



NexResearch

Julien Méha
julien@nexfinance.fr
www.nexresearch.fr
24 mai 2006

GROUPE ARES
FR0000072167 - ARE
FAIR VALUE: 3,04 €

Données boursières		K €	2005	2006	2007	2008
Dern. Cours	2,88 €	Chiffre d'Affaires	483 068	465 566	423 665	413 073
Vol journalier moyen (3m):	34050,2	Résultat opérationnel	8 486	5 098	5 499	6 112
Cap. Boursière, M€	25,82	Marge opérationnelle	1,76%	1,09%	1,30%	1,48%
Nombre d'actions, M	8,96	RN part du Groupe	2 912	-802	899	1 612
Var. sur 1 an:	5,95/2,48	Marge nette	0,60%	-0,17%	0,21%	0,39%
VE, M€	58,05	BNA dilue, €	0,32	-0,09	0,10	0,18
Disponibilités, M€	3,26	VE/CA		0,12	0,14	0,14
Dettes financières, M€	35,50	P/E		n/a	28,72	16,01

NOTRE OPINION

EN UTILISANT LA MOYENNE PONDEREE DES METHODES DCF ET P/E, NOUS OBTENONS UNE FAIR VALUE DE 3,04€ SOIT 5,6 % AU DESSUS DU DERNIER COURS.

RESUME-CONCLUSION

Le lourd chantier de la restructuration...

Le groupe Ares est une société de services informatiques axée sur deux pôles d'activités : la prestation conseil, et la conception/développement d'applications

Nous sommes réservés sur ARES, en raison du manque de visibilité et de perspectives à court terme peu encourageantes.

Sur un marché en profonde mutation, la situation du groupe s'est fortement dégradée au cours de l'exercice 2005/2006. Nous misons sur une perte de plus de 0,8M€ contre un bénéfice proche de 3M€ pour l'exercice précédent. Les prévisions du CA 2007 sont revues à la baisse avec pour nouvel objectif 425 M€ contre 450 M€ initialement prévus.

La direction s'est donnée 15 mois pour restructurer en profondeur ses activités. Elle va se traduire par le désengagement de plusieurs activités qui génèrent de faibles marges (ventes de matériel informatique etc.), par la maîtrise de ses coûts de fonctionnement et par un repositionnement de ses activités sur des marchés à forte valeur ajoutée (services). L'accélération du développement de leurs filières métiers est essentielle.

L'avenir proche reste donc relativement sombre et la tâche du nouveau directeur commercial nous apparaît ardue. Le re-engineering complet des activités du groupe va permettre de faire face au bouleversement des modèles et de renouer avec la rentabilité, prévue pour l'exercice 2007/2008.

POINTS FORTS

- **Les activités de Logiciels et Services tirent l'activité**

Au cours de l'exercice 2005/2006, les activités Logiciels et Services ont représenté 30,5% du CA du groupe contre 24,8% en 2004. Cette augmentation reflète l'importance pour le groupe de la poursuite du développement commercial de ce pôle d'activité, alors que les ventes de produits sont soumises à de fortes baisses des prix et des marges. Le recentrage sur le secteur des services va s'intensifier. Le groupe souhaite se désengager d'un certain nombre d'activités n'offrant pas de niveaux de marges satisfaisants comme la vente de PC ou de petits serveurs, pour favoriser, notamment, le marché des gros serveurs, marché à forte valeur ajoutée.

- **Des partenariats solides**

ARES signe un partenariat avec XcelleNet et renforce son offre autour des réseaux sans fil. Ce partenariat porte sur la distribution des solutions XcelleNet et une collaboration étroite entre les deux acteurs dans le cadre de grands projets de gestion et d'administration d'infrastructures mobiles. L'entrée d'Ares dans le capital de la société belge ACSL, qui est présente sur les marchés Européens, US, et Asiatique, va favoriser le développement international du groupe.

ARES en partenariat avec ERCOM, a lancé son offre de messagerie sécurisée innovante "ARES Mobile Service" (AMS). Cette offre est destinée aux collaborateurs nomades qui souhaitent une solution fiable, sécurisée et évolutive. Ces solutions de mobilité, qui ont déjà fait leurs preuves dans le secteur de la Défense, ont été adaptées au monde civil avec la solution AMS.

