

Achat (vs Accumuler)	<i>Potentiel</i>	15%
Objectif		37,50 €
Cours au 30/09/2020(c)		32,30 €
Euro next Paris comp C		
Reuters / Bloomberg	SWOR.PA / SWP.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Absolute perf.	-6,9%	-6,9%	11,4%	4,4%
Cac Small perf.	-13,8%	-0,9%	3,3%	-6,5%

Informations boursières

Capitalisation (M€)	308,3
Nb de titres (en millions)	9,54
Volume moyen 12 mois (titres)	11091
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	210,2	192,0	211,2
var %		24,4%	-1,4%	-8,6%	10,0%
EBE		29,3	27,3	25,2	28,4
%CA		13,7%	13,0%	13,1%	13,5%
ROC		20,5	18,6	17,3	19,7
%CA		9,6%	8,8%	9,0%	9,3%
RNP G		12,9	42,2	12,2	13,9
%CA		6,0%	20,1%	6,3%	6,6%
Bnpa (€)		1,35	4,42	1,27	1,46
Bnpa dilué (€)		1,33	4,37	1,26	1,44
ROCE avec GW (%)		12%	52%	15%	16%
ROE (%)		9%	25%	7%	8%
Dette nette		-57,8	-105,6	-103,7	-104,7
Gearing (%)		-39%	-62%	-60%	0%
Dividende n (€)		0,00	2,40	1,20	1,20
Yield (%)		7,4%			

Ratios

	2019	2020e	2021e	2022e
VE/CA (x)	1,1	1,0	1,1	1,0
VE/EBE (x)	8,1	7,4	8,1	7,1
VE/ROC (x)	11,7	10,9	11,8	10,3
PE (x)	23,1	7,3	25,4	22,1

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

Sword Group

Services informatiques

Finalisation de la cession des filiales françaises à Argos Wityu

Sword annonce la signature du contrat de cession de l'ensemble de ses filiales françaises à Argos. Le périmètre représente un chiffre d'affaires de 60 M€, une rentabilité des activités cédées dans les normes du groupe et est déconsolidé à partir de du 01 octobre 2020. Compte tenu de cette cession, Sword entend réaliser un chiffre d'affaires largement supérieur à 200 M€ sur l'exercice en cours. Sur la base d'un produit de cession estimé à 75 M€, Sword finalise une opération largement génératrice de cash et qui devrait générer des earn out jusqu'en 2022.

Détournement de la partie cédée

Le périmètre cédé englobe les activités Services sur le territoire français, les activités internationales de Software auprès des Office nationaux de Marques et Brevets et les activités de Software à destination du marché français dans le domaine de la Santé, du Renseignement et le la Relation Client.

Comme indiqué dans notre [flash du 30 juillet 2020](#), Sword a d'ores et déjà créé Sword Software France afin d'exploiter de nouveaux logiciels sur la zone (hors périmètre clauses de non concurrence).

Ambition moyen terme

Cette cession donne les moyens à Sword de réaliser des opérations de M&A de façon significative sur la partie logicielle et notamment sur la partie gestion des risques et de la compliance (GRC). Par la même de renforcer le niveau de ses marges également.

Changement dans nos estimations

Suite à ce communiqué, nous ajustons nos attentes avec un CA 2020 à 210,2 M€ (dont 38,7 M€ en France) et un EBE de 27,3 M€ (marge EBE de 13,0%). Pour 2021, nous attendons un CA de 192,0 M€ et un EBE de 25,2 M€ (marge d'EBE de 13,1%).

Recommandation

Suite à la publication et à la mise à jour de notre modèle, notre objectif de cours ressort inchangé à 37,50 € et notre recommandation passe à Achat (vs Accumuler).

