

<b>Achat</b>	<i>Potentiel</i>	15%
<b>Objectif</b>	<b>38,50 €</b> (vs 37,50 €)	
Cours au 25/01/2021(c)		33,40 €
Euro next Paris comp C		
Reuters / Bloomberg	SWOR.PA / SWP.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Absolute perf.	6,5%	8,8%	4,4%	-5,6%
Cac Small perf.	2,0%	3,2%	25,1%	9,6%

**Informations boursières**

Capitalisation (M€)	318,8
Nb de titres (en millions)	9,54
Volume moyen 12 mois (titres)	10 236
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	212,5	191,3	215,1
var %		24,4%	-0,3%	-10,0%	12,4%
EBE		29,3	29,5	26,6	29,9
%CA		13,7%	13,9%	13,9%	13,9%
ROC		20,5	20,7	18,6	20,9
%CA		9,6%	9,7%	9,7%	9,7%
RNP G		12,9	43,8	13,1	14,8
%CA		6,0%	20,6%	6,9%	6,9%
Bnpa (€)		1,35	4,59	1,38	1,55
Bnpa dilué (€)		1,33	4,53	1,36	1,54
ROCE avec GW (%)		12%	48%	14%	15%
ROE (%)		9%	25%	8%	8%
Dettes nettes		-70,8	-115,3	-109,8	-111,5
Gearing (%)		-47%	-67%	-63%	0%
Dividende n (€)		0,00	2,40	1,20	1,20
Yield (%)		7,2%			

**Ratios**

	2019	2020e	2021e	2022e
VE/CA (x)	1,1	0,9	1,0	0,9
VE/EBE (x)	7,7	6,5	7,4	6,5
VE/ROC (x)	11,0	9,3	10,4	9,1
PE (x)	23,1	7,3	24,2	21,5

**Analyste :**

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

**Sword Group**

Services informatiques

**Bonne résistance en 2020 et BP ambitieux sur chaque segment****Publication du chiffre d'affaires et de l'EBE 2020**

Sword a publié des résultats préliminaires un peu supérieurs à nos attentes avec un CA de 212,5 M€ (vs 211,2 M€ attendus) et une marge d'EBE de 13,9% (vs 13,0% estimée). Hors périmètre de la France cédée au T3 2020 (CA de 43,3 M€ et marge d'EBE de 13,4%), le CA ressort à 169,2 M€ (+9,2% à pcc) et la marge d'EBE à 13,9%. La société a communiqué sur un plan à horizon 2024, hors croissance externe, exteriorisant un TCAM du CA de 13% entre 2021 et 2024 avec une marge d'EBE de 13,0%. Sword devrait notamment capitaliser sur sa très bonne visibilité avec un backlog de 26,4 mois (hors France) à 170 M€. Il indique par ailleurs le versement d'un dividende exceptionnel en 2021 en plus des 1,20 € annoncés.

**Sword a tiré son épigle du jeu en 2020 grâce aux Services**

Dans ce contexte 2020 particulier Sword est parvenu à rattraper le retard pris lors de la forte secousse du T2 sur le S2. Hors France, la croissance s'est ainsi inscrite à +13,0% au T4 (vs +12,8% au T3 et +6,4% au S1). Les Services (hors France) sont ressortis en hausse de 12,3% à 152,8 M€ sur 2020 et ont permis de largement compenser les décalages des commandes de licences Software dont le CA est ressorti en baisse de 6,3% en organique à 16,4 M€ (hors France). A noter que la marge d'EBE du Software a été maintenue à un niveau élevé de 25,3% (+0,9 pt) et que Sword est également parvenu à augmenter sa marge d'EBE sur les Services à 12,8% (+1,3 pt).

