


**Cogra**  
 Energie Bois

## Le pionnier de l'énergie bois

### Données financières (en M€)<sup>1</sup>

| au 30/06           | 2010  | 2011  | 2012e | 2013e |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| CA                 | 9,1   | 10,4  | 14,1  | 17,5  |
| var %              | 1,3%  | 14,3% | 35,9% | 24,5% |
| EBE                | 0,9   | 1,0   | 1,7   | 2,1   |
| % CA               | 10,2% | 9,2%  | 11,8% | 12,0% |
| ROC                | 0,1   | 0,2   | 0,9   | 1,0   |
| % CA               | 1,5%  | 1,6%  | 6,4%  | 5,8%  |
| RN                 | 0,1   | 0,2   | 0,6   | 0,7   |
| % CA               | 1,2%  | 1,6%  | 4,5%  | 3,8%  |
| Bnpa (€)           | 0,1   | 0,1   | 0,5   | 0,5   |
| Gearing (%)        | 96%   | 101%  | 13%   | 76%   |
| ROCE (%)           | 2%    | 2%    | 9%    | 6%    |
| ROE (%)            | 4%    | 6%    | 11%   | 11%   |
| Dettes nettes 2011 | 5,2   |       |       |       |
| Dividende n (€)    | -     |       |       |       |
| Yield (%)          | -     |       |       |       |

<sup>1</sup>prévisions sur la base d'une levée de 2,5 M€

### Ratios<sup>2</sup>

|            | 2010 | 2011 | 2012e | 2013e |
|------------|------|------|-------|-------|
| VE/CA (x)  | 1,4  | 1,2  | 0,9   | 0,7   |
| VE/EBE (x) | 13,6 | 13,2 | 7,6   | 6,0   |
| VE/ROC (x) | ns   | ns   | 13,9  | 12,3  |
| PE (x)     | ns   | ns   | 11,8  | 11,1  |

<sup>2</sup>sur la base d'une valorisation pré-money de 7,5 M€ en milieu de fourchette

- **Producteur historique des granulés de bois**

Producteur de granulés de bois depuis 30 ans, Cogra s'est imposé en France comme un des acteurs majeurs du secteur. Avec 2 usines à son actif d'une capacité totale de production de 65 000 tonnes, Cogra devrait produire en 2011/12<sup>e</sup> 60 000 tonnes qui seront commercialisées en direct en France ou à l'étranger ou via son réseau de 400 revendeurs. Son activité de production couplée à une activité de conseil et revente de poêles et chaudières permettent d'apporter une réponse globale aux consommateurs soucieux de leurs économies d'énergie et de la protection de l'environnement.

- **Une stratégie offensive**

Dans un contexte particulièrement favorable à l'essor des énergies renouvelables, Cogra souhaite tirer profit de son expertise dans la fabrication de granulés de bois et l'installation de poêles et chaudières pour répondre efficacement à la demande croissante. Pour cela, la société souhaite construire une nouvelle usine et ainsi augmenter sa capacité de production à 100 000 tonnes contre 65 000 tonnes actuellement. Le plan de développement repose également sur la recherche et le développement dans le cadre de l'amélioration des conditions de combustion du granulé via les poêles et chaudières. Enfin, Cogra s'emploie à instaurer un service d'accompagnement personnalisé et de proximité des clients particuliers et professionnels au moment de l'installation d'un appareil à brûler le granulé de bois.

- **Un modèle économique durable**

Dans les années à venir la croissance de Cogra devrait être portée par : 1/ un environnement de marché favorable à la consommation de l'énergie bois (écologie, évolution des mentalités, économie, avantage fiscaux), 2/ une structuration de l'offre de Cogra autour du granulé, de l'appareil à granulé et du service et 3/ l'augmentation de la capacité de production via la construction d'une nouvelle usine (elle devrait être opérationnelle pour l'exercice 2013/14). Nous tablons en 2012 sur CA de 14,1 M€ (+36%) et en 2013 un CA de 17,5 M€ (+25%). L'évolution favorable du mix produit couplée à une maîtrise des consommations et achats devrait conduire à stabiliser la marge brute globale autour de 50%. La structure de coûts étant basée majoritairement sur des charges variables, le levier d'amélioration de la rentabilité de Cogra réside essentiellement dans sa capacité à optimiser sa production afin d'amortir au mieux ses charges fixes. Cette maîtrise attendue devrait permettre à Cogra de dégager une MOC de 6,4 % en 2012<sup>e</sup> vs 1,6% en 2011. La MOC devrait continuer de progresser grâce à l'effet volumes et atteindre 12,1 % à horizon 2015.

- **La valorisation de COGRA résultant de la moyenne des résultats obtenus par les méthodes DCF et comparaison boursière, s'élève à 11,7 M€ pré-money. Sur la base d'une décote d'IPO de 36%, la valorisation de Cogra ressort à 7,5 M€ en milieu de fourchette indicative.**

#### Analyste :

Laure Pédurand 01 44 70 20 78  
[lpedurand@euroland-finance.com](mailto:lpedurand@euroland-finance.com)

Page blanche

## Modalités de l'opération

### Composition du capital social :

Pré-opération : 1 380 400 actions (intégralement souscrites et libérées)

Post-opération : 1 991 511 actions avant exercice de la clause d'extension

### Nombre d'actions proposées au marché : 611 111 (hors clause d'extension)

611 111 actions nouvelles par augmentation de capital sont proposées au marché, nombre susceptible d'être porté à 702 778 en cas d'exercice de la totalité de la clause d'extension.

### Structure du placement :

Le nombre d'actions théoriquement allouées au Placement Global (PG) est de 305 556 (soit 50 % du nombre d'actions proposées au marché), avant prise en compte de la clause d'extension.

Ainsi, le nombre théorique d'actions offertes dans le cadre de l'Offre à Prix Ouvert (OPO) est de 305 555 (soit 50 % du nombre d'actions proposées au marché), avant prise en compte de la clause d'extension.

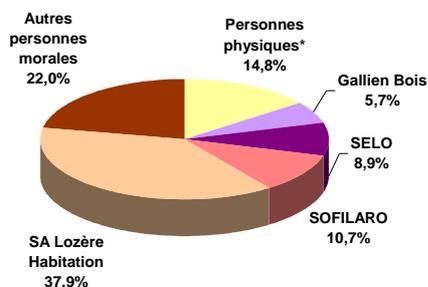
Fourchette indicative de prix dans le cadre du PG et de l'OPO: 5,00 € / 5,80 €, soit 5,40 € en milieu de fourchette indicative. Ce prix ne préjuge pas du prix définitif qui pourra se situer en dehors de cette fourchette et sera fixé à l'issue de la période de construction du livre d'ordres.

Capitalisation boursière pre-money en milieu de fourchette : 7,5 M€ (5,40 € par action, soit le prix en milieu de fourchette indicative).

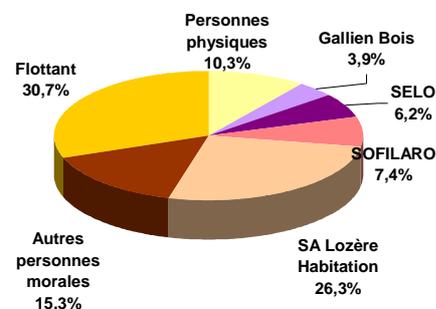
Capitalisation boursière post-money avant exercice de la clause d'extension, en milieu de fourchette : 10,8 M€ (5,40 € par action, soit le prix en milieu de fourchette indicative).

Si l'émission est réalisée à un prix correspondant au milieu de fourchette indicative et si l'OPO et le PG représentent chacun 50 % de l'offre, le produit brut de l'émission est estimé à 3,3 M€ (3,8 M€ si exercice de la totalité de la clause d'extension et 2,5 M€ en cas de réalisation à 75 %). Ainsi, le produit brut de l'émission se fonde sur un prix moyen par action de 5,40 €.

### Actionnariat pré-opération



### Actionnariat post-opération



Source : Euroland Finance

\* *Personnes physiques* : B. Chapon, G. Blanc, J-C Engelvin, J-L Vidal, P. Bardon, G. Haase, J. Gallien, autres personnes physiques

Page blanche

## SOMMAIRE

|   |           |
|---|-----------|
| <b>MODALITES DE L'OPERATION</b>   | <b>3</b>  |
| <b>MATRICE SWOT</b>   | <b>7</b>  |
| <b>ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT</b>                                      | <b>8</b>  |
| <b>COGRA, UNE SOCIETE BIEN ENRACINEE</b>                                  | <b>9</b>  |
| <b>LE GRANULE DE BOIS, UN CONCENTRE D'ENERGIE</b>                         | <b>10</b> |
| 1/ Des caractéristiques bien définies                                     | 10        |
| 2/ De nombreux atouts   | 11        |
| <b>UN BUSINESS MODELE DURABLE</b>   | <b>14</b> |
| 1/ La production de granulé, une activité respectueuse de l'environnement | 14        |
| 2/ Une gamme de produits et de services complémentaires                   | 17        |
| 3/ Principales caractéristiques du chiffre d'affaires                     | 20        |
| <b>UN ENVIRONNEMENT FAVORABLE A LA CROISSANCE DU SECTEUR</b>              | <b>21</b> |
| 1/ Le marché du granulé de bois   | 21        |
| 2/ Le marché du chauffage au bois   | 23        |
| <b>UN POSITIONNEMENT CONCURRENTIEL AVANTAGEUX</b>                         | <b>27</b> |
| La concurrence énergétique en perte de vitesse                            | 27        |
| Cogra, seul acteur historique de la production de granulés                | 27        |
| Une concurrence accrue chez les fabricants de poêles                      | 28        |
| <b>AXES STRATEGIQUES</b>  | <b>30</b> |
| 1/ La production se renouvelle  | 30        |
| 2/ Développement commercial : vers une offre de services de proximité     | 31        |
| <b>ANALYSE DES ELEMENTS FINANCIERS HISTORIQUES</b>                        | <b>32</b> |
| 1/ Bonne résistance de l'activité aux aléas économiques                   | 32        |
| 2/ Amélioration progressive de la rentabilité                             | 32        |
| <b>PERSPECTIVES FINANCIERES</b>   | <b>33</b> |
| 1/ Un environnement favorable à la croissance de l'activité               | 33        |
| 2/ Une évolution du mix produit favorable à la marge brute                | 35        |
| 3/ Une marge opérationnelle normative de 12,1 %                           | 36        |
| 4/ Une structure bilancielle en assainissement                            | 39        |
| <b>VALORISATION</b>   | <b>41</b> |
| 1/ Valorisation par les DCF   | 41        |
| 2/ Valorisation par les comparables                                       | 43        |
| 3/ Conclusion   | 45        |
| <b>ELEMENTS FINANCIERS</b>  | <b>46</b> |
| COMPTE DE RESULTAT  | 46        |
| BILAN   | 47        |
| FLUX DE TRESORERIE  | 47        |

Page blanche

## Matrice SWOT

| <b>Forces</b>   | <b>Faiblesses</b>   |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>- Acteur historique sur le marché français des granulés de bois (depuis 30 ans) : Cogra est une société parfaitement structurée avec une équipe de qualité et experte en la matière</li> <li>- Des granulés certifiés DIN+, la référence sur le marché</li> <li>- Importateur des poêles à granulés Harman en Europe de l'Ouest</li> <li>- Le capital est détenu majoritairement par les fournisseurs de matières 1ères ce qui assure l'approvisionnement</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- structure bilancielle fragile : avec une dette nette de 5,0 M€ (dont 2,6 M€ d'engagements hors bilan), le gearing net est de 185 %</li> <li>- Un prix de revient fortement dépendant du coût des matières premières</li> </ul> |
| <b>Opportunités</b>   | <b>Menaces</b>  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>- Le marché des granulés de bois est attendu en forte croissance : 1,4 millions de tonnes de granulés devraient être produites en 2015 contre 0,5 millions aujourd'hui</li> <li>- Les ventes de poêles à granulés devraient être multipliées par 6 d'ici 2020</li> <li>- Soutien de l'état aux énergies renouvelables (crédits d'impôts)</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Une concurrence accrue : les producteurs de granulés étaient au nombre de 51 en 2010 contre 34 un an plus tôt.</li> <li>- Évolution du prix des matières premières</li> </ul>  |

## Argumentaire d'investissement

### **Cogra, le pionnier de l'énergie bois**

Créé en 1982, Cogra est un producteur de granulés de bois, certifiés DIN+. Issus des connexes de la première transformation du bois, les granulés sont des petits cylindres dont la combustion via des appareils prévus à cet effet permet de produire de la chaleur ou de l'énergie, sans impact sur l'environnement. Les deux sites de production situés en Haute-Loire et Lozère permettent à Cogra de produire jusqu'à 65 000 tonnes de granulés par an. Sur l'exercice 2010/11, Cogra a vendu 40 626 tonnes de granulés, contre 32 198 l'année dernière. La société est par ailleurs revendeur de chaudières Fröling et importateur des poêles Harman en Europe de l'Ouest, dont les qualités ne sont plus à démontrer. Cogra commercialise ses produits directement dans un rayon de 100 km et par un réseau de 400 revendeurs au-delà de ce rayon.

### **Investir sur un marché porteur**

Dans un contexte de crise énergétique, écologique et économique, le marché des énergies renouvelables est en plein essor. En France, le bois énergie représente la plus grande part de production d'énergie renouvelable (44%) grâce à d'importantes ressources forestières encore sous-exploitées. Au sein de la filière bois énergie, le marché des granulés de bois devrait connaître une forte croissance ces prochaines années. En effet, avec un bilan carbone quasi nul et un coût avantageux, l'utilisation du granulé est la meilleure réponse aux attentes du consommateur en terme d'économies et d'écologie. Avec près de 465 000 tonnes produites en France actuellement, les analystes tablent sur une production de 1,4 million de tonnes d'ici 2015. Cette hausse de la production sera portée notamment par la croissance du marché du chauffage au bois domestique et collectif où les ventes de poêles aux technologies éprouvées devraient être multipliées par plus de 6 d'ici 2020. Doté d'une équipe de 38 personnes, de deux usines, d'une production de qualité et d'un plan stratégique ambitieux, Cogra est en ordre de marche pour capter la demande ces prochaines années.

### **Croissance et rentabilité seront au rendez-vous**

En 2010/11, Cogra a réalisé un CA de 10,4 M€ en croissance de 14,3 % et a amélioré sa marge opérationnelle à 1,6 % contre 1,5%. Entre 2012 et 2015, la croissance de Cogra devrait être soutenue (TCAM 2012-2015 de 16,5 % attendu) par 1/ la demande croissante du marché pour des produits de qualité et écologiques, 2/ la hausse des ventes de granulés et des appareils à granulés aussi bien en France qu'à l'étranger et 3/ l'augmentation de la capacité de production (capacité totale de production attendue à 100 000 tonnes à horizon 2013/14). La maîtrise de l'outil de production couplé à une maîtrise des charges fixes et à une croissance du CA devrait permettre à Cogra d'accroître sa marge opérationnelle à 6,4 % en 2011/12e. A horizon 2016e, nous tablons sur une marge opérationnelle de 12,1%.

### **Une levée de fonds de 2,5 M€ pour financer la croissance.**

L'augmentation de capital de 2,5 M€ devrait permettre à la société d'accélérer son développement. L'opération a pour objectifs principaux : 1/ de financer la construction d'une nouvelle usine dont la capacité de production atteindrait 50 000 tonnes, 2/ financer l'augmentation du BFR (+1,5 M€ en 2011/12<sup>e</sup> et +0,8 M€ en 2012/13p) et 3/ financer les efforts marketing et commerciaux.

### **Une valorisation attractive**

La valeur d'équilibre de Cogra ressort selon nos approches de valorisation (DCF + comparables) à 11,7 M€ soit 8,50 € par action reflétant le profil de croissance de la société dans un environnement de marché particulièrement porteur. Le prix d'offre en milieu de fourchette dans le cadre de l'opération d'introduction en bourse ressort à 7,5 M€ (5,40 € par action) soit une décote de 36 % (voir les modalités de l'opération). La valorisation en milieu de fourchette fait ressortir des ratios de valorisation attractifs au regard des comparables (VE/CA 12 de 0,9x et VE/EBE 12 de 7,6x).

## COGRA, une société bien enracinée

Créée en 1982 à l'initiative de Bernard Chapon et de spécialistes du domaine forestier, Cogra est une société de production de granulés de bois. Créé à partir de sciures, écorces ou plaquettes de bois, le granulé est un combustible de chauffage naturel, sous forme de petit cylindres, destiné à alimenter les chaudières ou poêles des particuliers ou professionnels.

Si l'utilisation du bois pour se chauffer a toujours existé, son utilisation s'est nettement amoindrie avec l'ère pétrolière. L'appauvrissement des réserves naturelles en pétrole et la hausse des prix du baril a conduit aux premiers chocs pétroliers durant les années 70, ouvrant ainsi la voie à de nouveaux marchés énergétiques plus écologiques et plus économiques. Cogra fut ainsi l'un des précurseurs en France du chauffage écologiquement responsable en pleine ère pétrolière.

Depuis 1998, Cogra est importateur en Europe de l'Ouest des poêles à granulés Harman, fabriqués aux Etats-Unis. Depuis 2003, la société s'est également positionnée en tant que grossiste-conseil des chaudières Fröling. Cogra propose ainsi à ses clients une offre complète et personnalisée.

