

Achat	<i>Potentiel</i>	61%
Objectif		46,90 €
Cours au 25/06/2019(c)		29,10 €
Euronext Paris comp C		
Reuters / Bloomberg		SWOR.PA / SWP:FP

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Absolute perf.	0,3%	0,3%	-7,2%	-7,7%
Cac Small perf.	9,4%	1,1%	3,3%	-18,8%

Informations boursières

Capitalisation (M€)	277,8
Nb de titres (en millions)	9,54
Volume moyen 12 mois (titres)	13 630
Extrêmes 12 mois	27,25 € 38,45 €

Actionnariat

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

Données financières (en M €)

au 31/12	2018	2019e	2020e	2021e
CA	171,4	204,4	231,1	256,2
var %	-1,2%	19,2%	13,1%	10,8%
EBE	21,2	26,7	32,3	38,1
%CA	12,4%	13,1%	14,0%	14,9%
ROC	15,5	21,8	27,3	32,9
%CA	9,1%	10,7%	11,8%	12,9%
RNPG	88,0	13,4	17,2	21,0
%CA	51,3%	6,6%	7,4%	8,2%
Bnpa (€)	9,40	1,43	1,84	2,25
Bnpa dilué (€)	9,29	1,42	1,82	2,22
ROCE avec GW (%)	73%	15%	18%	23%
ROE (%)	59%	9%	11%	12%
Dette nette	-86,5	-74,4	-80,0	-91,4
Gearing (%)	-58%	-49%	-50%	-54%
Dividende n (€)	1,20	1,20	1,20	1,20
Yield (%)	4,1%			

Ratios

	2018	2019e	2020e	2021e
VE/CA (x)	1,3	1,2	1,0	0,0
VE/EBE (x)	10,3	8,8	7,4	7,4
VE/ROC (x)	14,0	10,8	8,8	8,8
PE (x)	3,3	20,3	15,8	13,0

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

Sword Group

Services informatiques

Feedback roadshow : Un ton positif et des perspectives confirmées

A l'occasion d'un petit déjeuner organisé à Paris, Sword Group a fait le point sur ses perspectives, sa stratégie de développement ainsi que sur sa vision du marché. Nous en retenons un ton plutôt optimiste pour l'activité, en dépit des tensions géopolitiques, ainsi que la confirmation des objectifs annuels. Pour rappel, le management table sur un CA supérieur à 200 M€ et une marge d'EBITDA d'au moins 13%.

Commentaires

Suite à la réunion, nous retenons les principaux points suivants :

Bénéficiant d'atouts solides aussi bien dans le Software (n°1 de la GRC dans la Défense, n°1 sur l'IP) que dans les Services (n°1 Oil & Gas en Ecosse, acteur incontournable au Benelux), **Sword demeure confiant dans l'avenir, en dépit des incertitudes géopolitiques** (tensions sino-américaines, Brexit...). En effet, si le management reste vigilant quant à la situation macro, il peut s'appuyer sur un backlog conséquent (400,6 M€ au 31/12/18 vs 390,9 M€ au 31/12/2017) lui assurant une croissance organique à deux chiffres sur les deux prochains exercices.

Profitant d'une opportunité de créer de la valeur pour les actionnaires avec la cession d'Apak courant 2018, Sword Group a mécaniquement réduit son profil de rentabilité à court terme (13% d'EBITDA visé vs 15/16% auparavant). Toutefois, le management se veut rassurant sur ce point. **Nous comprenons qu'il ne souhaite pas sacrifier la marge au profit de la croissance.** Aussi, nous interprétons la cible des 13% d'EBITDA comme un niveau de marge plancher et non comme un objectif.

Concernant la croissance externe, le management reste fidèle à lui-même, à savoir pragmatique. Considérant que le marché est actuellement dans une logique inflationniste, porté par le non coté et l'afflux de liquidités, et compte tenu de la forte visibilité sur son activité organique, il privilégiera une stratégie prudente. Ainsi, dans le Software, le management s'attachera à dénicher des briques logicielles plutôt que de sociétés matures. Côté Services, il restera opportuniste et concentrera ses efforts sur l'international. Pour rappel, le Groupe dispose de moyens financiers importants suite à la cession d'Apak (86,5 M€ de trésorerie nette au 31/12/2018).

Suite à cet événement, nous sommes confortés dans notre appréciation du dossier et en profitons pour relever notre estimation de CA à 204,4 M€ (vs 200,3 M€).

Recommandation

Après la mise à jour de nos estimations et de notre modèle, notre objectif de cours est maintenu à 46,90 €. Notre recommandation reste à l'Achat pour un potentiel de hausse supérieur à 60%. Au cours actuel et compte tenu du rendement (≈4%) et de la visibilité sur l'activité, le titre reste sur une valorisation attractive.

