



Services informatiques

Marché Libre

Consort NT

Un challenger à découvrir

EDITORIAL

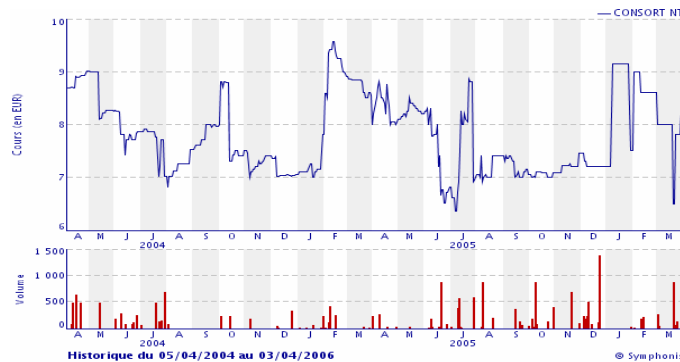
La société de services informatiques Consort NT vient de publier des résultats annuels faisant apparaître une croissance purement organique de 5,3 %. Le résultat d'exploitation ressort à 1,7 M€, soit une marge d'exploitation de 5,1 %. Le groupe dispose en outre d'une trésorerie nette à fin décembre 2005 de 5,4 M€. Le dynamisme du marché des services informatiques depuis le début de l'année et l'optimisme affiché par le Syntec sur l'exercice en cours (+ 7% attendu en 2006) devrait permettre à Consort NT de connaître une nouvelle phase de croissance en 2006. Nous visons pour notre part un CA 2006 de 37,1 M€, en croissance de 10,3 %. Ce niveau de CA est d'ores et déjà conforté par les contrats d'infogérance signés courant 2005.

Avec une trésorerie nette confortable, le groupe pourrait participer à la consolidation du secteur dès 2006. En effet, la taille de Consort NT paraît aujourd'hui insuffisante sur un marché qui se concentre et avec des clients grands comptes de plus en plus attentifs à ce critère.

Evolution du cours et des volumes sur 2 ans

Au 3 avril 2006

Capitalisation : 18,9 M€
 Nombre de titres : 2 201 225 titres
 Volume moyen / 6 mois : 74 titres
 Extrêmes / 12 mois : 6,35 € / 9,15 €
 Rotation du capital / 6 mois : 0,4 %
 Flottant : 4,5 %
 Code ISIN : FR 0000077828



A noter !

Valeur d'entreprise	13,7 M€
En 2005	
VE/CA	0,41
VE/REX	7,9
PER	15,8
En 2006	
VE/CA	0,37
VE/REX	6,3
PER	13,3

OVERVIEW

Actionnariat

Fondateurs	77,4 %
Axa Private Equity	13,4 %
Salariés	4,7 %
Public	4,5 %

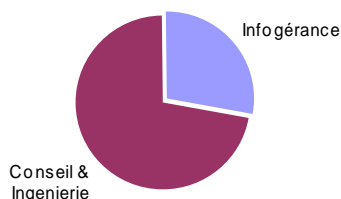
Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> • Un positionnement sur 3 segments en croissance : l'infogérance, la R&D externalisée et l'intégration de SI. • Plus de 5 M€ de cash net pour financer les prochaines acquisitions. 	<ul style="list-style-type: none"> • Un flottant trop étroit qui rend le titre peu liquide. • Le groupe n'a pas atteint la taille critique aujourd'hui, ce qui peut rendre problématique certains référencements.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> • Le dynamisme du marché des services informatiques et notamment de l'infogérance. 	<ul style="list-style-type: none"> • Des tensions sur le marché du travail qui peuvent freiner la croissance en cas de pénurie de ressources.