La société dispose de 2 usines de production situées au cœur des massifs forestiers :

- **l'usine de Mende** : située en Lozère, l'usine de Mende est le site de production historique de la société dont la capacité de production, entièrement exploitée, est de 15 000 tonnes de granulés de bois par an. La société peut stocker jusqu'à 5000 tonnes en vrac (3800 tonnes au sein de l'usine et 1200 tonnes sur le site de stockage), 1000 palettes de produits finis et les poêles Harman. Cogra possède sur place son magasin dédié notamment à la vente des poêles et chaudières.
- **l'usine de Craponne sur Arzon** : située en Haute-Loire et opérationnelle depuis 2006, elle permet de produire jusqu'à 50 000 tonnes de granulés par an pour une capacité de de stockage de 4 000 tonnes de granulés en vrac et 4 000 tonnes de granulés mis en sacs.

Cogra dispose ainsi d'une capacité de production totale de 65 000 tonnes. Actuellement, la production annuelle de granulés est de l'ordre de 55 000 tonnes.

Aujourd'hui, la société est composée de 38 salariés dont 20 travaillent à la production des granulés, répartis équitablement dans les 2 usines. Chaque site dispose de deux chauffeurs qui assurent la livraison dans un rayon de 120 km. Au total, 7 personnes assurent la vente de poêles et chaudières. Le reste du personnel assure les tâches administratives, l'accueil, la communication et le marketing.



## Le granulé de bois, un concentré d'énergie

Le granulé ou « pellet » est un petit cylindre de sciure de bois compressé. La lignine et la cellulose naturellement contenues dans le bois assurent la cohésion du granulé. Le granulé de bois est un combustible de chauffage naturel, substitut du fuel, destiné à alimenter les chaudières des particuliers et des professionnels.

### 1/ Des caractéristiques bien définies

Pour détenir la qualité de respect de l'environnement, le granulé doit répondre à des caractéristiques définies par la norme européenne EN 14 961-2. Le granulé de bois certifié répond à un cahier des charges très strict, en matière de qualité de la matière première, de caractéristiques physiques et chimiques, de pouvoir calorifique.

**Tableau des caractéristiques physiques de la norme EN 14961-2, granulés de catégorie A1 (particulier et petites puissances)**

|                                   |                         |
|-----------------------------------|-------------------------|
| Diamètre                          | 6 mm ±1 ou 8 mm ± 1     |
| Longueur                          | 3,15 mm ≤ L ≤ 40 mm     |
| Humidité                          | ≤ 10 %                  |
| cendres                           | ≤ 0,7 %                 |
| Résistance mécanique              | ≥ 97,5 %                |
| Quantité de fines                 | ≤ 1 %                   |
| Additifs                          | ≤ 2 %                   |
| Pouvoir calorifique inférieur     | 4 600 ≤ Q ≤ 5 300 Wh/kg |
| Masse volumique apparente         | ≥ 600 kg/m <sup>3</sup> |
| Origine matière première          | bois vierge             |
| Température de fusion des cendres | à mentionner            |
| Azote                             | < 0,3 %                 |
| Soufre                            | < 0,03 %                |
| Chlore                            | < 0,02 %                |
| Contrôle des métaux lourds        | oui                     |

Les certifications suivantes garantissent le respect des critères de la norme européenne EN 14 961-2 par un système d'audits et de contrôles internes et externes :

**La certification NF Biocombustibles solides - granulés biocombustibles** regroupe 10 sites de production de granulés titulaires fin 2010.

**La certification DINPlus** est reconnue mondialement dans le marché du granulé de bois. Elle est la certification de référence car la plus exigeante en matière de qualité. 8 sites de production et 11 marques de granulés de bois étaient titulaires de cette certification fin 2010 en France. Cogra est d'ailleurs certifié DINPlus depuis le 16 septembre 2010.

**Le label ENplus** est une nouvelle certification développée par le European Pellet Council qui regroupe les associations de promotion du granulé de chaque pays d'Europe. Déjà en vigueur en Allemagne et en Autriche, elle se développe dans d'autres pays européens.

Par ailleurs, Cogra est fermement engagé dans l'exigence de qualité. En effet, la société participe au sein des CEN (Commissions Européennes de Normalisation) et en étroite collaboration avec l'AFNOR aux travaux de deux Comités Techniques :

Cogra a participé à l'écriture de la norme EN 14785 sur les poêles à granulés, publiée en août 2006. La société participe actuellement aux travaux d'élaboration de la future norme sur les combustibles solides.

## 2/ De nombreux atouts

### 2.1. Des vertus écologiques

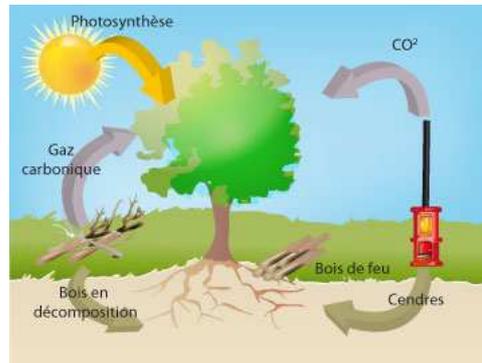
#### Une forêt intacte

Le premier aspect écologique du granulé est qu'il est issu de la sciure de bois, un résidu de l'industrie de transformation du bois actuellement non valorisé. Sa production ne nécessite donc pas une coupe d'arbres spécifique.

#### Bilan carbone quasi nul

D'autre part, la combustion du granulé de bois présente un bilan carbone neutre du fait de la gestion durable des forêts. Le CO<sub>2</sub> rejeté lors de la combustion est absorbé lors de la croissance des arbres poussant à la place. On parle de cycle fermé, contrairement aux énergies fossiles où le CO<sub>2</sub> est rejeté dans l'atmosphère (cycle ouvert).

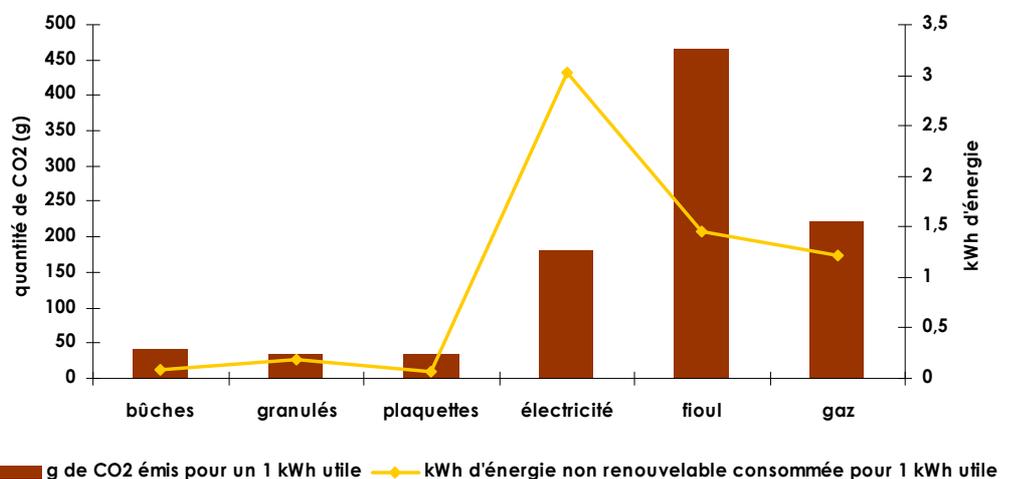
#### Schéma du bilan carbone du chauffage au granulé de bois



Source : Propellet

Les émissions de CO<sub>2</sub> peuvent varier de 9 à 33 grammes par kWh (des émissions faibles au demeurant) en fonction des distances sur lesquelles les granulés sont transportés. Cependant, le granulé étant produit et consommé généralement au niveau local, l'impact environnemental du transport du combustible reste très faible par rapport aux autres énergies (gaz, pétrole...).

#### Émissions de CO<sub>2</sub> et performances des sources d'énergie

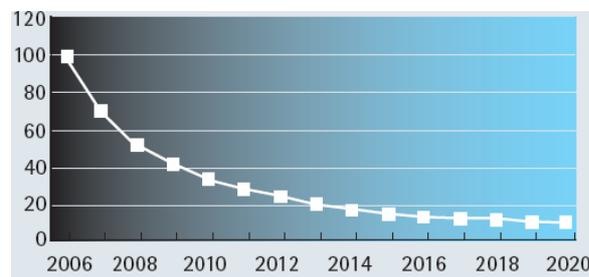


Source : ADEME, 2010

### Une énergie de plus en plus propre

La combustion du bois est généralement connue comme un facteur polluant, mais avec l'arrivée des appareils de chauffage au bois modernes, propres et efficaces, le chauffage au granulé de bois ne pollue presque pas. En amont, la filière s'est radicalement structurée pour développer un combustible normé, dont les standards de qualité ne cessent de progresser. Cette normalisation est un atout de taille car elle garantit la qualité, notamment en termes d'humidité et de propreté du bois, indispensable à une combustion propre. En l'espace de 5 ans, les émissions de poussières ont été divisées par 2. D'ici 2020, ces émissions devraient être quasiment nulles.

#### *Évolution des émissions de poussières du parc d'appareil de chauffage au bois (indice 100 en 2006)*



Source : Syndicat des Énergies Renouvelables (2006)

Le chauffage au bois d'hier a donc laissé la place à un chauffage au bois moderne dont les émissions ont été drastiquement réduites. La chaudière et le poêle à granulés de bois confirment donc leur statut d'énergie propre, en plus d'être une réponse concrète au problème du réchauffement climatique.

## 2.2. Des avantages économiques

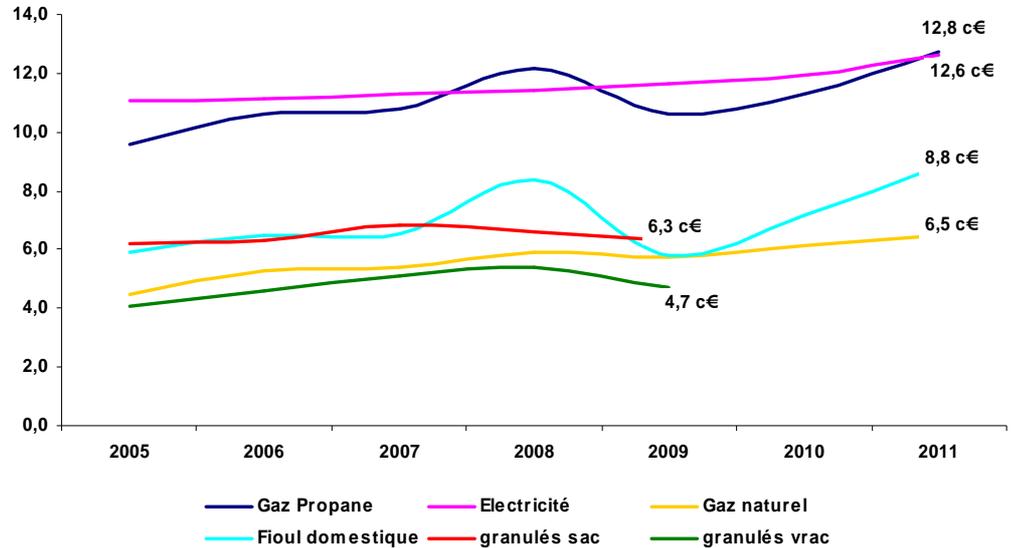
### Rendement et performance

La faible taille du granulé le rend facile à stocker et manipuler. Ainsi, il prend 3 à 5 fois moins de place que des bûches ou des plaquettes. Avec les chaudières ou poêles modernes, on peut régler au degré près et contrôler sa consommation. Aujourd'hui, certaines chaudières offrent un rendement de 85 % à plus de 90%. Par exemple, la chaudière Fröling, dont Cogra est partenaire, atteint un rendement de 95%. Les poêles offrent un rendement de 80 à 90 %, en moyenne 85% pour les poêles Harman dont Cogra est importateur en Europe de l'Ouest. La spécificité du granulé de bois repose sur la préparation du combustible en amont, dans des usines spécialement conçues, en combinaison avec des appareils capables de contrôler et d'optimiser la combustion. Cela se traduit par des rendements élevés, l'absence de gaspillage, le confort de l'utilisateur, un moyen de chauffage économique et pérenne et, bien entendu, une hygiène de combustion remarquable.

### Un coût avantageux et stable

Selon les statistiques, il faut brûler environ 2,5 T de granulés de bois pour chauffer une surface de 130 m<sup>2</sup> toute une saison hivernale, soit l'équivalent de 1 250 Litres de fioul (1 T de granulés = 500 L de fioul), soit l'équivalent d'une consommation d'énergie de 12 500 kWh à l'année. La tonne de granulés coûtant en moyenne 250 €, le budget annuel chauffage au granulé de bois d'un foyer se situe autour de 600 € contre plus de 1 000 € pour le fioul domestique.

**Évolution du coût des énergies en c€/kWh**



Source : DGEMP 2011, Euroland Finance

Le graphe ci-dessus montre la faible évolution du prix de l'énergie fournie par le granulé par rapport à celle du fioul, de l'électricité ou du gaz. Si le granulé vendu en sac peut parfois être plus cher que certaines énergies, la stabilité de son prix présente un atout indéniable pour le consommateur. Le granulé en vrac présente le rapport rendement/prix le plus avantageux. Malgré l'absence de statistiques sur le prix des granulés en 2010 et 2011, la stabilité observée dans le passé nous permet d'estimer un coût actuel similaire.

**Un soutien au financement**

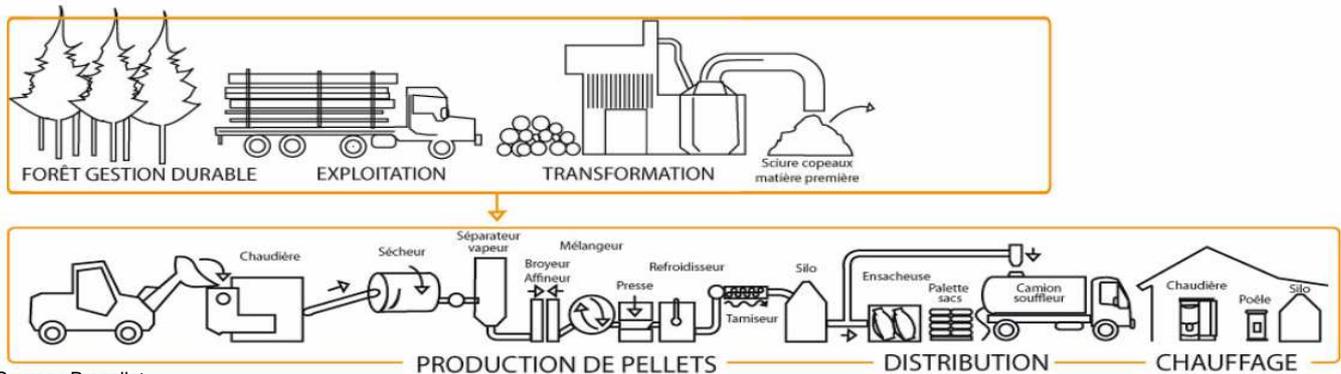
Le mode de chauffage au granulé de bois permet aux ménages de bénéficier d'avantages fiscaux ou autres soutiens financiers. Par exemple, les chaudières et poêles à granulés répondant à certaines caractéristiques de rendement permettent d'obtenir des crédits d'impôt de 22% pour les primo acquéreurs et de 36% dans le cas du remplacement d'un ancien appareil.

## Un business modèle durable

### 1/ La production de granulé, une activité respectueuse de l'environnement

Le granulé de bois est un produit issu des connexes générés par la première transformation du bois et passe par un processus rigoureux et précis.

#### 1.1 Chaîne de fabrication du granulé de bois



Source : Propellet



#### Les matières premières

La sciure, rigoureusement sélectionnée est issue de résineux (pins et sapins). Elle est livrée directement par les scieurs ou fabriquée sur le site à partir de plaquettes grâce à un broyeur. Depuis 2010, Cogra possède son propre broyeur à plaquettes lui permettant ainsi de compléter les quantités livrées.

#### Le transport et stockage

La sciure est livrée à l'usine du granulater par des camions à fond mouvant sur une distance, en général, inférieure à 30 km. Elle doit être utilisée "fraîche", donc ne pas être stockée trop longtemps. Ensuite, la sciure est chargée dans le séchoir à l'aide d'une chargeuse à godet.



#### Le séchage de la sciure

Composée à plus de 45% d'eau, la sciure doit être séchée. Phase la plus consommatrice d'énergie, elle est pourtant neutre en CO2 car les séchoirs sont, dans 95 % des cas, alimentés en chaleur par une grosse chaudière à bois. Certaines unités produisent également de l'électricité par cogénération en amont du séchage. Les recherches actuelles portent sur des procédés de séchage encore plus économes. A la sortie du tambour sécheur la sciure atteint un taux d'humidité entre 5% et 8%. Une fois séchées, les sciures sont affinées (second broyage) et envoyées vers la presse à granulés.

#### Le second broyage



La sciure et les petits copeaux sont passés dans un broyeur-affineur à marteau qui permet d'avoir des fibres de taille homogène. Le résultat est semblable à de la farine. Cette dernière est brassée dans un mélangeur au dessus de la presse.