- **Une nouvelle organisation commerciale**

Patrick Cerrone a été nommé depuis Novembre 2005 à la tête de la direction commerciale du groupe. Il doit contribuer à l'essor d'une nouvelle organisation par la mise en œuvre d'un ambitieux programme de re-engineering commercial, comprenant notamment, le développement des activités de services.

Le nouveau directeur commercial va développer sa stratégie commerciale autour de deux équipes : l'une liée aux branches infrastructures et architectures, l'autre basée sur une force de vente.

- **La clientèle**

La répartition équilibrée de sa clientèle place le groupe en situation de faible dépendance. Mais on souligne toutefois qu'Ares peut être amené à ne pas reconduire certains grands contrats de ventes d'infrastructures lorsque les conditions de marges risquent de se révéler trop tendues.

RISQUES

- **Le secteur des infrastructures informatiques en chute libre chez ARES**

Ce secteur d'activité en baisse depuis 2002, a connu une chute sans précédents au cours de l'exercice 2004/2005. En l'absence de relais de nouvelles technologies, l'ensemble des équipements informatiques ont vu leurs prix chuté très fortement sans que de nouvelles générations de produits, plus chers, ne viennent prendre le relais. L'enjeu pour Ares est de gérer au rythme le plus approprié le phénomène de baisse de prix des infrastructures, adaptant sa stratégie commerciale au nouveau modèle qui se dessine.

➤ **Un renforcement de la concurrence**

En effet, la concurrence exacerbée ces dernières années sur le marché des infrastructures informatiques professionnelles a été néfaste pour Ares. L'augmentation de la concurrence a engendré une chute des prix et a donc renforcé la faiblesse du niveau de marges sur le marché.

VALORISATION

EN UTILISANT LA MOYENNE PONDEREE DES METHODES DCF ET P/E, NOUS OBTENONS UNE FAIR VALUE DE 3,04€ SOIT 5,6% AU DESSUS DU DERNIER COURS.

	Poids	Fair Value
DCF	50%	3,92
Valorisation par P/E 07	50%	2,15
Fair Value		3,04 €

DCF

Coût moyen pondéré du capital (WACC)	
Cours, €	2,88
Nombre d'actions, M	9,0
Capitalisation, K€	25,8
Facteur bêta	1,3
Prime de risque du marché	11,0%
Taux sans risque	4,0%
Coût des capitaux propres	17,8%
Part des fonds propres dans l'entreprise	42%
Coût de la dette	5,0%
Taux marginal d'imposition	20,0%
Coût de la dette après impôt	4,0%
Part des dettes dans l'entreprise	58%
Coût moyen pondéré du capital (WACC)	9,8%
Taux de croissance a l'infini	1,5%

Source : Nexresearch

Estimation des FCF,€	2006	2007	2008	2009	2010
CA	465 566	423 665	413 073	421 335	429 762
croissance CA	-3,6%	-9,0%	-2,5%	2,0%	2,0%
EBIT	5 098	5 499	6 112	6 233	6 375
marge EBIT	1,09%	1,30%	1,48%	2,0%	2,3%
EBIT*(1-tax)	5 098	5 499	6 112	6 165	6 305
+ Dotations aux amortissements	3 298	2 972	2 883	2 500	2 000
- Investissements nets	2 000	1 800	1 600	1 488	1 414
- Augmentation du BFR	900	850	800	750	700
= Free Cash Flow (FCF)	5 496	5 820	6 595	6 427	6 192
Valeur résiduelle (VR)					75 819

Source : Nexresearch

Discounted Cash Flow	
Valeur présente de FCF	23 123
+ Valeur présente de VR	47 531
= Valeur d'entreprise	70 655
- Dettes nettes	35 500
= Valeur	35 155
Valeur par action	3,92 €