ACTIVITE

Consort NT a été créé il y a 21 ans par ses managers actuels. Cette société de services informatiques a la particularité d'être également positionnée sur la R&D externalisée qui représente autour de 20 % du CA. Les 2 activités principales sont les suivantes :

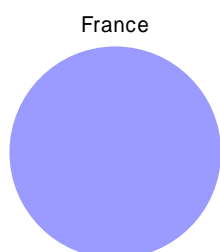
Répartition du chiffre d'affaires

CA par activités en 2005



- L'infogérance des infrastructures techniques des systèmes d'information : Il s'agit principalement de l'infogérance sélective. Le facteur-clé de succès dans cette activité consiste à industrialiser les process et à calibrer le plus précisément possible l'équipe à mettre en place pour chaque client afin de fournir le service attendu avec des moyens minimaux. C'est ainsi que les contrats d'infogérance atteignent leur pic de rentabilité en année 2, la 1ère année correspondant à la phase de mise en place et à l'équilibrage des équipes et l'année 3 (généralement contrats de 3 ans) à une montée en puissance des équipes visant à « assurer » le prolongement du contrat. Les prestations d'infogérance recouvrent la gestion des évolutions techniques et la pérennisation de l'infrastructure afin de consolider le socle technologique existant et le tenir prêt à l'intégration des évolutions suivantes. Le groupe dispose d'une plateforme à Saint Cloud lui permettant d'offrir des prestations d'infogérance mutualisée. Si ces prestations alourdissent les coûts de structure (locaux), elles permettent néanmoins d'affecter une même équipe sur plusieurs contrats en fonction des besoins du clients et donc une gestion des équipes plus optimale.

CA par zones en 2005



- Conseil & ingénierie : cette activité, qui représente 72 % du CA, est répartie quasiment à parts égales entre l'activité d'organisation et de systèmes d'information, les infrastructures techniques et l'informatique technique, scientifique et industrielle. Consort NT prend en charge les grands projets d'évolution et de refonte des systèmes d'information de ses clients. Ses prestations recouvrent 1/ le conseil (conception, réalisation et mise en place des SI et des applications métiers), 2/ l'ingénierie (assistance au pilotage de projet, conception d'architectures, gestion d'applications, TMA) et 3/ l'intégration des systèmes d'information (intégration de progiciels : décisionnel et messagerie bancaire sécurisée notamment). En ce qui concerne l'informatique technique, scientifique et industrielle, les domaines d'expertise maîtrisés par Consort NT recouvrent l'ingénierie assistée par ordinateur (automobile et aéronautique), la simulation numérique, l'électronique embarquée et les logiciels temps réels.

Le groupe est implanté en France uniquement. Le chiffre d'affaires est principalement réalisé auprès de sociétés issues des secteurs industriels (48 % du CA). La bancassurance et les services représentent respectivement 31 % et 21 % de l'activité en 2005. A fin décembre 2005, Consort NT compte 434 collaborateurs (506 y compris les freelances dont 440 facturables).

FAITS MARQUANTS

Courant 2005, la groupe a remporté un contrat d'infogérance avec un opérateur télécom majeur. Il représente un CA de plus de 3,8 M€ sur 2 ans. Le groupe a également été référencé chez France Télécom pour 3 ans. Le contrat EDF a par ailleurs été renouvelé pour une période de 5 ans (5 M€ de CA).