#### Le pressage / granulation

La sciure est amenée dans une presse et est passée en force dans une filière cylindrique percée de trous de 6mm. Elle ressort sous forme de cylindres qu'un couteau coupe à une longueur de 4 cm maximum. Le pressage doit être ni trop fort ni trop léger. Le granulé doit avoir une densité de l'ordre de 1,1 pour une masse volumique de 700 kg/m3.



### **Refroidissement, tamisage**

De l'air est soufflé sur les granulés afin de les refroidir. Ce refroidissement permet d'obtenir une bonne qualité de granulé. Le granulé est ensuite amené dans un tamiseur qui le sépare des fines poussières.

### **Le stockage ou conditionnement**

Enfin intervient le conditionnement qui se fait par sac de 15 kilos, à destination des poêles, ou en « vrac » à destination des chaudières domestiques. Les granulés sont soit mis en silo pour l'alimentation en vrac des chaufferies, soit ensachés directement. La photo ci-contre témoigne de l'organisation et de la capacité de stockage de Cogra.



### **Le produit fini : le granulé**

Le produit fini est un concentré d'énergie avec environ 5000 Wh/Kg de pouvoir calorifique grâce à sa faible humidité et une masse volumique de 700 kg/m<sup>3</sup> qui facilite le transport et le stockage. Le transport des granulés en vrac est effectué par les propres moyens de Cogra, dans ses camions. Un dépoussiérage dynamique et continu est mis en œuvre durant le transfert des granulés. Cette prestation est une spécialité de Cogra développée depuis les années 90. Enfin, la société met tout en œuvre pour que les silos soient conformes aux caractéristiques techniques et au cahier des charges applicables à ce type de livraison dont elle est l'initiatrice. Ce sont notamment l'ensemble de ces exigences, forgées sur une longue expérience, qui font de Cogra un acteur spécialisé dans le granulé de bois.

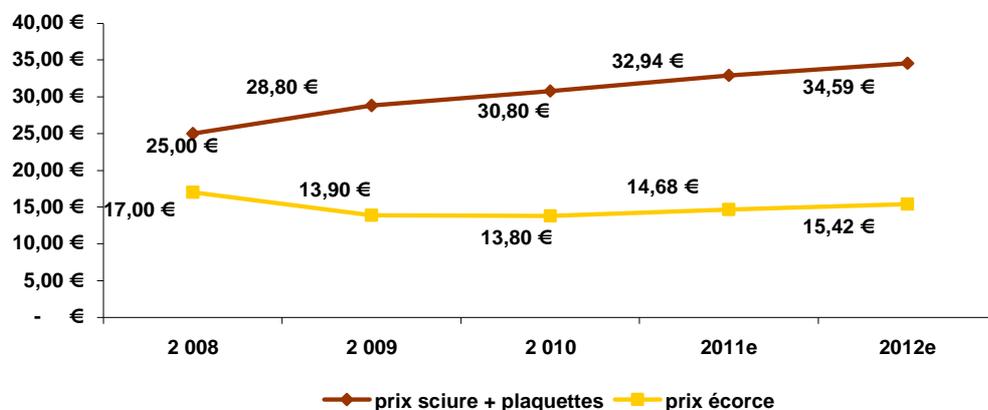
### **Une production responsable**

Depuis sa création, Cogra s'est structuré à l'échelle locorégionale. En effet, la société considère qu'il est primordial d'adapter la taille de chacune de ses usines à la ressource disponible à proximité. Si Cogra a accès aux matières premières dans de bonnes conditions, il est totalement contraire à sa philosophie de consommer cette ressource sans compter. La société considère que le prélèvement de la ressource doit être maîtrisé, pondéré et équilibré. Ainsi, les sites de production de Cogra ont été dimensionnés pour épouser toutes les lignes de cette philosophie, ce qui est un gage de pérennité. Le rayon pondéré d'approvisionnement en matières premières est d'à peine 5 km. Ce modèle permet à Cogra de proposer une offre maîtrisée, dont les ressources et les clients se situent à proximité des sites de production, réduisant de fait ses charges en termes de transport et l'émission de CO<sub>2</sub>.

### **1.2. Une difficile maîtrise du coût des matières premières**

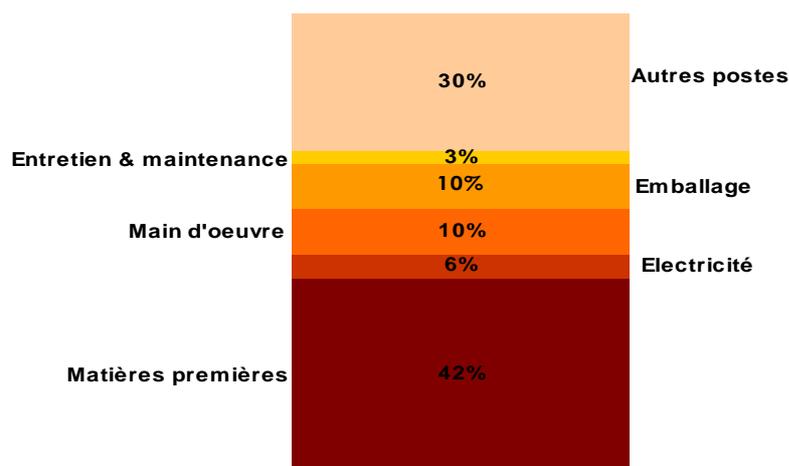
Cogra a engagé une politique de prix bien inférieure à celle pratiquée par la concurrence, lui conférant ainsi un avantage concurrentiel indéniable. En moyenne dans le secteur, la tonne de granulés est vendue 250 € en sac et 220 € en vrac. Cogra est environ 20 % moins cher que la concurrence pour une qualité optimale, reflétant ainsi sa volonté d'établir une relation durable et de confiance avec ses clients. En affichant des prix défiant toute concurrence, Cogra s'est doté d'un avantage concurrentiel fort.

La production d'une tonne de granulés est constituée à 60% de charges variables, des charges qui dépendent de l'évolution du coût de la matière première, du niveau de production et des ventes réalisées. En 2011, Cogra a subi une forte hausse du coût de la matière première d'environ 15,0 % (sciures + plaquettes) qui représente désormais près de 42 % du coût de production contre 38% en 2010. L'impact de la hausse des matières premières est répercuté par Cogra l'année suivante dans ses prix de ventes tout en gardant un positionnement prix avantageux.

**Evolution du prix des matières premières**


Source : données historiques : ADEME, estimations Euroland Finance

Les autres charges variables sont liées à l'électricité fournie pour la production. Contrairement au fioul, le prix du kWh n'a pas de propension à varier fortement. Cependant, Cogra a constaté une hausse de 13 % en 2011 du prix de l'électricité due à la contribution aux énergies renouvelables. La société prévoit une nouvelle hausse de 11 % pour l'exercice en cours. Son utilisation devrait toujours représenter entre 5,0 % et 5,5 % pour une tonne de granulé produite. La mise en sachet des granulés implique un coût estimé à hauteur de 8 % pour une tonne. La main d'œuvre affectée à la production est composée d'environ 18 personnes et constitue de ce fait une charge fixe, dont la proportion diminuera dans le temps. Le reste des charges sont des coûts fixes indirects : frais généraux, amortissements, crédit-bail, transports, etc. (30%)

**Répartition des charges pour 1 tonne de granulés produite en 2011**


Source : Euroland Finance

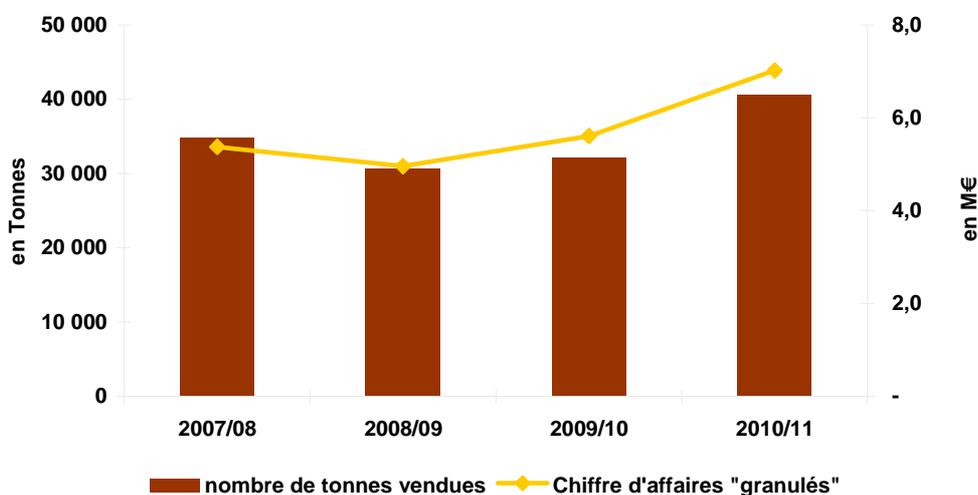
Sur l'exercice 2011, le prix de revient d'une tonne de granulé produite était de 143,00 €, réalisant ainsi une marge de 17,2 % par tonne de granulé vendue contre 19,0 % en 2010.

### 1.3. Une activité en forte croissance

Sur le dernier exercice (de juillet 2010 à juin 2011), Cogra a vendu 40 626 tonnes de granulés de bois, soit près de 8 430 tonnes supplémentaires par rapport à l'exercice précédent, pour une production totale de 50 638 tonnes. Outre l'effet volume, le chiffre d'affaires a progressé de 27 % en 2011 en raison de :

- jusqu'en février 2011 l'hiver fut très froid. L'arrivée de températures particulièrement douces dès le mois de mars a ralenti les ventes.
- un réajustement des prix opéré par Cogra pour compenser la hausse des coûts de la matière première.

**Evolution des ventes de granulés Cogra**



Source : Euroland Finance

## 2/ Une gamme de produits et de services complémentaires

Pour compléter son offre de production de granulés, Cogra s'est positionné sur le marché des poêles et chaudières et est devenu un expert en la matière en devenant « grossiste-conseil ». Ce positionnement permet à Cogra de détenir un avantage concurrentiel fort en devenant ainsi le seul producteur de granulés à distribuer des poêles et chaudières.

### 2.1. Importateur des poêles Harman

#### Le choix d'une technologie éprouvée

Comme énoncé précédemment, la société est importatrice en Europe de l'ouest des poêles Harman. Ce choix s'est fait essentiellement pour les avantages technologiques qu'offrent les produits de cette marque au niveau de la combustion et du système d'alimentation (qui ont fait l'objet du dépôt de 2 brevets de la part d'Harman). En effet ces derniers sont dotés d'une sonde qui permet une gestion par microprocesseur de tous les paramètres de fonctionnement et procure ainsi une efficacité optimale. Les poêles Harman bénéficient d'une alimentation régulière dite par le bas, qui favorise la circulation des gaz et l'oxydation, et produit un décentrage en continu. De ce fait, une vidange des cendres toutes les 6 à 8 semaines, sans éteindre le poêle, et une unique opération de nettoyage par an suffisent quand les poêles à granulés de bois classiques requièrent un nettoyage bi-hebdomadaire. Ainsi, ces produits se distinguent du fait même de leur

conception en évitant des opérations d'entretien répétées et en améliorant ainsi le confort d'utilisation. La spécificité technique de ces poêles fait d'Harman l'unique acteur à proposer ce type de produit.

### **Cogra, initiateur de l'innovation mondiale chez Harman**

En collaboration avec Harman, Cogra a mis au point une innovation mondiale pour les poêles à granulés de bois : le circuit de combustion étanche. Un appareil à circuit de combustion étanche utilise comme air de combustion de l'air prélevé à l'extérieur de l'habitation contrairement aux poêles traditionnels. Il est par la suite canalisé pour passer à travers les granulés présents dans le brûleur. Ce nouveau procédé évite que des fumées s'échappent dans la pièce et améliore le rendement de 10%.

Aujourd'hui, tous les poêles vendus par Cogra sont équipés du circuit de combustion étanche. Cette installation est compatible avec les maisons BBC (basse consommation).

### **Un mode de commercialisation efficace**

Cogra propose aujourd'hui 4 modèles à ses clients répondant à des besoins et des situations propres, avec des garanties de 6 ans pour la structure et de 3 ans pour les pièces mécaniques et électriques. Par ailleurs, Cogra dispose en permanence sur son site de stockage des pièces détachées des poêles Harman lui permettant d'assurer un service après vente unique en termes de réactivité.

Dans un rayon de 100 à 120 km autour des usines, Cogra assure les ventes de poêles, leur installation et entretien. En supprimant les revendeurs de la chaîne de commercialisation, Cogra propose des poêles environ 30% moins chers que le prix du marché. Au-delà de la zone locorégionale, en Belgique, Suisse et Italie, les ventes et l'installation sont assurées par un réseau de 400 revendeurs installateurs indépendants. Ils suivent une formation préalable obligatoire au sein des locaux de Cogra et s'engagent à respecter l'avis technique de la société.

## **2.2. Grossiste, conseiller et revendeur des chaudières Fröling**

Cogra est grossiste conseil/revendeur de chaudières Fröling. Présent dans toute l'Europe et dans le monde, Fröling a pris part de façon décisive au développement des techniques modernes de chauffage au bois grâce à une série d'innovations remarquées.

Cogra propose aujourd'hui une chaudière à granulés de dernière génération, la P4. Dotée de la Technologie WOS (système d'optimisation du rendement) elle offre notamment une combustion propre, des émissions réduites au minimum et un décendrage automatique, afin de satisfaire le plus grand nombre d'exigences. Sa gamme de puissance et la possibilité d'installation en cascade correspond au besoin d'installations domestiques et de petits immeubles collectifs.

Les ventes de chaudières représentent aujourd'hui une part encore peu significative dans le chiffre d'affaires de Cogra. En effet, la chaudière implique un investissement pour l'utilisateur au départ beaucoup plus important que le poêle, constituant ainsi le frein principal. L'activité tend néanmoins à se développer dans les années à venir grâce à l'expertise de Cogra et un intérêt de plus en plus prononcé de la part des clients pour ce type de produit.

## **2.3. Un accompagnement global du client**

Complément naturel de sa capacité à fournir le granulé de bois et les appareils spécifiques à ce dernier, Cogra propose une offre de services personnalisée répondant à des besoins divers. Ces prestations permettent à Cogra d'assurer le suivi de son client et d'anticiper ses éventuels besoins. Ainsi, la société effectue des prestations de services selon le segment de clientèle :

- Les poêles et chaudières à destination des particuliers :
  - o L'Étude et dimensionnement

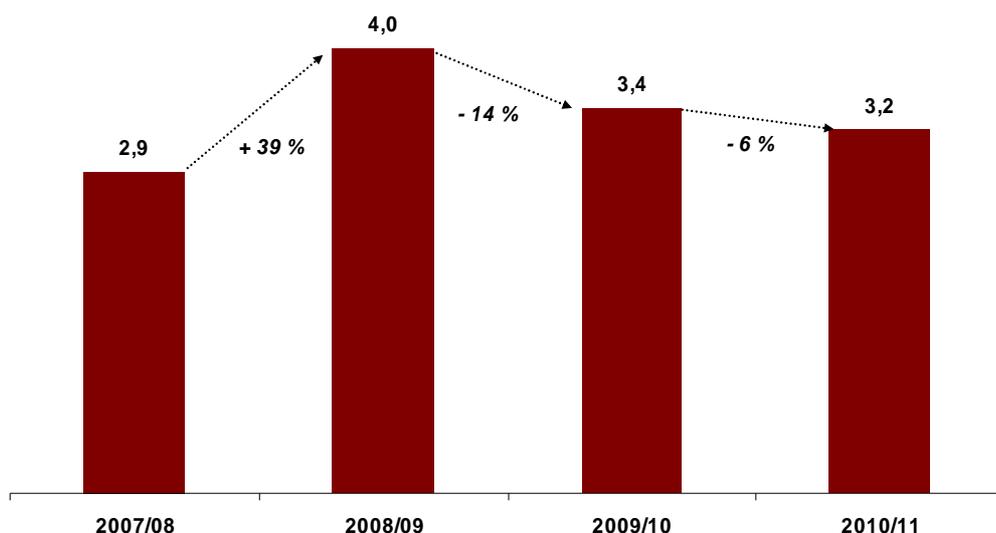
- La Conception silo de stockage de granulés
  - L'Implantation de la chaufferie
  - Le Conseil technique
  - La Garantie d'approvisionnement
  - Assistance au plombier chauffagiste
  - Entretien annuel & ramonage
  - Stock permanent de pièces détachées
- Poêles et chaudières à destination des professionnels :
- formation des revendeurs
  - Service technique expert
  - Stock de poêles
  - Stock de pièces détachées

Selon la demande, Cogra soumet une offre adaptée et son service technique qualifié assiste les clients selon le degré d'intervention retenu. La Société, grâce à son expertise, son expérience, son intervention en direct sur une zone de 120 km environ autour de ses usines et son réseau de distributeurs formés, intervient en amont du processus de commercialisation, en conseillant et en assistant ses clients sur des aspects techniques (poses, élaboration de plan,...).

#### 2.4. Une activité impactée par une concurrence accrue

L'exercice 2008-2009 a été une bonne année pour Cogra car l'hiver 2008 était particulièrement froid et le prix des énergies fossiles avait beaucoup augmenté. Les ventes de chaudières et poêles ont atteint un pic à près de 4,0 M€. Cette performance s'explique également par des niveaux d'avantages fiscaux élevés dont bénéficiaient les acquéreurs (crédit d'impôt de 40%). Depuis l'exercice 2009/10, les ventes de Cogra subissent les conséquences d'une concurrence accrue dont la communication est particulièrement agressive. En 2011, elles ont reculé de 6% à 3,2 M€ contre une baisse de 14 % l'année précédente.

