

Achat	<i>Potentiel</i>	15%
Objectif	28,40 € (vs 28,00 €)	
Cours au 30/11/2015(c)		24,70 €
Euronext Paris comp C		
Reuters / Bloomberg	SWOR.PA / SWP.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Absolute perf.	1,7%	2,9%	3,5%	26,9%
Cac Small perf.	-7,5%	-6,4%	-3,5%	12,8%

Informations boursières

Capitalisation (M€)		2312
Nb de titres (en millions)		9,36
Volume moyen 12 mois (titres)		2 639
Extrêmes 12 mois	19,05 €	25,30 €

Actionnariat

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

Données financières (en M €)

	au 31/12	2014	2015e	2016e	2017e
CA		117,1	137,6	166,9	181,8
var %		9,9%	17,5%	21,3%	9,0%
EBE		19,1	21,6	25,1	28,1
%CA		16,3%	15,7%	15,1%	15,5%
ROC		15,7	17,0	20,4	22,7
%CA		13,4%	12,3%	12,2%	12,5%
RNPG		12,2	13,6	13,5	15,0
%CA		10,4%	9,9%	8,1%	8,2%
Bnpa (€)		1,30	1,46	1,44	1,60
Bnpa dilué (€)		1,28	1,44	1,42	1,58
Gearing (%)		-30%	-25%	-20%	-21%
ROCE avec GW (%)		7%	7%	10%	11%
ROE (%)		8%	8%	8%	9%
Dette nette 31/12/2014		-48,2			
Dividende n (€)		1,20			
Yield (%)		4,9%			

Ratios

	2014	2015e	2016e	2017e
VE/CA (x)	1,0	1,3	1,1	1,0
VE/EBE (x)	6,2	8,4	7,2	6,3
VE/ROC (x)	7,5	10,6	8,8	7,8
PE (x)	13,8	16,9	17,2	15,4

Analyste :

Eric Seclet
01 44 70 20 78
esecl@elcorp.com

Sword Group

Services informatiques

CA et EBITDA 2015 supérieurs à nos attentes**Publication du CA T4 2015**

Au titre de son 4^{ème} trimestre, Sword affiche une fois de plus un taux de croissance à deux chiffres avec une activité en hausse de +20,4% dont +16,8% à change constant à 36,0 M€ (vs 34,9 M€ estimé) pour une marge d'EBITDA de 16,1%. Le Groupe clôture ainsi son exercice 2015 avec un CA de 137,6 M€ (vs 136,4 M€ estimé), en progression notable de +22,5% dont +15,1% à taux de change constant, soit 3 pts de plus que la guidance initiale de +12%. La marge d'EBITDA se situe 15,7% (vs 15,4% estimé), en baisse de -0,4 bp suite aux investissements réalisés pour soutenir la croissance.

Commentaires

Sword termine l'exercice 2015 sur un rythme soutenu, se traduisant par une excellente performance dans ses deux activités, alimentée comme sur les trimestres précédents par un effet devises important (+3,6% au T4 et +7,4% sur la totalité de l'exercice).

Dans les services (68% CA et 42% de l'EBITDA 2015), les ventes progressent de +19,5% sur l'ensemble de l'année (+13,6% à change constant) à 93,6 M€ tandis que la marge d'EBITDA atteint 9,7%, en recul de 1 point en raison de la montée en charge progressive de contrats significatifs au Benelux (marge d'EBITDA de 5,7% en 2015).

Les logiciels (32% du CA et 58% de l'EBITDA 2015), à l'image des trimestres précédents, surperforment nettement, enregistrant une hausse de +28,7% en 2015 à 44,0 M€ dont +18,4% à change constant. Même si la marge reste sur des niveaux élevés, elle recule de -0,8 bp à 28,4% en 2015 compte tenu : 1/ d'un effet de base élevée (29,2% en 2014 vs niveau normatif estimé à 28%) et 2/ des investissements réalisés dans le cadre du programme de R&D même si nous comprenons que la mise en place de ce dernier est plus lente que prévu.

Enfin, Sword indique une amélioration de sa situation de cash par rapport au T3 à 42,7 M€ (vs 37,3 M€), permettant de proposer un dividende de 1,20 € par action (stable) au titre de l'exercice 2015 et de financer d'éventuelles acquisitions même si, a priori, le management devrait se montrer encore plus sélectif compte tenu des niveaux de valorisation et du niveau de croissance interne actuel.

Pour 2016, le management entend réaliser une croissance organique de 15% (hors devises) et une marge d'EBITDA de 15,0% soit une baisse de 0,7 pts qui s'explique selon nous par : 1/ l'effet dilutif en termes de marge de l'acquisition de AAA et de 2/ les recrutements à prévoir dans les logiciels pour la mise en œuvre du plan de R&D. Par conséquent, nous rehaussons notre prévision de croissance 2016 à 166,9 M€ (vs 165 M€) et relevons notre objectif de marge d'EBITDA à 15,1% (vs 14,8%).

Recommandation

Suite à la mise à jour de notre modèle de valorisation, notre objectif de cours ressort à 28,40 € vs 28,00 €. Notre opinion est maintenue à l'Achat.