Calendrier

4 Avril 2006
Résultats annuels

PERSPECTIVES STRATEGIQUES

Consort NT se positionne sur un secteur fortement concurrentiel sur lequel les prix sont tendus. Avec un effectif relativement jeune (moyenne d'âge : 32 ans), le groupe est en mesure d'offrir des prix attractifs à ses clients (TJM de l'ordre de 400 €), ce qui lui permet de se différencier par le prix. Pour maintenir un niveau correct de rentabilité, le groupe doit toutefois disposer d'une structure légère et flexible. La 2eme caractéristique fondamentale réside dans la taille de la société. Ses concurrents sont les grandes SSII telles que Atos, Capgemini, Devoteam, Neurons et Osiatis. Dans certains cas, Consort NT intervient en tant que partenaire de plus grosses structures telles que HP (environ 8 % du CA du groupe) qui s'appuient sur des acteurs locaux comme Consort dans le cadre de contrats d'infogérance de grande envergure. Même si la taille n'est pas aujourd'hui un obstacle insurmontable, la poursuite de la consolidation du secteur pourrait à terme poser des problèmes de référencement à des structures de la taille de Consort NT. Le groupe dispose de moyens pour acquérir une société de 100 à 200 personnes (6 à 9 M€ de CA) compte tenu du niveau de cash disponible. Une opération de ce type permettrait à Consort NT de se rapprocher de la taille critique sans toutefois l'atteindre. Un rapprochement entre égaux, voire avec un acteur plus grand permettrait en revanche de pérenniser les référencements du groupe.

Pour l'heure, le groupe entend profiter du dynamisme de l'infogérance, du conseil et de l'ingénierie, tout en limitant le poids de l'infogérance dans le CA global. En effet, les contrats d'infogérance sont peu rentables au démarrage et atteignent leur optimum de rentabilité au cours de la 2eme année (meilleur staffing des équipes). Cette activité génère de la volatilité sur les marges, c'est pourquoi, elle n'a pas vocation à représenter beaucoup plus que 30 à 35 % du CA qui est le niveau actuel. Pour ce faire, le groupe compte développer fortement ses autres activités, à savoir, l'assistance technique et la R&D externalisée.

PERSPECTIVES FINANCIERES

Consort NT a connu sur 2005 une croissance proche de celle du secteur (+ 5,3 % vs autour de 6 % pour le secteur d'après le Syntec). Le conseil et l'ingénierie ont davantage profité des conditions favorables du marché avec une croissance de 6,4 % contre 2,5 % pour l'infogérance. Le 1S 2005 a connu une forte amélioration de la rentabilité d'exploitation (4,3 % vs 2,3 % au 1S 2004) après une année 2004 particulièrement difficile. Avec une marge d'exploitation de 5,9 % au 2S, la rentabilité d'exploitation sur l'année atteint 5,1 %. La situation est en revanche assez contrastée selon les activités. Le résultat d'exploitation s'est fortement amélioré sur l'activité Conseil & Ingénierie (x 2 sur l'année) mais a baissé significativement sur l'infogérance (-22,4 %) comparativement à 2004. La baisse au niveau de l'infogérance s'explique notamment par le financement du démarrage d'un contrat majeur qui a nécessité la mobilisation d'une équipe importante.

En 2006, Consort NT devrait continuer à profiter du dynamisme des services informatiques en France, qui sont attendus en croissance moyenne de 7 % par le Syntec. L'activité d'infogérance devrait en effet continuer à tirer la croissance du secteur. Nous tablons pour notre part sur une croissance de l'ordre de 10 % en ce qui concerne Consort NT, en raison des contrats signés sur le 2eme semestre 2005 et qui seront intégrés en année pleine en 2006. Nous visons un accroissement des effectifs productifs de 45 personnes en moyenne sur 2006. En effet, une partie des 160 embauches prévues viendra compenser la baisse de la sous-traitance et surtout le turn over (de l'ordre de 15 %). La forte progression de l'activité devrait se traduire par une amélioration de la marge d'exploitation sous l'effet 1/d'un meilleur étalement des frais fixes (rappelons que le groupe est propriétaire d'un site à Saint-Cloud) et 2/d'un recours moindre à la sous-traitance et aux freelances en 2006, à la faveur de nouvelles embauches. Nous visons ainsi 5,8 % de MEX en 2006. L'objectif du groupe à moyen terme est d'atteindre 8,0 %.

