majeures dans l'édition de logiciels, qui, à l'exception d'une, font toujours partie du périmètre actuel. Ainsi il rachète : 1/ le britannique Achiever (2,8 M€ de CA), spécialiste de la gouvernance d'entreprise, de la gestion des risques et de la conformité (GRC) pour les grands comptes, 2/ Apak (13 M€ de CA), leader britannique des logiciels de gestion d'actifs et de financement et 3/ CT Space (11 M€ de CA), acteur international dans la GRC en mode SaaS qui sera revendu en novembre 2011.
- 2009**      **Une référence prestigieuse**  
Très présent auprès des institutions gouvernementales, Sword Group décroche un contrat cadre de 4 ans avec la Commission Européenne d'une valeur de 69 M€.
- 2010**      **Réorganisation opérationnelle**  
Suite à la déception sur la rentabilité dans les logiciels, Sword Group annonce le départ de son co-CEO de l'époque. Le CEO Jacques Mottard reprend la Direction Générale de tout le groupe.

**2011 à 2012****Restructuration de l'offre et transfert du siège social**

Souhaitant rationaliser ses lignes de produits, Sword Group se sépare de FircoSoft, société détenue depuis la création et spécialisée dans les logiciels de sécurisation et d'automatisation de paiement sur le réseau SWIFT, mais également de sa division « Assurance ». Au total, le CA cédé représente 63,4 M€ pour un ROC de 13,5 M€. Plus tard, c'est CT Space (13 M€ de CA) et Ciboodle (30 M€ de CA) qui font l'objet d'une vente. Ces opérations lui permettent non seulement de renforcer sa situation de trésorerie (cash net de 60 M€ après cessions), mais également de se recentrer sur des activités mieux positionnées et à plus forte valeur ajoutée. En dépit de ces événements, la société parvient à maintenir une croissance organique élevée à l'échelle du groupe (+11,4% en 2011 et +8,7% en 2012).

Dans le même temps, elle transfère son siège social de Lyon au Grand Duché de Luxembourg. Cette décision s'inscrit dans la logique d'internationalisation de la société. Elle espère ainsi bénéficier : 1/ d'une image plus internationale, 2/ de ressources multilingues supplémentaires, 3/ de la neutralité commerciale du Luxembourg. En outre, elle privilégie la proximité avec son premier marché, le Benelux.

**2013****Une vague d'acquisitions transformantes**

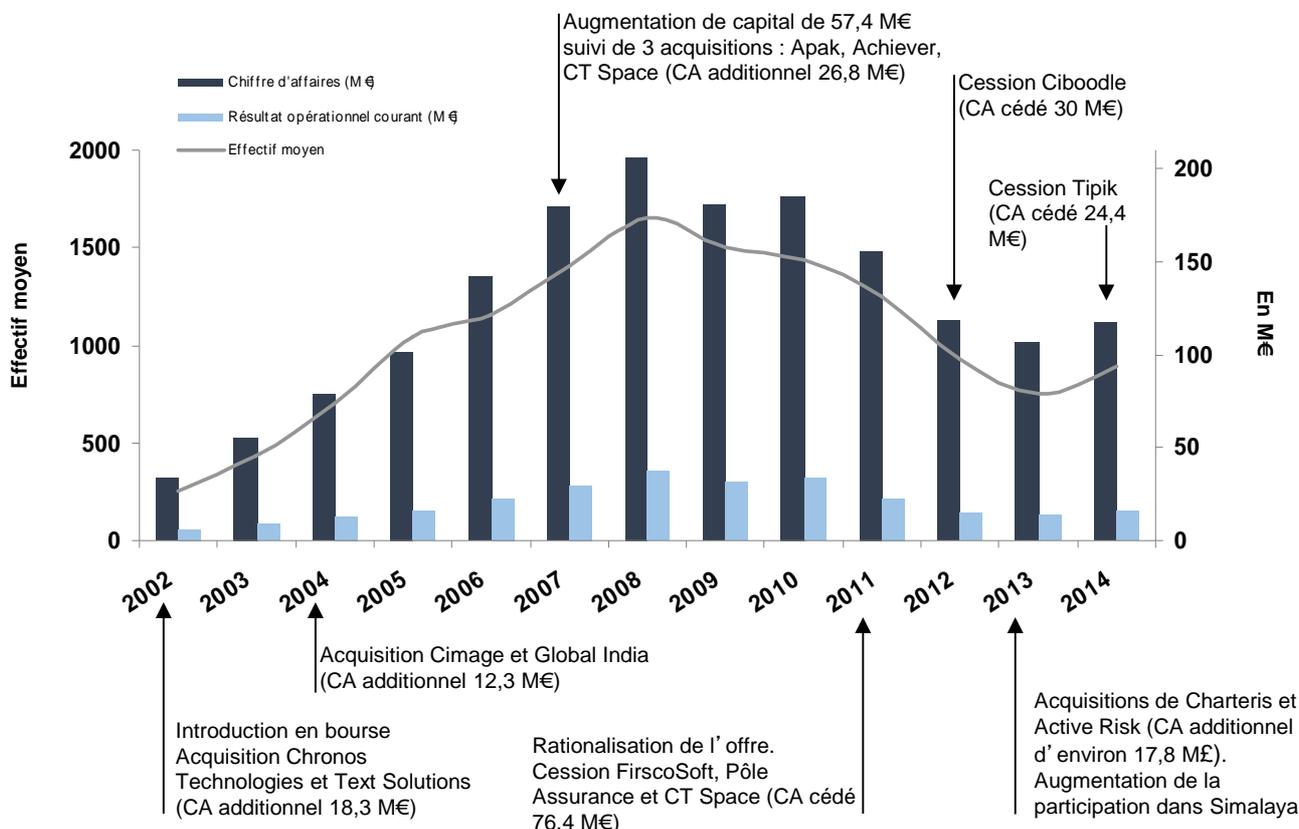
Après une profonde refonte de son offre commerciale et fort de moyens financiers conséquents (cash net de 47,7 M€ au 31/12/12), le groupe renoue avec une politique de croissance externe dynamique en privilégiant les métiers à forte valeur ajoutée générant des revenus récurrents. C'est ainsi qu'il rachète un des leaders des logiciels de GRC, le britannique Active Risk (8,2 M£ de CA) et qu'il renforce sa participation dans Simalaya (8,8 M CHF de CA) via une augmentation de capital réservée de 12,8 M CHF. D'origine suisse, cette société offre des prestations de conseil en stratégie IT et management. A l'issue de l'opération il en détient 40% (vs 10%) et la consolide en intégration globale. Fin 2013, il lance une OPA sur Charteris (9,6 M£ de CA), société anglaise spécialisée dans le conseil et le développement d'applications Microsoft à destination des groupes internationaux, des gouvernements et des clients retail. Cette dernière sera conclue début 2014.

**2014 à aujourd'hui****Retour aux basiques**

La société Tipik, dédiée à l'activité de « Communications Technologies », s'éloignant de plus en plus du cœur de métier et des standards de l'entreprise, Sword Group décide de s'en séparer en mars 2014. La cession de l'activité entraîne un impact négatif de -24,4 M€ sur le CA budgété pour 2014. C'est ainsi que Sword Group achève le recentrage de son offre de services autour de deux activités à forte valeur ajoutée avec d'un côté les services IT et de l'autre, les logiciels.

Aujourd'hui, Sword Group bénéficie d'une expertise reconnue sur chacun de ses métiers, que ce soit dans les services informatiques (ECM, SIG, Business Intelligence (BI), CRM, Portail) ou dans l'édition de logiciels, le tout sur des marchés de niche en forte croissance.

## Evolution de Sword Group depuis 2002



source: société

## Un double positionnement services informatiques / éditeur de logiciels

Créée en 2000, Sword Group est une société internationale de services informatiques organisée en centre de services dont le cœur de métier consiste à optimiser et à valoriser les données non-structurées pour le compte de grandes entreprises. En plus de son savoir-faire historique dans les services informatiques, elle a acquis au fil du temps et des acquisitions une expertise logicielle forte sur des marchés de niche. Aujourd'hui, la société maîtrise l'ensemble de la chaîne de valeur relative au traitement de la donnée et décline son offre autour de deux pôles : 1/ le pôle « Services IT et Management Consulting » (70,8 % du CA 2014) et 2/ le pôle « Logiciels » (29,2% du CA).

Sur le segment des services informatiques, le groupe propose des prestations à forte valeur ajoutée allant du conseil au pilotage de projets, en passant par l'intégration et la maintenance. A noter que 80% du CA est réalisé en mode forfait.

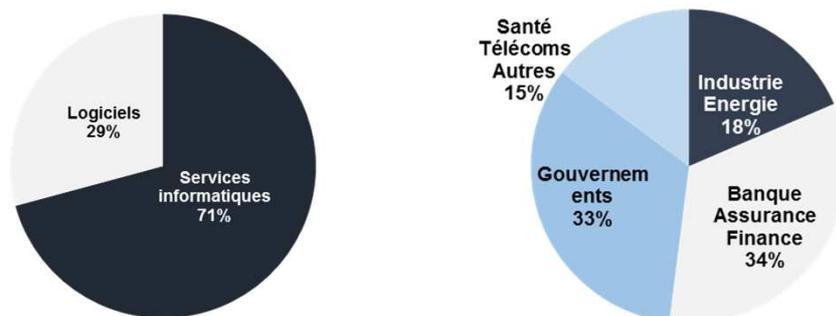
- Le conseil et l'assistance à maîtrise d'ouvrage (AMO) : réalisation de l'étude d'opportunité, étude de faisabilité, définition des besoins et réalisation du cahier des charges, pilotage de projet, étude d'architecture et preuve de concept

- L'intégration de logiciels et le développement applicatif personnalisé : conseil, conception d'une architecture logicielle harmonisée et intégrée, réalisation, mise en service, suivi
- La conduite du changement : formation et accompagnement des utilisateurs, communication interne
- Maintenance et support : prestation de Tierce Maintenance Applicative (TMA) qui consiste à maintenir un système informatique en état de marche via de la maintenance corrective, évolutive et adaptative

Sur le segment des logiciels, Sword Group se positionne sur des marchés de niche et se distingue notamment par son leadership et son avance technologique. Année après année, le groupe a structuré son offre autour de deux gammes de produits à forte valeur ajoutée qu'il délivre aussi bien en mode SaaS ou licence. Avec sa première gamme qui est composée principalement de Sword Achiever et Sword Active Risk, la société couvre l'ensemble des problématiques liées à la GRC (reporting, contrôle interne, cartographie des risques, etc...). La seconde gamme est quant à elle orientée finance avec un savoir-faire particulier en matière de gestion de financement des actifs (Sword WFS).

Compte tenu de son positionnement atypique à mi-chemin entre une ESN et un éditeur de logiciels, et malgré les acquisitions/cessions, la société est parvenue à dégager des marges confortables (MOC et marge nette 2014 de 13,4% et 11,4% respectivement). Elle a également démontré une excellente capacité à intégrer les différentes acquisitions, ce qui constitue un facteur de succès important dans le secteur.

### Répartition du CA consolidé 2014 par pôle et par secteur

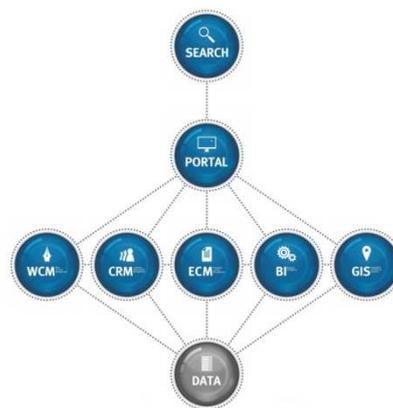


source: société

## Des expertises fortes sur des niches technologiques

Dans un environnement caractérisé par l'explosion des données (Big Data), Sword Group se positionne comme un véritable pure-player de la valorisation de l'information. On distingue actuellement deux catégories de données : 1/ les données structurées, autrement dit celles produites par les systèmes d'information (formulaire, base de données relationnelle) et qui permettent un requêtage facile et 2/ les données non structurées comme par exemple celles issues des réseaux sociaux qui représentent environ 80% de la masse de l'information. Fort de ce constat, Sword Group se positionne en tant qu'intégrateur/conseil de solutions innovantes et gère pour le compte de ses clients l'ensemble du processus permettant, à partir d'une donnée brute, d'aboutir à la collecte d'informations à forte valeur ajoutée qui seront stockables et mobilisables à tout moment par le client.

### Champs d'expertises couverts par Sword Group



source: société

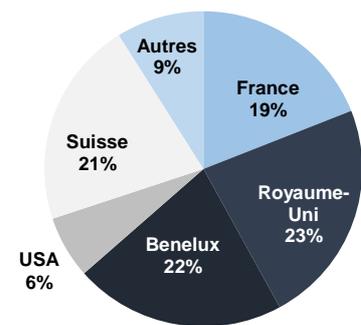
En plus de son savoir-faire en matière de conseil et d'intégration, Sword Group a tissé des liens étroits avec des partenaires prestigieux (Oracle, IBM, EMC, Adobe, ESRI etc...) qui lui permettent de répondre parfaitement aux attentes de ses clients. En outre, la société a développé de nombreuses expertises dans la création et l'implémentation de solutions sur les niches technologiques suivantes :

- ECM : dématérialisation, GED, archivage, éditique, signature électronique etc...
- Portail : création de portail, gestion du contenu Web, réseau social d'entreprise
- Search et Sémantique : création de référentiels, indexation documentaire
- SIG : intégration d'une dimension géographique à un ensemble de données
- BI : outil permettant l'exploitation d'un grand volume de données dans le but de faciliter la prise de décision en temps réel
- CRM : conseil et stratégie digitale, gestion de la relation client, gestion de campagnes,
- Enterprise Application Integration (EAI) / Interconnexion : création d'une architecture agile garantissant une interopérabilité entre les différents logiciels (middleware)

## Une forte culture de l'international

Depuis sa création, Sword Group s'est immédiatement tourné vers l'international. Cette culture, la société la doit à son fondateur et actuel PDG Jacques Mottard. En effet, la plupart des acquisitions ont été réalisées hors de France et notamment au Royaume-Uni (Charteris, Active Risk, Apak, etc...) et en Suisse (Simalaya). Avec une présence directe dans 19 pays, elle génère actuellement 81,5% de son CA à l'étranger. Si la société possède une couverture géographique large, la part du chiffre d'affaires réalisée hors d'Europe demeure encore faible. Dans le futur, le management devrait s'attacher à accélérer son développement dans la zone Asie Pacifique, ainsi qu'en Amériques.

