

<b>Accumuler (vs Neutre)</b>	<i>Potentiel</i>	6%
<b>Objectif</b>	<b>37,50 € (vs 37,00 €)</b>	
Cours au 07/09/2020(c)		35,50 €
Euronext Paris comp C		
Reuters / Bloomberg	SWOR.PA / SWP.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Absolute perf.	4,1%	6,6%	17,9%	18,3%
Cac Small perf.	-13,5%	0,7%	0,2%	-5,5%

**Informations boursières**

Capitalisation (M€)	338,8
Nb de titres (en millions)	9,54
Volume moyen 12 mois (titres)	10 732
Extrêmes 12 mois	20,45 € 37,15 €

**Actionnariat**

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

**Données financières (en M€)**

au 31/12	2019	2020e	2021e	2022e
CA	213,2	229,3	251,2	274,5
var %	24,4%	7,5%	9,6%	9,3%
EBE	29,3	29,7	33,9	37,7
%CA	13,7%	13,0%	13,5%	13,7%
ROC	20,5	20,2	23,4	26,3
%CA	9,6%	8,8%	9,3%	9,6%
RNPG	12,9	14,3	16,7	18,7
%CA	6,0%	6,2%	6,6%	6,8%
Bnpa (€)	1,35	1,50	1,74	1,96
Bnpa dilué (€)	1,35	1,50	1,74	1,96
ROCE avec GW (%)	12%	12%	13%	15%
ROE (%)	9%	9%	10%	11%
Dette nette	-57,8	-61,0	-63,8	-68,6
Gearing (%)	-39%	-37%	-38%	0%
Dividende n (€)	0,00	1,20	1,20	1,20
Yield (%)	3,4%			

**Ratios**

	2019	2020e	2021e	2022e
VE/CA (x)	1,3	1,1	1,2	1,1
VE/EBE (x)	9,6	8,7	9,5	8,4
VE/ROC (x)	13,7	12,8	13,8	12,1
PE (x)	23,1	23,7	20,3	18,1

**Analyste :**

Cécile Aboulian  
01 44 70 20 70  
caboulian@elcorp.com

**Sword Group**

Services informatiques

**Réunion semestrielle : des leviers de croissance sur chaque entité****Présentation des résultats semestriels 2020**

Après avoir publié une partie de ses résultats fin juillet (CA S1 à 112,1 M€ (+6,0% à pc) et une marge d'EBITDA à 13,1% (-0,3%)), Sword est entré dans le détail de ses comptes semestriels lors de sa réunion semestrielle.

Le Groupe a réaffirmé ses objectifs à savoir une croissance organique de +5% et une marge d'EBITDA d'au moins 13%. Le Groupe est également revenu sur : 1/ l'intérêt de la cession en cours de l'activité française (services et software), notamment pour le retour aux actionnaires avec la distribution d'un acompte sur dividende de 2,40 €, soit 23 M€, 2/ son ambition de poursuivre sa croissance externe (acquisition d'un sous-traitant espagnol Lemonade Software Development communiqué semaine dernière) et 3/ la consolidation de sa croissance organique par la diversification de son offre et le renforcement de ses relations commerciales (cf contrats signés de 28 M€ avec la Cour de Justice et 32 M€ avec le Parlement Européen).

**Performance du S1 sur les services**

Les services sont ressortis à 101,4 M€ (+7,9% en organique) avec une dynamique particulièrement forte sur les UK (+18,9% à pc) liée à la demande en Oil & Gas. La diversification vers les secteurs public et financier constitue un levier fort de croissance. La Suisse (+6,6% sur le S1) a réussi à largement compenser la baisse de chiffre d'affaires liée aux affaires sportives par un gain de contrats vers l'administration et les organisations internationales (Nations Unies, Croix Rouge). Concernant le Belux (-0,4%), la baisse liée à Tipik est compensée par la très bonne dynamique des autres activités et devrait être soutenue par la diversification géographique des contrats.

**Performance du S1 sur les logiciels**

La vente de logiciels a pâti du confinement et de l'arrêt des livraisons de licences en ressortant à 10,7 M€ sur le S1 (-9,1% à pc). Néanmoins, le positionnement de leader sur le risk management auprès des secteurs de l'Aviation et de la Défense, la dynamique commerciale sur les Utilities ainsi que l'ambition d'accélérer sur le secteur de la Santé et à l'international rendent le management confiant sur le S2.

**Génération de cash-flow**

Compte tenu de la très bonne maîtrise du BFR sur le semestre la trésorerie nette ressort à 42,8 M€ (vs 40,2 M€ en mars 2020). Hors opération immobilière (acquisitions à Lyon pour 7,9 M€), la trésorerie aurait affiché une hausse de 10,5 M€.

**Croissance externe**

Le management redit son intérêt pour une acquisition stratégique dans le domaine de la GRC ou opportuniste dans tout autre verticale. En termes de calendrier, il ne devrait pas y avoir de communication sur le sujet d'ici la fin de l'année.

Concernant la cession des activités françaises, nous intégrerons l'opération qualifiée de relative et de significativement profitable lors de la finalisation de la cession.

