

<b>Achat</b>	<i>Upside</i>	91%
<b>Objectif de cours</b>	<b>4,30 € (vs 4,60 €)</b>	
Cours au 03/05/2012 (c)		2,25 €
NYSE Euronext Comp.C		
Reuters / Bloomberg	COHE.LN / CHRS NM	

**Nouveau recul du CA au T1 2012 (-7,1%)**

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-8,2%	-5,9%	-14,8%	-26,2%
Perf Small 90	7,0%	-6,3%	-6,0%	-23,9%

**Publication du CA T1 2012**

Coheris a annoncé un CA T1 2012 en baisse de 7,1% à 4,3 M€ vs 4,7 M€. Même si nous attendions un T1 peu dynamique, cette publication est inférieure à nos attentes.

Informations boursières (en M€)	
Capitalisation (M€)	12,6
Nb de titres (en millions)	5,61
Flottant	52%
Volume 12 mois (titres)	4 178
Extrêmes 12 mois	2,06 € 3,12 €

**Commentaires**

L'activité au T1 2012 bénéficiait théoriquement de deux effets de base favorables : 1/ impact positif de Quatrax qui n'était pas encore intégré au T1 2011, 2/ le CA T1 2011 avait baissé de 11,6%.

L'activité de Coheris, malgré les efforts engagés au niveau des équipes commerciales, subit de nouveau l'attentisme des donneurs d'ordres entraînant un nouveau décalage de contrats. Le renouvellement des contrats de maintenance permet cependant de constater que Coheris garde la confiance de sa base clients et bénéficie d'un apport de cash récurrent.

Données financières (en M€)					
	au 31/12	2010	2011	2012e	2013e
CA		21,4	20,6	21,9	23,0
var %		0,1%	-4,1%	6,8%	5,0%
EBE		4,9	4,1	4,1	4,6
% CA		22,8%	19,8%	18,6%	19,8%
ROC		2,0	1,7	1,8	2,2
% CA		9,2%	8,3%	8,4%	9,5%
RN		1,3	1,3	1,4	1,6
% CA		6,1%	6,1%	6,3%	7,1%
Bnpa (€)		0,2	0,2	0,2	0,3
Gearing (%)		-33%	-33%	-35%	-34%
ROCE (%)		11%	9%	10%	11%
ROE (%)		7%	7%	7%	8%
Dette nette 2011		-6,2			
Dividende n (€)		0,08			
Yield (%)		3,6%			

Même si nous restons confiant sur un retour à la croissance en 2012, nous pensons que Coheris n'atteindra pas notre objectif de CA à 22,3 M€. Par conséquent nous revoyons à la baisse notre objectif de croissance à 6,8% contre 8,6% précédemment dont 4,0% de croissance organique vs 5,5%. Notre objectif de ROC ressort à 1,8 M€ (8,4% du CA) vs 2,0 M€ précédemment. Sur les 3 prochains trimestres, Coheris devrait bénéficier des efforts engagés au sein de ses équipes (renforcement des équipes commerciales et de la direction relations clients) ainsi que la sortie de plusieurs versions majeures sur l'ensemble des gammes avec des applications à plus forte valeur ajoutée.

Le groupe annonce également que le versement d'un dividende stable par rapport à l'année dernière à 0,08 € sera proposé lors de la prochaine AG le 20 juin 2012. Cela représente un taux de distribution de 33% et un dividend yield de 3,6%.

**Recommandation**

**Suite à cette publication et à l'intégration des changements de prévisions dans notre modèle, notre objectif de cours passe à 4,30 € vs 4,60 €, issu de la moyenne des méthodes des comparables (4,00 €) et des DCF (4,60 €). Nous maintenons notre recommandation Achat.**

Ratios					
		2010	2011	2012e	2013e
VE/CA (x)		0,3	0,3	0,3	0,3
VE/EBE (x)		1,2	1,5	1,5	1,3
VE/ROC (x)		3,1	3,5	3,3	2,8
PE (x)		9,7	10,0	9,2	7,7

*Prochain évènement : Publication du CA S1 2012 le 31 juillet après bourse*

**Système de recommandations :**

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les six prochains mois et sont définies comme suit :

**Achat :** Potentiel de hausse du titre supérieur à 20% en absolu, fondamentaux satisfaisants à excellents.

**Neutre :** Potentiel du titre compris entre -20% et +20% en absolu par rapport au cours actuel.

**Vendre :** Potentiel de baisse du titre supérieur à 20% en absolu, fondamentaux dégradés ou valorisation excessive.

**Sous revue :** La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), un changement d'analyste ou une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

**Historique des recommandations sur les 12 derniers mois :**

**Achat :** depuis le 04/05/2011

**Neutre :** (-).

**Vendre :** (-).

**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 avec ou non liquidité

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

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 objet de la présente étude, 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 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 Corporate, 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 Corporate. Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des Etats-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

**EuroLand Corporate**  
17 avenue George V  
75008 Paris  
01 44 70 20 80