

<b>Achat</b>	<i>Potentiel</i>	43%
<b>Objectif</b>	<b>45,60 € (vs 45,30 €)</b>	
Cours au 25/10/2018(c)		31,95 €
Euronext Paris comp C		
Reuters / Bloomberg	SWOR.PA / SWP:FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Absolute perf.	-6,2%	-12,2%	-3,8%	-12,9%
Cac Small perf.	-19,7%	-13,9%	-16,4%	-19,3%

**Informations boursières**

Capitalisation (M€)	305,0
Nb de titres (en millions)	9,54
Volume moyen 12 mois (titres)	9 506
Extrêmes 12 mois	29,65 € 38,45 €

**Actionnariat**

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

**Données financières (en M €)**

	au 31/12	2017	2018e	2019e	2020e
CA		173,5	191,1	180,6	197,6
var %		8,3%	10,1%	-5,5%	9,4%
EBE		28,1	27,4	21,8	24,4
%CA		16,2%	14,4%	12,1%	12,3%
ROC		22,5	21,8	16,0	18,5
%CA		12,9%	11,4%	8,9%	9,4%
RNP G		10,9	59,5	9,7	11,4
%CA		6,3%	31,1%	5,4%	5,8%
B npa (€)		1,17	6,35	1,04	1,22
B npa dilué (€)		1,15	6,28	1,03	1,21
ROCE avec GW (%)		9%	84%	18%	21%
ROE (%)		8%	35%	6%	7%
Dette nette		-20,6	-117,6	-114,3	-116,0
Gearing (%)		-14%	-69%	-67%	0%
Dividende n (€)		1,20	1,20	1,20	1,20
Yield (%)		3,8%			

**Ratios**

	2017	2018e	2019e	2020e
VE/CA (x)	1,6	1,0	1,1	1,0
VE/EBE (x)	10,1	6,9	8,8	7,8
VE/ROC (x)	12,7	8,6	11,9	10,2
PE (x)	27,4	5,0	30,8	26,2

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

**Sword Group**

Services informatiques

**Croissance organique robuste au T3 / Cession de Sword Apak à Sopra Steria Group****Publication du CA T3 2018 / Cession à 100% des activités AFS**

Après une première moitié d'exercice dynamique (+18,7% à pc), Sword affiche une forte accélération de son activité au T3. Le CA ressort à 48,6 M€ (+21,4% à pcc) tandis que la marge d'EBITDA s'établit à 14,7% (-1,1 pt). Sur les 9 premiers mois, Sword dévoile ainsi des chiffres solides avec un CA de 143,9 M€ (+18,0% à pcc) et une marge d'EBITDA stable à 14,7%. Parallèlement, le Groupe a annoncé la cession à 100% de Sword Apak (31 M€ CA budgété pour 2018 / ≈26% marge d'EBITDA) au français Sopra Steria. Bien que le montant de la cession n'ait pas été divulgué, nous comprenons que la transaction s'est faite sur des multiples de marché classique pour ce genre de société (fourchette de 3,0x à 4,0x le CA).

**Commentaires**

Sur les 9 premiers mois de l'exercice, Sword bénéficie d'une dynamique solide sur ses deux métiers. Les Services (76% du CA 9 mois) enregistrent une progression de +21,9% à pcc à 109,6 M€ pour une marge d'EBITDA de 10,9% (+0,7 pt). Cette augmentation de la marge est à mettre au crédit, entre autres, du Benelux, dont la marge atteint 9,0% (+1,0 pt) mais également du UK où elle atteint 9,7% (+2,3 pts).

Dans les Logiciels (24%), l'activité est restée soutenue avec un CA en hausse de +16,1% à pcc à 34,3 M€. Toutefois, pénalisée par des investissements dans l'AFS, la marge recule à 26,8% (vs 29,0% au S1 2017).

Ainsi, le recul de la marge d'EBITDA Groupe s'explique principalement par un mix produit moins favorable aux Logiciels, dont le poids est passé de 29% à 24%.

Un peu en amont de la publication, Sword a annoncé la cession de Sword Apak, dont la déconsolidation est intervenue le 18/10/2018. Avec une marge d'EBITDA de l'ordre de 26%, la transaction aura un impact dilutif d'environ 2,5 pts en pro forma selon le management.

Si le timing de la cession peut surprendre, l'opération s'avère extrêmement profitable sur le plan financier. En effet, Sword devrait, selon nos calculs, enregistrer une plus-value comptable conséquente sur l'exercice, après déduction des frais de transaction. Pour rappel, lors de son acquisition en 2007, Apak réalisait un CA de 13 M€. Le cash dégagé permettra au Groupe de : 1/ financer la croissance interne, 2/ rémunérer les actionnaires (possibilité de dividende exceptionnel comme par le passé), 3/ réaliser des acquisitions ciblées, notamment dans les Logiciels. Notons que cette manne financière viendra s'ajouter à la ligne de crédit confirmée de 130 M€ dont dispose Sword.

