

| | | |
|------------------------|------------------|----------------|
| Achat | <i>Potentiel</i> | 16% |
| Objectif | | 37,50 € |
| Cours au 22/10/2020(c) | | 32,35 € |
| Euronext Paris comp C | | |
| Reuters / Bloomberg | SWOR.PA / SWP:FP | |

| Performances (%) | Ytd | 1m | 3m | 12m |
|------------------|--------|-------|-------|-------|
| Absolute perf. | -1,6% | 10,0% | 16,1% | 7,5% |
| Cac Small perf. | -13,0% | 3,0% | 1,2% | -5,0% |

Informations boursières

| | |
|-------------------------------|-----------------|
| Capitalisation (M€) | 308,8 |
| Nb de titres (en millions) | 9,54 |
| Volume moyen 12 mois (titres) | 10 856 |
| 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 | 211,2 | 190,5 | 209,6 |
| var % | 24,4% | -0,9% | -9,8% | 10,0% |
| EBE | 29,3 | 27,4 | 25,0 | 28,2 |
| %CA | 13,7% | 13,0% | 13,1% | 13,5% |
| ROC | 20,5 | 18,7 | 17,1 | 19,5 |
| %CA | 9,6% | 8,8% | 9,0% | 9,3% |
| RNPG | 12,9 | 42,3 | 12,1 | 13,8 |
| %CA | 6,0% | 20,0% | 6,3% | 6,6% |
| Bnpa (€) | 1,35 | 4,43 | 1,26 | 1,45 |
| Bnpa dilué (€) | 1,33 | 4,38 | 1,25 | 1,43 |
| ROCE avec GW (%) | 12% | 52% | 15% | 16% |
| ROE (%) | 9% | 25% | 7% | 8% |
| Dette nette | -57,8 | -105,7 | -103,6 | -104,5 |
| 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 | 7,2 |
| VE/ROC (x) | 11,7 | 10,8 | 11,9 | 10,4 |
| PE (x) | 23,1 | 7,3 | 25,6 | 22,3 |

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

Sword Group

Services informatiques

Belle dynamique sur le T3 + contact société**Publication du chiffre d'affaires T3 2020**

Sword publie un CA T3 de 55,1 M€ (+8,1% à tcc), au-dessus de nos attentes (53,8 M€). La marge d'EBITDA ressort stable à 13,1%. Au global, sur les 9 premiers mois de l'année, le CA s'élève à 167,2 M€ (+6,7%, +8,8% hors France) et la marge à 13,1% (vs 13,3% sur 9m 2019). Le management communique désormais sur une guidance de chiffre d'affaires organique de +8% hors France (vs 5% pour l'ensemble du groupe en organique préalablement) et maintient son objectif de marge d'EBITDA de 13% (équivalent aux prévisions du management avant la Covid-19).

Sword affiche des performances solides sur sa partie Services

Les Services (90% du CA 9 mois) enregistrent une progression de +6,7% (+11,3% hors France) à 150,8 M€ depuis le début de l'année (pour une marge d'EBITDA à 12,1%). L'activité est toujours tirée par le UK (+16,6% vs +18,9% au S1) à 47,7 M€. Le Belux rebondit et ressort en hausse de 6,6% sur 9m à 35,6 M€ (vs -0,4% sur le S1 2020) grâce à des contrats signés par l'Union Européenne avec Tipik pour un montant global de 20 M€, à la reprise des recrutements et à la comptabilisation de bonus liés à certains contrats. La croissance de la Suisse accélère également avec un CA 9m en hausse de 8,9% (vs +6,6% au S1 2020) à 35,6 M€.

Une forte croissance attendue sur les licences en 2021

Dans les Logiciels (10% du CA 9 mois), le Groupe affiche à nouveau une décroissance liée au mode de commercialisation de ses outils (licences vs SaaS) à -7,8% (-11,0% hors France). Néanmoins l'appétence reste là malgré des cycles de décisions plus longs et le management est confiant sur une reprise de la croissance sur le prochain exercice.

Une trésorerie renforcée

La trésorerie nette du Groupe est très confortable à fin septembre avec une position à 87,5 M€ (paiement d'Argos pour 25,0 M€, vente de l'immobilier français pour 7,7 M€ et rachat des minoritaires de la partie française pour 11,0 M€).

Une alternative à une acquisition structurante dans le GRC: la R&D

Après avoir envisagé de procéder à une acquisition structurante sur le GRC, le Groupe envisage de renforcer sa structure de R&D au cas où cette acquisition n'aurait pas lieu. Effectivement, les conditions de marché sur ce secteur sont, pour le moment peu propices à la réalisation d'investissements rémunérateurs. Compte tenu des moindres montants alloués à la R&D vs la croissance externe, nous comprenons qu'un retour à l'actionnaire pourrait être envisagé.