La situation financière fait apparaître une trésorerie nette de 5,4 M€ 2005. Rappelons qu'un retard au niveau des encaissements clients au 30 juin avait dégradé le niveau de cash disponible, ce qui explique la progression du cash net sur la fin de l'année (+1,1 M€ entre le 30 juin et le 31 décembre 2005). Les fonds propres sont de 9,5 M€. Le bilan n'est pas grevé par les survaleurs (0,6 M€ à fin 2005) et reflète le pragmatisme du management en matière d'acquisitions au cours des dernières années. Soulignons également que cette SSII n'a jamais présenté une marge nette inférieure à 2,5 % depuis son IPO, y compris pendant les années de crise pour le secteur. Le bas de bilan reste sain avec un BFR représentant seulement 4 % du CA.

ELEMENTS DE VALORISATION

Valorisation par l'actualisation des flux

Notre modèle DCF repose sur des hypothèses prudentes de croissance (comprises entre 5,0 et 11,0 % selon les années) et sur une amélioration progressive de la rentabilité opérationnelle de 5,8% en 2006 jusqu'à 8,4 % à horizon 2010. Notre flux normé repose sur une hypothèse de marge d'exploitation de 7,0 %. Les hypothèses de taux de croissance à l'infini et de taux d'actualisation sont indiquées ci-dessous.

Taux sans risque (OAT 10 ans)	3,82%								
Prime de risque (source : JCF Group-La Vie Financière)	4,50%								
Prime de risque ajustée	6,50%								
Bêta sans dette	1,22								
Bêta endetté	1,22								
Coût des capitaux propres	11,75%								
Coût de la dette après impôt	4,00%								
Coût moyen pondéré du capital	11,75%								
Taux de croissance à l'infini	2,00%								

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
C M P C	10,8%	10,3	10,7	11,0	11,4	11,9
	11,3%	9,9	10,2	10,5	10,9	11,3
	11,8%	9,6	9,8	10,1	10,4	10,8
	12,3%	9,2	9,5	9,7	10,0	10,3
	12,8%	8,9	9,1	9,3	9,6	9,9

Source : Euroland Finance

Notre valorisation par l'approche DCF s'établit à 10,1 € par action.

Valorisation par les comparables

Nous avons retenu 4 Small & Midcaps positionnées sur des métiers similaires à ceux de Consort NT et notamment l'infogérance.

	VE/CA 06	VE/CA 07	VE/CA 08	VE/REX 06	VE/REX 07	VE/REX 08	PER 06	PER 07	PER 08
Devoteam	0,93	0,85	0,76	11,9	10,1	8,3	19,0	16,1	13,7
ESR	0,65	0,50	0,46	10,8	7,3	5,8	14,3	10,4	8,0
Neurones	0,72	0,67	nc	9,1	8,4	nc	20,8	19,4	nc
Osiatis	0,75	0,70	0,67	19,3	11,6	10,3	21,4	12,4	14,3
Moyenne comparables	0,76	0,68	0,63	12,8	9,4	8,1	18,9	14,6	12,0
Valorisation induite pour Consort NT (en €)	15,3	15,2	14,9	14,9	13,8	13,8	12,2	11,8	11,2
Ratios de Consort NT	0,37	0,33	0,31	6,3	5,1	4,4	13,3	10,7	9,2

Source : JCF Group, Euroland Finance

Notre valorisation moyenne par les comparables ressort à 13,7 €.

CONCLUSION

Notre valorisation moyenne de Consort NT ressort à 11,9 €. Après prise en compte d'une décote de taille et d'illiquidité (15 %), notre fair value de Consort NT est de 10,1 €. Notons que le groupe a annoncé son intention de se transférer sur Alternext et d'élargir son flottant ce qui justifiera la suppression de la décote d'illiquidité. Le groupe devrait être porté par les tendances positives qui sous-tendent le marché des services informatiques en 2006. La taille peut clairement être un obstacle à court terme, c'est pourquoi, Consort NT pourrait prochainement participer à la consolidation du secteur, soit en utilisant ses ressources financières pour réaliser des acquisitions, soit en se rapprochant d'un acteur de taille similaire. Compte tenu du cours actuel, nous observons une décote de 14,9% par rapport à notre fair value. Nous conseillons donc le titre à l'achat.