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

Compte de résultat (M€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Chiffre d'affaires	173,5	171,4	213,2	210,2	192,0	211,2
Excédent brut d'exploitation	28,1	21,2	29,3	27,3	25,2	28,4
Résultat opérationnel courant	22,5	15,5	20,5	18,6	17,3	19,7
Résultat opérationnel	17,3	88,0	19,0	58,6	17,3	19,7
Résultat financier	-0,9	-1,0	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Impôts	5,0	1,9	4,9	14,5	4,2	4,8
Mise en équivalence	-0,2	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,3	0,3	0,3	1,3	0,4	0,4
Résultat net part du groupe	10,9	88,0	12,9	42,2	12,2	13,9
Bilan (M€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Actifs non courants	120,4	82,4	110,6	83,1	85,4	87,8
BFR	3,8	-2,4	-8,1	-7,8	-7,1	-7,7
Disponibilités + VMP	38,5	112,9	71,7	119,5	117,6	118,6
Capitaux propres	143,3	149,9	150,0	170,6	171,7	174,6
Emprunts et dettes financières	17,9	26,4	13,9	13,9	13,9	13,9
Total Bilan	224,2	268,1	257,1	276,4	270,6	280,6
Tableau de flux (M€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Marge Brute d'autofinancement	15,7	19,6	25,5	51,5	19,9	22,4
Variation de BFR	-0,7	6,1	3,7	0,3	0,7	-0,6
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	16,4	13,5	21,8	51,3	19,1	23,0
Investissements opérationnels nets	-10,4	-7,2	-7,8	-10,5	-9,6	-10,6
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	19,5	-9,6	-10,6
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	-22,9	-11,5	-11,5
Flux nets de trésorerie liés au financement	-2,0	-60,1	-52,2	-22,9	-11,5	-11,5
Variation de l'endettement financier net	-7,9	74,5	-42,0	47,9	-1,9	1,0
Ratios (%)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Variation chiffre d'affaires	8,3%	-1,2%	24,4%	-1,4%	-8,6%	10,0%
Marge EBE	16,2%	12,4%	13,7%	13,0%	13,1%	13,5%
Marge opérationnelle courante	12,9%	9,1%	9,6%	8,8%	9,0%	9,3%
Marge opérationnelle	10,0%	51,3%	8,9%	27,9%	9,0%	9,3%
Marge nette	6,3%	51,3%	6,0%	20,1%	6,3%	6,6%
Investissements opérationnels nets/CA	-6,0%	-4,2%	-3,7%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
BFR/CA	2,2%	-1,4%	-3,8%	-3,7%	-3,7%	-3,6%
ROCE	9,3%	73,4%	12,4%	51,9%	14,7%	16,4%
ROCE hors GW	30,4%	425,6%	44,9%	125,9%	33,8%	36,5%
ROE	7,6%	58,7%	8,6%	24,7%	7,1%	8,0%
Payout	100,0%	12,7%	0,0%	52,7%	91,5%	79,9%
Dividend yield	4,3%	3,9%	0,0%	7,4%	3,7%	3,7%
Ratios d'endettement	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Gearing (%)	-14%	-58%	-39%	-62%	-60%	-60%
Dettes nette/EBE	-0,7	-4,1	-2,0	-3,9	-4,1	-3,7
EBE/charges financières	31,9	21,0	52,2	48,6	45,0	50,7
Valorisation	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
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	32,3	32,3	32,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	262,1	291,7	297,4	308,3	308,3	308,3
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	-20,6	-86,5	-57,8	-105,6	-103,7	-104,7
(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	238,5	201,5	203,4	202,5
PER	24,0	3,3	23,1	7,3	25,4	22,1
VE / EBE	8,5	9,6	8,1	7,4	8,1	7,1
VE / ROC	10,6	13,1	11,7	10,9	11,8	10,3
VE / CA	1,4	1,2	1,1	1,0	1,1	1,0
P/B	1,8	1,9	2,0	1,8	1,8	1,8
Données par action (€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Bnpa	1,17	9,40	1,35	4,42	1,27	1,46
Book value/action	15,3	16,0	15,7	17,9	18,0	18,3
Dividende /action	1,20	1,20	0,00	2,40	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