**Une dynamique 2020 différenciée selon les zones**

- Sur l'exercice, le principal contributeur à la croissance du CA et de l'EBE est le UK avec une hausse de 13,2% de son CA qui est ressorti à 61,0 M€ et une marge d'EBE de 15,6% (+3,4 pts). Malgré un contexte chahuté, Sword est resté un partenaire de choix auprès de ses clients compte tenu de son positionnement à forte valeur ajoutée et de son statut de leader sur l'Oil & Gas en Ecosse (66% de son CA UK 2020).
- Le second contributeur au CA et à l'EBE est le Belux avec un CA de 50,6 M€ (+11,7%) et une marge d'EBE de 9,7% (+0,3pt). Sword a bénéficié des connaissances acquises auprès de l'UE et les a déclinées dans de grands domaines fonctionnels tels que les Douanes, la Recherche, le Parlement. A noter que 12,8% du CA de ce segment est généré par la Grèce qui connaît une croissance organique à deux chiffres depuis trois ans.
- La Suisse, avec un CA en hausse de 6,4% à 29,8 M€ et une marge d'EBE de 9,7% (-0,3 pt) a ponctuellement pâti du ralentissement de l'activité (EBE en baisse de 0,4 M€). Le luxe, les organisations internationales et l'administration (67% du CA Suisse) ont néanmoins porté la hausse.
- Le Middle East & India a généré 0,6 M€ d'EBE supplémentaire à 2,1 M€ malgré une hausse de seulement 6,5% de son CA à 11,4 M€. Sa marge d'EBE a effectivement bondi de 3,7 pt à 18,0% compte tenu d'un effet de levier sur la zone.

**Le BP 2021-2024 et les ambitions 2025**

Sword a communiqué sur un plan détaillé de sa croissance et de sa marge d'EBE à horizon 2024 ainsi que sur des ambitions 2025.

Il entend ainsi délivrer une hausse de 13% en organique entre 2021 et 2024 (+12,1% depuis 2020) et une marge d'EBE de 13%, hors croissance externe. Sur 2025, l'objectif serait d'accélérer en organique avec un CA 2025 de 332,0 M€.

**Sur sa partie Services, le CA devrait passer de 152,8 M€ en 2020 à 241,3 M€ en 2024**

- Sur les UK, Sword entend capitaliser sur la diversification de son offre vers le secteur public, la finance et les énergies renouvelables. En 2024, l'ambition est

d'afficher un CA de 93,2 M€.

- Sword entend fidéliser ses comptes clients sur le Belux, développer de nouveaux comptes sur la communication/événementiel digital et se concentrer sur la rentabilité. En 2024, son ambition est d'atteindre un CA de 81,8 M€.
- La Suisse devrait capitaliser sur le savoir-faire de Sword sur les administrations et les services financiers ainsi que le sport. Il entend être le numéro un sur les cantons locaux. Le CA 2024 visé est de 49,7 M€
- Sur le Middle East & India, le Groupe entend prendre des parts de marché sur l'Amérique du nord, augmenter les revenus récurrents et ajouter des briques de compétence. Le CA 2024 visé est de 16,6 M€.

**Sur son segment Software, le CA est attendu à 26,1 M€ en 2024 (vs 16,4 M€ en 2020)**

La croissance de ce segment s'entend hors effort de R&D d'un montant de 10 M€. Sword devrait capitaliser sur sa place de leader sur le secteur de la Défense pour la gestion des risques et aller chercher des parts de marché sur le secteur des transports, de l'énergie, de la construction et des services financiers.

Au-delà de cela, constatant une inflation des multiples sur le GRC (inhibant les velleités de croissance externe), Sword a l'ambition de renforcer la R&D sur ce pôle afin de proposer des logiciels complémentaires à ceux existants (audit, compliance, health & safety management...) et d'augmenter les capacités des produits existants. Les impacts sur l'activité de cet effort de R&D supplémentaire de 10 M€ ne sont pas intégrés dans le BP de la société.

**Révision à la hausse de nos estimations**

A la suite de la présentation du BP de Sword, nous ajustons à la hausse nos attentes avec un CA 2021 de 191,3 M€ (vs 190,5 M€) mais surtout 2022 à 215,1 M€ (vs 209,6 M€ préalablement).