Source : Nexresearch

VALORISATION PAR LES COMPARABLES

Valorisation P/E	
BPA 07E	0,10
P/E Comparables 07E	13,41
Fair value, €	2,15 €

Source : Nexresearch

Comparables	Cours	Capit, M	VE	VE/CA 06	VE/CA 07	PE 2006	PE 2007
France							
CS	32,00 €	190,78	130,78	0,50	0,45	18,61	15,53
Groupe Open	13,85 €	136,26	159,69	0,29	0,30	16,7	10,86
O2i	6,75 €	11,89	8,93	0,53	0,52	15,73	11,28
UK							
Computacenter	0,26£	498	375,09	0,17	0,16	n/a	16,83
Médiane				0,40	0,38	16,70	13,41
Moyenne				0,37	0,36	17,01	13,63

Source : Nexresearch

PROFIL ET ACTIVITE

Créé en 1986, ARES occupe sur le marché informatique un positionnement unique combinant un savoir-faire complet dans le domaine des infrastructures et une expertise dans les processus métiers. Coté sur l'Eurolist d'Euronext Paris (Compartiment C / NextEconomy) depuis mars 1999, ARES est le premier intégrateur indépendant d'infrastructures en France. Le Groupe réunit 1 800 collaborateurs, dont 1 350 ingénieurs et techniciens, autour de deux pôles d'activité, Technologique et Métier

- Le **pôle technologique** propose une expertise complète pour la gestion des infrastructures, comprenant les choix de systèmes d'exploitation, la définition des architectures, notamment de réseau et de stockage, l'infogérance et le déploiement des équipements. Avec plus de 1 300 collaborateurs, le pôle technologique d'ARES réunit un ensemble homogène unique de compétences techniques.

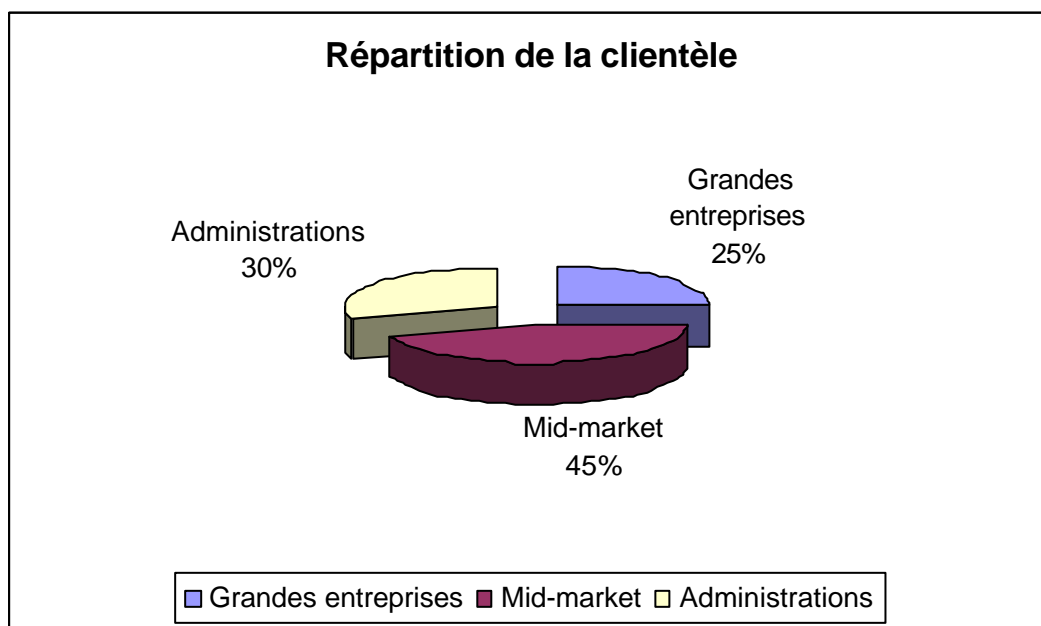
- **Le pôle métier** intervient dans le domaine des applications, au travers de développements spécifiques et d'intégration de progiciels, dont certains édités par ARES. Le pôle métier réunit environ 500 collaborateurs. Outre ses interventions généraliste, il comporte des filières d'expertise spécialisée : santé-social, gouvernement-collectivités locales, industrie, etc.