**Évolution des ventes de poêles et chaudières**



Source : société, Euroland Finance

### **3/ Principales caractéristiques du chiffre d'affaires**

#### **3.1. Un majorité de clients particuliers**

En proposant une offre combinée de granulés / appareils de chauffage basée sur le principe de qualité et rendement optimaux, Cogra attire des clients soucieux de leur confort, de leurs économies et de l'impact écologique sur la planète. La société s'adresse notamment à une clientèle de particuliers, qui représente environ 70 % du CA. Les clients qui se fournissent en poêles ou chaudières chez Cogra s'approvisionnent par la suite régulièrement en granulés (en vrac pour les chaudières et en sac pour les poêles) chez Cogra également. Ainsi, la vente d'appareils de chauffage tire mécaniquement les ventes de granulés et assure ainsi une forte récurrence du chiffre d'affaires.

30 % du chiffre d'affaires de Cogra provient des clients professionnels et des collectivités. Cette clientèle est généralement la plus fidèle car nécessite un approvisionnement en granulés plus important et régulier.

#### **3.2. Un chiffre d'affaires export en croissance**

Depuis quelques années, Cogra exporte sa production ainsi que les poêles à granulés en Suisse, Belgique et Italie. Représentant environ 20 % du CA total ces deux derniers exercices, il atteint en 2011 26 % du CA global, conformément à la stratégie de la société. L'Italie représente à ce jour le plus gros marché export de Cogra (85 % du CA export). L'Italie est un marché mûre où la consommation en granulés est supérieure à leur capacité de production. Cogra entend accroître ses ventes à l'export :

- des poêles car la technologie commence à être reconnue, surtout en Belgique
- des granulés en Belgique et surtout en Italie où la clientèle de distributeurs est séduite par le rapport qualité / prix / stabilité / respect des engagements.

#### **3.3. Une saisonnalité très marquée pendant l'hiver**

L'activité de Cogra étant destinée au chauffage, elle présente par nature une saisonnalité très marquée durant la saison hivernale, et notamment en janvier et février. Environ 80% de l'activité est réalisée sur 8 mois. A partir du mois d'avril jusqu'en août, l'activité est nettement ralentie. Cette période est donc généralement consacrée à l'entretien ou la réparation du matériel de production et au stockage de la production et des marchandises pour préparer sereinement la saison suivante. A la fin de l'été, les particuliers et collectivités se préparent à la saison hivernale.

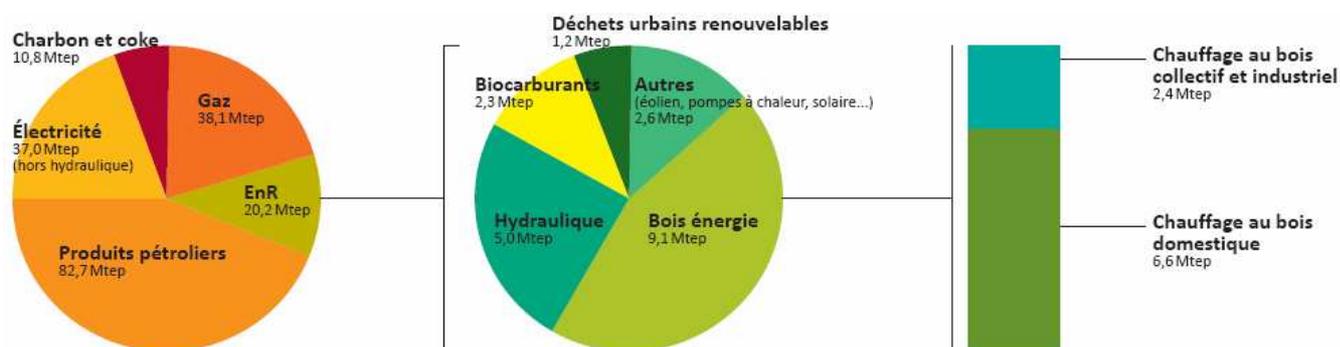
Ce modèle économique implique un stockage massif à la clôture de l'exercice en juin et donc un BFR structurellement positif.

## Un environnement favorable à la croissance du secteur

### 1/ Le marché du granulé de bois

#### 1.1. Le bois énergie, première source d'énergie renouvelable

Le terme de biomasse désigne l'ensemble des matières organiques d'origine végétale, animale ou fongique pouvant devenir source d'énergie par combustion (ex : bois énergie), après méthanisation (biogaz) ou après de nouvelles transformations chimiques (biocarburant). La biomasse est la première source d'énergie renouvelable de la France. Le bois énergie, qui consiste à l'utilisation du bois en tant que combustible, représente à lui seul 45 % des énergies renouvelables produites en France en 2008.



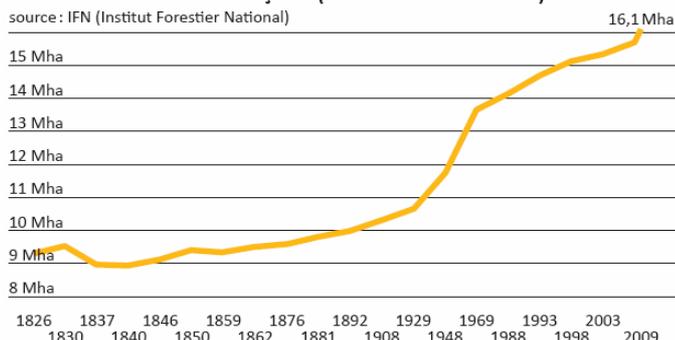
Source : Direction Générale de l'Énergie et du Climat (DGEC), Syndicat des Énergies Renouvelables (SER), juin 2011

#### Une ressource sous-exploitée

La forêt française recouvre 28,6 % de la surface métropolitaine, soit 17 millions d'hectares contre 9 millions d'hectares 150 ans plus tôt. En France, l'utilisation du bois énergie participe à l'entretien des forêts, à une gestion durable, à l'indépendance énergétique et à la sauvegarde de la planète. Tant que le volume de bois prélevé ne dépasse pas l'accroissement naturel de la forêt, la ressource est préservée. La disponibilité théorique en bois en France pour des usages énergétiques s'établit à 18,2 Mtep, contre une consommation actuelle en France de 8,2 Mtep (Mega tonne équivalent pétrole). Le potentiel est donc 2 fois plus important.

#### Croissance de la forêt française (en millions d'hectares)

source : IFN (Institut Forestier National)

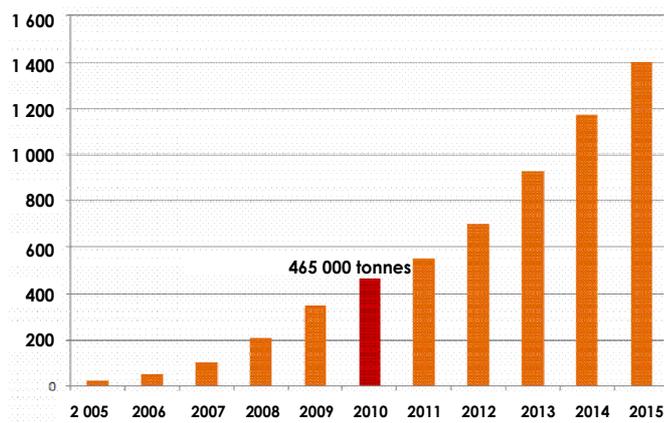


Source : Institut Forestier National (IFN)

### Le bois énergie, un enjeu majeur du Grenelle de l'Environnement

Un des objectifs du Grenelle de l'environnement est de produire, d'ici 2020, 23% de l'électricité consommée en France à partir d'un mix d'énergies vertes, contre 10 % en 2008. Pour atteindre cet objectif, toutes les filières sont mobilisées et en particulier la biomasse. L'énergie produite à partir de la biomasse sous forme de chaleur ou d'électricité devra être portée à 17,9 Mtep contre 9,5 Mtep actuellement. L'énergie bois devra concentrer près de 12,6 Mtep contre 8,8 Mtep actuellement.

#### Production de granulés de bois en France (en kilo Tonnes)



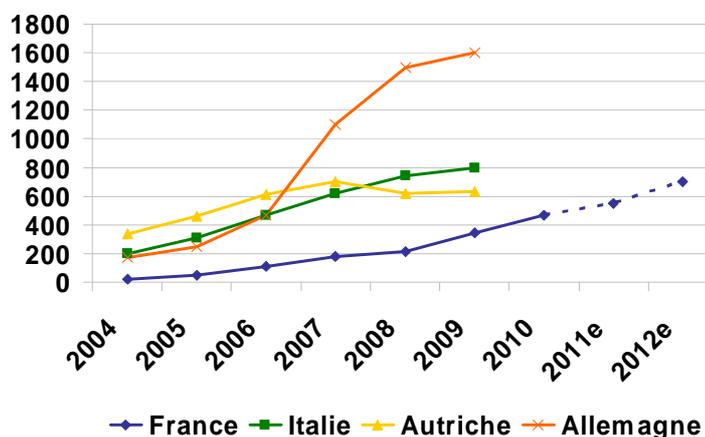
Source : données SNPGB, perspectives Propellet

### 1.2. Le granulé de bois en relais de croissance du bois énergie

#### La production des granulés de bois en pleine expansion

La consommation des granulés de bois ne représente aujourd'hui que 0,4 % (source: ESR, mars 2011) des combustibles bois utilisés mais est en pleine expansion. Entre 2008 et 2009, la consommation a progressé de 47 % à 310 000 tonnes. Selon le SNPGB (syndical national des producteurs de granulés de bois), la production nationale de granulés de bois est passée de 345 000 tonnes en 2009 à 465 000 tonnes en 2010 (+34%). Les estimations pour les années à venir sont prometteuses puisqu'elles prévoient une production 3 fois plus importante d'ici 2015 afin de répondre à une demande en forte croissance.

#### La production de granulés de bois en Europe



Source : données SNPGB, perspectives Propellet

### **Un marché porteur en France**

Si l'on compare la production française de granulés à celle de l'Italie, Allemagne ou Autriche, on observe que la France affiche un certain retard. La championne est l'Allemagne avec une production de 1 600 000 tonnes en 2009. Si le marché français a tardé à croître, c'est parce que le granulé de bois est encore peu connu des français. Le granulé de bois, bien que faisant partie des énergies renouvelables, ne bénéficie pas de la même communication que l'éolien. De plus, il s'agit d'un marché qui a eu du mal à décoller dans les années 80 et qui a été délaissé par le soutien public. Les acteurs du bois ont donc dû se développer, s'organiser et se structurer par eux-mêmes.

Aujourd'hui, le marché français du granulé de bois est encore jeune et voué à un développement semblable aux voisins européens. En effet, le besoin auquel répond le granulé, combustible renouvelable et moderne, existe à grande échelle chez le particulier et les collectivités. Désormais, il peut rencontrer une offre suffisante, organisée et à la qualité garantie. La hausse du prix des énergies fossiles observée ces dernières années devrait se poursuivre et favoriser l'expansion du marché du granulé, destiné à remplacer les énergies non renouvelables.

## **2/ Le marché du chauffage au bois**

### **2.1. Le chauffage au bois domestique, premier marché cible de Cogra**

En France, 78% du bois énergie est consommé dans le secteur domestique par les ménages. Le bois énergie représente la principale source d'énergie d'origine renouvelable consommée par les ménages. Cette énergie est produite par différents appareils domestiques (poêles, inserts, foyers fermés, chaudières, cuisinières) adaptés aux besoins du consommateur.

#### **Un marché soutenu par l'Etat français**

L'Etat encourage fortement l'achat et le renouvellement des appareils de chauffage bois en lançant notamment la « prime à la casse » pour les chaudières d'ancienne génération. D'après le SER (Syndicat des Energies Renouvelables), 70% du parc français soit 5 millions d'appareils, date d'avant les années 2000. L'arrivée des inserts, poêles et chaudières bois à double combustion, poêles à granulés et chaudières automatiques à granulés de bois, est donc en train de transformer le marché. D'ailleurs, dans le cadre des engagements du Grenelle de l'Environnement, l'Etat français s'est engagé à doubler le nombre d'appareils de chauffage au bois en France d'ici 2020, sans augmenter le volume de bois brûlé. Dans ce renouvellement de paysage, le granulé de bois, et particulièrement les chaudières et poêles à granulés de bois, jouent un rôle de première importance.

Pour inciter les français à se convertir au bois énergie, l'Etat a mis en place plusieurs mesures de soutien financier :

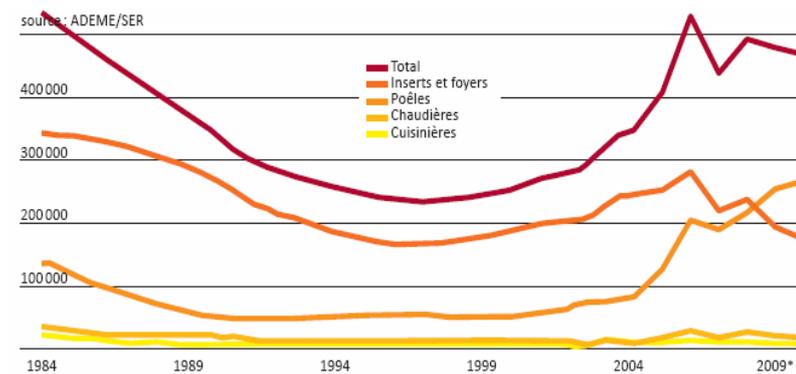
- crédit d'impôt dans le cadre d'une primo acquisition ou bien un remplacement
- éco-prêt à taux zéro
- TVA réduite à 5,5 % (matériel & main d'œuvre) dans les logements de plus de 2 ans
- Aides de l'ANAH (Agence nationale de l'habitat)
- Aides régionales

#### **Des ventes accélérées par les crédits d'impôts**

Depuis 2004, les ventes d'appareils de chauffage au bois ont fortement augmenté (+63% entre 2004 et 2006) principalement portées par l'amélioration du rendement, la réduction d'émissions polluantes et la baisse des consommations unitaires. Cette croissance du marché s'est notamment observée dès la mise en place d'avantages fiscaux. Ces avantages donnaient droit dès 2005 à un crédit d'impôt de 40 % sur l'acquisition d'un appareil performant jusqu'en 2009. L'engouement de la part des français pour les avantages fiscaux a conduit l'état en 2010 à réduire les taux de crédit d'impôt à 25% pour les primo acquéreurs, tout en conservant un crédit

d'impôt de 40% dans le cas du remplacement d'un appareil ancien. La loi des Finances 2011 a de nouveau révisé les taux pour les porter à 22 % pour les primo-acquéreurs et 36% pour le remplacement d'un appareil, à partir du 1er janvier 2011. Malgré les rabots fiscaux, on peut observer sur le graphe ci-dessous que les ventes de poêles n'ont pas pâti de ces mesures et continuent de croître depuis 2004.

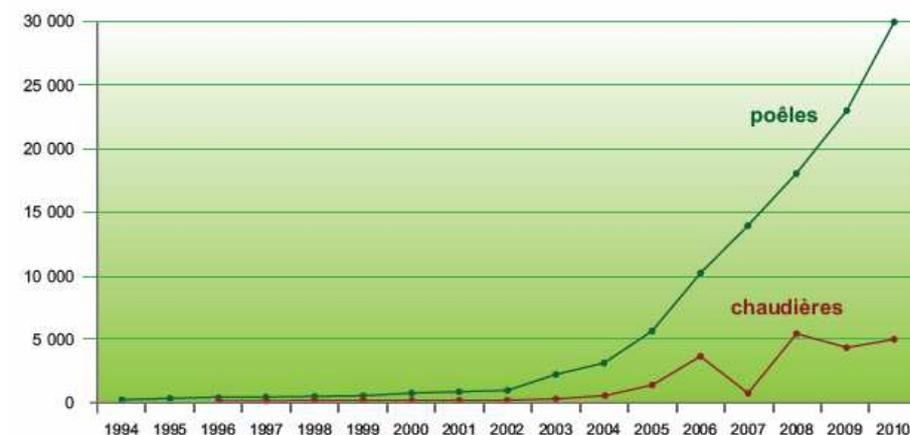
### **Historique des ventes d'appareils de chauffage au bois domestique en France**



### **Les appareils de chauffage à granulés de bois en relais de croissance**

Les appareils les plus performants sont les poêles à bois car moins consommateurs d'énergie que les foyers ou cuisinières. C'est la raison pour laquelle on peut observer une nette hausse des ventes de poêles par rapport aux autres appareils. Entre 2008 et 2009, les ventes ont cru de 17 %, une hausse portée notamment par les poêles à granulés (+35% à environ 23 000 poêles). En 2010, les estimations pour le marché des poêles à bois tablaient sur une croissance modérée de 5 % dont le principal vecteur est le marché des poêles à granulés de bois. En effet, le SER estimait que les ventes de poêles à granulés allaient croître de +20 % à près de 30 000 poêles.