### Implantation géographique et répartition du CA 2014 par région



source: société

## Le pôle services informatiques

Cœur de métier historique de Sword Group, les services informatiques représentent 70,8% du CA 2014. Cette activité consiste à mettre en œuvre des solutions innovantes répondant aux enjeux stratégiques de sa clientèle dans le domaine de la gestion de données.

### La valorisation de données comme cœur de métier

#### Une offre globalisée autour de 3 niches technologiques...

Grâce à sa compréhension des enjeux liés au Big Data, Sword Group intervient auprès des grands comptes en tant qu'intégrateur / conseil pour la mise en place de solutions à forte valeur ajoutée. Au fil du temps, Sword Group s'est taillé une réputation de pure player dans la valorisation de données non structurées et a développé de nombreuses expertises complémentaires dont les principales sont :

➤ **Enterprise Content Management (ECM)** : L'ECM a pour ambition de gérer l'ensemble des contenus générés par une entreprise. Cette notion recouvre la collecte, l'administration, ainsi que l'archivage des données. La finalité est de pouvoir valoriser l'information et la rendre facilement accessible et exploitable par tous dans le respect des contraintes réglementaires. De ce fait, l'ECM englobe la gestion des documents, des contenus web, des mails, etc. Sword Group adresse les segments relatifs à l'ECM à travers l'intégration de solutions de :

- Gestion électronique de documents (GED) : consiste à mettre en place une infrastructure permettant de stocker, d'organiser, de gérer et de diffuser les documents
- Dématérialisation : procédé qui permet de transformer des supports physiques en supports numériques afin d'en faciliter le stockage, le classement et la consultation
- Archivage électronique : outil garantissant la pérennité, la sécurité et la traçabilité d'informations sur le long terme
- Signature électronique : mécanisme garantissant l'intégrité d'un document électronique via l'utilisation de cryptage et de certificats informatiques

L'afflux de données massif généré par un environnement de plus en plus connecté et digitalisé nécessite une véritable expertise en matière de systèmes d'information. Depuis sa création, Sword Group est positionné sur cette niche qu'est la gestion de contenus et a noué des partenariats prestigieux avec les acteurs incontournables du secteur (EMC, Adobe, Microsoft, etc...) afin de proposer des solutions toujours plus innovantes à ses clients.

➤ **Portail, Search & Sémantique** : Sword Group est un spécialiste reconnu dans la mise en œuvre de portails d'entreprise permettant à ses clients de fédérer et partager l'information en interne (collaborateurs) ou en externe (clients et partenaires). Le groupe a notamment développé une réelle expertise de Sharepoint, une suite logicielle développée par Microsoft taillée pour la gestion de contenus et le développement du travail collaboratif.

Sword Group dispose ainsi de 4 centres de services dédiés à la mise en œuvre de solutions Sharepoint localisés en France, au Luxembourg, en Suisse et au Royaume-Uni. Véritable porte d'entrée vers le système d'information d'une entreprise, le portail permet entre autres: 1/ le partage de l'information et de la connaissance, 2/ la gestion documentaire, 3/ d'établir une communication institutionnelle et 4/ l'animation d'une communauté via un réseau social d'entreprise.

Une fois les données structurées autour d'un portail, Sword Group met son savoir-faire en matière de search et de sémantique au service de ses clients afin qu'ils puissent les extraire, les analyser et les exploiter à tout moment.

➤ **Système d'Information Géographique (SIG)** : Le SIG est l'autre niche technologique adressée par Sword Group. Un SIG est un outil informatique qui permet, à partir de plusieurs sources, de rassembler, d'organiser, d'analyser et combiner un ensemble d'informations localisées géographiquement. Organisé en « couches » superposables (topographie, routes, végétation, habitation, etc...), le SIG permet d'incorporer une dimension cartographique dans les systèmes d'information. L'information géographique prend une part de plus en plus importante au sein des systèmes d'information et ses domaines d'applications sont nombreux :

- Transports (navigation et gestion de flotte, calcul d'itinéraire)
- Planification urbaine (voirie, réseaux d'assainissement)
- Energie (prospection des sols, gestion des infrastructures pétrolières)
- Biologie (étude de la faune et la flore, prévention des catastrophes naturelles), etc.

Sword Group est actuellement un leader européen dans l'intégration de SIG et collabore depuis sa création avec ESRI, numéro 1 mondial de l'édition de logiciels de SIG, mais également avec Google. Fort de son expertise en matière de gestion de données, le groupe conçoit des infrastructures spatiales et les relie avec ses autres champs d'expertises que sont la GED, les portails ou encore les moteurs de recherche. Le groupe a en outre développé de nombreuses expertises métiers dans les domaines de l'énergie, des télécommunications, de l'aménagement du territoire, de l'agriculture, etc. Ce pôle d'expertise est actuellement localisé en France (Paris et Lyon) et compte 65 ingénieurs et consultants.

En parallèle de ses 3 principales expertises de niche, Sword Group propose des prestations de conseil et d'intégration dans les domaines complémentaires suivants :

- Business Intelligence
- Enterprise Application Integration (EAI) / Interopérabilité
- CRM
- Editique
- Mobilité
- Réseau social d'entreprise (RSE)

#### **...et multisectorielle**

La spécificité des solutions intégrées par Sword Group répondent à de réelles problématiques sectorielles et lui ont permis d'acquérir une multitude d'expertises métiers. Ainsi, la société se positionne en véritable partenaire des acteurs de la santé (portail orienté santé, dossier clients), de la banque & assurance (dématérialisation de documents, GED), des fédérations sportives (BI, intranet), mais aussi des institutions gouvernementales (SIG, EAI, gestion de contenu).

#### *Accompagnement de la Caisse d'Epargne dans la GED*

Sword Group a conçu pour le Groupe Caisse d'Epargne un outil d'archivage et de gestion réglementaire des dossiers clients qui répond aux problématiques liées la multiplication de documents papiers dans le domaine bancaire et à la nécessité de les dématérialiser afin d'en faciliter l'archivage et la consultation. Grâce à son savoir-faire sur les logiciels EMC et IBM, Sword Group a rendu possible :

- la dématérialisation des dossiers et courriers entrants
- la consultation de documents à tout moment
- l'archivage à valeur probante
- le traitement de 100 millions de documents / an à travers 300 modèles par caisse



#### *Accompagnement des agences régionales de santé*

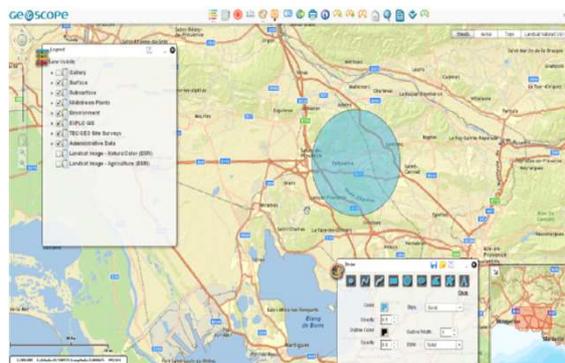
Avec le projet ViaTrajectoire®, Sword Group a permis aux agences régionales de santé de se doter d'un portail qui allie annuaire, gestion des admissions dans les services d'hébergement et les services de soins à domicile à la sortie de l'hôpital. Développé sur Sharepoint, il donne la possibilité de gérer les demandes d'admissions en ligne et aide les personnes concernées à trouver le bon service au bon moment. Ce projet est actuellement déployé dans 22 régions françaises.





### Accompagnement de Total dans les SIG

Fort de sa position de leader dans le domaine des SIG, Sword Group a conçu pour le groupe Total un socle SIG web, ainsi qu'une bibliothèque de widgets (petites applications téléchargeables). Total dispose ainsi d'une infrastructure de données spatiales et d'applications web consultables dans le monde entier. Le logiciel est constitué de référentiels regroupant les données de filiales et des projets (plateformes, pipelines, etc...).



## Un business model flexible

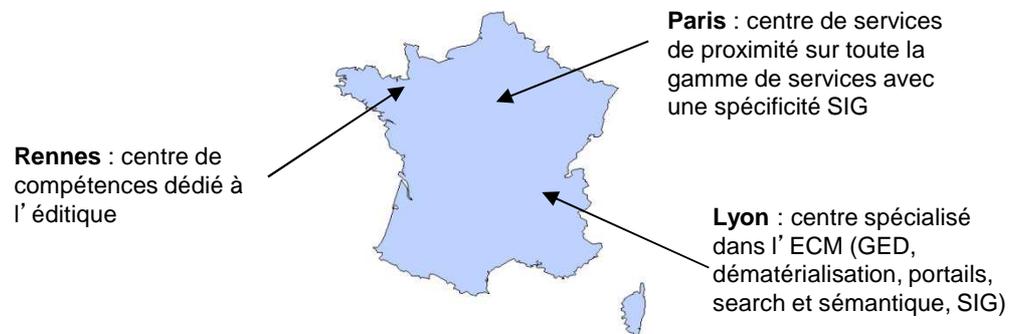
### Une culture du forfait

Afin de rester compétitif en matière de prix face à ses concurrents tout en préservant ses marges, Sword Group a depuis sa création privilégié la facturation de ses projets en mode forfait. L'intervention se fait donc sur la base d'une obligation de résultat en contre partie d'une rémunération forfaitaire par opposition au mode en régie où il y a facturation à la journée. Ce mode de facturation à l'avantage d'éviter au client le débordement des budgets et des délais. Chez Sword Group, 80% des missions sont facturées au forfait et près de la moitié des projets découlent sur des prestations de Tierce Maintenance Applicative (TMA - 20% du CA), procurant ainsi une bonne visibilité à la société.

### Une organisation opérationnelle autour de centres de services

Souhaitant se distinguer des grandes ESN et garder une proximité avec ses clients, Sword Group a opté pour une organisation en centres de services. Ce mode de production industrialisée consiste à regrouper les équipes d'ingénieurs autour de centres dédiés à une spécialité, à un secteur ou à une technologie afin qu'ils puissent travailler à distance sur plusieurs projets. Par conséquent, l'essentiel des missions facturées au forfait sont réalisées au sein des centres de services du groupe.

### Principaux centres de services en France

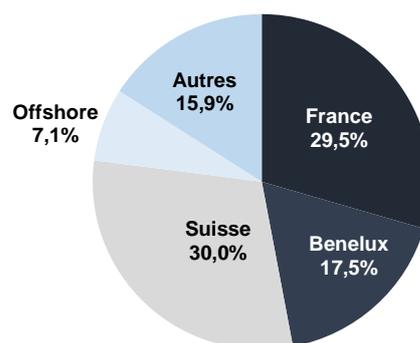


source: société, Euroland Corporate

En plus de ses centres de services localisés en France, Sword Group possède également plusieurs pôles d'expertise à l'étranger qui lui permettent d'adresser une clientèle internationale tout en restant à son contact. Ainsi, le Benelux possède une équipe dédiée aux appels d'offres auprès de l'Union Européenne tandis que la Suisse (Simalaya) est spécialisée dans les métiers de la mobilité et du digital.

Enfin, la société a recours également à l'offshore afin de réduire ses coûts sans pour autant sacrifier la qualité de service. Pour ce faire, elle a ouvert deux centres de services en Inde et au Liban qui travaillent principalement sur des missions de TMA et de testing. En 2014, l'Offshore représente 5,6 M€ et compte au total 247 collaborateurs.

### Répartition du CA par zone géographique (pôle services informatiques)

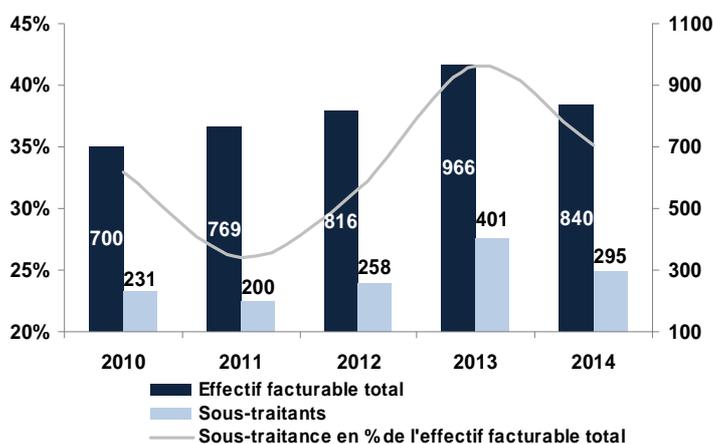


source: société, Euroland Corporate

### Un recours à la sous-traitance qui donne de la flexibilité

Une des spécificités de Sword Group est le recours important à la sous-traitance (1/3 des effectifs facturables) dans son activité de services informatiques. La mobilisation de moyens humains externes à son organisation lui permet de se donner une plus grande flexibilité sur ses projets et de recruter des compétences spécifiques uniquement lorsqu'elle en a besoin. Ainsi, les collaborateurs sont affectés à des missions sur le moyen long terme tandis que les sous-traitants viennent en support sur des missions de court terme ou lors de pics d'activité, limitant mécaniquement le taux d'intercontrat. Au fil des années, la société s'est dotée d'un réseau de sous-traitants fidèles auxquels elle fait appel dans le cadre de projets spécifiques.