Prochain évènement : Résultats annuels 2015 le lundi 7 mars 2016

Compte de résultat (M€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Chiffre d'affaires	117,9	106,5	117,1	137,6	166,9	181,8
Excédent brut d'exploitation	16,3	16,1	19,1	21,6	25,1	28,1
Résultat opérationnel courant	14,7	13,7	15,7	17,0	20,4	22,7
Résultat opérationnel	27,1	23,4	12,9	14,7	20,4	22,7
Résultat financier	-7,0	-2,7	3,8	2,8	-0,3	-0,2
Impôts	3,8	3,7	3,3	3,5	6,0	6,7
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,1	1,7	1,2	0,4	0,6	0,7
Résultat net part du groupe	16,2	15,4	12,2	13,6	13,5	15,0
Bilan (M€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Actifs non courants	77,1	100,1	111,2	120,3	129,4	129,4
<i>dont goodwill</i>	<i>62,1</i>	<i>79,5</i>	<i>87,1</i>	<i>87,1</i>	<i>87,1</i>	<i>87,1</i>
BFR	17,1	14,8	9,0	11,2	13,0	14,1
Disponibilités + VMP	125,9	109,6	104,3	84,8	76,9	80,1
Capitaux propres	137,5	153,4	161,8	165,8	168,7	173,2
Emprunts et dettes financières	78,2	69,2	56,1	43,9	43,9	43,9
Total Bilan	267,2	263,1	264,8	263,6	276,4	285,1
Tableau de flux (M€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Marge Brute d'autofinancement	2,3	4,5	19,2	17,5	18,6	21,2
Variation de BFR	-2,1	4,0	-8,8	2,2	1,8	1,2
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	4,4	0,5	28,0	15,2	16,8	20,0
Investissements opérationnels nets	-5,6	26,9	-3,7	-3,5	-5,6	-5,6
Investissements financiers nets	-5,2	0,7	0,1	-10,0	-8,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	48,9	18,7	-11,0	-13,5	-13,6	-5,6
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-25,2	-28,7	-15,0	-11,3	0,0	0,0
Dividendes versés	-12,8	-7,0	-9,5	-11,2	-11,2	-11,2
Flux nets de trésorerie liés au financement	-38,6	-33,5	-24,6	-21,2	-11,2	-11,2
Variation de l'endettement financier net	14,7	-14,4	-7,7	-19,5	-8,0	3,2
Ratios (%)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Variation chiffre d'affaires	-15,7%	-9,7%	9,9%	17,5%	21,3%	9,0%
Marge EBE	13,8%	15,1%	16,3%	15,7%	15,1%	15,5%
Marge opérationnelle courante	12,5%	12,9%	13,4%	12,3%	12,2%	12,5%
Marge opérationnelle	23,0%	22,0%	11,0%	10,7%	12,2%	12,5%
Marge nette	13,8%	14,4%	10,4%	9,9%	8,1%	8,2%
Investissements opérationnels nets/CA	-4,7%	25,3%	-3,2%	-2,5%	-3,3%	-3,1%
BFR/CA	14,5%	13,9%	7,7%	8,1%	7,8%	7,8%
ROCE	19,2%	13,6%	7,1%	7,5%	9,6%	10,5%
ROCE hors GW	56,3%	44,2%	25,9%	22,1%	24,6%	26,8%
ROE	11,8%	10,0%	7,5%	8,2%	8,0%	8,7%
Payout	78,7%	54,3%	84,4%	80,0%	79,6%	71,5%
Dividend yield	11,6%	7,5%	6,6%	4,9%	4,9%	4,9%
Ratios d'endettement	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Gearing (%)	-35%	-26%	-30%	-25%	-20%	-21%
Dettes nette/EBE	-2,9	-2,5	-2,5	-1,9	-1,3	-1,3
EBE/charges financières	2,3	6,1	-5,0	-7,6	97,7	129,7
Valorisation	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Nombre d'actions (en millions)	9,3	9,3	9,4	9,4	9,4	9,4
Nombre d'actions moyen (en millions)	9,3	9,3	9,3	9,4	9,4	9,4
Cours (moyenne annuelle en euros)	11,9	13,4	18,1	24,7	24,7	24,7
(1) Capitalisation boursière moyenne	110,1	124,5	168,3	231,2	231,2	231,2
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	-47,7	-40,3	-48,2	-41,0	-33,0	-36,2
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	7,0	5,1	1,7	9,7	17,7	17,7
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	55,4	79,0	118,4	180,6	180,6	177,3
PER	6,8	8,1	13,8	16,9	17,2	15,4
VE / EBE	3,4	4,9	6,2	8,4	7,2	6,3
VE / ROC	3,8	5,8	7,5	10,6	8,8	7,8
VE / CA	0,5	0,7	1,0	1,3	1,1	1,0
P/B	0,8	0,8	1,0	1,4	1,4	1,3
Données par action (€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Bnpa	1,75	1,66	1,30	1,46	1,44	1,60
Book value/action	14,8	16,5	17,3	17,7	18,0	18,5
Dividende /action	1,38	1,00	1,20	1,20	1,20	1,20

Système 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 de recommandations

Achat : du 11/06/2015 au 23/10/2015 et depuis le 01/12/2015

Accumuler : du 26/10/2015 au 30/11/2015

Alléger : (-)

Vente : (-)

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	Non	Non	Oui

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière.

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