Prochain évènement : CA T2 2019 le 25 juillet 2019

Compte de résultat (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Chiffre d'affaires	160,2	173,5	171,4	204,4	231,1	256,2
Excédent brut d'exploitation	24,8	28,1	21,2	26,7	32,3	38,1
Résultat opérationnel courant	19,5	22,5	15,5	21,8	27,3	32,9
Résultat opérationnel	15,2	17,3	88,0	20,8	26,3	31,9
Résultat financier	0,4	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Impôts	4,8	5,0	1,9	5,9	7,6	9,3
Mise en équivalence	0,0	-0,2	-1,3	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6
Résultat net part du groupe	10,5	10,9	88,0	13,4	17,2	21,0
Bilan (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Actifs non courants	121,8	120,4	82,4	88,7	86,9	85,0
BFR	1,0	3,8	-2,4	6,0	8,7	9,6
Disponibilités + VMP	46,2	38,5	112,9	100,9	106,4	117,8
Capitaux propres	152,2	143,3	149,9	152,5	159,0	169,4
Emprunts et dettes financières	14,2	17,9	26,4	26,4	26,4	26,4
Total Bilan	229,9	224,2	268,1	265,8	282,0	300,8
Tableau de flux (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Marge Brute d'autofinancement	18,6	15,7	19,6	18,5	22,5	26,6
Variation de BFR	-3,2	-0,7	6,1	8,4	2,8	0,9
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	21,8	16,4	13,5	10,1	19,7	25,6
Investissements opérationnels nets	-5,5	-10,4	-7,2	-6,0	-6,0	-6,0
Investissements financiers nets	0,3	0,0	-0,1	-8,0	-3,0	-3,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-18,9	-20,8	120,7	-14,0	-9,0	-9,0
Augmentation de capital	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-5,9	6,5	2,6	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-11,3	-11,5	-45,9	-11,2	-11,2	-11,2
Flux nets de trésorerie liés au financement	-16,7	-2,0	-60,1	-11,2	-11,2	-11,2
Variation de l'endettement financier net	-16,0	-7,9	74,5	-15,1	-0,5	5,4
Ratios (%)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Variation chiffre d'affaires	16,4%	8,3%	-1,2%	19,2%	13,1%	10,8%
Marge EBE	15,5%	16,2%	12,4%	13,1%	14,0%	14,9%
Marge opérationnelle courante	12,2%	12,9%	9,1%	10,7%	11,8%	12,9%
Marge opérationnelle	9,5%	10,0%	51,3%	10,2%	11,4%	12,5%
Marge nette	6,6%	6,3%	51,3%	6,6%	7,4%	8,2%
Investissements opérationnels nets/CA	-3,4%	-6,0%	-4,2%	-2,9%	-2,6%	-2,3%
BFR/CA	0,6%	2,2%	-1,4%	2,9%	3,8%	3,8%
ROCE	8,3%	9,3%	73,4%	14,6%	18,4%	22,5%
ROCE hors GW	27,8%	30,4%	425,6%	59,0%	63,9%	72,3%
ROE	6,9%	7,6%	58,7%	8,8%	10,8%	12,4%
Payout	103,9%	100,0%	12,7%	81,2%	63,4%	51,9%
Dividend yield	4,8%	4,3%	3,9%	4,1%	4,1%	4,1%
Ratios d'endettement	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Gearing (%)	-21%	-14%	-58%	-49%	-50%	-54%
Dettes nette/EBE	-1,3	-0,7	-4,1	-2,8	-2,5	-2,4
EBE/charges financières	-56,7	31,9	21,0	26,4	32,0	37,7
Valorisation	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Nombre d'actions (en millions)	9,4	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	9,4
Cours (moyenne annuelle en euros)	24,8	28,0	31,2	29,1	29,1	29,1
(1) Capitalisation boursière moyenne	232,0	262,1	291,7	272,4	272,4	272,4
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	-32,0	-20,6	-86,5	-74,4	-80,0	-91,4
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	3,2	3,4	1,5	1,5	1,5	1,5
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	196,8	281,7	217,6	230,6	228,7	221,4
PER	22,1	24,0	3,3	20,3	15,8	13,0
VE / EBE	7,9	10,0	10,3	8,8	7,4	6,1
VE / ROC	10,1	12,5	14,0	10,8	8,8	7,0
VE / CA	1,2	1,6	1,3	1,2	1,0	0,9
P/B	1,5	1,8	1,9	1,8	1,7	1,6
Données par action (€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Bnpa	1,12	1,17	9,40	1,43	1,84	2,25
Book value/action	16,3	15,3	16,0	16,3	17,0	18,1
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 25/06/2018

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