### **Historique des ventes de poêles et chaudières à granulés**



Les chaudières à bois ne connaissent pas le même succès que les poêles en raison d'un investissement au départ beaucoup plus élevé. Avec la baisse du taux de crédit d'impôt, les acheteurs préfèrent recourir à un modèle de chauffage d'appoint comme le poêle. En 2010, les ventes de chaudières subissent une baisse de 14% à 18 000 unités contre 20 900 en 2009

(source : OBSERVER). En revanche, les chaudières à granulés sont les produits qui subissent le moins les révisions du crédit d'impôt. Les estimations indiquent une croissance en 2010 de 11 % à 5 000 chaudières vs 4 500 en 2009.

Le sous-segment des appareils à granulés de bois pourrait donc connaître une demande urbaine et périurbaine importante dans les années à venir, le stockage et l'approvisionnement en granulés étant plus facile que pour les bûches.

### **Un avenir prometteur**

Le ralentissement visible du marché des appareils à bois ne s'applique pas au sous segment des appareils à granulés. En effet, l'acquisition des appareils à granulés confère plusieurs avantages à l'utilisateur :

- avantages fiscaux maintenus (mais régulièrement revus à la baisse)
- un meilleur rendement que le reste des appareils à bois
- une plus grande facilité d'utilisation (les granulés sont plus facilement manipulables et stockables)
- une volatilité des prix moins importante que les énergies fossiles

Selon l'ADEME, d'ici 2020 les ventes annuelles devraient atteindre 136 000 poêles à pellets et 87 000 chaudières bois, parmi lesquelles une part relative plus importante qu'aujourd'hui de chaudières à pellets. Cette augmentation forte des ventes d'appareils se fait pourtant à consommation constante de bois, un objectif fort du Grenelle, grâce à la baisse des consommations des habitations et à l'amélioration des performances des appareils. Une interprétation de Propellet est que la consommation de bois va glisser en partie du bois bûche vers le pellet. L'étude précise que ce scénario est réalisable à condition d'une volonté forte des pouvoirs publics pour accompagner le développement du chauffage au bois.

## **2.2. Le chauffage au bois collectif, une filière en développement**

Utilisable dans les appareils domestiques, le combustible bois peut également être valorisé sous forme de chaleur grâce à sa combustion dans des chaufferies collectives ou industrielles. Les chaudières bois/biomasse peuvent ainsi alimenter directement des ensembles (chaudières en pied d'immeuble, ou production de chaleur dans l'industrie) ou alimenter des consommateurs via des réseaux de chaleur.

Une chaufferie bois énergie est un local (bâtiment) dédié comportant une chaudière bois/biomasse dont la puissance est supérieure à 70 kW et un silo de stockage du combustible bois (plaquettes, granulés). Sous ces formes particulières, le bois a la faculté d'être transporté jusqu'au foyer de la chaudière de façon automatique et régulée. Les produits de combustion sont évacués par un conduit de fumée correctement dimensionné.

### **Des objectifs du Grenelle de l'Environnement favorables à la filière**

Pour le chauffage collectif et industriel, le Grenelle de l'Environnement a fixé un objectif à horizon 2020 de la production de 5,2 Mtep à partir de la biomasse contre 1,4 Mtep en 2006. Il y a donc un important potentiel à exploiter pour atteindre ces objectifs.

Le comité opérationnel n°10 a identifié un gisement de production d'énergie thermique très important à partir du chauffage au bois collectif :

|   | <b>2006</b>  | <b>2020</b>  |
|---|--------------|--------------|
| <b>Biomasse (en Mtep)</b>                   | <b>1 400</b> | <b>5 200</b> |
| dont bâtiments                              | 100          | 800          |
| dont réseaux de chaleur collectif/tertiaire | 100          | 1 200        |
| dont industrie/process                      | 1 200        | 3 200        |

Source : Comop n°10

### **De nombreux soutiens**

Jusqu'alors soutenu par l'ADEME et les collectivités, le chauffage au bois collectif bénéficie de plusieurs outils pour son développement :

- le crédit d'impôt de 22% pour le raccordement par un particulier à un réseau de chaleur alimenté majoritairement par une énergie renouvelable
- l'éligibilité aux certificats d'économie d'énergie
- l'éligibilité au système d'échange de quotas de CO<sub>2</sub>
- la TVA réduite sur l'abonnement à un réseau de chaleur alimenté par une énergie renouvelable

### **Un marché ciblé par Cogra**

Les zones rurales, qui sont souvent mal desservies par les réseaux énergétiques, ont de plus en plus recours à l'énergie décentralisée, c'est-à-dire à la production d'énergie à partir d'installations de petites capacités comme les éoliennes. L'énergie produite par le granulé de bois répond parfaitement à cette demande d'énergie décentralisée en plus d'être plus économique. Cogra voit sur ce segment un important potentiel de croissance, et entend mettre en place une offre structurée pour les petites chaufferies collectives.

Aujourd'hui en France, une centaine de réseaux de chaleur alimentés par au moins une chaufferie bois desservent des logements collectifs, des établissements scolaires, des hôpitaux ou cliniques, et piscines.

### **Conclusion**

Le marché français du chauffage au granulé de bois a de belles perspectives d'avenir. La crise actuelle autour du nucléaire, dont les français sont fortement dépendants, devrait aboutir progressivement à la fermeture de centrales françaises, et ce dans un contexte où l'énergie pétrolière est de plus en plus chère. Les populations devraient de plus en plus s'intéresser aux énergies plus économiques comme le granulé de bois qui, de plus, est écologique. Avec l'évolution technologique des appareils à granulés pour un impact écologique quasi nul et une facilité d'utilisation, la consommation de granulés pour le chauffage domestique et collectif devrait ainsi fortement augmenter.

## Un positionnement concurrentiel avantageux

### La concurrence énergétique en perte de vitesse

Pour se chauffer, les ménages peuvent utiliser différentes sources d'énergie : le gaz, le propane, le fioul ou l'électricité. Les producteurs et fournisseurs de ces types d'énergies constituent à ce titre la concurrence indirecte de Cogra, producteur de granulés de bois à destination des appareils de chauffage à granulés. Cependant, la forte hausse du prix des énergies incite les ménages à se replier vers des sources moins coûteuses et propres. En effet, l'évolution des mentalités pour un l'écologie joue en faveur des acteurs des énergies renouvelables et entre autres des producteurs de granulés de bois comme Cogra.

### Cogra, seul acteur historique de la production de granulés

Le début du 21ème siècle a été marqué par une forte hausse des énergies fossiles et une mobilisation des mentalités en faveur de l'utilisation des énergies renouvelables. Nombreux sont ceux qui ont voulu saisir l'opportunité de se lancer dans la production d'énergies renouvelables pour capter un marché voué à une très forte croissance. Dans le domaine des granulés de bois, hormis quelques acteurs historiques comme Cogra et Archimbaud, la plupart des concurrents ont pénétré le marché entre 2005 et 2006 soit par création de société, soit par lancement d'une nouvelle activité en complément des activités historiques dans la transformation du bois. Ainsi, à fin octobre 2010 il existait 51 producteurs de granulés de bois en France contre 34 à fin 2009. Une partie de ces producteurs sont des scieurs qui complètent leur activité en valorisant les connexes.

A titre d'exemple, la scierie **Archimbaud** située au cœur du Poitou-Charentes, s'est lancée dans la production de granulés de bois depuis 2007 et est devenu l'un des plus gros producteurs en France. Cependant, la production est limitée par le propre approvisionnement de la société.

La société familiale **Moulinvest** a été fondée en 1916 et reprise par les frères Moulin en 1967. Avec comme cœur de métier le sciage du bois et la production de pièces de bois de construction (éco-construction), Moulinvest est actuellement en train de finaliser sa stratégie de diversification dans le bois énergie. Ainsi, la société a indiqué que ses nouvelles activités de cogénération et de granulés de bois devraient être opérationnelles dès la fin de l'exercice 2011/12. L'objectif de production est de 60 000 tonnes par an. Moulinvest pourrait devenir à moyen terme un concurrent sérieux de Cogra de par sa taille et sa localisation à la frontière de l'Auvergne et du Rhône-Alpes.

La société **EO2** a été créée en 2006 et est cotée en bourse sur le Marché Libre depuis 2007. Les fonds levés à cet effet (5,0 M€) ont permis à EO2 de construire une usine en Auvergne d'une capacité de production annoncée de 80 000 tonnes par an. Cette usine n'est opérationnelle que depuis fin 2008. Les ventes de granulés ont permis de générer un CA de près de 10 M€ en 2010 et de 13,0 M€ en 2011, ce qui est très en deçà d'une production de 80 000 tonnes. EO2 est devenu cependant le concurrent le plus sérieux de Cogra de par sa taille et sa localisation. A moyen terme, EO2 envisage de se lancer dans l'activité de cogénération.

Dans les régions proches de celle où Cogra est implanté, on peut citer:

- **Alpin Pellets (Savoie):** la capacité de production annoncée par la société est de 45 000 tonnes. Alpin Pellets a réalisé en 2009 un CA de 4,2 M€ et a accusé une perte de -1,0 M€. Ceci équivaut à moins de 20 000 tonnes vendues à perte.
- **Société des granulés d'Arlanc/Diwood :** fondée en 2007, la société dispose d'une capacité

de production d'environ 20 000 tonnes et est opérationnelle depuis 2009. Ne disposant pas de moyen d'ensachage des granulés, elle s'est alliée à Deshydrôme en créant la marque Natural Energie afin de distribuer sa production en sacs.

- **Vert Deshy SAS** : anciennement une usine de déshydratation de végétaux, Vert Deshy est située aux frontières de l'Ain, du Rhône et de l'Isère et annonce une capacité de production de 35 000 tonnes. En 2010, elle a enregistré un CA de 3,7 M€ et un résultat à l'équilibre. Ces chiffres montrent bien que la capacité de production est sous exploitée.



Source : SNPGB

*A noter que la société Azur Pellets n'existe plus et que Cimaj Bricafeu est un producteur de bûchettes et non de granulés.*

## Une concurrence accrue chez les fabricants de poêles

Concernant l'environnement concurrentiel des poêles à granulés, il n'existe presque aucune donnée chiffrée. Selon le SER, les appareils à bûche représentent actuellement 95 % des ventes sur le marché des appareils à bois mais on observe une forte progression des appareils à granulés. Les fabricants de poêles à granulés sont nombreux en France et dans le monde entier. La concurrence française est dominée par 4 acteurs historiques :

- **Supra**, actuellement une filiale de EDF Energies Renouvelables (cession de la filiale en cours) : ce spécialiste du chauffage à bois et électrique est présent sur le marché depuis 1878 dans plus de 25 pays (89% du CA est réalisé en France) et a réalisé un CA 2010 de 65,1 M€ vs 72,0 M€ en 2009 (-9,7%) avec une baisse de 16% sur les appareils à bois. Dans un contexte de conjoncture économique difficile et de rabots fiscaux, les consommateurs se sont dirigés vers des poêles à bois d'entrée de gamme, segment peu ciblé par Supra. Supra a entamé une phase de réorganisation pour assainir ses comptes (résultats 2010 et S1 2011 négatifs) et s'adapter à un environnement concurrentiel.
- **Seguin Duteriez**, spécialiste des cheminées et chauffage à bois depuis 30 ans : à travers un réseau de 150 revendeurs dont 40 en exclusivité, la société distribue des poêles à bois sous

sa propre marque ou bien les marques comme Hwam (Danemark) ou Piazzetta (Italie). En 2008, le groupe a réalisé un CA de 18,7 M€ (+14,9%).

- **Brisach**, fabricant de cheminées et poêles à bois depuis 1969 : à travers un réseau de 100 revendeurs en France, ce groupe a réalisé un CA de 48,4 M€ sur 18 mois entre 2009 et 2010.
- **Deville**, fabricant français de poêles à bois, granulés et fioul depuis 1846 : positionné sur les gammes standard, le groupe a réalisé un CA 2010 de 20,7 M€ vs 20,4 M€ en 2009 (+1,5%).

Les autres acteurs dominants sur le marché mondial sont étrangers :

- **Palazzetti** (Italie) leader européen et mondial dans le secteur du chauffage domestique au bois et dérivés.
- **Hase** (Allemagne), spécialiste des poêles-cheminées à bois
- **Harman**, fabricant américain de poêles à bois, granulés ou charbon, qui bénéficie d'une position concurrentielle avantageuse sur le marché grâce aux qualités écologique et économiques de ses poêles. Cogra est distributeur des poêles Harman en France.

Les données chiffrées sur leurs ventes en France ne sont pas disponibles. Selon Cogra, Palazzetti est le concurrent le plus sérieux (leader). Les poêles conçus par le fabricant italien ne possèdent pas de décendrage en continu et nécessitent un arrêt bihebdomadaire contre toutes les 6 à 8 semaines pour les poêles Harman ce qui représente une contrainte non négligeable pour le consommateur. De plus, les pièces détachées doivent être commandées en Italie, tandis que Cogra s'est engagé à en stocker sur ses sites afin de les livrer au plus vite à ses clients.

Si Cogra ne possède pas encore de part de marché critique sur le marché français, ceci est dû à une force de communication plus importante de la part des concurrents. Cogra souhaite donc s'engager dans une campagne marketing et de formation des revendeurs afin de se démarquer de la concurrence et faire valoir les avantages de son offre.

#### **Par rapport à la concurrence française, Cogra détient 7 avantages concurrentiels :**

- les granulés de bois sont certifiés DIN+
- une expertise de 30 ans dans la fabrication du granulé et donc une parfaite maîtrise de la chaîne de fabrication
- sites de production en Auvergne et Haute Loire lui permettant de desservir plusieurs départements
- importateur des poêles Harman et la qualité de grossiste conseil Fröling
- des fournisseurs partenaires/actionnaires lui garantissant un approvisionnement de qualité et à moindre coût
- exportation dans 3 pays voisins
- Double compétence combustible/appareil

Ainsi, Cogra dispose d'un positionnement concurrentiel unique et avantageux qui devrait lui permettre de prendre une part de marché prépondérante à moyen terme.

## Axes stratégiques

Avec près de 30 ans d'existence, Cogra est aujourd'hui une société structurée, organisée et reconnue pour la qualité de ses granulés et pour son expertise dans le conseil du chauffage aux granulés. Le plein développement des énergies renouvelables depuis le début du siècle a donné des ailes à la filière bois énergie et notamment à Cogra qui a vu ses ventes augmenter fortement ces dernières années. Aujourd'hui, la société souhaite se donner les moyens d'élaborer sa stratégie afin de poursuivre son expansion. L'objectif de la levée de fonds est de financer en partie la construction d'une nouvelle usine de production et l'installation du matériel. Par ailleurs, Cogra envisage un renforcement des effectifs managériaux et commerciaux pour permettre le développement commercial en France et à l'export.

### 1/ La production se renouvelle

#### Renforcement des équipes de production et de R&D

Depuis juin 2011, Cogra dispose d'un chef d'exploitation pour l'usine de Mende dont le rôle est d'assurer l'exploitation et la maintenance des installations techniques.

La société a recruté en septembre dernier un chargé de développement (création de poste). Actuellement en formation, il devrait rapidement endosser les responsabilités et participer à la recherche et l'innovation en matière de procédés de chauffage au granulé de bois. Par exemple, Cogra travaille actuellement à : 1/ caractériser le concept de chaufferie individuelle ou collective et 2/ développer un silo en dur (non textile) qui donnerait un meilleur confort d'utilisation. Ce poste devrait évoluer rapidement vers un poste de direction technique pour la gestion de la production des granulés et des achats de matières premières.

#### Une nouvelle usine à prévoir

Construite en 1982, l'usine de production située à Mende ne correspond plus aujourd'hui aux ambitions de production de la société et aux perspectives du marché en terme de quantités. A ce titre, Bernard Chapon souhaite la remplacer en construisant une nouvelle usine qui aurait une capacité de production d'environ 50 000 tonnes (contre 15 000 tonnes à Mende). L'usine serait construite sur le modèle de Craponne :

- un site de production
- un site de stockage d'une capacité de 8 000 tonnes
- un magasin dédié à la vente des poêles, chaudières et granulés.

Cet investissement (terrain + usine) est évalué à près de 3,0 M€ et devrait être financé par le biais d'un crédit-bail immobilier. L'achat et l'installation du matériel de production requiert un investissement supplémentaire de 5,0 M€, financé en partie par la levée de fonds (2,5 M€) et par un emprunt bancaire pour le solde.

L'usine devrait être opérationnelle dès la fin de l'exercice 2012/213. Cogra devrait disposer ainsi d'une capacité de production totale de 100 000 tonnes. L'accroissement de la capacité de production devrait permettre de répondre à la demande croissante du marché et notamment à celle des chaufferies collectives dont les besoins sont plus conséquents et nécessitent un approvisionnement certain et régulier.

Si l'usine de Mende est destinée à fermer, il en subsistera le magasin de vente afin de continuer à approvisionner la région en poêles, chaudières et granulés.

## **2/ Développement commercial : vers une offre de services de proximité**

### **Renforcement des équipes**

Depuis avril 2011, une personne est en charge de la communication et du marketing. Afin d'améliorer la communication de Cogra, elle devra notamment mener des actions publicitaires ainsi que gérer le site web. Cette mesure devrait permettre à Cogra d'asseoir sa notoriété dans la profession et de favoriser le développement commercial.

Lorsque la nouvelle usine sera construite, le conseil et la vente des produits seront supervisés par deux technico-commerciaux, affectés sur chacun des 2 sites. Ils seront en charge notamment de développer l'activité de petites chaufferies collectives.