### Evolution des effectifs facturables et de la sous-traitance depuis 2010



source: société, Euroland Corporate

Grâce à sa présence sur des marchés de niches, le pôle services informatiques a bénéficié d'une activité soutenue en 2014 et a réalisé un CA de 82,9 M€ en croissance de +11,9% à périmètre constant, soit une performance supérieure au marché (+0,9% selon Syntec).

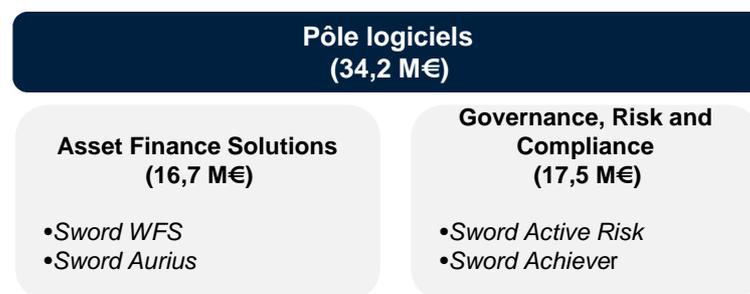
Quelque soit l'expertise (ECM, SIG, portail, etc), Sword Group se distingue des ESN généralistes par :

- ✓ son positionnement de pure player de la valorisation de données
- ✓ sa compréhension de problématiques métiers complexes et de l'environnement réglementaire propre à chacun de ses clients
- ✓ sa présence à l'international qui en fait un partenaire de choix pour les grandes entreprises souhaitant se développer à l'étranger
- ✓ sa relation de proximité avec les clients grâce à ses centres de services

## Le pôle Logiciels

L'activité de logiciels pèse actuellement 29,2% du CA de la société. Sword Group édite à la fois des logiciels verticaux (secteur unique) et horizontaux (multi-secteurs) dans les domaines de la gestion de financement d'actifs et dans la Gouvernance Risque et Conformité (GRC). Autour de ses deux segments, le groupe a développé des logiciels facilement adaptables, pouvant être délivrés selon le modèle SaaS ou licence. Grâce à ses produits innovants, Sword Group permet aux entreprises de réaliser des gains de productivité tout en minimisant leurs risques.

### Principaux produits proposés par Sword Group



source: société, Euroland Corporate

### Sword Apak, un leader mondial du Wholesale Finance

Acquis en 2007 par le groupe, le britannique Apak était à l'origine un acteur local de la gestion de financement d'actifs au Royaume-Uni. Avec l'aide de Sword Group et fort de plus de 30 ans d'expérience, la société figure aujourd'hui parmi les leaders mondiaux du wholesale finance et de solutions financières pour les banques de détail (core banking solutions). Représentée par le pôle ASF, cette activité est principalement présente au Royaume-Uni et aux Etats-Unis et a réalisé un CA de 16,7 M€ en 2014 (+22,8% en organique). Ses principaux produits sont : 1/ Sword Wholesale Floorplanning Finance (WFS) et 2/ Sword Aurius.

#### Principe de l'Asset Finance

L'Asset Finance se définit comme un mode de financement alternatif où une entreprise utilise l'actif circulant de son bilan, généralement les créances clients ou ses stocks, pour obtenir un prêt moyennant le paiement d'intérêts auprès d'une banque. Ce type de financement est typiquement utilisé pour le financement de biens dont le coût unitaire est très élevé comme les voitures, les machines agricoles, les équipements industriels ou encore les data centers.

• **Sword WFS** : Principal produit de la gamme AFS, il cible les problématiques liées aux financements d'actifs (gestion des stocks, des financements, des approvisionnements, etc...) en proposant son expertise aux grandes banques et aux filiales de crédits (« captive finance »). Elle s'adresse donc aux acteurs « wholesale » par opposition aux acteurs « retail ». Spécialisé notamment dans le financement de véhicules et de biens industriels, Sword WFS figure aujourd'hui parmi les premiers logiciels de financement au monde. Capable d'être déployé à l'international grâce à une interface multilingues et multidevises, il intègre parfaitement au sein de son architecture logicielle les différents environnements juridiques et fiscaux.

### Circuit de financement type en Asset Finance

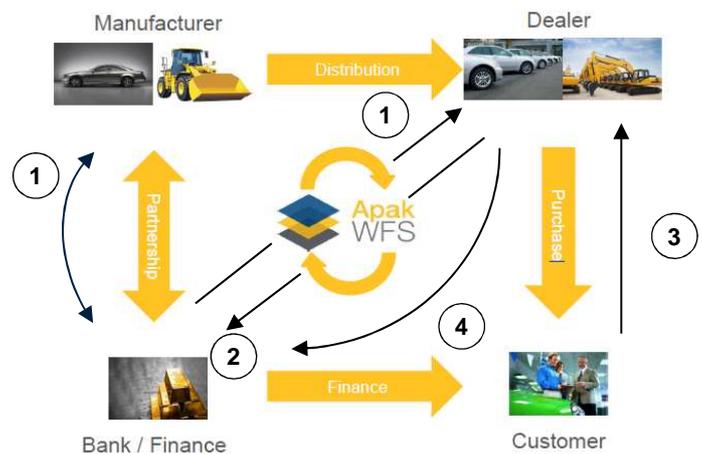
1) La banque achète le stock de voitures d'occasion d'un concessionnaire \*

\*La banque peut également directement acheter un stock de voiture neuves auprès d'un constructeur. Dans ce cas, c'est le constructeur qui paiera les intérêts.

2) La banque perçoit des intérêts de la part du concessionnaire pour le « prêt » accordé

3) Le client paie le concessionnaire

4) A mesure qu'il vend ses voitures, le concessionnaire rembourse la banque



source: société, Euroland Corporate

Le principal enjeu de l'Asset Finance est la réduction du risque et le déblocage du circuit de production. En effet, chacun des acteurs (banque, constructeur, concessionnaire) cherche à minimiser la prise de risque inhérente à la production d'automobiles ou d'engins agricoles. Ainsi, le constructeur « refuse » de produire sans avoir la garantie de pouvoir écouler son stock auprès du concessionnaire tandis que le concessionnaire « refuse » de passer commande auprès du constructeur sans avoir une demande ferme de la part de ses clients. La banque quant à elle tente de réaliser une marge sur le crédit qu'elle accorde avec le paiement d'intérêts.

C'est pour répondre à cette problématique que Sword Apak a développé Sword WFS, permettant ainsi de faciliter les opérations de financement à travers une plateforme dédiée aux banques et filiales de crédits. Cette dernière centralise l'ensemble des informations de la chaîne de valeur (gestion des lignes de crédits, des stocks, des reportings, des demandes de financement, des facturations, etc...) et coordonne les flux entre les différents acteurs.

• **Sword Aurius** : suite logicielle créée en 2005, dédiée aux banques retail et institutions financières. Elle délivre, entre autres, des solutions de lancement de produits bancaires et d'applications mobiles.

## DAIMLER

### *Déploiement d'une solution de floorplanning pour le compte Daimler*

En 2009, Daimler fait appel à Sword Apak pour le déploiement d'une solution de floorplanning. Après avoir scruté l'ensemble des solutions du marché, le constructeur allemand en a conclu que Sword WFS était la meilleure plateforme pour la mise en place d'une solution unique et globale de gestion de financement des stocks à travers 40 de ses filiales. Depuis, Sword Apak fournit logiciel, services et expertise métier à travers 11 pays. Ce nombre a vocation à croître puisque Daimler compte désormais exporter la solution en Amérique du Nord, ainsi qu'en Russie.

### Une approche globale des risques avec la gamme GRC

La gamme GRC, issue du rapprochement successif avec Achiever (2007) et Active Risk (2013), couvre l'ensemble des processus de la gestion du risque et de la conformité. D'un côté on retrouve Sword Active Risk, logiciel vertical de gestion des risques et de l'autre, Sword Achiever, logiciel généraliste de gouvernance et de conformité. Tout comme la gamme AFS, elle s'exporte à l'international et notamment en Europe, en Amérique du Nord, mais également en Australie et au Moyen-Orient. Impacté par l'intégration d'Active Risk début 2014, le segment est en léger retrait de -3,4% en 2014 à 17,5 M€.

• **Sword Active Risk** : expert depuis 1999 de solutions de gestion du risque, Sword Active Risk est reconnu pour son expertise de niche dans le management des risques dans le cadre de projets d'envergures. Il apporte des solutions très axées sur le suivi de la performance financière et l'efficacité de projets à des entreprises issues du secteur pétrolier, de l'aéronautique et du BTP. Ainsi, Sword Active Risk aide les organisations à identifier, analyser, contrôler et suivre les risques inhérents aux projets d'infrastructures grâce à la centralisation des données autour d'une plateforme unique.

• **Sword Achiever** : plus orienté gouvernance et conformité, Sword Achiever offre une solution de GRC permettant principalement la gestion des reportings, des contrôles internes, des incidents, de la qualité, des fournisseurs, ainsi que l'audit management. Ce logiciel répond à près de 40 ans d'exigences en matière de législation et intègre plus de 38 critères réglementaires dans son architecture. Initialement conçu pour l'industrie agroalimentaire, il s'adresse particulièrement aux industries hautement régulées (santé, énergie, etc...) ou possédant une chaîne logistique complexe (transports, distribution etc...).

## EADS



### *Implémentation d'une solution de risk management pour EADS (Active Risk Manager)*

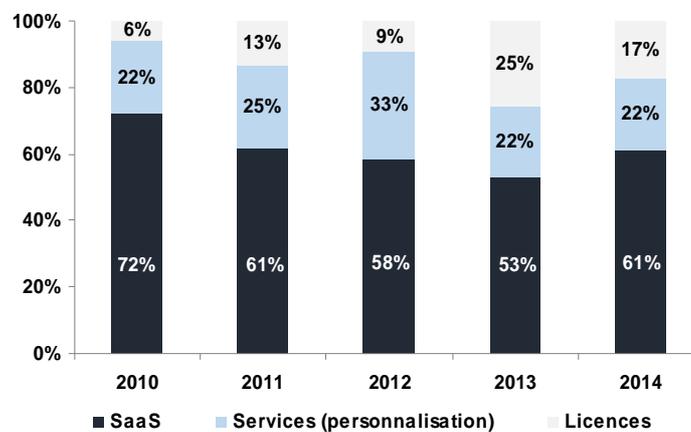
En tant qu'ensemble de plusieurs sociétés, EADS adoptait une approche en matière de risques différente pour chaque entité. Il en résultait un langage propre à chacune d'entre elles pour les définir entraînant surcoût et perte de temps. Pour répondre à cette problématique, EADS a choisi le logiciel Active Risk Manager (ARM) pour supporter les risques à l'échelle du groupe. Grâce à son implémentation il a pu :

- ✓ réduire ses coûts (une solution unique vs une somme de logiciels)
- ✓ améliorer la transparence en matière de risques
- ✓ mettre en place un langage commun pour définir les risques
- ✓ intégrer une notion de risque dans la culture du groupe

## Un business model récurrent et fortement margé

Sword entretient des relations commerciales de long terme avec ses clients. A titre d'illustration, l'ancienneté moyenne des 10 premiers clients du segment AFS est de 16 ans. Cette fidélité, la société la doit à son modèle SaaS (61% des revenus logiciels) qui lui procure une bonne visibilité mais aussi à la pertinence de son positionnement (qualité du produit, fiabilité, flexibilité, etc...). L'utilisation du SaaS est cependant plus marquée dans l'AFS (95% des ventes) tandis que dans la GRC le mode licence reste encore prédominant.

### Evolution du mix-produit entre 2010 et 2014



source: société, Euroland Corporate

Grâce au déploiement du SaaS, les clients bénéficient notamment d'une implémentation rapide, d'une réduction de leurs coûts et des mises à jour permanentes des produits. Alors que le modèle SaaS est régulièrement assimilé à une faible rentabilité pour l'éditeur, Sword Group parvient à dégager des marges confortables sur ses produits grâce à son positionnement de niche. Ainsi, la marge d'EBITDA s'est élevée à 29,3% en 2014.

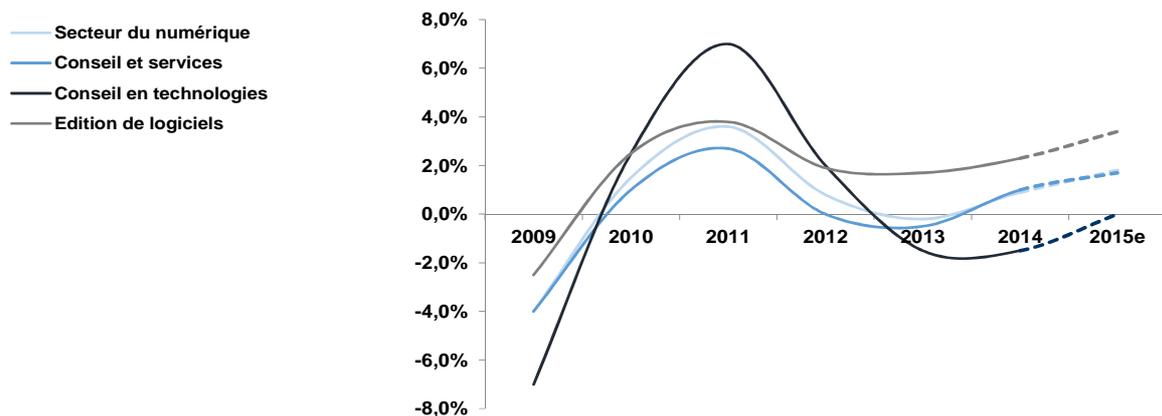
## Le marché de l'IT porté par l'essor du Big Data

### Le marché des services informatiques en France

#### Accélération de la croissance en 2015

En phase de reprise progressive depuis la crise de 2008, le secteur des services informatiques a marqué le pas en 2013 avec une légère contraction de l'activité de -0,2%. Porté par une amélioration des conditions macroéconomiques, le secteur du numérique (entreprises de services informatiques, édition de logiciels et conseil en technologies) a repris des couleurs en 2014 et progresse de +0,9% selon le Syntec, affichant un CA de 49,5 Mds€.