COMPTES HISTORIQUES & PREVISIONNELS

En K€	2003	2004	2005	2006e	2007p
Chiffre d'affaires	30 532	31 980	33 675	37 093	41 134
Résultat d'exploitation	1 376	1 242	1 725	2 153	2 668
Résultat financier	75	29	40	72	100
Résultat exceptionnel	194	277	- 200	0	0
RNPG av. goodwill et exceptionnel	892	711	1 195	1 428	1 775
Résultat net part du groupe	1 011	893	899	1 332	1 679
Actif immobilisé	2 976	2 736	3 015	2 959	2 863
<i>dont goodwill</i>	815	710	614	518	422
Actif circulant	9 704	10 783	10 835	12 407	13 759
Trésorerie	5 301	5 663	6 530	7 057	8 187
Total bilan	17 981	19 182	20 380	22 423	24 809
Capitaux propres	8 597	9 006	9 355	10 687	12 367
Emprunts et dettes financières	970	762	1 164	975	786
Dettes d'exploitation	8 251	9 213	9 451	10 295	11 121
Capacité d'autofinancement	1 224	1 287	1 478	1 793	2 165
Variation du BFR	296	- 541	- 186	727	527
Investissements opérationnels	430	376	635	350	320
Free Cash Flows opérationnels	498	1 452	1 029	716	1 319
Marge d'exploitation	4,5%	3,9%	5,1%	5,8%	6,5%
Marge nette avant goodwill	3,6%	3,2%	3,1%	4,0%	4,5%
Rentabilité des fonds propres	11,8%	9,9%	9,6%	12,5%	13,6%
Taux de rotation des actifs	7,2 x	7,8 x	8,4 x	8,1 x	8,3 x
Gearing net	-50,4%	-54,4%	-57,4%	-56,9%	-59,8%
Effectif	427	422	454	529	549
Charges de personnel / CA	73,2%	67,8%	67,1%	69,5%	71,9%
BNPA av. goodwill et excep. (en €)	0,41	0,32	0,54	0,65	0,81
BNPA (en €)	0,46	0,41	0,41	0,61	0,76

+

Un CA en croissance de 5,3 %

Endettement lié à l'acquisition des locaux de Saint Cloud

+

Amélioration de la rentabilité, notamment au 2eme semestre

+

Une situation financière saine avec une trésorerie nette de 5,4 M€

+

Augmentation du poids des charges de personnel compensée par la baisse du recours à la sous-traitance

Source : Euroland Finance

INFORMATIONS PRATIQUES

Adresse

Consort NT
131, Avenue Charles de Gaulle
92 200 Neuilly Sur Seine

Tél : 01 40 88 05 05
Fax : 01 40 88 03 00
Site web : www.consortnt.fr

EuroLand Finance



CONTACT ANALYSE :

Sonia FASOLO : 01 44 70 20 87

CONTACTS INVESTISSEURS:

Éric LEWIN : 01 44 70 20 77
Olivier THIBERT : 01 44 70 20 75

CONTACT EMETTEURS:

Cyril TEMIN : 01 44 70 20 80
Julia TEMIN : 01 44 70 20 84

DETECTION POTENTIELLE DE CONFLITS D'INTERETS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrats de liquidité
Non	Non	Non	Oui	Oui

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 Finance s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Finance, 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 Finance 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 Finance à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Finance 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 Finance 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 Finance, 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 Finance. Ce document ne peut être distribué au Royaume-Uni qu'aux seules personnes autorisées ou exemptées au sens du UK Financial Services Act 186 ou aux personnes du type décrit à l'article 11(3) du Financial services Act. La transmission, l'envoi ou la distribution de ce document sont interdits aux Etats-Unis ou à un quelconque ressortissant des Etats-Unis d'Amérique (au sens de la règle « S » du U.S. Securities Act de 1993).