En outre, Cogra envisage de recruter un directeur administratif et financier afin de renforcer l'équipe dirigeante.

### **Ouverture d'un magasin à Craponne**

L'usine de Craponne ne possède pas encore de magasin dédié à la vente des produits. Cogra envisage d'agrandir le site afin d'y implanter un magasin. Ce choix est purement stratégique puisque l'usine touche diverses régions densément peuplées comme le Puy de Dôme et la Loire.

### **Vers une structuration de l'offre**

En tant qu'importateur des poêles Harman en Europe de l'Ouest et contributeur à leur évolution technologique, les équipes de Cogra peuvent se prévaloir d'avoir acquis une expertise en la matière. Afin d'exploiter les connaissances et compétences techniques, Cogra souhaite structurer une offre complète autour du couple poêles et chaudières et granulés en intégrant une offre personnalisée de conseil clientèle (étude des besoins, conseil en financement et SAV), la conception (emplacement appareil et méthode d'approvisionnement), des prestations de maintenance/entretien et d'approvisionnement. Dans le cadre de la construction de chaufferies collectives, marché à fort potentiel, Cogra fera appel à un réseau de partenaires associés tels que les maçons, menuisiers, plombiers.

Si Cogra réalise déjà ce type de prestations actuellement, les engagements demeurent tacites et donc incertains. Le but est ainsi d'imposer un nouveau métier spécialisé de concepteur-ensemblier chaufferies et d'entretenir une communication avec la clientèle.

Ce modèle d'offre sera développé autour des usines afin de faciliter la livraison (en direct).

### **Développement commercial à l'export**

Avec 26% de son chiffre d'affaires réalisé à l'étranger, Cogra souhaite renforcer la dynamique à l'export et notamment en Belgique et Italie, des pays dont la consommation en granulés de bois est largement supérieure à celle de la France et où l'approvisionnement vient à manquer. Le rapport qualité/prix et le respect des engagements par Cogra séduisent d'avantage les importateurs étrangers qui tendent à se fidéliser.

## Analyse des éléments financiers historiques

### 1/ Bonne résistance de l'activité aux aléas économiques

L'exercice 2007/08 a connu une très forte croissance de 43% pour un CA de 8,3 M€. L'hiver 2008 avait été froid et la forte hausse du prix des énergies fossiles avait conduit les consommateurs à se replier sur des énergies moins coûteuses et plus écologiques. En 2008/09, Cogra a réalisé un CA de 8,9 M€, soit une croissance de 8,2% malgré un effet de base défavorable, portée notamment par une forte augmentation des ventes de poêles, compensant ainsi une légère baisse des ventes de granulés. En 2009/10, le CA ressortait à 9,1 M€ en faible hausse (+1,3%) par rapport à l'exercice précédent. Ce ralentissement s'explique par une chute des ventes de poêles et chaudières (-14%) pénalisées par l'arrivée de nouveaux concurrents. La hausse des ventes de granulés (+10%) a permis de stabiliser le CA. A fin juin 2011, la performance de l'activité de granulés (+27%), a permis à la société de réaliser un CA de 10,4 M€ en croissance de 14,3 %. Les ventes de poêles à granulés baissent à nouveau de 7% à 3,2 M€ toujours impactées par une concurrence accrue.

### 2/ Amélioration progressive de la rentabilité

A l'équilibre lors des exercices 2007/08 et 2008/09, Cogra a amélioré sa marge opérationnelle en 2009/10 à 1,5 % grâce à 1/ la stabilisation des autres achats et charges externes constitués en partie de charges fixes, 2/ une meilleure maîtrise des achats de matières premières et de marchandises et 3/ une évolution favorable du mix produit. Si le prix des matières premières a continué de croître, l'augmentation en 2010 était moins importante que l'exercice précédent (+7% vs 15%).

Sur l'exercice 2010/11, le ROP ressort à 169 K€ en hausse de 18,7 %, soit une marge opérationnelle de 1,6 % (+ 10 pb par rapport à l'exercice précédent). Ceci est notamment lié à un stockage important de la production augmentant ainsi de manière artificielle les résultats (+1,3 M€). En réalité, les charges opérationnelles ont augmenté de 27 % reflétant notamment la hausse du prix des matières premières (+ 6,5 % en moyenne) et une activité de production plus soutenue (la production de granulés a été augmentée de 37%).

Après comptabilisation d'un résultat financier de -97 K€ lié au coût de la dette, un résultat exceptionnel de 176 K€ (amortissement des subventions) et un IS de 81 K€, le RN s'est enregistré à 162 K€ soit une marge nette de 1,6 % contre une marge nette de 1,2 % (+ 40 pdb).

| en M€                        | 2008/09     | 2009/10     | 2010/11     |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Chiffre d'affaires</b>    | <b>8,9</b>  | <b>9,1</b>  | <b>10,4</b> |
| <b>Résultat opérationnel</b> | <b>0,1</b>  | <b>0,1</b>  | <b>0,2</b>  |
| <i>Marge opérationnelle</i>  | <i>0,9%</i> | <i>1,5%</i> | <i>1,6%</i> |
| <b>Résultat avant IS</b>     | <b>0,1</b>  | <b>0,2</b>  | <b>0,2</b>  |
| <b>Résultat net</b>          | <b>0,0</b>  | <b>0,1</b>  | <b>0,2</b>  |
| <i>Marge nette</i>           | <i>0,4%</i> | <i>1,2%</i> | <i>1,6%</i> |

source : société

Au 30/06/2011, Cogra présentait une situation bilancielle impactée par les investissements industriels financés par la dette à hauteur de 2,8 M€ et par le crédit-bail (engagements hors bilan) à hauteur de 2,3 M€. Ainsi, en intégrant les engagements hors bilan, la dette financière nette ressort à 5,1 M€ pour des fonds propres de 2,8 M€, soit un gearing net de 182%.

## Perspectives financières

### 1/ Un environnement favorable à la croissance de l'activité

Notre analyse du secteur est annonciatrice d'une nouvelle vague de dynamisme pour les années à venir dont Cogra devrait bénéficier :

1/ le secteur des poêles devrait connaître entre 2010 et 2020 un TCAM de 21% (source : données ADEME)

2/ **maintien d'un crédit d'impôt avantageux** dans le cadre du remplacement d'un appareil vétuste (36% de crédit d'impôt), sachant qu'actuellement 70% du parc français de poêles et chaudières date d'avant les années 2000

3/ **évolution des mentalités** favorable à l'écologie et aux économies d'énergie

4/ **évolution technologique** rapide des appareils de chauffage aux granulés à laquelle d'ailleurs Cogra participe ponctuellement comme cela a été le cas par sa collaboration avec Harman (innovation avec le circuit de combustion étanche)

L'environnement devrait donc être favorable à Cogra qui bénéficie déjà d'une certaine notoriété dans le secteur grâce à son expertise dans le domaine. De plus, le partenariat avec Harman pour la distribution des poêles reconnus pour leur qualité de combustion, confère Cogra d'un **avantage concurrentiel** fort. Enfin, la société envisage de mener des actions afin d'améliorer sa communication sur les produits et prestations de services.

Nos estimations de chiffre d'affaires se basent sur :

- une **accélération des volumes de ventes de poêles et chaudières** portée par : 1/ le succès accru des appareils à granulés par rapport aux autres types d'appareils à bois et 2/ le maintien des avantages fiscaux. De plus, Cogra devrait récolter les fruits de la campagne marketing envisagée afin de contrer la concurrence.

| en M €                                 | 2010/11      | 2011/12e     | 2012/13p     | 2013/14p     | 2014/15p     | 2015/16p     |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Chiffre d'affaires "poêles"            | 2,8          | 4,4          | 5,8          | 8,6          | 10,0         | 11,4         |
| chiffre d'affaires "chaudières"        | 0,1          | 0,1          | 0,1          | 0,1          | 0,1          | 0,2          |
| <b>Total chiffre d'affaires négoce</b> | <b>2,9</b>   | <b>4,5</b>   | <b>5,9</b>   | <b>8,7</b>   | <b>10,1</b>  | <b>11,6</b>  |
| <b>% var</b>                           | <b>-5,8%</b> | <b>54,5%</b> | <b>32,6%</b> | <b>46,1%</b> | <b>16,5%</b> | <b>14,3%</b> |

source : société, Euroland Finance

- une **hausse des ventes de granulés** portée par : 1/ l'augmentation mécanique avec les ventes de poêles, 2/ une clientèle fidélisée qui s'approvisionne annuellement chez Cogra et 3/ le marché des petites chaufferies collectives que Cogra entend développer et sur lequel la demande est importante.

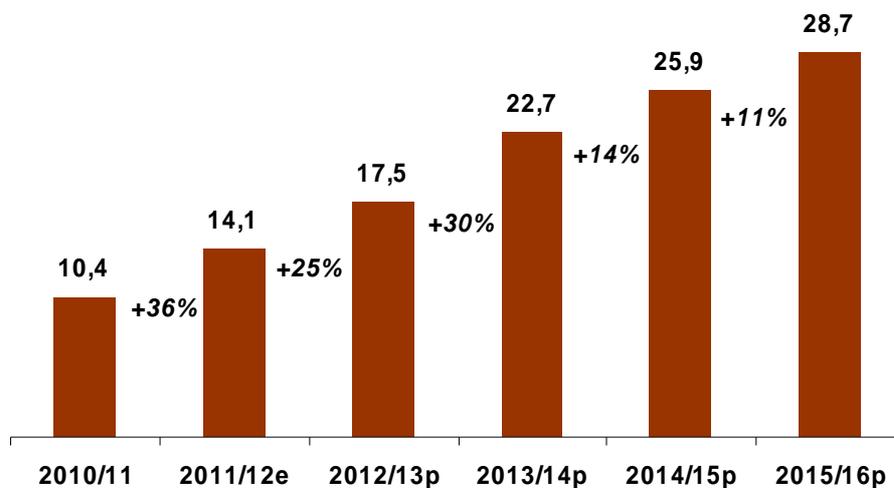
| en M €                               | 2010/11      | 2011/12e     | 2012/13p     | 2013/14p     | 2014/15p     | 2015/16p    |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| <b>Chiffre d'affaires "granulés"</b> | <b>7,0</b>   | <b>9,4</b>   | <b>11,4</b>  | <b>13,8</b>  | <b>15,5</b>  | <b>16,8</b> |
| <b>% var</b>                         | <b>26,7%</b> | <b>34,4%</b> | <b>20,6%</b> | <b>21,2%</b> | <b>12,2%</b> | <b>8,6%</b> |
| Volumes vendus (en Tonnes)           | 40 626       | 51 000       | 60 000       | 72 000       | 80 000       | 86 000      |
| Volumes produits (en Tonnes)         | 50 638       | 60 000       | 65 000       | 75 000       | 82 000       | 88 000      |

source : société, Euroland Finance

- les **effets positifs de la structuration de l'offre** prévue par Cogra pour mieux accompagner le client depuis sa décision d'achat jusqu'à l'approvisionnement
- un **relèvement annuel des prix des poêles, chaudières et granulés** par tranches de dizaines d'€ (*source : Cogra, confidentiel*) afin de prendre en compte les prestations de services associées, l'inflation annuelle et l'évolution du prix des matières premières. Malgré les ajustements de prix, Cogra restera moins cher que le marché.
- La prise en compte de la **nouvelle usine qui devrait être opérationnelle dès la fin de l'exercice 2012/13** et permettre une production et un stockage plus important, et d'acquérir une nouvelle clientèle tout en gardant celle autour de Mende. Ce nouvel élément devrait ainsi entraîner une nouvelle accélération de la croissance sur l'exercice 2013/14.

**Au final, le chiffre d'affaires devrait croître de 36 % en 2011/12 à 14,1 M€. A horizon 2016, nous estimons le CA à 28,7 M€.**

*Évolution du chiffre d'affaires total de Cogra (en K€)*



Source : Euroland Finance

## 2/ Une évolution du mix produit favorable à la marge brute

### Une marge commerciale stable

La marge commerciale, c'est-à-dire la marge brute sur l'activité de négoce de poêles et chaudières a perdu 230 points de base à 41,9% sur l'exercice 2010/11 en raison d'une activité moins soutenue.

Les années suivantes, la marge commerciale devrait se stabiliser autour de 40 %. Cette prudence dans les prévisions s'explique par :

- une prise en compte de l'inflation dans le prix d'achats des poêles et chaudières (en moyenne +1,1 % pour les poêles et +0,7 % pour les chaudières),
- une variation de stock constante
- une tarification pratiquée par Cogra stabilisée dès l'exercice 2013/14.

### Une marge brute sur production vendue plus instable

La production d'une tonne de granulés nécessite 2 tonnes de matière première dont 95 % de sciure (ou plaquettes) et 5 % d'écorce. Si le prix de l'écorce avait une tendance à la baisse auparavant, Cogra en a subi la hausse au cours de l'exercice 2010/11. Sur l'exercice 2010/11, la hausse du prix des matières premières accompagnée de l'augmentation de la production a entraîné une baisse importante de la marge brute à 42,3 % vs 59,2 % en 2009/10.

#### Évolution du prix des matières premières

|                          | 2 007   | 2 008   | 2 009   | 2 010   | 2011e   | 2012e   | 2013p   | 2014p   | 2015p   | 2016p   |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| prix sciure + plaquettes | 24,00 € | 25,00 € | 28,80 € | 30,80 € | 32,94 € | 34,59 € | 35,45 € | 35,80 € | 36,16 € | 36,52 € |
| % var                    |         |         | 15,2%   | 6,9%    | 6,9%    | 5,0%    | 2,5%    | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%    |
| prix écorce              | 7,50 €  | 17,00 € | 13,90 € | 13,80 € | 14,68 € | 15,42 € | 15,80 € | 15,96 € | 16,12 € | 16,28 € |
| % var                    |         |         | -18,2%  | -0,7%   | 6,4%    | 5,0%    | 2,5%    | 1,0%    | 1,0%    | 1,0%    |

source : données Ademe, prévisions Euroland Finance

La marge brute devrait atteindre 48,4 % en 2011/12<sup>e</sup>, puis progresser lentement vers 54%. Nos estimations prennent en compte :

- l'inflation de la matière première de l'ordre de 5,0 % la première année, 2,5 % en 2012/13 puis 1 % les années suivantes.
- le maintien d'un niveau de production élevé. Cogra devrait exploiter entièrement sa capacité de production dès 2011/12e, soit 60 000 tonnes contre 50 638 actuellement et commencer à produire dans la nouvelle usine dès la fin de l'exercice 2012/13, impliquant ainsi une augmentation des achats de matières premières

**Au final, la marge brute globale devrait être le reflet d'une marge commerciale stable et d'une marge sur production variable selon les niveaux de production et le prix de la matière première. Nous prévoyons à horizon 2016 une marge brute globale de 48,2 %.**

| en M €                                       | 2010/11     | 2011/12e    | 2012/13p    | 2013/14p    | 2014/15p    | 2015/16p    |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Ventes de marchandises</b>                | <b>3,2</b>  | <b>4,5</b>  | <b>5,9</b>  | <b>8,7</b>  | <b>10,1</b> | <b>11,6</b> |
| % var  | -5,7%       | 39,1%       | 32,6%       | 46,1%       | 16,5%       | 14,3%       |
| Marge commerciale                            | 41,9%       | 39,8%       | 40,3%       | 40,3%       | 40,1%       | 39,8%       |
| <b>Production vendue de biens &amp; serv</b> | <b>7,1</b>  | <b>9,6</b>  | <b>11,6</b> | <b>14,0</b> | <b>15,7</b> | <b>17,1</b> |
| % var  | 26,5%       | 34,4%       | 20,6%       | 21,3%       | 12,2%       | 8,6%        |
| Marge brute sur production vendue            | 42,3%       | 48,4%       | 52,2%       | 53,1%       | 53,9%       | 53,9%       |
| <b>Chiffre d'affaires total</b>              | <b>10,4</b> | <b>14,1</b> | <b>17,5</b> | <b>22,7</b> | <b>25,9</b> | <b>28,7</b> |
| % var  | 14,3%       | 35,9%       | 24,5%       | 29,7%       | 13,9%       | 10,8%       |
| Marge brute globale                          | 42,2%       | 45,6%       | 48,1%       | 48,2%       | 48,5%       | 48,2%       |

Source : société, Euroland Finance

### 3/ Une marge opérationnelle normative de 12,1 %

#### Une évolution favorable des charges opérationnelles

| en M €  | 20 10/11     | 20 11/12e    | 20 12/13 p   | 20 13/14 p   | 20 14/15 p  | 20 15/16 p  |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| Achats consommés                                | 6,0          | 7,6          | 9,1          | 11,8         | 13,3        | 14,8        |
| Autres achats et charges externes               | 3,0          | 4,1          | 4,9          | 5,9          | 6,4         | 6,9         |
| <i>dont électricité</i>                         | 0,6          | 0,8          | 0,9          | 1,1          | 1,3         | 1,4         |
| <i>dont crédit-bail (immobilier + mobilier)</i> | 0,3          | 0,4          | 0,5          | 0,7          | 0,6         | 0,5         |
| <i>dont entretien et réparations</i>            | 0,3          | 0,4          | 0,5          | 0,6          | 0,7         | 0,7         |
| <i>dont transport sur achats/ventes</i>         | 1,1          | 1,4          | 1,7          | 2,0          | 2,3         | 2,6         |
| <i>dont autres frais (fournitures, autres)</i>  | 0,8          | 1,1          | 1,3          | 1,5          | 1,6         | 1,7         |
| Impôts et taxes                                 | 0,3          | 0,4          | 0,5          | 0,6          | 0,7         | 0,8         |
| Charges de personnel                            | 1,5          | 1,6          | 1,7          | 1,8          | 1,9         | 1,9         |
| Dotation aux amortiss. & prov.                  | 0,8          | 0,8          | 1,1          | 1,4          | 1,0         | 1,0         |
| <b>Total des charges opérationnelles</b>        | <b>11,6</b>  | <b>14,5</b>  | <b>17,3</b>  | <b>21,5</b>  | <b>23,4</b> | <b>25,5</b> |
| <b>% var</b>                                    | <b>26,6%</b> | <b>25,4%</b> | <b>19,2%</b> | <b>24,7%</b> | <b>8,4%</b> | <b>9,2%</b> |