#### Croissance des services informatiques entre 2009 et 2015e



|                         | 2009  | 2010 | 2011 | 2012 | 2013  | 2014  | 2015e |
|-------------------------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Secteur du numérique    | -4,0% | 1,5% | 3,6% | 0,8% | -0,2% | 0,9%  | 1,8%  |
| Conseil et services     | -4,0% | 1,0% | 2,7% | 0,0% | -0,5% | 1,0%  | 1,7%  |
| Conseil en technologies | -7,0% | 2,5% | 7,0% | 2,0% | -1,5% | -1,5% | 0,0%  |
| Edition de logiciels    | -2,5% | 2,5% | 3,8% | 1,9% | 1,7%  | 2,3%  | 3,4%  |

source: Syntec Numérique, IDC – avril 2014

Après un recul de -0,5% des activités de conseil et services en 2013, elles progressent de nouveau en 2014 de +1,0% grâce à une amélioration des carnets de commandes. 2015 devrait confirmer cette tendance avec une hausse attendue à +1,7%. En progression régulière depuis 2010, l'édition de logiciels tire une fois de plus son épingle du jeu avec une croissance de +2,3% et devrait s'accélérer à +3,4% en 2015. Au global, le Syntec prévoit une hausse du secteur du numérique de +1,8% en 2015.

### Le dollar fort pénalise les dépenses mondiales

Alors qu'il tablait sur une croissance de +2,4% des dépenses IT mondiales pour 2015, le cabinet Gartner a revu fortement en baisse ses estimations en avril et table désormais sur une contraction de -1,3%. Au total, les dépenses devraient atteindre 3 662 Mds\$ en 2015 contre 3 710 Mds\$ en 2014. Le principal responsable de cette dégradation est le dollar dont la valeur s'est fortement appréciée face aux autres devises. Sans ce choc des monnaies, Gartner prévoit une croissance de +3,1% des dépenses mondiales. Autre élément accentuant ce recul, la baisse continue des dépenses dans les services télécoms (environ 40% des dépenses totales).

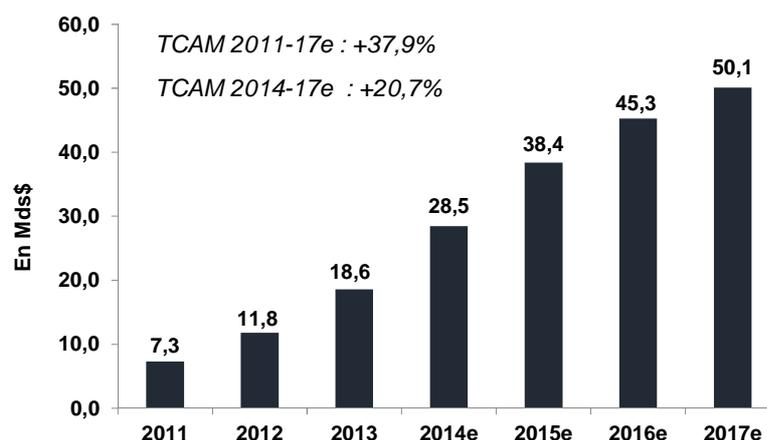
Présent essentiellement en Europe dans la partie services informatiques, Sword Group ne devrait pas être impacté par cet effet devise négatif. Pénalisé par l'euro fort depuis plusieurs trimestres, le groupe devrait cette fois-ci bénéficier d'un supplément de croissance de +4% à +5% compte tenu de la baisse de l'euro vis-à-vis des autres monnaies (livre sterling, franc suisse notamment).

### Le Big Data : un puissant moteur de transformation des entreprises

#### Un marché estimé à 50 Mds\$ d'ici 2017

D'après une étude réalisée par Wikibon, fin 2013, le marché du Big Data est attendu à 28,5 Mds\$ en 2014 en hausse de +53%. Selon lui, il devrait atteindre un CA de 50,1 Mds\$ d'ici 2017 soit un TCAM de +20,7% sur la période. Le cabinet d'études IDC voit quant à lui le marché du Big Data atteindre une taille de 41,5 Mds\$ d'ici 2018 (TCAM 2014-18 de +24,6%).

#### Croissance du marché du Big Data entre 2011 et 2017e



source: Wikibon, 2014

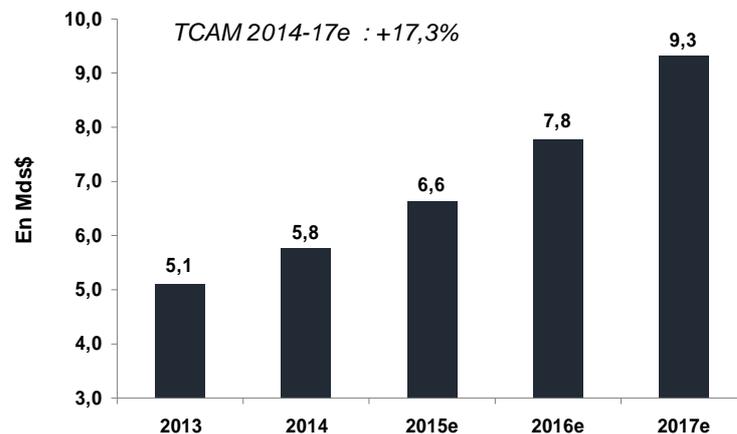
Etroitement lié à l'ensemble des offres proposées par Sword Group, l'essor du Big Data nécessite une véritable expertise technique et métier. Selon les analystes, 80% des données au sein des systèmes d'information sont non structurées. Cependant, seulement 6% d'entre-elles sont utilisées pour la prise de décisions (Market International, 2012). Sachant que 90% des données mondiales ont été créées au cours des deux dernières années (Constellation Research), la maîtrise de la chaîne de valeur du traitement de la donnée devient critique pour les entreprises.

Alors que notre environnement est de plus en plus digitalisé et interconnecté, l'essor du Big Data ne fait aucun doute et devrait profiter aux intégrateurs / conseil comme Sword Group maîtrisant parfaitement les rouages de la gestion de grands volumes de données.

### L'ECM, un axe de compétitivité pour les grands comptes

Selon le cabinet Radicati Group, le marché mondial de l'ECM devrait connaître une forte croissance dans les prochaines années passant de 5,8 Mds\$ en 2014 à 9,3 Mds\$ en 2017, soit un TCAM de +17,3%. La bonne santé du marché de l'ECM s'explique en partie par la maturité des offres logicielles du marché (EMC avec Documentum, Microsoft avec Sharepoint, etc...) et de leur pertinence vis-à-vis des attentes des grandes entreprises.

### Croissance du marché de l'ECM entre 2013 et 2017e



source: Radicati Group, 2013

D'après une étude mondiale menée conjointement par Capgemini et EMC auprès de plus d'un millier de décideurs, les informations détenues par une entreprise sont considérées comme un élément clé de sa valeur sur le marché (65%). Paradoxalement, 52% des entreprises interrogées mettent en évidence la difficulté d'exploiter rapidement les données du fait des limites techniques des infrastructures existantes. En conséquence, 87% des entreprises mettent en avant le temps passé à chercher des documents tandis que 57% constatent que le travail collaboratif est rendu compliqué (enquête CXP, 2014).

Dans ce contexte, la gestion de contenus s'impose comme un axe de compétitivité pour les grandes entreprises. Les principaux enjeux en matière de gestion de contenus sont :

- la recherche de l'information
- une meilleure accessibilité des contenus
- le développement et l'amélioration de la collaboration entre les salariés
- la conservation dans le temps des données

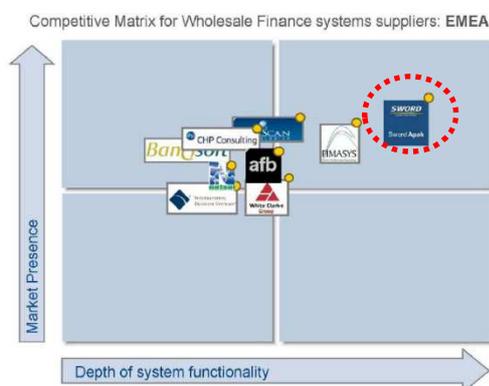
Bénéficiant d'une présence internationale sur des niches technologiques en forte croissance et d'un savoir-faire reconnu en matière de valorisation de données, Sword Group devrait bénéficier du puissant moteur de croissance qu'est le Big Data pour proposer des solutions à forte valeur ajoutée permettant ainsi à ses clients l'exploitation et l'analyse optimisée de grands volumes de données.

### Un marché de l'Asset Finance solide au Royaume-Uni

Très présent en Europe et notamment au Royaume-Uni à travers son logiciel Sword WFS, Sword Group est positionné sur un marché dont les volumes de transactions ont atteint 25,6 Mds£ selon la FLA (Finance and Leasing Association). En croissance de +13% entre 2014 et 2015, le marché affiche son 16<sup>ème</sup> mois de croissance consécutif.

Au sein du marché de l'Asset Finance, les financements de véhicules aux particuliers pèsent 30,0% (7,7 Mds£) tandis que les véhicules utilitaires représentent 22,9% (5,9 Mds£). En bonne santé, ils affichent une croissance respective de +14,0% et +11,0%. Le financement d'usines et de machines / outils, troisième segment le plus important avec 21,3%(5,4 Mds£), bondit de +21%. Grâce à sa présence sur des segments dynamiques et à la pertinence de ses produits, Sword Group devrait bénéficier de la solide tendance installée et continuer à croître tant sur son marché local qu'à l'international.

### Paysage concurrentiel du Wholesale Finance en EMEA



source: Gartner

Sur ce marché, Sword Group avec son logiciel Sword WFS rencontre notamment les acteurs suivants :

**DataScan** : Créé en 1989, il est le principal concurrent de Sword WFS sur le continent américain. Il fournit notamment des logiciels de financement de stocks, de prêts de gros (wholesale lending) et des solutions de gestion des risques financiers.

**White Clarke Group** : Fondée en 1992, la société a une présence globale en Europe, Amériques et Asie. Son principal produit, « CALMS », prend en charge l'ensemble du cycle de vie du financement d'actifs (crédit-bail, montage et approbation des demandes de crédit, gestion des contrats, etc...). En 2013, elle a réalisé un CA de 26 M£ et compte 210 collaborateurs.

## Un marché de la GRC fragmenté laissant la place aux acteurs de niche

En matière de logiciels, la GRC est un marché d'une dizaine d'années. Si il est principalement dominé par de grands acteurs comme EMC (RSA Archer), IBM, ou Thomson Reuters, Forrester considère qu'ils représentent à peine 5% du marché global. Dès lors, il a vu émerger des acteurs de plus petite taille positionnés sur des niches comme MetricStream ou Sword Group.

### Paysage concurrentiel du marché de la GRC



source: Gartner, décembre 2014

### Statistiques 2013 à 2018 : un marché qui devrait peser 9,9 Mds\$ dans 3 ans

D'après une étude réalisée par MarketsandMarkets en 2013, le marché de la GRC (logiciels et services) a atteint une taille de 5,2 Mds\$ en 2013. A l'intérieur de ce marché, les logiciels ont représenté 62% des dépenses soit 3,2 Mds\$. D'ici 2018 il devrait peser 9,9 Mds\$, soit TCAM de +13,3%. Durant cette période, les logiciels devraient connaître une croissance supérieure (+14,3%) et atteindre 6,3 Mds\$ soit 63% du marché. De son côté, Deloitte prévoit une croissance de +10% par an sur les 4 prochaines années.

Toujours d'après une enquête de Deloitte (février 2014), 85% des entreprises interrogées sont convaincues qu'elles gagneraient à intégrer une solution dans le cadre de leurs activités de GRC. Conscientes de la nécessité de mettre en place un outil de gestion des risques et de conformité, les directions s'interrogent sur les solutions les plus appropriées. Ainsi, 78% des entreprises se disent concernées par la capacité du logiciel à intégrer les nouveaux changements de régulation. La rapidité d'implémentation et la flexibilité du logiciel sont également des critères déterminants (75%).

Sword Group, en tant qu'acteur de niche dans le domaine de la GRC, est capable de répondre à ces besoins grâce à :

- ✓ des plateformes disponibles en mode SaaS ou licence selon la préférence du client
- ✓ une parfaite connaissance des exigences réglementaires au niveau international
- ✓ des produits personnalisables permettant de répondre aux exigences spécifiques à chaque secteur
- ✓ des solutions proposant une approche globale du risque (financière, humaine, environnementale, etc...)

#### **Paysage concurrentiel**

Sur ce marché, Sword Group rencontre notamment les acteurs suivants :

**MetricStream** : fondée en 1999, MetricStream est société américaine commercialisant des logiciels et des applications de GRC, d'audit interne et de management de la qualité à destination des acteurs de l'énergie, de l'automobile, de la banque/assurance et de la santé. Basée à Palo Alto, elle emploie 700 personnes à travers le monde. C'est un concurrent direct de Sword Achiever.

**Risk Decisions** : créé en 1985, Risk Decisions est un acteur britannique du conseil et de la gestion des risques. Avec une présence directe au Royaume-Uni, en Australie et aux Etats-Unis, il est capable de déployer ses solutions à l'international. Ses secteurs de prédilection sont la défense et l'aéronautique, le BTP et la santé. Par conséquent, il est un concurrent direct de Sword Active Risk.