Une visibilité toujours forte

Sword dispose d'un backlog de 170 M€ et précise sa guidance de chiffre d'affaires en annonçant attendre une croissance de 8% -hors France- en organique (vs 5% pour le groupe en organique au préalable). Pour 2021, le Groupe est confiant pour afficher une croissance organique d'au moins deux chiffres. Suite à cette publication, nous ajustons nos atterrissages à la marge avec un CA 2020 attendu à 211,2 M€ (vs 210,2 M€ précédemment et un EBE à 27,4 M€ (vs 27,3 M€ précédemment)).

Recommandation

Après la mise à jour de nos estimations et de notre modèle, notre objectif de cours est maintenu à 37,50 € et notre recommandation reste à l'Achat. Au cours actuel, compte tenu de la visibilité sur l'activité, le titre affiche une valorisation attractive.

Prochain évènement : chiffre d'affaires T4 2020, le 25 janvier 2021

| Compte de résultat (M€) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
|--|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Chiffre d'affaires | 173,5 | 171,4 | 213,2 | 211,2 | 190,5 | 209,6 |
| Excédent brut d'exploitation | 28,1 | 21,2 | 29,3 | 27,4 | 25,0 | 28,2 |
| Résultat opérationnel courant | 22,5 | 15,5 | 20,5 | 18,7 | 17,1 | 19,5 |
| Résultat opérationnel | 17,3 | 88,0 | 19,0 | 58,7 | 17,1 | 19,5 |
| Résultat financier | -0,9 | -1,0 | -0,6 | -0,6 | -0,6 | -0,6 |
| Impôts | 5,0 | 1,9 | 4,9 | 14,5 | 4,1 | 4,7 |
| 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 | 42,3 | 12,1 | 13,8 |
| Bilan (M€) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
| Actifs non courants | 120,4 | 82,4 | 110,6 | 83,1 | 85,3 | 87,8 |
| BFR | 3,8 | -2,4 | -8,1 | -7,9 | -7,0 | -7,6 |
| Disponibilités + VMP | 38,5 | 112,9 | 71,7 | 119,6 | 117,5 | 118,4 |
| Capitaux propres | 143,3 | 149,9 | 150,0 | 170,7 | 171,7 | 174,4 |
| Emprunts et dettes financières | 17,9 | 26,4 | 13,9 | 13,9 | 13,9 | 13,9 |
| Total Bilan | 224,2 | 268,1 | 257,1 | 276,9 | 270,0 | 279,8 |
| Tableau de flux (M€) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
| Marge Brute d'autofinancement | 15,7 | 19,6 | 25,5 | 51,7 | 19,7 | 22,3 |
| Variation de BFR | -0,7 | 6,1 | 3,7 | 0,2 | 0,8 | -0,6 |
| Flux nets de trésorerie généré par l'activité | 16,4 | 13,5 | 21,8 | 51,4 | 18,9 | 22,8 |
| Investissements opérationnels nets | -10,4 | -7,2 | -7,8 | -10,6 | -9,5 | -10,5 |
| 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 | 19,4 | -9,5 | -10,5 |
| 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 | 48,0 | -2,1 | 0,9 |
| Ratios (%) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
| Variation chiffre d'affaires | 8,3% | -1,2% | 24,4% | -0,9% | -9,8% | 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% | 27,8% | 9,0% | 9,3% |
| Marge nette | 6,3% | 51,3% | 6,0% | 20,0% | 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% | 52,0% | 14,6% | 16,2% |
| ROCE hors GW | 30,4% | 425,6% | 44,9% | 126,2% | 33,5% | 36,2% |
| ROE | 7,6% | 58,7% | 8,6% | 24,8% | 7,0% | 7,9% |
| Payout | 100,0% | 12,7% | 0,0% | 52,6% | 92,2% | 80,4% |
| 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 | 48,9 | 44,6 | 50,3 |
| 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 | 32,4 | 32,4 | 32,4 |
| (1) Capitalisation boursière moyenne | 262,1 | 291,7 | 297,4 | 308,8 | 308,8 | 308,8 |
| (2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-) | -20,6 | -86,5 | -57,8 | -105,7 | -103,6 | -104,5 |
| (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 | 201,9 | 204,0 | 203,1 |
| PER | 24,0 | 3,3 | 23,1 | 7,3 | 25,6 | 22,3 |
| VE / EBE | 8,5 | 9,6 | 8,1 | 7,4 | 8,1 | 7,2 |
| VE / ROC | 10,6 | 13,1 | 11,7 | 10,8 | 11,9 | 10,4 |
| 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 | 4,43 | 1,26 | 1,45 |
| 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 02/10/2019 au 04/09/2020 et depuis le 01/10/2020

Accumuler : Du 09/09/2020 au 01/10/2020

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