Suite à cette publication et à l'intégration de la transaction, nous revoyons nos prévisions pour l'exercice en cours et tablons désormais sur un CA de 191,1 M€ (vs 193,0 M€) et un EBITDA de 27,4 M€ (vs 29,2 M€).

**Recommandation**

**Après la mise à jour de nos estimations et de notre modèle, notre objectif de cours ressort à 45,60 (vs 45,30 €). Notre recommandation reste à l'Achat.**

Prochain évènement : CA T4 le 24 janvier 2019

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Chiffre d'affaires	160,2	173,5	191,1	180,6	197,6
Excédent brut d'exploitation	24,8	28,1	27,4	21,8	24,4
Résultat opérationnel courant	19,5	22,5	21,8	16,0	18,5
Résultat opérationnel	15,2	17,3	68,8	15,0	17,5
Résultat financier	0,4	-0,9	-0,7	-0,7	-0,7
Impôts	4,8	5,0	6,8	4,3	5,0
Mise en équivalence	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,3	0,3	1,8	0,3	0,3
Résultat net part du groupe	10,5	10,9	59,5	9,7	11,4
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Actifs non courants	121,8	120,4	51,0	51,4	51,7
<i>dont goodwill</i>	86,3	86,2	16,2	16,2	16,2
BFR	1,0	3,8	3,8	5,4	4,0
Disponibilités + VMP	46,2	38,5	135,4	132,2	133,8
Capitaux propres	152,2	143,3	170,9	169,7	170,2
Emprunts et dettes financières	14,2	17,9	17,9	17,9	17,9
Total Bilan	229,9	224,2	262,0	253,0	258,9
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Marge Brute d'autofinancement	18,6	15,7	66,7	15,6	17,4
Variation de BFR	-3,2	-0,7	0,1	1,6	-1,4
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	21,8	16,4	66,7	14,0	18,9
Investissements opérationnels nets	-5,5	-10,4	64,0	-6,0	-6,0
Investissements financiers nets	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-18,9	-20,8	64,0	-6,0	-6,0
Augmentation de capital	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-5,9	6,5	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-11,3	-11,5	-33,7	-11,2	-11,2
Flux nets de trésorerie liés au financement	-16,7	-2,0	-33,7	-11,2	-11,2
Variation de l'endettement financier net	-16,0	-7,9	97,0	-3,2	1,6
<b>Ratios (%)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Variation chiffre d'affaires	16,4%	8,3%	10,1%	-5,5%	9,4%
Marge EBE	15,5%	16,2%	14,4%	12,1%	12,3%
Marge opérationnelle courante	12,2%	12,9%	11,4%	8,9%	9,4%
Marge opérationnelle	9,5%	10,0%	36,0%	8,3%	8,9%
Marge nette	6,6%	6,3%	31,1%	5,4%	5,8%
Investissements opérationnels nets/CA	-3,4%	-6,0%	33,5%	-3,3%	-3,0%
BFR/CA	0,6%	2,2%	2,0%	3,0%	2,0%
ROCE	8,3%	9,3%	83,7%	17,6%	21,0%
ROCE hors GW	27,8%	30,4%	118,7%	24,6%	29,5%
ROE	6,9%	7,6%	34,8%	5,7%	6,7%
Payout	103,9%	100,0%	18,3%	112,1%	95,4%
Dividend yield	4,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Gearing (%)	-21%	-14%	-69%	-67%	-68%
Dettes nette/EBE	-1,3	-0,7	-4,3	-5,3	-4,8
EBE/charges financières	-56,7	31,9	39,2	31,1	34,8
<b>Valorisation</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Nombre d'actions (en millions)	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4
Nombre d'actions moyen (en millions)	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4
Cours (moyenne annuelle en euros)	24,8	32,0	32,0	32,0	32,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	232,0	299,1	299,1	299,1	299,1
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-32,0	-20,6	-117,6	-114,3	-116,0
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	3,2	3,4	3,4	3,4	3,4
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	196,8	284,9	188,0	191,2	189,6
PER	22,1	27,4	5,0	30,8	26,2
VE / EBE	7,9	10,1	6,9	8,8	7,8
VE / ROC	10,1	12,7	8,6	11,9	10,2
VE / CA	1,2	1,6	1,0	1,1	1,0
P/B	1,5	2,1	1,7	1,8	1,8
<b>Données par action (€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Bnpa	1,12	1,17	6,35	1,04	1,22
Book value/action	16,3	15,3	18,3	18,1	18,2
Dividende /action	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 26/10/2017

**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