## Perspectives stratégiques & financières

### Une intensification de la R&D, du développement à l'international et du M&A

Avec la concrétisation de plusieurs cessions ces dernières années, Sword Group a achevé le recentrage de son offre de produits et de services autour de métiers à forte valeur ajoutée. Aujourd'hui, le groupe est en ordre de marche pour accélérer son développement et capter la croissance des marchés sur lesquels il est positionné grâce à :

➤ Une croissance interne soutenue via :

- La poursuite de l'innovation dans les logiciels avec une enveloppe supplémentaire de 5 M€/an pour la R&D sur les 3 prochaines années
- Une politique de recrutements dynamique avec un objectif de recrutement 2015 de 250 personnes dont 100 sur la R&D
- Une accélération du développement commercial à l'international, notamment en Amériques et en Asie-Pacifique (Chine, Australie), mais également en Europe (Suisse, Royaume-Uni, Benelux, Russie, etc...)
- La conquête de nouveaux clients confrontés aux problématiques liées au Big Data et à la gestion de données
- La conclusion de partenariats pour la commercialisation de ses produits

➤ Une politique M&A dynamique et opportuniste dont l'objectif est :

- D'acquérir des compétences complémentaires afin de diversifier son offre tout en gardant un positionnement cohérent avec le périmètre actuel
- De renforcer les expertises existantes à l'image de l'acquisition de Charteris (expert MS Sharepoint)
- De s'implanter dans des zones géographiques encore non adressées, et ainsi accroître sa notoriété

Aujourd'hui, Sword Group est une société dont l'offre est cohérente, par conséquent nous n'anticipons pas de cession dans l'immédiat. Notre opinion est confortée par les récents propos tenus par le management sur le sujet. Tout en restant sélectif dans ses choix, Sword Group pourra s'appuyer sur une structure financière solide (cash net de 48,2 M€ au 31/12/2014) pour réaliser de nouvelles acquisitions transformantes. Par conséquent, nous pensons que le groupe s'intéressera à des éditeurs de logiciels ayant une présence internationale afin d'atteindre une taille critique sur ce segment, mais également à des ESN de taille moyenne possédant une expertise sur des marchés de niche ou avec un positionnement géographique stratégique.

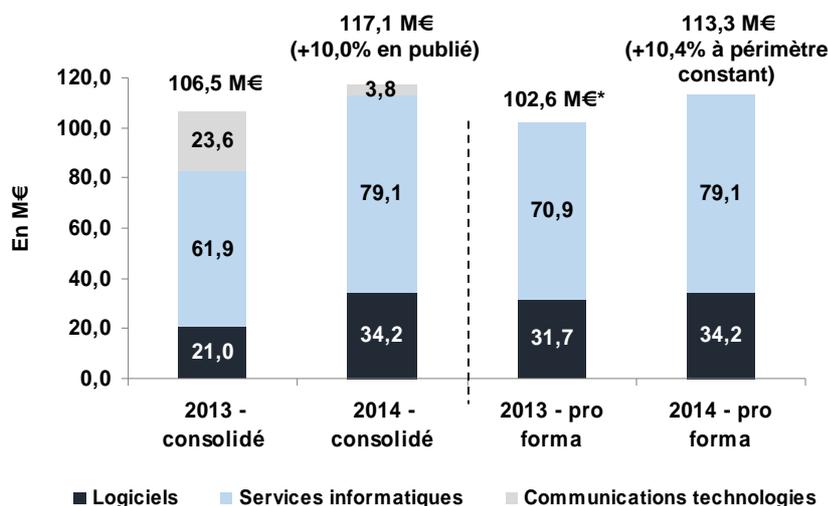
Complémentarité, rentabilité, exposition géographique et valorisation de la cible seront donc des critères auxquels Sword Group sera particulièrement attentif. Par le passé, la société a démontré une excellente capacité à dénicher des perles rares et à les intégrer avec succès (exemple : Apak et Achiever en 2007) ce qui constitue un facteur de réussite important dans le secteur.

## 2014 : L'année du redémarrage pour Sword Group

### Cession de l'activité « Communications Technologies » (Tipik)

Début 2014, Sword Group a cédé sa division « Communications Technologies » en se rapprochant du management de Tipik via un LMBO, entraînant une moins-value de cession de -0,9 M€ dans les comptes. Le groupe en conserve néanmoins 18% du capital. Représentant 22% du CA 2013 avec un CA de 23,6 M€, l'activité était baissée de -3,3% tandis que le groupe affichait une croissance organique de +3,6% en 2013. Cette opération s'est inscrite dans la stratégie de rationalisation de l'offre de la société autour de son core business, la valorisation de données. Consolidé au T1 2014, elle a contribué à hauteur de 3,8 M€ au CA consolidé 2014.

### Répartition du chiffre d'affaires 2014



source: société, Euroland Corporate

\* Les comptes pro forma 2013 n'intègrent pas Tipik, mais intègrent Simalaya, Charteris (pôle Services IT) et Active Risk (pôle Logiciels)

### Une accélération de la croissance...

Au titre de l'exercice 2014, Sword Group a publié un CA de 117,1 M€, en croissance de +10,4% à périmètre constant (vs +3,6% en 2013) dont +11,6% dans les services et +7,9% dans les logiciels. En parallèle, le backlog s'est inscrit en nette progression à 23,2 mois (vs 22,3 mois) porté par d'importants succès commerciaux et une dynamique positive dans l'ensemble de ses métiers.

Dans les services, l'activité a été particulièrement soutenue avec la signature successive, au sein de consortiums, d'un contrat de 99 M€ avec la Direction des Douanes européennes, puis d'un contrat cadre d'une durée de 4 ans avec la Commission Européenne pour 450 M€. À noter que ce dernier peut éventuellement être prolongé de 2 ans. Du côté des logiciels, l'exercice a été consacré à l'intégration et au redressement d'Active Risk, initialement déficitaire, ce qui a mécaniquement pesé sur la croissance du segment GRC (-3,4%). À l'inverse, le segment AFS a été porté par la percée de Sword Apak aux États-Unis et progresse de +22,8%.

**...et une progression des marges**

Grâce à une dynamique commerciale solide, Sword Group a vu sa rentabilité s'améliorer avec un EBITDA à 19,1 M€ et un ROC à 15,7 M€, soit respectivement une marge d'EBITDA de 16,3% (+1,2 point) et une MOC de 13,4% (+0,6 point). Ces bons résultats sont liés à une très bonne maîtrise des charges au regard de la croissance, comme en témoigne la hausse de la marge brute à 97,3% (+4,6 points). Au global, le ROP ressort à 12,9 M€ vs 23,4 M€ en 2013 (l'exercice avait été marqué, entre autres, par la cession d'Amor Group entraînant une plus-value de cession de 12,7 M€, partiellement compensée par des autres charges non courantes) et le RNpg à 12,2 M€ vs 15,4 M€ après comptabilisation d'une charge d'impôts de -3,3 M€.

**Une structure financière solide**

Le bilan de Sword Group est caractérisé par un goodwill important (58% des capitaux propres), héritage des multiples acquisitions réalisées par le passé. Excepté l'exercice 2011, année où la société a constaté une dépréciation de 25 M€ sur le pôle logiciels en raison de la crise économique, elle n'a pas constaté de dépréciation significative.

Au 31/12/2014, Sword Group possède une trésorerie nette de 48,2 M€ pour des fonds propres de 161,8 M€. Les dettes financières non courantes sont essentiellement constituées de lignes de crédit pour 55,1 M€. Le montant total pouvant être tiré, renégocié régulièrement, est de 127,2 M€ à fin 2014 soit une capacité de tirage d'encore 72,1 M€. Cette situation confortable donne au management les moyens de financer à la fois la croissance interne et externe.

**Structure financière**

| Au 31/12 (en M€)                              | 2012         | 2013         | 2014         |
|---|--------------|--------------|--------------|
| <b>Capitaux propres</b>                       | <b>137,5</b> | <b>153,4</b> | <b>161,8</b> |
| <b>Dettes financières</b>                     | <b>78,2</b>  | <b>69,2</b>  | <b>56,1</b>  |
| <i>dont dettes à moins d'un 1 an</i>          | <i>9,2</i>   | <i>0,1</i>   | <i>0,9</i>   |
| <i>dont dettes comprises entre 1 et 5 ans</i> | <i>69,0</i>  | <i>68,9</i>  | <i>54,9</i>  |
| <i>dont dettes supérieures à 5 ans</i>        | <i>0,0</i>   | <i>0,2</i>   | <i>0,2</i>   |
| <b>Trésorerie</b>                             | <b>125,9</b> | <b>109,6</b> | <b>104,3</b> |
| <b>Dettes nettes</b>                          | <b>-47,7</b> | <b>-40,3</b> | <b>-48,2</b> |
| <b>Gearing (%)</b>                            | <b>-35%</b>  | <b>-26%</b>  | <b>-30%</b>  |

source: société

## Perspectives de croissance 2015-2017 :

Compte tenu de son positionnement de spécialiste sur des marchés de niche, de sa présence à l'international et d'un backlog qui lui procure une excellente visibilité, nous sommes confiants dans la capacité de Sword Group à croître dans ses deux activités sur les 3 prochaines années.

Les services informatiques devraient profiter de :

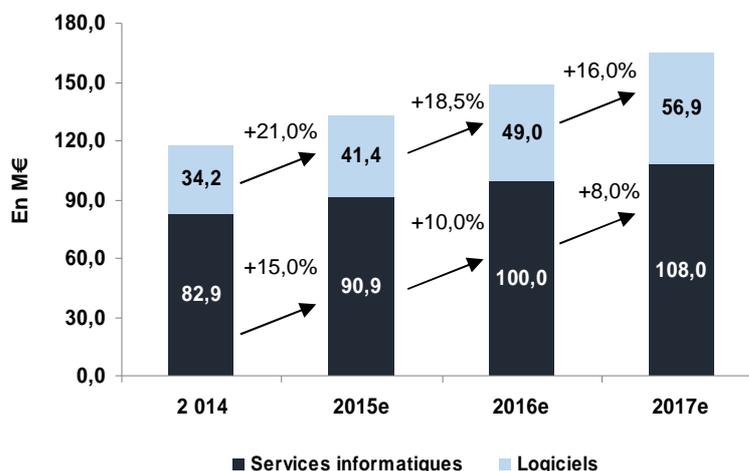
- l'essor du Big Data qui rend nécessaire l'utilisation de solutions de gestion de données, de dématérialisation, de BI, d'archivage, de search, etc...
- l'amélioration progressive des conditions macro-économiques, catalyseur historique dans le secteur des services informatiques

Les logiciels devraient être portés par :

- les efforts de R&D qui permettront au groupe d'améliorer la qualité et les capacités techniques de ses produits afin de rester leader sur son marché
- un business model de plus en plus récurrent avec le SaaS qui représente 61% des revenus et dont la part a vocation à croître (notamment dans la GRC)
- une présence géographique qui lui permet d'adresser des marchés en forte croissance

Au global, nous tablons sur un TCAM de +13,3% entre 2014 et 2017. Pour 2015, nous prévoyons un CA de 132,3 M€, en progression de +16,8% à périmètre comparable.

## Prévisions de croissance organique par segment



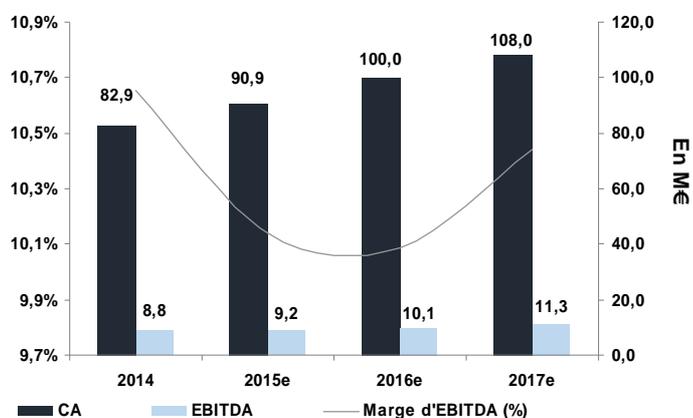
source: société, Euroland Corporate

Nous sommes d'autant plus confiants que le T1 2015 a débuté sous les meilleurs auspices avec une croissance à périmètre comparable de +19,6%. Retraité du taux de change, la croissance a été de +12,3%. Pénalisé sur les derniers exercices par les devises, nous estimons que l'effet de change apportera un supplément de croissance de l'ordre de +4% à +5%. Pour mémoire, Sword Group réalise environ 30% de son CA en livre sterling, 18% en franc suisse et 8% en dollar.

## Les services informatiques déjà à un niveau normatif

Nous pensons, compte tenu d'un recours à la sous-traitance important (environ 1/3 des effectifs facturables dans les services sont issus de la sous-traitance sur les 5 derniers exercices), que la marge d'EBITDA normative se situe entre 9% et 11% (10,7% en 2014). Si ce business model permet de donner une certaine flexibilité au compte de résultat, nous estimons que les leviers sur la rentabilité resteront limités.

### Prévisions de rentabilité



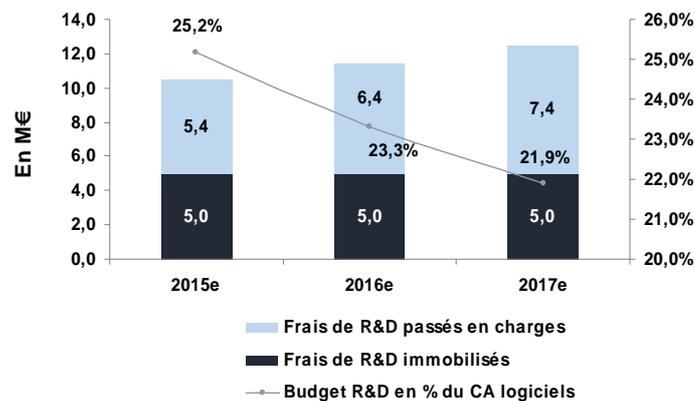
source: société, Euroland Corporate

Le management ayant clairement indiqué privilégier la croissance à la progression de la rentabilité, nous anticipons un léger recul de la marge à 10,1% en 2015 afin de prendre en compte : 1/ les recrutements à venir pour soutenir la croissance l'activité, 2/ une montée en charge progressive du contrat cadre avec l'UE, pas encore pleinement contributeur en CA et qui a nécessité un staffing important et 3/ une légère remontée de la sous-traitance comparé à 2014. A partir de 2016, nous tablons sur une remontée progressive de la rentabilité pour atteindre 10,4% en 2017. Malgré ce léger tassement, la marge restera supérieure aux standards du secteur des services informatiques.