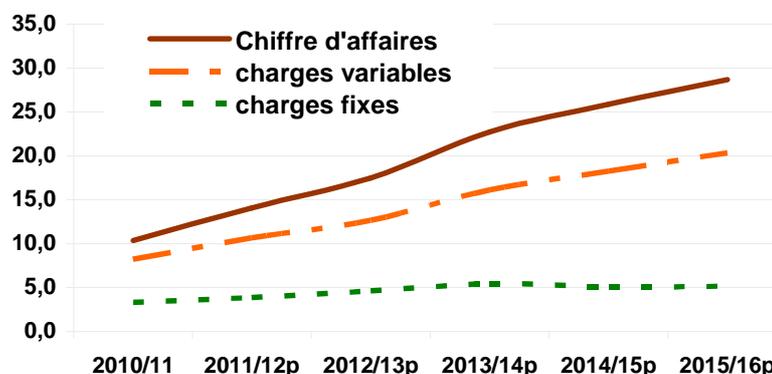
Source : société, Euroland Finance

Les charges opérationnelles sont caractérisées par une majorité de charges variables telles que :

- les consommations de matières et marchandises entre 51 % et 54 % du CA (incluses dans la marge brute)
- l'électricité : entre 5,0 % et 5,5 % du CA (l'inflation prise en compte est de 11 % la 1<sup>ère</sup> année, 8 % la 2<sup>ème</sup> année puis 5% dès 2013/14)
- les transports sur achats et ventes : entre 9,0 % et 10,0 % du CA
- les frais d'entretien et réparation : environ 3 % du CA
- les impôts et taxes

En 2010/11, les charges variables représentaient 80 % du chiffre d'affaires vs 69%, une augmentation liée à la hausse des achats consommés (+42,0%) compensée partiellement par la maîtrise du reste des charges. En 2011/12, les charges variables devraient croître d'environ 25%, toujours impactées par les achats consommés, et représenter 76 % du CA. Elles devraient progressivement diminuer à 71% du CA grâce à la maîtrise des charges et notamment des frais d'entretien dès le remplacement de l'usine de Mende en 2013/14.

#### Évolution des charges fixes et variables (en M€)



Source : Euroland Finance

Le reste des charges sont des charges fixes et concernent notamment les redevances de crédit-bail, les charges de personnel, les amortissements et autres frais (administratifs, fournitures). A horizon 2016, elles ne devraient représenter plus que 18 % du CA contre 32% actuellement.

#### **Le Crédit-bail :**

Pour financer la construction de l'usine de Craponne, la société a contracté un contrat de crédit-bail pour 15 ans. Aujourd'hui, Cogra est redevable de la somme de 2,3 M€ auprès de son crédit-bailleur qu'elle doit rembourser par échéances mensuelles jusqu'en 2021/22. La société règle actuellement des échéances de crédit-bail mobilier dans le cadre d'investissements matériels réalisés en 2009 et 2010 (chargeuses et camion). Dans le cadre de la construction d'une nouvelle usine en 2012/2013, Cogra envisage de recourir de nouveau au crédit bail pour financer l'acquisition du terrain et la construction du bâtiment à hauteur de 3,0 M€. A partir d'une simulation de crédit-bail immobilier sur le site d'une banque française, les conditions sont détaillées ci-contre.

#### **Conditions crédit bail à partir de 2013 (immobilier nouvelle usine)**

|                |           |
|----------------|-----------|
| Durée          | 15 années |
| Taux d'intérêt | 3,5 %     |
| Mensualité HT  | 21 000 €  |
| Mensualité TTC | 25 116 €  |

Source : Euroland Finance

#### **Évolution des effectifs**

Cogra a réalisé ou envisage les recrutements suivants :

- 1 chargé de développement (depuis 2010)
- 1 chef d'exploitation (juin 2011)
- 1 responsable marketing et communication (avril 2011)
- 1 directeur administratif et financier (2011/12)
- conseillers technico-commerciaux (2012/2013)

En vue de soutenir la croissance, nous estimons que les effectifs devraient être renforcés d'environ 2 personnes par an après 2013.

|                         | 2010/11 | 2011/12e | 2012/13p | 2013/14p | 2014/15p | 2015/16p |
|-------------------------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>Effectifs moyens</b> | 37      | 40       | 42       | 44       | 46       | 46       |

Source : Euroland Finance

#### **Les amortissements**

Les immobilisations corporelles concernent le matériel de production (machines, outils, etc.) et sont amorties sur 7 ans. La nouvelle usine prévue en 2013 fera l'objet d'un investissement matériel évalué par la société à 5,0 M€ et financé par emprunt (il y a donc immobilisation et amortissement, contrairement aux investissements financés par crédit-bail).

| en M €                             | 2010/11 | 2011/12e | 2012/13p | 2013/14p | 2014/15p | 2015/16p |
|------------------------------------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>Immobilisations corporelles</b> | 0,1     | 0,3      | 5,0      | 0,4      | 0,5      | 0,5      |
| Amortissements anciens + nouveaux  | 0,8     | 1,1      | 1,4      | 1,0      | 1,0      | 1,1      |

Source : Euroland Finance

### Amélioration des marges en perspective

L'évolution des charges combinée à la croissance du chiffre d'affaires devrait être favorable à l'amélioration de la rentabilité de Cogra. L'amélioration de la rentabilité s'explique également par la comptabilisation en produits des granulés produits mais non vendus (production stockée). En effet, Cogra met tout en œuvre pour atteindre sa capacité maximale de production, entraînant ainsi un stockage plus important des produits finis évalués au prix de revient qui lui-même augmente.

En 2012, avec un CA estimé à 14,1 M€, une production stockée à 1,3 M€ et une évolution favorable du mix produit, la marge opérationnelle devrait ressortir à 6,4%. En 2012/13, nous tablons sur une marge opérationnelle de 5,8 % dont la baisse s'explique par une diminution des produits d'exploitation (la production stockée est estimée à 0,8 M€). Dans le même temps, Cogra devrait réussir à répercuter la hausse des coûts de production sur ses clients (marge de manœuvre importante par rapport à la concurrence, des produits de haute qualité). Avec l'évolution favorable du mix produit et la maîtrise des charges, Cogra devrait parvenir à une marge opérationnelle normative de 12,1 %.

Le résultat financier devrait être impacté par les intérêts des emprunts anciens et futurs. En effet, en 2012/2013, un emprunt de 3,0 M€ devrait être contracté pour financer une partie du matériel de la nouvelle usine.

Après comptabilisation du résultat financier et de l'IS (imposition au taux normal à 33,33 %), Cogra devrait dégager une marge nette de 4,5 % en 2011/12e. A horizon 2016, nous attendons une marge nette de 8,1 %.

| en M €                              | 2010/11      | 2011/12e     | 2012/13 p    | 2013/14 p    | 2014/15 p    | 2015/16 p    |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Chiffre d'affaires du groupe</b> | <b>10,4</b>  | <b>14,1</b>  | <b>17,5</b>  | <b>22,7</b>  | <b>25,9</b>  | <b>28,7</b>  |
| <b>Excédent Brut d'Exploitation</b> | <b>1,0</b>   | <b>1,7</b>   | <b>2,1</b>   | <b>3,0</b>   | <b>3,8</b>   | <b>4,5</b>   |
| <i>Marge d'EBE</i>                  | <i>9,2%</i>  | <i>11,8%</i> | <i>12,0%</i> | <i>13,4%</i> | <i>14,7%</i> | <i>15,7%</i> |
| <b>Résultat opérationnel</b>        | <b>0,2</b>   | <b>0,9</b>   | <b>1,0</b>   | <b>1,7</b>   | <b>2,8</b>   | <b>3,5</b>   |
| <i>Marge opérationnelle</i>         | <i>1,6%</i>  | <i>6,4%</i>  | <i>5,8%</i>  | <i>7,3%</i>  | <i>11,0%</i> | <i>12,1%</i> |
| Résultat financier                  | - 0,1        | - 0,0        | - 0,1        | - 0,1        | - 0,1        | - 0,0        |
| <b>Résultat avant impôt</b>         | <b>0,2</b>   | <b>1,0</b>   | <b>1,0</b>   | <b>1,6</b>   | <b>2,8</b>   | <b>3,5</b>   |
| Impôt sur les sociétés              | 0,1          | 0,3          | 0,3          | 0,5          | 0,9          | 1,2          |
| <i>taux d'IS réel</i>               | <i>33,3%</i> | <i>33,3%</i> | <i>33,3%</i> | <i>33,3%</i> | <i>33,3%</i> | <i>33,3%</i> |
| <b>Résultat net du groupe</b>       | <b>0,2</b>   | <b>0,6</b>   | <b>0,7</b>   | <b>1,0</b>   | <b>1,9</b>   | <b>2,3</b>   |
| <i>Marge nette</i>                  | <i>1,6%</i>  | <i>4,5%</i>  | <i>3,8%</i>  | <i>4,6%</i>  | <i>7,2%</i>  | <i>8,1%</i>  |

Source : Euroland Finance

#### 4/ Une structure bilancielle en assainissement

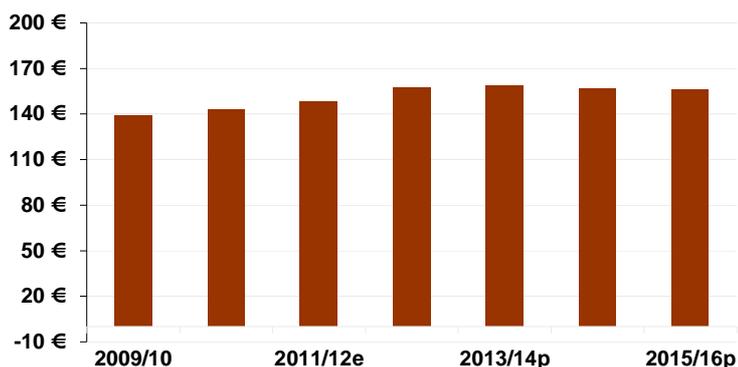
Au 30 juin 2011, Cogra présente un total de bilan de 7,3 M€. L'actif immobilisé représente 2,8 M€, soit 38 % du total des actifs de la société. Après prise en compte du résultat de la période, les capitaux propres s'élèvent à près de 2,8 M€.

##### Un BFR structurellement positif

Cogra a un besoin en fonds de roulement structurellement positif en raison de stocks importants. En effet, afin de préparer la saison hivernale suivante, la société stocke des quantités importantes de granulés et de marchandises pendant le printemps et l'été. Sur l'exercice 2010/11, les stocks ont fortement augmenté à 3,6 M€ vs 2,1 M€ au 30 juin 2010 (+1,5 M€), en raison de :

- l'augmentation des quantités de granulés stockées (+ 10 000 tonnes)
- une augmentation du prix de revient entraînant ainsi une valorisation importante des stocks (143 € en 2010/11 vs 139 € l'an passé)

*Prix de revient par tonne de granulé produite (en €)*



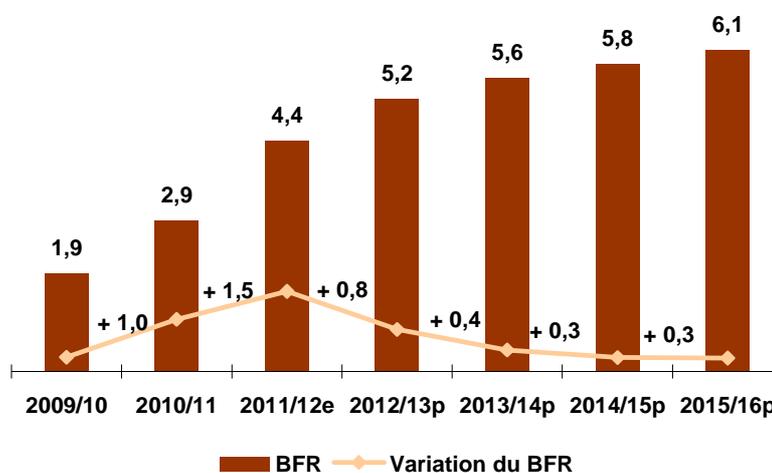
Source : Euroland Finance

Les stocks devraient connaître une nouvelle forte progression en 2011/2012 car nos prévisions intègrent une production de 60 000 tonnes dont 51 000 tonnes devraient être vendues (+9 000 tonnes à stocker). Les années suivantes, Cogra devrait réussir à maîtriser ses stocks grâce à une meilleure gestion de la production couplée à des prévisions de ventes importantes.

Les autres composantes du BFR sont les suivantes :

- un délai client de 12 jours de CA qui devrait progressivement diminuer à 10 jours de CA
- un délai fournisseurs de 37 jours de CA en 2010/11 qui devrait diminuer à 33 jours de CA.

Le BFR devrait donc augmenter chaque année et atteindre un niveau proche de 6,1 M€ à horizon 2016, soit près de 76 jours du CA.

**Évolution du BFR (en k€)**


Source : Euroland Finance

### Une trésorerie excédentaire à l'avenir

Au 30 juin 2011, la dette financière nette de Cogra était de 5,1 M€ (dont 2,3 M€ d'engagements hors bilan). Si la société lève 2,5 M€, la dette nette à fin juin 2012 sera ramenée à 2,9 M€ (dont 1,5 M€ de concours bancaire) et les fonds propres seraient renforcés à hauteur de 5,8 M€.

Afin de financer les investissements matériels pour la nouvelle usine évalués à 5,0 M€, un emprunt de 3,0 M€ est envisagé en 2012/2013 qui serait remboursé en 7 ans. Le remboursement ne devrait pas affecter d'avantage la situation financière de Cogra puisqu'ils devraient remplacer les anciens emprunts arrivés à échéance. Ainsi, les remboursements annuels d'emprunts ne devraient pas excéder 520 K€ (hors concours bancaires).

Cette stratégie de financement couplée à la génération de cash flows positifs devrait permettre à Cogra de dégager chaque année une trésorerie excédentaire, excepté en 2012/13 en raison de la construction prévue de la nouvelle usine qui devrait demander des investissements importants.

## Valorisation

Pour valoriser la société COGRA, nous avons retenu 2 méthodes : 1/ L'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) et 2/ La méthode des comparables boursiers.