Les positions Leaders du Groupe :

- Parmi les 10 premières SSII françaises
- 1er intégrateur français de solutions Unix
- 1er éditeur français de progiciels de gestion sous Oracle
- 2ème intégrateur français de solutions de stockage
- 3ème intégrateur français de réseaux d'entreprise

Pour soutenir sa stratégie de développement des services, Patrick Cerrone a été nommé à la tête de la Direction Commerciale du Groupe en novembre dernier. Il rejoint ARES pour contribuer à l'essor d'une nouvelle organisation en mettant en œuvre un ambitieux programme de re-engineering commercial.

Cette nouvelle organisation commerciale va s'axer autour de deux équipes : l'une liée aux branches Infrastructures & Architectures, l'autre basée sur une force de vente transverse en charge de faire croître les revenus des services autour des métiers d'ARES. La nouvelle organisation se déploiera autour de 5 marchés : Secteur Public, Industrie, Telecom & Media, Banque & Assurance, Mid Market & SMB. ARES prévoit des recrutements internes et externes pour consolider ce nouveau modèle.



Source : Nexresearch

PROJECTIONS FINANCIERES

k€	31-mars-04	31-mars-05	31-mars-06	31-mars-07	31-mars-08
Chiffre d'affaires	474 894	483 068	465 566	423 665	413 073
<i>Croissance du chiffre d'affaires, %</i>		2%	-4%	-9%	-3%
Autres produits d'exploitation	4 352	2 984	2 588	2 120	1 653
Total produits d'exploitation	479 246	486 052	468 154	425 785	414 727
Achats Consommés	-370 283	-374 478	-363 798	-328 407	-319 237
Charges de personnel	-91 535	-93 351	-89 969	-83 509	-81 258
Charges externes	0	-116	-111	-100	-97
Autres charges d'exploitation	-538	-1 492	-1 424	-1 282	-1 244
Impôts et taxes	-4 065	-4 672	-4 458	-4 016	-3 896
Dotations aux amortissements et provisions	-4 996	-3 457	-3 298	-2 972	-2 883
Total charges d'exploitation	-471 417	-477 566	-463 057	-420 286	-408 615
Résultat d'exploitation	7 829	8 486	5 098	5 499	6 112
<i>Marge opérationnelle</i>	<i>1,65%</i>	<i>1,76%</i>	<i>1,09%</i>	<i>1,30%</i>	<i>1,48%</i>
Charges et produits financiers	-3 600	-3 095	-2 900	-3 100	-3 500
Charges et produits exceptionnels	205	0	0	0	0
Impôts	-1 844	-2 479	-3 000	-1 500	-1 000
RESULTAT NET de l'ensemble consolidé	709	2 912	-802	899	1 612
Intérêts minoritaires	0	0	0	0	0
RESULTAT NET PART DU GROUPE	709	2 912	-802	899	1 612
<i>Marge nette</i>	<i>0,15%</i>	<i>0,60%</i>	<i>-0,17%</i>	<i>0,21%</i>	<i>0,39%</i>
<i>Résultat par action</i>	0,08	0,32	-0,09	0,10	0,18

Source : Nexresearch

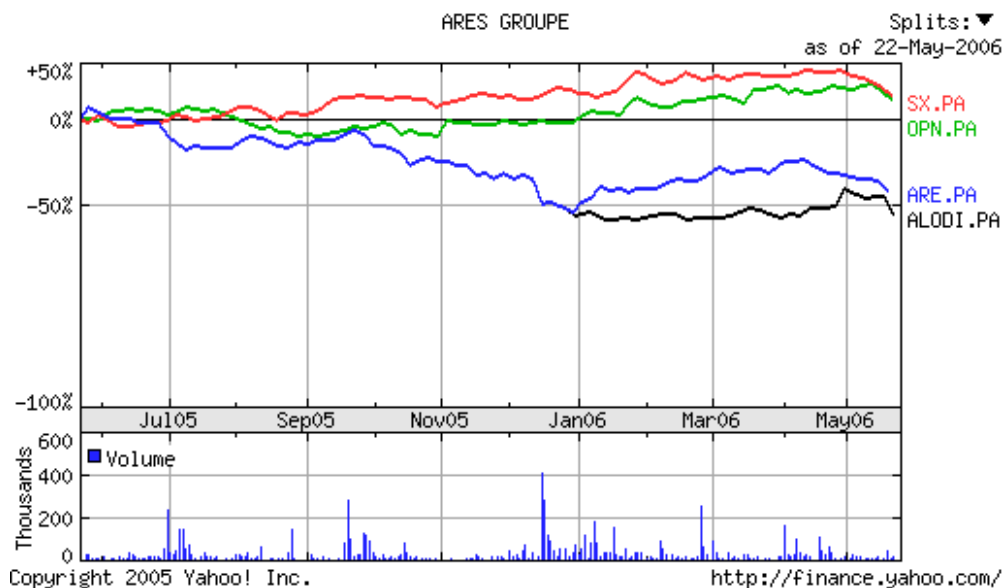
La baisse continue du Chiffre d'affaire depuis 2004 s'explique par la profonde mutation sur le marché informatique. La baisse brutale du prix des équipements informatiques ainsi que l'augmentation exacerbée de nouveaux concurrents a renforcé la faiblesse du niveau des marges et, par conséquent, réduit le volume de facturation du groupe en 2005 /2006. C'est la branche technologique d'ARES qui en a subi les conséquences. En contrepartie, le pôle métier est resté stable sur l'exercice.