## Logiciels : un sacrifice de la rentabilité à court terme pour préparer la croissance future

Lors de la présentation des résultats annuels 2014, le management a dévoilé un plan ambitieux de R&D destiné à préparer la croissance future et à asseoir son leadership sur le marché. En plus des investissements passés en compte de résultat (en moyenne 13% du CA logiciels sur les 3 derniers exercices), Sword Group investira 5 M€/an jusqu'en 2017, soit au total 15 M€. Ces derniers seront immobilisés et amortis sur 3 ans à partir de 2017, date à laquelle le produit devrait être commercialisé.

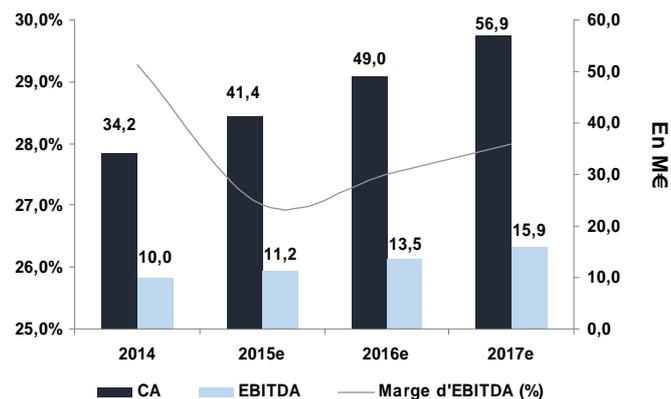
### Prévisions des dépenses de R&D



source: société, Euroland Corporate

Le programme de R&D sera consacré à l'amélioration des produits existants avec le développement de briques logicielles pour Sword WFS, mais également pour la gamme GRC. En parallèle, le développement d'applications mobiles financières devrait monter en puissance. Ces améliorations permettront à Sword Group d'accélérer son développement en augmentant la taille de son marché adressable (exemple : ajout d'une brique BtoC à Sword WFS) et lui assurer sa croissance future.

### Prévisions de rentabilité



source: société, Euroland Corporate

Actuellement à 29,3%, nous anticipons un recul de la marge d'EBITDA à 27,0% en 2015 si l'on considère la stratégie et les investissements envisagés (recrutements, déploiement à l'international, montée en puissance du SaaS, etc...). A partir de 2016, comme pour les services, nous tablons sur une remontée graduelle jusqu'à 28,5% en 2017. Elle devrait donc rester dans la fourchette du niveau que nous considérons comme normatif (entre 25% et 30%).

## Synthèse des résultats attendus au niveau du groupe

Au global, nous anticipons une croissance de +16,8% en 2014 et un CA de 132,3 M€. Par la suite, compte tenu de la confiance affichée par le management et de l'importance du backlog (environ 2 ans d'activité), la croissance devrait rester soutenue avec +12,7% et +10,6% respectivement pour 2016 et 2017.

Les investissements et les recrutements envisagés devraient pénaliser la rentabilité à court terme, entraînant un léger tassement de la marge d'EBITDA en 2015 à 15,4% (vs 16,3% un an plus tôt), puis, l'amélioration du mix-produit en faveur des logiciels devrait permettre de compenser la baisse temporaire de la rentabilité dans les deux activités avec une remontée de la marge d'EBITDA à 15,8% en 2016 et à 16,5% en 2017. Après épuisement des déficits reportables, nous anticipons un retour du taux d'imposition à la normale d'ici 2016, soit 31,47% (vs 20,03% en 2014)

## Compte de résultat prévisionnel de Sword Group

| En M€                                       | 2 014  | 2015e | 2016e | 2017e |
|---|--------|-------|-------|-------|
| <b>Chiffre d'affaires</b>                   | 117,1  | 132,3 | 149,0 | 164,9 |
| <b>% var organique</b>                      | 10,4%  | 16,8% | 12,7% | 10,6% |
| Achats consommés                            | 3,2    | 3,7   | 4,0   | 4,5   |
| Autres achats & charges externes            | 34,0   | 38,6  | 44,0  | 48,6  |
| Charges de personnel                        | 59,3   | 67,5  | 75,2  | 82,0  |
| Autres achats et charges externes           | 1,4    | 2,1   | 2,3   | 2,6   |
| <b>EBITDA</b>                               | 19,1   | 20,4  | 23,6  | 27,2  |
| <b>en % du CA</b>                           | 16,3%  | 15,4% | 15,8% | 16,5% |
| Amortissements & provisions                 | 3,4    | 3,4   | 3,5   | 4,7   |
| <b>Résultat Opérationnel Courant</b>        | 15,7   | 17,0  | 20,1  | 22,5  |
| <b>en % du CA</b>                           | 13,4%  | 12,8% | 13,5% | 13,6% |
| <b>Résultat courant avant impôts</b>        | 16,7   | 16,8  | 19,9  | 22,2  |
| Impôts                                      | 3,3    | 3,4   | 6,2   | 7,0   |
| <b>Résultat net de l'ensemble consolidé</b> | 13,3   | 13,4  | 13,6  | 15,2  |
| <b>en % du CA</b>                           |        |       |       |       |
| Intérêts minoritaires                       | 1,2    | 1,2   | 1,2   | 1,3   |
| <b>Résultat net part du groupe</b>          | 12,2   | 12,2  | 12,4  | 13,9  |
| <b>en % du CA</b>                           | 10,4%  | 9,3%  | 8,3%  | 8,4%  |
| Bénéfice net par action                     | 1,30   | 1,31  | 1,33  | 1,49  |
| % croissance du bnpa                        | -21,6% | 0,7%  | 1,5%  | 12,0% |
| Bénéfice par action - dilué                 | 1,28   | 1,29  | 1,31  | 1,47  |
| % croissance du bnpa dilué                  | -22,5% | 0,7%  | 1,5%  | 12,0% |

source: société, Euroland Corporate

## Valorisation de Sword Group

Pour valoriser la société, nous avons retenu deux méthodes : 1/ l'actualisation des flux futurs de trésorerie et 2/ la méthode des comparables boursiers.

### Valorisation par les DCF

Les principales hypothèses de notre valorisation par les DCF sont les suivantes :

- **Croissance du chiffre d'affaires :**
  - un taux de croissance moyen annuel de +13,3% entre 2014 et 2017 compte tenu du backlog et de la dynamique des marchés sur lesquels la société opère,
  - un TCAM de +7,9% entre 2014 et 2024
  - un taux de croissance à l'infini de 2,0% pour le calcul de la valeur terminale
- **Rentabilité opérationnelle :**
  - progression de la MOC à 13,6% en 2017 vs 12,8% en 2015
  - une MOC normative que nous faisons converger vers 14% en 2019 afin de prendre en compte une amélioration du mix-produit en faveur des logiciels
- **Besoin en fonds de roulement :** un BFR positif qui représente 7,8% du CA (28 jours de CA)
- **Investissements :** 4,8% du CA en moyenne jusqu'en 2017 puis une convergence vers 3,0% du CA, niveau que nous considérons comme normatif.
- **Un taux d'actualisation (WACC) de 8,95% basé sur :**
  - un taux sans risque de 1,33 % ;
  - une dette financière nette de -48,2 M€ au 31/12/2014 ;
  - une prime de risque ajustée de 7,40% (prime de risque marché de 5,00% + prime de risque ajustée Small Caps de 2,40%) ;
  - un bêta sans dette de 1,03

### Hypothèses retenues pour le calcul du WACC

---

|  |              |
|--|--------------|
| Taux sans risque (OAT 10 ans)                | 1,33%        |
| Prime de risque (Stoxx 600 / CAC 40)         | 5,00%        |
| Prime de risque ajustée (Euroland Corporate) | 7,40%        |
| Bêta sans dette                              | 1,03         |
| Bêta endetté                                 | 1,03         |
| <b>Coût des capitaux propres</b>             | <b>8,95%</b> |
| <b>Coût moyen pondéré du capital</b>         | <b>8,95%</b> |

---

source : Euroland Corporate

**Tableau des DCF**

| <i>En €M</i>                                | 2015e        | 2016e        | 2017e        | 2018p        | 2019p        | 2020p        | 2021p        | 2022p        | 2023p        | 2024p        |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>CA</b>                                   | <b>132,3</b> | <b>149,0</b> | <b>164,9</b> | <b>180,4</b> | <b>195,1</b> | <b>208,6</b> | <b>220,5</b> | <b>230,4</b> | <b>237,8</b> | <b>242,6</b> |
| <i>Taux de croissance</i>                   | 16,8%        | 12,7%        | 10,6%        | 9,4%         | 8,2%         | 6,9%         | 5,7%         | 4,5%         | 3,2%         | 2,0%         |
| <b>Résultat opérationnel courant</b>        | <b>17,0</b>  | <b>20,1</b>  | <b>22,5</b>  | <b>24,9</b>  | <b>27,3</b>  | <b>29,2</b>  | <b>30,9</b>  | <b>32,2</b>  | <b>33,3</b>  | <b>34,0</b>  |
| <i>Marge opérationnelle courante (% CA)</i> | 12,8%        | 13,5%        | 13,6%        | 13,8%        | 14,0%        | 14,0%        | 14,0%        | 14,0%        | 14,0%        | 14,0%        |
| - Impôts                                    | 3,4          | 6,2          | 7,0          | 7,9          | 8,6          | 9,2          | 9,7          | 10,1         | 10,5         | 10,7         |
| + DAP nettes                                | 3,4          | 3,5          | 4,7          | 3,3          | 5,0          | 4,8          | 5,1          | 5,3          | 5,5          | 5,6          |
| <b>Cash Flow opérationnel</b>               | <b>17,0</b>  | <b>17,3</b>  | <b>20,2</b>  | <b>20,4</b>  | <b>23,7</b>  | <b>24,8</b>  | <b>26,2</b>  | <b>27,4</b>  | <b>28,3</b>  | <b>28,9</b>  |
| - Variation du BFR                          | 1,3          | 1,3          | 1,2          | 1,2          | 1,1          | 1,1          | 0,9          | 0,8          | 0,6          | 0,4          |
| - Investissements opérationnels             | 6,8          | 7,1          | 7,4          | 6,3          | 6,6          | 6,9          | 7,1          | 7,1          | 7,1          | 7,4          |
| <b>Free Cash Flows opérationnels</b>        | <b>8,9</b>   | <b>8,9</b>   | <b>11,6</b>  | <b>12,9</b>  | <b>15,9</b>  | <b>16,9</b>  | <b>18,2</b>  | <b>19,5</b>  | <b>20,6</b>  | <b>21,1</b>  |
| Coefficient d'actualisation                 | 0,92         | 0,84         | 0,77         | 0,71         | 0,65         | 0,60         | 0,55         | 0,50         | 0,46         | 0,42         |
| FCF actualisés                              | 8,2          | 7,5          | 9,0          | 9,2          | 10,4         | 10,1         | 10,0         | 9,8          | 9,5          | 9,0          |
| Somme des FCF actualisés                    | 92,6         |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Valeur terminale actualisée                 | 131,5        |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Valeur d'entreprise (M€)</b>             | <b>224,1</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Actifs financiers                           | 1,7          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Intérêts minoritaires                       | 18,6         |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Dette nette                                 | -48,2        |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Valeur des capitaux propres (M€)</b>     | <b>255,4</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Nombre d'actions (millions)                 | 9,4          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Valeur par action (€)</b>                | <b>27,28</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |

source : Euroland Corporate

**Matrices de sensibilité**

|                  |       | Taux de croissance à l'infini |      |             |      |      |
|------------------|-------|-------------------------------|------|-------------|------|------|
|                  |       | 1,0%                          | 1,5% | 2,0%        | 2,5% | 3,0% |
| C<br>M<br>P<br>C | 8,0%  | 28,9                          | 30,1 | 31,5        | 33,1 | 35,0 |
|                  | 8,5%  | 27,1                          | 28,1 | 29,2        | 30,5 | 32,1 |
|                  | 9,0%  | 25,5                          | 26,3 | <b>27,3</b> | 28,4 | 29,6 |
|                  | 9,5%  | 24,1                          | 24,8 | 25,6        | 26,5 | 27,6 |
|                  | 10,0% | 22,9                          | 23,5 | 24,2        | 24,9 | 25,8 |

|                  |       | Taux de marge opérationnelle courante |       |             |       |       |
|------------------|-------|---------------------------------------|-------|-------------|-------|-------|
|                  |       | 13,0%                                 | 13,5% | 14,0%       | 14,5% | 15,0% |
| C<br>M<br>P<br>C | 8,0%  | 30,1                                  | 30,8  | 31,5        | 32,2  | 32,9  |
|                  | 8,5%  | 28,0                                  | 28,6  | 29,2        | 29,8  | 30,4  |
|                  | 9,0%  | 26,2                                  | 26,7  | <b>27,3</b> | 27,8  | 28,4  |
|                  | 9,5%  | 24,6                                  | 25,1  | 25,6        | 26,1  | 26,6  |
|                  | 10,0% | 23,3                                  | 23,7  | 24,2        | 24,6  | 25,1  |

source : Euroland Corporate

**La valorisation de Sword Group par les DCF ressort à 27,28 € par action compte tenu d'un WACC de 8,95% et d'un taux de croissance à l'infini de 2,0%.**

## Valorisation par comparables

Pour valoriser Sword Group par les comparables, nous avons choisi de valoriser séparément les deux activités du groupe afin de prendre en compte son double positionnement. Sur la partie services informatiques, nous avons retenu un échantillon d'entreprises de services numériques que Sword Group rencontre souvent lors d'appels d'offre (Atos, Capgemini, Sopra-Steria et GFI Informatique), mais également des acteurs de taille intermédiaire (Neurones, Groupe Open et Infotel). Concernant l'activité logiciels, nous nous sommes basés sur un échantillon d'entreprises proposant des solutions logicielles dans le domaine de la finance (Harvest, Linedata Services et Sidetrade).