**Recommandation**

**Après la mise à jour de nos estimations et de notre modèle, notre objectif de cours ressort à 38,50 € (vs 37,50 €) et notre recommandation reste à l'Achat. Le M&A et les répercussions de la R&D sur la branche Software (non comptabilisés dans le BP 2024) peuvent être des catalyseurs pour le Groupe.**

*Prochain évènement : résultats annuels, le 11 mars 2021*

<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	212,5	191,3	215,1
Excédent brut d'exploitation	28,1	21,2	29,3	29,5	26,6	29,9
Résultat opérationnel courant	22,5	15,5	20,5	20,7	18,6	20,9
Résultat opérationnel	17,3	88,0	19,0	60,7	18,6	20,9
Résultat financier	-0,9	-1,0	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Impôts	5,0	1,9	4,9	15,0	4,5	5,1
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	43,8	13,1	14,8
<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	88,1	95,4	97,9
BFR	3,8	-2,4	-4,0	-3,9	-3,5	-3,9
Disponibilités + VMP	38,5	112,9	71,7	116,2	110,7	112,4
Capitaux propres	143,3	149,9	150,0	172,2	174,3	178,1
Emprunts et dettes financières	17,9	26,4	0,9	0,9	0,9	0,9
Total Bilan	224,2	268,1	257,1	278,9	273,4	285,8
<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	53,2	20,9	23,5
Variation de BFR	-0,7	6,1	3,7	0,2	0,4	-0,4
Flux nets de trésorerie générés par l'activité	16,4	13,5	21,8	53,1	20,5	23,9
Investissements opérationnels nets	-10,4	-7,2	-7,8	-15,6	-14,6	-10,8
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	14,4	-14,6	-10,8
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	44,5	-5,5	1,7
<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%	-0,3%	-10,0%	12,4%
Marge EBE	16,2%	12,4%	13,7%	13,9%	13,9%	13,9%
Marge opérationnelle courante	12,9%	9,1%	9,6%	9,7%	9,7%	9,7%
Marge opérationnelle	10,0%	51,3%	8,9%	28,6%	9,7%	9,7%
Marge nette	6,3%	51,3%	6,0%	20,6%	6,9%	6,9%
Investissements opérationnels nets/CA	-6,0%	-4,2%	-3,7%	-7,4%	-7,6%	-5,0%
BFR/CA	2,2%	-1,4%	-1,9%	-1,8%	-1,8%	-1,8%
ROCE	9,3%	73,4%	11,9%	48,0%	13,5%	14,9%
ROCE hors GW	30,4%	425,6%	39,2%	101,1%	26,1%	28,1%
ROE	7,6%	58,7%	8,6%	25,4%	7,5%	8,3%
Payout	100,0%	12,7%	0,0%	50,8%	84,6%	74,9%
Dividend yield	4,3%	3,9%	0,0%	7,2%	3,6%	3,6%
<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%	-47%	-67%	-63%	-63%
Dettes nettes/EBE	-0,7	-4,1	-2,4	-3,9	-4,1	-3,7
EBE/charges financières	31,9	21,0	52,2	52,6	47,3	53,2
<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	33,4	33,4	33,4
(1) Capitalisation boursière moyenne	262,1	291,7	297,4	318,8	318,8	318,8
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-20,6	-86,5	-70,8	-115,3	-109,8	-111,5
(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	225,5	192,3	197,7	195,7
PER	24,0	3,3	23,1	7,3	24,2	21,5
VE / EBE	8,5	9,6	7,7	6,5	7,4	6,5
VE / ROC	10,6	13,1	11,0	9,3	10,4	9,1
VE / CA	1,4	1,2	1,1	0,9	1,0	0,9
P/B	1,8	1,9	2,0	1,9	1,8	1,8
<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	4,59	1,38	1,55
Book value/action	15,3	16,0	15,7	18,0	18,3	18,7
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