**Recommandation**

Suite à la publication et à la mise à jour de notre modèle (DCF+ comparables), notre objectif de cours à 37,50 € (vs 37,00 €) et notre recommandation passe à Accumuler (vs Neutre).

Prochain évènement : chiffre d'affaires T3 2020, le 22 octobre 2020

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Chiffre d'affaires	173,5	171,4	213,2	229,3	251,2	274,5
Excédent brut d'exploitation	28,1	21,2	29,3	29,7	33,9	37,7
Résultat opérationnel courant	22,5	15,5	20,5	20,2	23,4	26,3
Résultat opérationnel	17,3	88,0	19,0	20,2	23,4	26,3
Résultat financier	-0,9	-1,0	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Impôts	5,0	1,9	4,9	4,9	5,7	6,4
Mise en équivalence	-0,2	-1,3	0,0	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	10,9	88,0	12,9	14,3	16,7	18,7
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Actifs non courants	120,4	82,4	110,6	119,7	122,7	125,9
BFR	3,8	-2,4	-8,1	-6,1	-6,7	-7,4
Disponibilités + VMP	38,5	112,9	71,7	74,9	77,7	82,5
Capitaux propres	143,3	149,9	150,0	164,3	169,5	176,8
Emprunts et dettes financières	17,9	26,4	13,9	13,9	13,9	13,9
Total Bilan	224,2	268,1	257,1	277,4	290,8	307,0
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Marge Brute d'autofinancement	15,7	19,6	25,5	23,5	26,8	29,8
Variation de BFR	-0,7	6,1	3,7	2,0	-0,6	-0,7
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	16,4	13,5	21,8	21,5	27,4	30,5
Investissements opérationnels nets	-10,4	-7,2	-7,8	-11,5	-12,6	-13,7
Investissements financiers nets	0,0	-0,1	-0,6	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-20,8	120,7	-11,5	-16,5	-17,6	-18,7
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	6,5	2,6	-25,8	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-11,5	-45,9	-11,9	0,0	-11,5	-11,5
Flux nets de trésorerie liés au financement	-2,0	-60,1	-52,2	0,0	-11,5	-11,5
Variation de l'endettement financier net	-7,9	74,5	-42,0	5,1	-1,7	0,4
<b>Ratios (%)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Variation chiffre d'affaires	8,3%	-1,2%	24,4%	7,5%	9,6%	9,3%
Marge EBE	16,2%	12,4%	13,7%	13,0%	13,5%	13,7%
Marge opérationnelle courante	12,9%	9,1%	9,6%	8,8%	9,3%	9,6%
Marge opérationnelle	10,0%	51,3%	8,9%	8,8%	9,3%	9,6%
Marge nette	6,3%	51,3%	6,0%	6,2%	6,6%	6,8%
Investissements opérationnels nets/CA	-6,0%	-4,2%	-3,7%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
BFR/CA	2,2%	-1,4%	-3,8%	-2,7%	-2,7%	-2,7%
ROCE	0,0%	0,0%	12,4%	11,9%	13,5%	14,8%
ROCE hors GW	0,0%	0,0%	44,9%	40,9%	44,3%	46,4%
ROE	7,6%	58,7%	8,6%	8,7%	9,8%	10,6%
Payout	1123,3%	1123,3%	0,0%	1145,4%	1145,4%	1145,4%
Dividend yield	4,3%	3,9%	0,0%	3,4%	3,4%	3,4%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Gearing (%)	-14%	-58%	-39%	-37%	-38%	-39%
Dettes nette/EBE	-0,7	-4,1	-2,0	-2,1	-1,9	-1,8
EBE/charges financières	31,9	21,0	52,2	53,0	60,4	67,3
<b>Valorisation</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Nombre d'actions (en millions)	9,4	9,4	9,5	9,5	9,5	9,5
Nombre d'actions moyen (en millions)	9,4	9,4	9,5	9,5	9,5	9,5
Cours (moyenne annuelle en euros)	28,0	31,2	31,5	35,5	35,5	35,5
(1) Capitalisation boursière moyenne	262,1	291,7	297,4	338,8	338,8	338,8
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-20,6	-86,5	-57,8	-61,0	-63,8	-68,6
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	3,4	1,5	1,1	1,1	1,1	1,1
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	238,1	203,7	281,4	236,8	238,8	237,8
PER	24,0	3,3	23,1	23,7	20,3	18,1
VE / EBE	8,5	9,6	9,6	8,7	9,5	8,4
VE / ROC	10,6	13,1	13,7	12,8	13,8	12,1
VE / CA	1,4	1,2	1,3	1,1	1,2	1,1
P/B	1,8	1,9	2,0	2,1	2,0	1,9
<b>Données par action (€)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Bnpa	1,17	9,40	1,35	1,50	1,74	1,96
Book value/action	15,3	16,0	15,7	17,2	17,8	18,5
Dividende /action	1,20	1,20	0,00	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** : Du 29/07/2019 au 03/09/2020  
**Accumuler** : Depuis le 09/09/2020  
**Neutre** : Du 04/09/2020 au 08/09/2020  
**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 a été préparée par EuroLand Corporate et est diffusée à titre purement informatif.*

*Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement. Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne. Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.*

*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, 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, 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. EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.*

*La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, 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, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.*

*Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique. Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus."*

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