

Achat	<i>Potentiel</i>	31%
Objectif	45,30 € (vs 42,50 €)	
Cours au 24/01/2018(c)		34,60 €
Euronext Paris comp C		
Reuters / Bloomberg	SWOR.PA / SWP.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Absolute perf.	2,2%	2,5%	-5,1%	21,0%
Cac Small perf.	5,7%	6,9%	6,1%	26,0%

Informations boursières

Capitalisation (M€)	330,3
Nb de titres (en millions)	9,54
Volume moyen 12 mois (titres)	7 361
Extrêmes 12 mois	27,97 € 37,89 €

Actionnariat

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

Données financières (en M €)

au 31/12	2016	2017e	2018e	2019e
CA	160,2	173,5	197,3	215,1
var %	16,4%	8,3%	13,7%	9,0%
EBE	24,8	27,8	31,1	33,9
%CA	15,5%	16,0%	15,8%	15,8%
ROC	19,5	22,2	25,4	28,1
%CA	12,2%	12,8%	12,9%	13,0%
RNP G	10,5	11,9	16,1	17,9
%CA	6,6%	6,8%	8,2%	8,3%
Bnpa (€)	1,12	1,27	1,72	1,91
Bnpa dilué (€)	1,11	1,25	1,70	1,89
ROCE avec GW (%)	8%	9%	11%	12%
ROE (%)	7%	8%	10%	11%
Dette nette	-32,0	-25,0	-22,4	-19,3
Gearing (%)	-21%	-16%	-14%	-11%
Dividende n (€)	1,20	1,20	1,20	1,20
Yield (%)	3,5%			

Ratios

	2016	2017e	2018e	2019e
VE/CA (x)	1,2	1,7	1,5	1,4
VE/EBE (x)	7,9	10,6	9,6	8,9
VE/ROC (x)	10,1	13,3	11,8	10,7
PE (x)	22,1	27,3	20,1	18,1

Analyste :
Eric Secler
01 44 70 20 78
esecler@elcorp.com

Sword Group

Services informatiques

Une fin d'exercice excellente**Publication du CA T4 2017**

Au titre de son dernier trimestre, Sword publie des chiffres solides. L'activité affiche une croissance à pcc de +14,3% pour un CA de 46,3 M€ (vs 45,4 M€) et une marge d'EBITDA de 17,6% (+1,7 pt sur un an). Sur l'ensemble de l'exercice, le CA ressort légèrement au-dessus de nos estimations à 173,5 M€ (vs 172,6 M€), soit une croissance à pcc de +13,0% tandis que la marge d'EBITDA s'élève finalement à 16,0% (+0,5 pt vs 2015) alors que nous attendions 15,5%. Pour 2018, le Groupe se fixe comme objectif une croissance organique du CA de +12% et une marge d'EBITDA de 15% environ.

Commentaires

Sword conclut un nouvel exercice de qualité, marqué par une activité dynamique dans ses deux pôles. Le pôle Services (72% du CA) affiche une croissance organique soutenue de +15,5% à pcc. Les logiciels (28% du CA) ont quant à eux vu leurs ventes progresser de +6,9% à pcc mais de +18,0% hors activité GRC qui accélère sa transition vers le SaaS.

La belle progression de la marge d'EBITDA est notamment imputable aux Services où elle atteint 10,7% (+1,1 pt), sous l'effet de la France qui continue de surperformer (13,6% vs 12,9% en 2016) mais également du redressement plus rapide qu'attendu du UK (7,6% vs 5,4% en 2016). Côté logiciels, la marge d'EBITDA se maintient à un niveau élevé à 29,5% mais affiche un léger retrait (-0,3 pts) en raison des investissements R&D réalisés dans l'Asset Finance. À noter toutefois la bonne performance de la GRC qui, dans un contexte de transition vers le SaaS et donc de ralentissement de la croissance, voit sa marge s'apprécier de 3,6 pts à 29,2%.

Au 31/12/2017, Sword affiche une structure financière solide avec une trésorerie nette de 20,6 M€, qui lui permet de financer ses projets de R&D et lui donne la possibilité de se monter actif en M&A. À ce titre, le Groupe a réalisé l'acquisition d'une petite société de services au UK (6,8 M€). Cette opération, financée en cash, va notamment lui permettre de recentrer son exposition en Angleterre (vs Ecosse auparavant). Consolidé depuis le 01/10/2017, la cible a, d'après nos calculs, contribué à hauteur de 1,7 M€ au CA 2017 pour un EBITDA de 0,4 M€.

Pour le prochain exercice, le management prévoit une croissance organique du CA de +12% pour une marge d'EBITDA d'environ 15%. Le Groupe pourra notamment s'appuyer sur un carnet de commandes excellent de 23,2 mois. Toutefois, compte tenu du track-record, l'objectif de marge nous semble prudent. Suite à cette publication et à l'intégration dans nos estimations de l'acquisition réalisée, nous attendons désormais un CA 2018 de 197,3 M€ (vs 192,0 M€) et une marge d'EBITDA de 15,8% (vs 15,6%).

Recommandation

Après la mise à jour de nos estimations et de notre modèle, notre objectif de cours est passé à 45,30 € (vs 42,50 €) compte tenu de l'évolution des comparables. Notre recommandation est maintenue à l'Achat.