### Comparables services informatiques

**Atos** : Avec un CA 2014 de 9,1 Mds€ et près de 86 000 collaborateurs, Atos fait partie du top 10 mondial des services informatiques et est le 2<sup>ème</sup> acteur européen derrière IBM. Présent dans 66 pays, le groupe réalise 86% de son CA à l'international. Son activité se répartit de la manière suivante : infogérance (51%), conseil et intégration de systèmes (35%), services de paiements (12%) et Big Data (3%).

**Capgemini** : un des leaders mondiaux du conseil, des services informatiques et de l'infogérance. En 2014, Capgemini a généré un CA de 10,6 Mds€ et compte près de 140 000 collaborateurs avec une présence dans plus de 40 pays. 79% du CA est réalisé à l'international. Le groupe est spécialisé sur 4 métiers : les services applicatifs (55,4%), l'infogérance (25,5%), les services informatiques de proximité (14,9%) et le conseil (4,2%).

**Sopra-Steria Group** : suite à la fusion avec Steria, la nouvelle entité est devenue la 3<sup>ème</sup> ESN française. Sopra-Steria Group a réalisé en 2014 un CA de 2,3 Mds€ dont 54% à l'international. Présent dans plus de 20 pays, elle compte plus de 36 000 employés. Son activité se divise en 4 pôles : conseil et intégration (57%), gestion des infrastructures (16%), Business Process Services (14%) et édition de logiciels (13%).

**GFI Informatique** : avec ses 11 000 collaborateurs et un CA 2014 de 804 M€, GFI Informatique fait partie des plus grandes ESN françaises. Le groupe est implanté dans 8 pays et possède 40 bureaux en France. 14% du CA est réalisé à l'étranger. Les 5 grandes lignes sont les suivantes : applications services (45%), infrastructure services (22%), software (13%), entreprise solutions (11%) et consulting (9%).

**Neurones** : avec plus de 4000 collaborateurs et un CA 2014 de 355,2 M€, Neurones compte parmi les 12 plus grandes ESN hexagonales. Son expertise est scindée en 3 pôles : services d'infrastructures (70%), services applicatifs (24%) et le conseil (6%). Tout comme Sword Group, elle réalise des prestations d'intégration de logiciels dans l'ECM, la GED et développe également des portails et intranets pour les entreprises.

**Groupe Open** : un des principaux acteurs français des sociétés de services en ingénierie et systèmes d'information. Avec ses 3 300 collaborateurs, Groupe Open a généré un CA 2014 de 264,3 M€ et compte 16 implantations en France et 6 à l'international (9% du CA). Son offre s'articule autour de trois métiers : le conseil, l'ingénierie applicative et l'infrastructure service.

**Infotel** : Créée en 1979, Infotel est une ESN spécialisée dans la gestion de bases de données. Avec plus de 1700 collaborateurs, le groupe a réalisé en 2014 un CA de 157,0 M€ dont 94% dans les prestations de conseil et de services et 6% dans l'édition de logiciels. 15% du CA est réalisé à l'international

### Comparables éditeurs de logiciels

**Harvest** : Coté sur Alternext, Harvest est un éditeur de logiciels d'aide à la décision financière, patrimoniale et fiscale à destination des réseaux bancaires, des compagnies d'assurance, des conseillers en gestion de patrimoine, etc... Son CA 2014 s'est établi à 20,2 M€ dont 18% en SaaS. La société occupe une position de leader en France sur le marché de la gestion de patrimoine avec plus de 50% de part de marché. A fin 2014, elle emploie 192 personnes.

**Linedata Services** : éditeur de logiciels dédiés aux acteurs de l'assurance, de l'asset management et du crédit. En 2014, la société a réalisé un CA de 158,0 M€ dont 22% en ASP (variante du SaaS) et compte près de 1 000 collaborateurs dans ses rangs. Son offre s'articule autour de trois métiers : l'édition de logiciels, l'intégration de solutions et les prestations de services. Linedata génère 60% de son CA à l'étranger via une implantation directe dans 15 pays.

**Sidetrade** : Créé en 2000, Sidetrade est un éditeur de logiciels spécialisé dans les solutions de gestion financière de la relation clients en mode SaaS. En 2014, le groupe a réalisé un CA de 14,1 M€ et emploie près de 150 collaborateurs. Leader en Europe, ses solutions équipent plus de 50 000 utilisateurs dans 65 pays.

## Consensus analystes sur les comparables

| Société               | Chiffre d'affaires |              |              | Taux de croissance du CA |            |           |
|-----------------------|--------------------|--------------|--------------|--------------------------|------------|-----------|
|                       | 2015e              | 2016e        | 2017e        | 2015e                    | 2016e      | 2017e     |
| ATOS SE               | 10 642,8           | 11 177,3     | 11 388,8     | 18%                      | 5%         | 2%        |
| Cap Gemini SA         | 11 517,3           | 12 457,5     | 12 925,0     | 9%                       | 8%         | 4%        |
| Sopra Steria Group SA | 3 534,5            | 3 664,3      | 3 775,6      | 55%                      | 4%         | 3%        |
| GFI Informatique SA   | 861,9              | 880,8        | 908,0        | 7%                       | 2%         | 3%        |
| Infotel SA            | 172,7              | 186,3        | 195,1        | 10%                      | 8%         | 5%        |
| Groupe Open SA        | 278,2              | 290,7        | 293,4        | 5%                       | 5%         | 1%        |
| Neurones SA           | 368,8              | 387,1        | nc           | 4%                       | 5%         | nc        |
| <b>Pôle services</b>  | <b>90,9</b>        | <b>100,0</b> | <b>108,0</b> | <b>15%</b>               | <b>10%</b> | <b>8%</b> |

| Société               | EBITDA     |             |             | Taux de marge d'EBITDA |            |            | Taux de croissance de l'EBITDA |           |            |
|-----------------------|------------|-------------|-------------|------------------------|------------|------------|--------------------------------|-----------|------------|
|                       | 2015e      | 2016e       | 2017e       | 2015e                  | 2016e      | 2017e      | 2015e                          | 2016e     | 2017e      |
| ATOS SE               | 1 191,1    | 1 314,3     | 1 390,2     | 11%                    | 12%        | 12%        | 16%                            | 10%       | 6%         |
| Cap Gemini SA         | 1 337,7    | 1 545,3     | 1 651,6     | 12%                    | 12%        | 13%        | 21%                            | 16%       | 7%         |
| Sopra Steria Group SA | 254,5      | 304,2       | 362,2       | 7%                     | 8%         | 10%        | 24%                            | 20%       | 19%        |
| GFI Informatique SA   | 68,7       | 72,2        | 75,8        | 8%                     | 8%         | 8%         | 21%                            | 5%        | 5%         |
| Infotel SA            | 21,6       | 23,4        | 23,9        | 12%                    | 13%        | 12%        | 10%                            | 8%        | 2%         |
| Groupe Open SA        | 18,1       | 19,8        | 21,4        | 7%                     | 7%         | 7%         | 15%                            | 9%        | 8%         |
| Neurones SA           | 38,8       | 40,3        | nc          | 11%                    | 10%        | nc         | -3%                            | 4%        | nc         |
| <b>Pôle services</b>  | <b>9,2</b> | <b>10,1</b> | <b>11,3</b> | <b>10%</b>             | <b>10%</b> | <b>10%</b> | <b>4%</b>                      | <b>9%</b> | <b>12%</b> |

| Société               | Chiffre d'affaires |             |             | Taux de croissance du CA |            |            |
|-----------------------|--------------------|-------------|-------------|--------------------------|------------|------------|
|                       | 2015e              | 2016e       | 2017e       | 2015e                    | 2016e      | 2017e      |
| Linedata Services SA  | 167,2              | 170,3       | 173,2       | 6%                       | 2%         | 2%         |
| Harvest SA            | 22,9               | 24,0        | 25,0        | 6%                       | 5%         | 4%         |
| Sidetrade SA          | 16,1               | 19,5        | 24,3        | 14%                      | 21%        | 25%        |
| <b>Pôle logiciels</b> | <b>41,4</b>        | <b>49,0</b> | <b>56,9</b> | <b>21%</b>               | <b>18%</b> | <b>16%</b> |

| Société               | EBITDA      |             |             | Taux de marge d'EBITDA |            |            | Taux de croissance de l'EBITDA |            |            |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|------------------------|------------|------------|--------------------------------|------------|------------|
|                       | 2015e       | 2016e       | 2017e       | 2015e                  | 2016e      | 2017e      | 2015e                          | 2016e      | 2017e      |
| Linedata Services SA  | 41,4        | 42,3        | 42,9        | 25%                    | 25%        | 25%        | -2%                            | 2%         | 1%         |
| Harvest SA            | 4,9         | 5,5         | 5,9         | 21%                    | 23%        | 24%        | 23%                            | 12%        | 8%         |
| Sidetrade SA          | 2,2         | 4,0         | 5,6         | 14%                    | 21%        | 23%        | 5%                             | 82%        | 40%        |
| <b>Pôle logiciels</b> | <b>11,2</b> | <b>13,5</b> | <b>15,9</b> | <b>27%</b>             | <b>28%</b> | <b>28%</b> | <b>12%</b>                     | <b>21%</b> | <b>18%</b> |

source: Consensus analystes Factset au 09/06/2015, EuroLand Corporate

## Multiples boursiers

| Société               | Capitalisation<br>boursière (M€) | VE / CA    |            |            | VE / EBITDA |            |            |
|-----------------------|----------------------------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|
|                       |                                  | 2015e      | 2016e      | 2017e      | 2015e       | 2016e      | 2017e      |
| ATOS SE               | 6 975,1                          | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 5,3         | 4,8        | 4,6        |
| Cap Gemini SA         | 12 709,5                         | 1,0        | 0,9        | 0,9        | 8,6         | 7,4        | 6,9        |
| Sopra Steria Group SA | 1 672,5                          | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 8,6         | 7,2        | 6,0        |
| GFI Informatique SA   | 330,0                            | 0,4        | 0,4        | 0,4        | 5,6         | 5,3        | 5,0        |
| Infotel SA            | 179,5                            | 0,8        | 0,7        | 0,7        | 6,3         | 5,8        | 5,7        |
| Groupe Open SA        | 99,1                             | 0,3        | 0,3        | 0,3        | 5,1         | 4,6        | 4,3        |
| Neurones SA           | 354,9                            | 0,6        | 0,5        | 0,5        | 5,5         | 5,3        |            |
| <b>Moyenne</b>        |                                  | <b>0,6</b> | <b>0,6</b> | <b>0,6</b> | <b>6,4</b>  | <b>5,8</b> | <b>5,4</b> |
| <b>Mediane</b>        |                                  | <b>0,6</b> | <b>0,6</b> | <b>0,6</b> | <b>5,6</b>  | <b>5,3</b> | <b>5,4</b> |

| Société              | Capitalisation<br>boursière (M€) | VE / CA    |            |            | VE / EBITDA |            |            |
|----------------------|----------------------------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|
|                      |                                  | 2015e      | 2016e      | 2017e      | 2015e       | 2016e      | 2017e      |
| Linedata Services SA | 206,4                            | 1,4        | 1,4        | 1,3        | 5,6         | 5,5        | 5,4        |
| Harvest SA           | 51,3                             | 2,1        | 2,0        | 1,9        | 9,6         | 8,6        | 8,0        |
| Sidetrade SA         | 45,3                             | 2,4        | 2,0        | 1,6        | 17,5        | 9,6        | 6,9        |
| <b>Moyenne</b>       |                                  | <b>1,9</b> | <b>1,8</b> | <b>1,6</b> | <b>10,9</b> | <b>7,9</b> | <b>6,8</b> |
| <b>Mediane</b>       |                                  | <b>2,1</b> | <b>2,0</b> | <b>1,6</b> | <b>9,6</b>  | <b>8,6</b> | <b>6,9</b> |

source: Consensus analystes Factset au 09/06/2015, Euroland Corporate

En appliquant les multiples de VE/CA, VE/EBITDA aux agrégats financiers de Sword Group, la valorisation ressort à 20,84€ par action.

## Synthèse de la valorisation de Sword Group

La moyenne des deux méthodes fait ressortir une valorisation cible de Sword Group de 24,10 €/ action. Pour conclure, nous initions la couverture de Sword Group avec un objectif de cours à 24,10 € et une recommandation « Achat ».