Sur un marché en pleine transformation, la situation du groupe s'est fortement dégradée au cours de l'exercice 2005/2006. Nous tablons sur une perte de plus de 0,8M€ contre un bénéfice proche de 3M€ pour l'exercice précédent. Les prévisions du CA 2007 sont revues à la baisse avec pour nouvel objectif 425 M€ au lieu de 450M€ attendues.

Le repositionnement du groupe sur des marchés à fortes valeur ajoutée, tel que celui des services, a été et sera inévitable pour ARES. Le plan de re-engineering sur 15 mois mis en place par la direction va permettre de préserver des résultats positifs. Ce programme de restructuration comprend, notamment, le désengagement de plusieurs activités qui génèrent de faibles marges, mais aussi, la réduction et la maîtrise de ses coûts de fonctionnement.

Cette gestion efficace permet donc au groupe de dégager des résultats nets, certes en baisses, mais positifs. Ce qui démontre de la bonne efficacité de la restructuration mise en place par le groupe. Ces efforts de maîtrise de coûts et de recentrage sur des marchés à forte valeur ajoutée doivent continuer.

GRAPHIQUE : ARES VS COMPARABLES



NexResearch est une société d'analyse et d'ingénierie financière dont les analystes adhèrent à l'éthique et aux normes du CFA Institute. Les informations exprimées dans cette étude sont soumises seulement à titre informatif et ne sont en aucune façon une offre ou une sollicitation d'acheter ou de vendre les instruments financiers en mention ci-dessus. Les informations exposées dans ces analyses et où études sont issues de sources dignes de foi. La responsabilité de NexResearch ne saurait être engagée, directement ou indirectement, en cas d'erreur ou d'omission. Chaque utilisateur s'engage à effectuer de façon indépendante sa propre vérification des données ainsi que sa propre évaluation de l'opportunité et de l'adaptation à ses besoins des opérations proposées, notamment en ce qui concerne les aspects juridiques, fiscaux et/ou comptables. L'utilisateur reste ainsi seul maître de l'opportunité de ses propres investissements et dégage la société NexResearch de toute responsabilité pour les informations, analyses, recommandations, tendances et ou idées de produits d'investissement que cette étude a pu exposer. Ni les analystes, ni Nexgen ne possèdent de valeurs mobilières émises par les sociétés sujettes de nos analyses. Vous pouvez trouver plus d'information sur notre site Internet à : www.nexresearch.fr.

En applications des règlements de l'AMF et du codes des sociétés et des marchés financier, nous publions les informations suivantes : Montages d'opérations financières : néant, intérêt personnel de l'analyste : néant, prestations de conseils : néant, communications préalable à l'émetteur : non.

Ce document ne peut pas être distribué au Royaume Uni, sauf aux personnes autorisées ou exemptées sous le UK Financial Securities Act 186 et l'article 11 (13) du Financial Securities Act.

Ce document ne peut pas être distribué ou disséminé aux États-Unis ou dans ses possessions. Les valeurs mobilières sujet de cette étude n'ont pas été enregistrées avec le Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des États-Unis est interdit.