Prochain évènement : Présentation des résultats annuels le 7 mars 2018

Compte de résultat (M€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Chiffre d'affaires	117,1	137,6	160,2	173,5	197,3	215,1
Excédent brut d'exploitation	19,1	22,0	24,8	27,8	31,1	33,9
Résultat opérationnel courant	15,7	16,4	19,5	22,2	25,4	28,1
Résultat opérationnel	12,9	11,3	15,2	18,2	24,4	27,1
Résultat financier	3,8	2,9	0,4	-0,7	-0,7	-0,7
Impôts	3,3	3,4	4,8	5,2	7,1	7,9
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	1,2	0,6	0,3	0,4	0,5	0,5
Résultat net part du groupe	12,2	10,2	10,5	11,9	16,1	17,9
Bilan (M€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Actifs non courants	111,2	128,7	121,8	130,5	132,9	135,2
<i>dont goodwill</i>	<i>87,1</i>	<i>92,5</i>	<i>86,3</i>	<i>92,4</i>	<i>92,4</i>	<i>92,4</i>
BFR	9,0	-5,7	1,0	3,5	8,9	16,9
Disponibilités + VMP	104,3	62,1	46,2	43,7	41,2	38,1
Capitaux propres	161,8	161,3	152,2	156,3	161,6	168,9
Emprunts et dettes financières	56,1	19,7	14,2	18,7	18,7	18,7
Total Bilan	264,8	246,8	229,9	244,6	254,0	262,9
Tableau de flux (M€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Marge Brute d'autofinancement	19,2	16,0	18,6	17,7	22,1	24,1
Variation de BFR	-8,8	-3,2	-3,2	2,5	5,4	8,0
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	28,0	19,3	21,8	15,2	16,7	16,1
Investissements opérationnels nets	-3,7	-8,3	-5,5	-8,0	-8,0	-8,0
Investissements financiers nets	0,1	-0,1	0,3	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-11,0	-15,5	-18,9	-14,1	-8,0	-8,0
Augmentation de capital	0,9	0,7	2,1	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-15,0	-37,4	-5,9	4,5	0,0	0,0
Dividendes versés	-9,5	-11,4	-11,3	-11,2	-11,2	-11,2
Flux nets de trésorerie liés au financement	-24,6	-46,2	-16,7	-3,6	-11,2	-11,2
Variation de l'endettement financier net	-7,7	-41,9	-16,0	-2,5	-2,5	-3,1
Ratios (%)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Variation chiffre d'affaires	9,9%	17,5%	16,4%	8,3%	13,7%	9,0%
Marge EBE	16,3%	16,0%	15,5%	16,0%	15,8%	15,8%
Marge opérationnelle courante	13,4%	11,9%	12,2%	12,8%	12,9%	13,0%
Marge opérationnelle	11,0%	8,2%	9,5%	10,5%	12,4%	12,6%
Marge nette	10,4%	7,4%	6,6%	6,8%	8,2%	8,3%
Investissements opérationnels nets/CA	-3,2%	-6,1%	-3,4%	-4,6%	-4,1%	-3,7%
BFR/CA	7,7%	-4,1%	0,6%	2,0%	4,5%	7,9%
ROCE	7,1%	6,1%	8,3%	9,0%	11,5%	11,9%
ROCE hors GW	25,9%	24,7%	27,8%	29,1%	32,9%	30,2%
ROE	7,5%	6,3%	6,9%	7,6%	9,9%	10,6%
Payout	84,4%	104,1%	103,9%	91,8%	67,8%	60,9%
Dividend yield	6,6%	5,6%	4,8%	3,5%	3,5%	3,5%
Ratios d'endettement	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Gearing (%)	-30%	-26%	-21%	-16%	-14%	-11%
Dettes nette/EBE	-2,5	-1,9	-1,3	-0,9	-0,7	-0,6
EBE/charges financières	-5,0	-7,6	-56,7	39,8	44,5	48,5
Valorisation	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Nombre d'actions (en millions)	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4
Nombre d'actions moyen (en millions)	9,3	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4
Cours (moyenne annuelle en euros)	18,1	21,5	24,8	34,6	34,6	34,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	168,3	201,1	232,0	323,9	323,9	323,9
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-48,2	-42,4	-32,0	-25,0	-22,4	-19,3
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	1,7	2,8	3,2	3,2	3,2	3,2
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	118,4	155,9	196,8	295,8	298,3	301,4
PER	13,8	19,8	22,1	27,3	20,1	18,1
VE / EBE	6,2	7,1	7,9	10,6	9,6	8,9
VE / ROC	7,5	9,5	10,1	13,3	11,8	10,7
VE / CA	1,0	1,1	1,2	1,7	1,5	1,4
P/B	1,0	1,2	1,5	2,1	2,0	1,9
Données par action (€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Bnpa	1,30	1,09	1,12	1,27	1,72	1,91
Book value/action	17,3	17,2	16,3	16,7	17,3	18,0
Dividende /action	1,20	1,20	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 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 5% 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 : depuis le 25/01/2017

Accumuler :

Neutre : (-)

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