## Multiples induits par notre valorisation de Sword Group

| Société                          | Objectif de<br>cours (€) | Valeur induite des<br>capitaux propres<br>(€) | Dette nette<br>(M€) | VE (M€)      | VE / CA    |            |            | VE / EBITDA |            |            |
|----------------------------------|--------------------------|---|---------------------|--------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|
|                                  |                          |   |                     |              | 2015e      | 2016e      | 2017e      | 2015e       | 2016e      | 2017e      |
| Valorisation par les DCF         | 27,28                    | 255,4   | -48,2               | 224,1        | 1,7        | 1,5        | 1,4        | 11,0        | 9,5        | 8,2        |
| Valorisation par les comparables | 20,84                    | 195,1   | -48,2               | 159,9        | 1,2        | 1,1        | 1,0        | 7,8         | 6,8        | 5,9        |
| <b>Valorisation moyenne</b>      | <b>24,10</b>             | <b>225,6</b>                                  | <b>-48,2</b>        | <b>175,7</b> | <b>1,3</b> | <b>1,2</b> | <b>1,1</b> | <b>8,6</b>  | <b>7,5</b> | <b>6,5</b> |

source : Euroland Corporate

## Compte de résultat historique et prévisionnel

| en M€  | 2010         | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015e        | 2016e        | 2017e        |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Chiffre d'affaires</b>                              | <b>185,3</b> | <b>156,2</b> | <b>117,9</b> | <b>106,5</b> | <b>117,1</b> | <b>132,3</b> | <b>149,0</b> | <b>164,9</b> |
| <i>taux de croissance organique</i>                    | 4,2%         | 11,4%        | 8,7%         | 3,6%         | 10,4%        | 16,8%        | 12,7%        | 10,6%        |
| Autres produits  | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Produits opérationnels</b>                          | <b>185,3</b> | <b>156,2</b> | <b>117,9</b> | <b>106,5</b> | <b>117,1</b> | <b>132,3</b> | <b>149,0</b> | <b>164,9</b> |
| Achats consommés                                       | 5,4          | 3,8          | 4,9          | 7,8          | 3,2          | 3,7          | 4,0          | 4,5          |
| <b>Marge brute</b>                                     | <b>179,9</b> | <b>152,4</b> | <b>113,0</b> | <b>98,7</b>  | <b>113,9</b> | <b>128,6</b> | <b>145,0</b> | <b>160,4</b> |
| <b>Marge brute (% CA)</b>                              | <b>97,1%</b> | <b>97,6%</b> | <b>95,8%</b> | <b>92,7%</b> | <b>97,3%</b> | <b>97,2%</b> | <b>97,3%</b> | <b>97,3%</b> |
| Autres achats et charges externes                      | 53,0         | 50,5         | 40,8         | 37,4         | 34,0         | 38,6         | 44,0         | 48,6         |
| Impôts et taxes  | 1,8          | 2,0          | 1,3          | 0,6          | 1,8          | 2,1          | 2,3          | 2,6          |
| Charges de personnel                                   | 88,8         | 77,0         | 56,0         | 44,6         | 59,3         | 67,5         | 75,2         | 82,0         |
| Autres charges (-) / Autres produits (+)               | 0,2          | 3,0          | 1,4          | 0,1          | 0,4          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>EBITDA</b>  | <b>36,6</b>  | <b>25,9</b>  | <b>16,3</b>  | <b>16,1</b>  | <b>19,1</b>  | <b>20,4</b>  | <b>23,6</b>  | <b>27,2</b>  |
| <b>marge d'EBITDA (% CA)</b>                           | <b>19,7%</b> | <b>16,6%</b> | <b>13,8%</b> | <b>15,1%</b> | <b>16,3%</b> | <b>15,4%</b> | <b>15,8%</b> | <b>16,5%</b> |
| DAP nettes   | 2,6          | 2,9          | 1,5          | 2,4          | 3,4          | 3,4          | 3,5          | 4,7          |
| <b>Résultat opérationnel courant</b>                   | <b>34,0</b>  | <b>23,0</b>  | <b>14,7</b>  | <b>13,7</b>  | <b>15,7</b>  | <b>17,0</b>  | <b>20,1</b>  | <b>22,5</b>  |
| <b>Marge opérationnelle courante (% CA)</b>            | <b>18,3%</b> | <b>14,7%</b> | <b>12,5%</b> | <b>12,9%</b> | <b>13,4%</b> | <b>12,8%</b> | <b>13,5%</b> | <b>13,6%</b> |
| Autres produits (+) / Autres charges (-) non courantes | -0,4         | 38,2         | 12,3         | 10,1         | 0,3          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Résultat opérationnel</b>                           | <b>33,6</b>  | <b>11,2</b>  | <b>27,1</b>  | <b>23,4</b>  | <b>12,9</b>  | <b>17,0</b>  | <b>20,1</b>  | <b>22,5</b>  |
| <b>Marge opérationnelle (% CA)</b>                     | <b>18,1%</b> | <b>7,2%</b>  | <b>23,0%</b> | <b>22,0%</b> | <b>11,0%</b> | <b>12,8%</b> | <b>13,5%</b> | <b>13,6%</b> |
| Résultat financier                                     | 0,1          | -4,7         | -7,0         | -2,7         | 3,8          | -0,2         | -0,2         | -0,2         |
| <b>Résultat avant impôt</b>                            | <b>33,7</b>  | <b>6,5</b>   | <b>20,1</b>  | <b>20,8</b>  | <b>16,7</b>  | <b>16,8</b>  | <b>19,9</b>  | <b>22,2</b>  |
| Charge d'impôts  | 10,4         | 5,1          | 3,8          | 3,7          | 3,3          | 3,4          | 6,2          | 7,0          |
| <i>Taux d'IS apparent</i>                              | 31,0%        | 78,1%        | 19,0%        | 17,6%        | 20,0%        | 20,0%        | 31,5%        | 31,5%        |
| <b>Résultat net des entreprises intégrées</b>          | <b>23,2</b>  | <b>1,4</b>   | <b>16,3</b>  | <b>17,1</b>  | <b>13,3</b>  | <b>13,4</b>  | <b>13,6</b>  | <b>15,2</b>  |
| <b>Marge nette</b>                                     | <b>12,5%</b> | <b>0,9%</b>  | <b>13,8%</b> | <b>16,1%</b> | <b>11,4%</b> | <b>10,1%</b> | <b>9,1%</b>  | <b>9,2%</b>  |
| Quote part dans les résultats des SME                  | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Résultat net de l'ensemble consolidé</b>            | <b>23,2</b>  | <b>1,4</b>   | <b>16,3</b>  | <b>17,1</b>  | <b>13,3</b>  | <b>13,4</b>  | <b>13,6</b>  | <b>15,2</b>  |
| Intérêts minoritaires                                  | 0,0          | 0,1          | 0,1          | 1,7          | 1,2          | 1,2          | 1,2          | 1,3          |
| <b>Résultat Net Part du Groupe</b>                     | <b>23,2</b>  | <b>1,3</b>   | <b>16,2</b>  | <b>15,4</b>  | <b>12,2</b>  | <b>12,2</b>  | <b>12,4</b>  | <b>13,9</b>  |
| <b>Marge nette</b>                                     | <b>12,5%</b> | <b>0,8%</b>  | <b>13,8%</b> | <b>14,4%</b> | <b>10,4%</b> | <b>9,3%</b>  | <b>8,3%</b>  | <b>8,4%</b>  |

## Bilan historique et prévisionnel

| <i>en M€</i>  | 2010         | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015e        | 2016e        | 2017e        |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Immobilisations incorporelles                       | 7,3          | 6,5          | 3,5          | 7,1          | 12,6         | 16,3         | 20,1         | 22,4         |
| Immobilisations corporelles                         | 6,6          | 2,9          | 3,1          | 3,9          | 4,1          | 4,1          | 4,1          | 4,5          |
| Immobilisations financières                         | 22,0         | 5,7          | 7,0          | 5,1          | 1,7          | 1,7          | 1,7          | 1,7          |
| Ecart d'acquisition                                 | 187,3        | 90,4         | 62,1         | 79,5         | 87,1         | 87,1         | 87,1         | 87,1         |
| Autres actifs non courants                          | 4,8          | 2,0          | 1,3          | 4,5          | 5,7          | 5,7          | 5,7          | 5,7          |
| <b>Actifs non courants</b>                          | <b>228,0</b> | <b>107,5</b> | <b>77,1</b>  | <b>100,1</b> | <b>111,2</b> | <b>114,8</b> | <b>118,7</b> | <b>121,4</b> |
| Stocks et en-cours                                  | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Clients et comptes rattachés                        | 69,9         | 44,4         | 33,7         | 43,4         | 34,3         | 38,8         | 43,7         | 48,3         |
| Autres actifs courants                              | 29,5         | 37,8         | 30,6         | 9,6          | 13,5         | 15,2         | 16,7         | 17,8         |
| VMP et trésorerie                                   | 28,0         | 111,6        | 125,9        | 109,6        | 104,3        | 100,6        | 97,8         | 97,9         |
| <b>Actifs courants</b>                              | <b>127,4</b> | <b>193,8</b> | <b>190,1</b> | <b>163,0</b> | <b>153,7</b> | <b>156,1</b> | <b>159,7</b> | <b>165,6</b> |
| <b>Total Actif</b>                                  | <b>355,4</b> | <b>301,4</b> | <b>267,2</b> | <b>263,1</b> | <b>264,8</b> | <b>270,9</b> | <b>278,4</b> | <b>286,9</b> |
| <b>Capitaux propres part du groupe</b>              | <b>158,3</b> | <b>130,9</b> | <b>137,1</b> | <b>143,8</b> | <b>150,8</b> | <b>151,8</b> | <b>153,0</b> | <b>155,7</b> |
| Intérêts minoritaires                               | 3,1          | -0,6         | 0,4          | 9,6          | 11,0         | 12,2         | 13,4         | 14,7         |
| <b>Passifs non courants hors dettes financières</b> | <b>2,2</b>   | <b>3,3</b>   | <b>4,7</b>   | <b>2,2</b>   | <b>5,1</b>   | <b>5,1</b>   | <b>5,1</b>   | <b>5,1</b>   |
| <b>Emprunts et dettes financières</b>               | <b>122,6</b> | <b>103,2</b> | <b>78,2</b>  | <b>69,2</b>  | <b>56,1</b>  | <b>55,1</b>  | <b>55,1</b>  | <b>55,1</b>  |
| <i>Dont part à moins d'un an</i>                    | <i>16,5</i>  | <i>16,6</i>  | <i>9,2</i>   | <i>0,1</i>   | <i>0,9</i>   | <i>0,0</i>   | <i>0,0</i>   | <i>0,0</i>   |
| Dettes fournisseurs                                 | 15,6         | 12,3         | 8,6          | 13,8         | 13,5         | 14,9         | 16,4         | 17,5         |
| Autres passifs courants                             | 51,2         | 28,7         | 19,7         | 24,5         | 25,4         | 28,8         | 32,4         | 35,8         |
| <b>Total Passif</b>                                 | <b>355,4</b> | <b>301,4</b> | <b>267,2</b> | <b>263,1</b> | <b>264,8</b> | <b>270,9</b> | <b>278,4</b> | <b>286,9</b> |
| Dette financière nette                              | 94,6         | -8,4         | -47,7        | -40,3        | -48,2        | -45,5        | -42,6        | -42,8        |
| Gearing   | 60%          | -6%          | -35%         | -28%         | -32%         | -30%         | -28%         | -27%         |
| BFR   | 25,3         | 17,0         | 17,1         | 14,8         | 9,0          | 10,3         | 11,6         | 12,8         |
| BFR en % du CA HT                                   | 14%          | 11%          | 15%          | 14%          | 8%           | 8%           | 8%           | 8%           |
| BFR en jours de CA                                  | 49           | 39           | 52           | 50           | 28           | 28           | 28           | 28           |

## Flux de trésorerie historiques et prévisionnels

| en M€   | 2010         | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015e        | 2016e        | 2017e        |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| CAF avant coût de l'endettement financier & impôts      | 26,5         | 13,4         | 1,9          | 3,2          | 19,5         | 15,6         | 16,8         | 20,0         |
| Variation de BFR  | 2,2          | -6,0         | -2,1         | 4,0          | -8,8         | 1,3          | 1,3          | 1,2          |
| <b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>     | <b>26,3</b>  | <b>16,5</b>  | <b>4,4</b>   | <b>0,5</b>   | <b>28,0</b>  | <b>14,3</b>  | <b>15,5</b>  | <b>18,8</b>  |
| Acquisition d'immobilisations                           | -8,1         | -6,5         | -5,6         | -3,7         | -9,0         | -6,8         | -7,1         | -7,4         |
| Cession d'immobilisations                               | 0,1          | 0,1          | 0,0          | 30,7         | 5,2          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Variation de périmètre                                  | -8,6         | 94,9         | 59,7         | -9,0         | -7,4         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Investissements financiers nets                         | -12,2        | -0,4         | -5,2         | 0,7          | 0,1          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b> | <b>-28,8</b> | <b>88,0</b>  | <b>48,9</b>  | <b>18,7</b>  | <b>-11,0</b> | <b>-6,8</b>  | <b>-7,1</b>  | <b>-7,4</b>  |
| Augmentation de capital                                 | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,9          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Emission d'emprunt                                      | 17,2         | 46,5         | 5,0          | 5,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Remboursement d'emprunt                                 | -22,7        | -45,0        | -30,2        | -33,7        | -15,0        | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Intérêts versés   | -6,1         | -22,2        | -12,7        | -6,3         | -9,3         | -11,2        | -11,2        | -11,2        |
| Dividendes versés                                       | 0,0          | 0,0          | -0,1         | -0,7         | -0,2         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Flux de trésorerie liés au financement</b>           | <b>-11,5</b> | <b>-21,7</b> | <b>-38,6</b> | <b>-33,5</b> | <b>-24,6</b> | <b>-11,2</b> | <b>-11,2</b> | <b>-11,2</b> |
| <b>Variation de trésorerie</b>                          | <b>-14,1</b> | <b>82,9</b>  | <b>14,7</b>  | <b>-14,4</b> | <b>-7,7</b>  | <b>-3,7</b>  | <b>-2,8</b>  | <b>0,1</b>   |
| Trésorerie d'ouverture                                  | 41,3         | 27,1         | 111,5        | 125,5        | 109,4        | 104,3        | 100,6        | 97,8         |
| Trésorerie de clôture                                   | 27,1         | 111,5        | 125,5        | 109,4        | 103,4        | 100,6        | 97,8         | 97,9         |

### Systeme de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

### Historique des recommandations sur les 12 derniers mois :

Achat : Depuis le 11 juin 2015

Accumuler : (-)

Alléger: (-)

Vendre: (-)

Sous revue : (-)

### Méthodes d'évaluation :

**Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :**

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

### DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

| Corporate Finance | Intérêt personnel de l'analyste | Détention d'actifs de l'émetteur | Communication préalable à l'émetteur | Contrat de liquidité | Contrat Eurovalue* |
|-------------------|---------------------------------|----------------------------------|--------------------------------------|----------------------|--------------------|
| Non               | Non                             | Non                              | Oui                                  | Non                  | Oui                |

\* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

## **Disclaimer**

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la société objet de la présente étude, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la société mentionnée dans la présente étude, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate. Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

**EuroLand Corporate**  
**17 avenue George V**  
**75008 Paris**  
**01 44 70 20 80**