### 1/ Valorisation par les DCF

Pour la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles, nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- Une croissance soutenue du CA : 10,5 % de TCMA et environ 15,3 % sur la période allant de 2011/12e à 2015/16e puis un rythme plus « normalisé » (4,0% par an) pour les années suivantes (2016-2021p);
- Un taux de croissance à l'infini de 2,0 %;
- Une marge opérationnelle variant de 6,4 % en 2012e à 12,1% en 2016e. Au-delà, nous tablons sur une marge normative stable à 12,1 %;
- Un BFR positif qui représente à terme 21,0 % du CA. La variation de BFR sera toujours positive.
- Des Capex cumulés de 9,1 M€ sur la période 2011-2020p;
- Un taux d'actualisation (WACC) de 11,07 % basé sur :
  - un taux sans risque de 2,70 %
  - Une dette financière nette de 5,2 M€ (dont 2,3 M€ d'engagements hors bilan)
  - un coût de la dette net d'IS de 2,8 %
  - Une prime de risque ajustée de 11,0% (prime de risque marché de 7% + prime de risque ajustée Small Caps de 4,0%);
  - Un bêta endetté de 2,14 (bêta sans dette de 0,96)

#### **Synthèses des hypothèses de calcul du WACC**

|  |               |
|--|---------------|
| Taux sans risque (OAT 10 ans)              | 2,70%         |
| Prime de risque (JDF - Natixis)            | 7,00%         |
| Prime de risque ajustée (Euroland Finance) | 11,00%        |
| Bêta sans dette (Aswath Damodaran)         | 0,96          |
| Bêta endetté                               | 2,14          |
| <b>Coût des capitaux propres</b>           | <b>26,28%</b> |
| <b>Coût de la dette après impôt</b>        | <b>2,78%</b>  |
| <b>Coût moyen pondéré du capital</b>       | <b>11,03%</b> |

Source : Euroland Finance

| en M €                                | 2011/12e     | 2012/13p     | 2013/14p    | 2014/15p                      | 2015/16p    | 2016/17p    | 2017/18p    | 2018/19p    | 2019/20p    | 2020/21p    |
|---------------------------------------|--------------|--------------|-------------|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>CA</b>                             | <b>14,1</b>  | <b>17,5</b>  | <b>22,7</b> | <b>25,9</b>                   | <b>28,7</b> | <b>31,5</b> | <b>34,1</b> | <b>36,1</b> | <b>37,6</b> | <b>38,3</b> |
| %var                                  | 35,9%        | 24,5%        | 29,7%       | 13,9%                         | 10,8%       | 10,0%       | 8,0%        | 6,0%        | 4,0%        | 2,0%        |
| <b>Résultat opérationnel courant</b>  | <b>0,9</b>   | <b>1,0</b>   | <b>1,7</b>  | <b>2,8</b>                    | <b>3,5</b>  | <b>3,8</b>  | <b>4,1</b>  | <b>4,4</b>  | <b>4,6</b>  | <b>4,6</b>  |
| Taux de marge opérationnelle courante | 6,4%         | 5,8%         | 7,3%        | 11,0%                         | 12,1%       | 12,1%       | 12,1%       | 12,1%       | 12,1%       | 12,1%       |
| -Impôts                               | 0,3          | 0,3          | 0,5         | 0,9                           | 1,2         | 1,3         | 1,4         | 1,5         | 1,5         | 1,5         |
| +DAP nettes                           | 0,8          | 1,1          | 1,4         | 1,0                           | 1,0         | 1,1         | 1,2         | 1,1         | 0,9         | 0,6         |
| <b>Cash Flow opérationnel</b>         | <b>1,3</b>   | <b>1,8</b>   | <b>2,5</b>  | <b>2,9</b>                    | <b>3,4</b>  | <b>3,7</b>  | <b>3,9</b>  | <b>4,1</b>  | <b>3,9</b>  | <b>3,7</b>  |
| - Variation du BFR                    | 0,9          | 1,0          | 1,7         | 2,8                           | 3,5         | 3,8         | 4,1         | 4,4         | 4,6         | 4,6         |
| - Investissements opérationnels       | 0,3          | 5,0          | 0,4         | 0,5                           | 0,5         | 0,5         | 0,5         | 0,5         | 0,5         | 0,5         |
| <b>Free Cash Flows opérationnels</b>  | <b>- 0,4</b> | <b>- 4,0</b> | <b>1,8</b>  | <b>2,1</b>                    | <b>2,6</b>  | <b>3,0</b>  | <b>3,3</b>  | <b>3,5</b>  | <b>3,3</b>  | <b>3,1</b>  |
| Coefficient d'actualisation           | 0,90         | 0,81         | 0,73        | 0,66                          | 0,59        | 0,53        | 0,48        | 0,43        | 0,39        | 0,35        |
| FCF actualisés                        | - 0,4        | - 3,3        | 1,3         | 1,4                           | 1,5         | 1,6         | 1,6         | 1,5         | 1,3         | 1,1         |
| Somme des FCF actualisés              | 7,6          |              |             |                               |             |             |             |             |             |             |
| Valeur terminale actualisée           | 12,3         | soit         | 83,4%       | de la valorisation post-money |             |             |             |             |             |             |
| Actifs financiers                     | 0,0          |              |             |                               |             |             |             |             |             |             |
| Valeur des minoritaires               | -            |              |             |                               |             |             |             |             |             |             |
| Endettement net retraité              | 5,2          |              |             |                               |             |             |             |             |             |             |
| <b>Valeur totale</b>                  | <b>14,8</b>  |              |             |                               |             |             |             |             |             |             |

Source : Euroland Finance

**Matrices de sensibilité de la valorisation**

|                            |        | Taux de croissance à l'infini |       |       |       |       |
|----------------------------|--------|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|
|                            |        | 1,0%                          | 1,5%  | 2,0%  | 2,5%  | 3,0%  |
| <b>C<br/>M<br/>P<br/>C</b> | 10,03% | 16,4                          | 17,3  | 18,3  | 19,4  | 20,6  |
|                            | 10,53% | 14,9                          | 15,6  | 16,4  | 17,3  | 18,4  |
|                            | 11,03% | 13,5                          | 14,1  | 14,8  | 15,6  | 16,5  |
|                            | 11,53% | 12,2                          | 12,7  | 13,4  | 14,0  | 14,8  |
|                            | 12,03% | 11,0                          | 11,5  | 12,1  | 12,6  | 13,3  |
|                            |        | Taux de marge d'exploitation  |       |       |       |       |
|                            |        | 11,1%                         | 11,6% | 12,1% | 12,6% | 13,1% |
| <b>C<br/>M<br/>P<br/>C</b> | 10,03% | 16,9                          | 17,6  | 18,3  | 18,9  | 19,6  |
|                            | 10,53% | 15,2                          | 15,8  | 16,4  | 17,0  | 17,6  |
|                            | 11,03% | 13,7                          | 14,3  | 14,8  | 15,4  | 15,9  |
|                            | 11,53% | 12,3                          | 12,9  | 13,4  | 13,9  | 14,4  |
|                            | 12,03% | 11,1                          | 11,6  | 12,1  | 12,5  | 13,0  |

Source : Euroland Finance

Sur la base d'une levée de fonds de 2,5 M€, notre valorisation post-money de Cogra par la méthode des DCF ressort à 14,8 M€, soit une valorisation pré-money de 12,3 M€.

## 2/ Valorisation par les comparables

Dans le secteur de la production de granulés de bois, seulement 2 acteurs français sont cotés en bourse : les société EO2 et Moulinvest.

La **société EO2** s'est introduite en bourse sur le Marché Libre en mai 2007 par cotation directe après un placement privé destiné à financer sa 1ère usine de production de granulés.

EO2 a réalisé un CA 2010 de 10 M€ et un EBITDA de 0,6 M€ (6,0 % du CA), soit une belle performance pour sa 1ère année d'exploitation. Cependant, la société a annoncé qu'elle avait pris du retard dans l'ouverture de sa 2nde usine dans les Landes qui était prévue fin 2010. La société a d'ailleurs publié un CA 2010/11 de 13,0 M€ en croissance de 38 % à comparer aux 21,1 M€ prévus par les analystes. La société indique qu'une amélioration du résultat net a été observée sans avoir atteint l'équilibre financier. A défaut de prévisions par des analystes pour les années à venir, nous faisons nos propres estimations. Dans un contexte favorable aux énergies renouvelables et notamment au bois énergie, nous estimons le CA 2011/12<sup>e</sup> d'EO2 à 16,9 M€ en croissance de 30% et le CA 2012/13p à 20,3 M€ (+20%). Pour la marge d'EBITDA, nous nous sommes basés sur l'hypothèse que la société va améliorer progressivement sa marge comme Cogra. Nous prenons donc en compte une marge d'EBITDA 2011/12 et 2012/13 de 11,0%.

| en M €                          | 2010 <sup>(1)</sup> | 2011e <sup>(2)</sup> | 2012e <sup>(2)</sup> | 2013e <sup>(2)</sup> |
|---------------------------------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <b>CA</b>                       | 10,0                | 13,0                 | 16,9                 | 20,3                 |
| <i>% var</i>                    |                     | 30,0%                | 30,0%                | 20,0%                |
| <b>EBITDA</b>                   | 0,6                 | 1,3                  | 1,9                  | 2,2                  |
| <i>en % du CA</i>               | 6,0%                | 10,0%                | 11,0%                | 11,0%                |
| <b>Capitalisation boursière</b> |                     |                      | 14,5                 |                      |
| <b>Dette nette</b>              |                     |                      | 9,6                  |                      |

<sup>(1)</sup> source : societe.com

<sup>(2)</sup> prévisions Euroland Finance

Au 02 septembre 2011, EO2 capitalisait 14,5 M€. En considérant une dette nette de 9,6 M€ au 31.12.2010 et une VE de 24,1 M€, les ratios de valorisation d'EO2 sont les suivants :

|            | VE/CA 12 | VE/CA 13 | VE/EBITDA 12 | VE/EBITDA 13 |
|------------|----------|----------|--------------|--------------|
| <b>EO2</b> | 1,4      | 1,2      | 12,9         | 10,8         |

Source : Euroland Finance

La **société Moulinvest** s'est introduite en bourse en mai 2011 par cotation directe suite à un placement privé destiné à financer le lancement de son usine de production de granulés et de cogénération. A ce jour, la seule activité de Moulinvest est la transformation du bois pour les pièces de construction. Selon les indications dans l'offering circular, l'activité de granulés de bois devrait être opérationnelle dès le S2 2011 et devrait avoir une capacité de production de 60 000 tonnes. Aucune prévision financière n'est disponible à ce jour. Nous avons également établi des prévisions pour obtenir les ratios de valorisation.

En 2010, la société a réalisé un CA de 15,6 M€ en croissance de 19,4%, et un marge d'EBITDA de 11,5 %. En 2011, nous tablons sur un CA de 20,0 M€ tiré par l'activité de sciage et par le lancement de la production de granulés en fin d'année. En 2012, la société devrait exercer ses 3

activités en année pleine et ainsi voir son CA croître fortement à 30,0 M€. Nous estimons le CA 2013 à 36,0 M€ en croissance de 20 %. Les marges de Moulinvest devraient en revanche être affectées par une augmentation des charges en 2011 (lancement de la production). Nous tablons ainsi sur une marge d'EBITDA de 10% en 2011, 10,5 % en 2012<sup>e</sup> et 11,0 % en 2013<sup>e</sup>.

| en M €                          | 2010 <sup>(1)</sup> | 2011e <sup>(2)</sup> | 2012e <sup>(2)</sup> | 2013e <sup>(2)</sup> |
|---------------------------------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <b>CA</b>                       | 15,6                | 20,0                 | 30,0                 | 36,0                 |
| % var                           | 19,4%               | 28,2%                | 50,0%                | 20,0%                |
| <b>EBITDA</b>                   | 1,8                 | 2,0                  | 3,2                  | 4,0                  |
| en % du CA                      | 11,5%               | 10,0%                | 10,5%                | 11,0%                |
| <b>Capitalisation boursière</b> |                     |                      | 24,0                 |                      |
| <b>Dette nette</b>              |                     |                      | 9,6                  |                      |

<sup>(1)</sup> source : offering circular

<sup>(2)</sup> prévisions Euroland Finance

Au 02 septembre, Moulinvest capitalisait 24,0 M€. En considérant une dette nette de 9,6 M€ au 31.08.2010 et une VE de 33,6 M€, les ratios de valorisation de Moulinvest sont les suivants :

|                   | VE/CA 12 | VE/CA 13 | VE/EBITDA 12 | VE/EBITDA 13 |
|-------------------|----------|----------|--------------|--------------|
| <b>Moulinvest</b> | 1,1      | 0,9      | 10,7         | 8,5          |

Source : Euroland Finance

Etant donné que l'activité de granulés de Moulinvest ne devrait représenter que 30 à 40 % du CA, nous pondérons Moulinvest à hauteur de 40 % dans la valorisation de Cogra. EO2 est donc pondéré à hauteur de 60 %. Nous basons notre valorisation par les comparables sur les ratios 2012 et 2013 car l'exercice 2011 de Cogra est révolu.

|   | VE/CA 12   | VE/CA 13   | VE/EBITDA 12 | VE/EBITDA 13 |
|---|------------|------------|--------------|--------------|
| <b>EO2 (60%)</b>                                  | 1,4        | 1,2        | 12,9         | 10,8         |
| <b>Moulinvest (40%)</b>                           | 1,1        | 0,9        | 10,7         | 8,5          |
| <b>Ratios après pondération appliqués à Cogra</b> | <b>1,3</b> | <b>1,1</b> | <b>12,0</b>  | <b>9,9</b>   |

Source : Euroland Finance

**La pondération des ratios comparables fait ressortir une valorisation post-money de Cogra de 14,4 M€. Compte tenu de la différence de taille entre Cogra et les comparables, nous appliquons une décote de 5% sur la valorisation obtenue. Ainsi, les capitaux propres de Cogra sont valorisés à 13,7 M€ en post-money, soit 11,2 M€ en pré-money.**

### 3/ Conclusion

Sur la base d'une moyenne pondérée de nos deux méthodes de valorisation et d'une levée de 2,5 M€, nous obtenons une capitalisation post-money de Cogra de 14,2 M€, soit **une valorisation pre-money de 11,7 M€**.

#### Résumé des approches de valorisation

| en M €                                | Post-money  | Pré-money     |
|---------------------------------------|-------------|---------------|
| Valorisation par les DCF              | 14,8        | 12,3          |
| Valorisation par les comparables      | 13,7        | 11,2          |
| <b>Moyenne des méthodes</b>           | <b>14,2</b> | <b>11,7</b>   |
| <b>Valorisation pre-money retenue</b> |             | <b>11,7</b>   |
| nombre d'actions pre-money            |             | 1380 400      |
| <b>prix / action pre-money</b>        |             | <b>8,50 €</b> |

Source : Euroland Finance

Au vu de dégradation des marchés financiers, nous appliquons une décote d'IPO de 36 %. La nouvelle valorisation obtenue ressort à 7,5 M€ en milieu de fourchette soit un prix de 5,40 € par action contre 8,50 € avec notre valeur d'équilibre. La valorisation de Cogra en haut de fourchette ressort à 8,0 M€ (5,80 € par action), et à 6,9 M€ en bas de fourchette (5,00 € par action). Les ratios de valorisation de Cogra induits par les différentes hypothèses de valorisation sont les suivants :

#### Ratios de valorisation de Cogra

|                   | Valorisation pre-money (11,7 M€) |       | Valorisation pre-money en haut de fourchette (8,0 M€) |       | Valorisation pre-money en milieu de fourchette (7,5 M€) |       | Valorisation pre-money en bas de fourchette (6,9 M€) |       |
|-------------------|----------------------------------|-------|---|-------|---|-------|--|-------|
|                   | 2012e                            | 2013e | 2012e   | 2013e | 2012e   | 2013e | 2012e  | 2013e |
| <b>VE/CA (x)</b>  | 1,2                              | 1,0   | 0,9   | 0,8   | 0,9   | 0,7   | 0,9  | 0,7   |
| <b>VE/EBE (x)</b> | 10,1                             | 8,0   | 7,9   | 6,2   | 7,6   | 6,0   | 7,2  | 5,7   |
| <b>VE/ROC (x)</b> | 18,7                             | 16,5  | 14,5  | 12,9  | 13,9  | 12,3  | 13,3   | 11,8  |
| <b>PE (x)</b>     | 18,5                             | 17,4  | 12,6  | 11,9  | 11,7  | 11,1  | 10,9   | 10,2  |

Source : Euroland Finance

## Eléments financiers

### COMPTE DE RESULTAT

| en M €   | 2007/08      | 2008/09      | 2009/10      | 2010/11      | 2011/12e     | 2012/13p     | 2013/14p     | 2014/15p     | 2015/16p     |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Chiffre d'affaires</b>                              | <b>8,3</b>   | <b>8,9</b>   | <b>9,1</b>   | <b>10,4</b>  | <b>14,1</b>  | <b>17,5</b>  | <b>22,7</b>  | <b>25,9</b>  | <b>28,7</b>  |
| <i>% var</i>   | <b>43,0%</b> | <b>8,2%</b>  | <b>1,3%</b>  | <b>14,3%</b> | <b>35,9%</b> | <b>24,5%</b> | <b>29,7%</b> | <b>13,9%</b> | <b>10,8%</b> |
| Autres produits  | - 0,3        | 0,1          | 0,2          | 1,4          | 1,3          | 0,8          | 0,5          | 0,3          | 0,3          |
| <b>Total produits d'exploitation</b>                   | <b>8,0</b>   | <b>9,1</b>   | <b>9,3</b>   | <b>11,7</b>  | <b>15,4</b>  | <b>18,3</b>  | <b>23,2</b>  | <b>26,2</b>  | <b>29,0</b>  |
| Achats consommés                                       | 3,4          | 4,2          | 4,2          | 6,0          | 7,6          | 9,1          | 11,8         | 13,3         | 14,8         |
| <b>Marge brute</b>                                     | <b>4,8</b>   | <b>4,8</b>   | <b>4,8</b>   | <b>4,4</b>   | <b>6,4</b>   | <b>8,4</b>   | <b>10,9</b>  | <b>12,5</b>  | <b>13,8</b>  |
| <i>Tx de marge brute</i>                               | <b>58,6%</b> | <b>53,2%</b> | <b>53,5%</b> | <b>42,2%</b> | <b>45,6%</b> | <b>48,1%</b> | <b>48,2%</b> | <b>48,5%</b> | <b>48,2%</b> |
| Autres achats et charges externes                      | 2,3          | 2,6          | 2,4          | 3,0          | 4,1          | 4,9          | 5,9          | 6,4          | 6,9          |
| Impôts et taxes  | 0,2          | 0,2          | 0,3          | 0,3          | 0,4          | 0,5          | 0,6          | 0,7          | 0,8          |
| Charges de personnel                                   | 1,2          | 1,3          | 1,4          | 1,5          | 1,6          | 1,7          | 1,8          | 1,9          | 1,9          |
| <b>Excédent Brut d'Exploitation</b>                    | <b>0,8</b>   | <b>0,8</b>   | <b>0,9</b>   | <b>1,0</b>   | <b>1,7</b>   | <b>2,1</b>   | <b>3,0</b>   | <b>3,8</b>   | <b>4,5</b>   |
| <i>Marge d'EBE (EBE/CA)</i>                            | <b>9,5%</b>  | <b>8,9%</b>  | <b>10,3%</b> | <b>9,4%</b>  | <b>11,8%</b> | <b>12,0%</b> | <b>13,4%</b> | <b>14,7%</b> | <b>15,7%</b> |
| Dotation aux amortissements & provisions               | 0,7          | 0,7          | 0,8          | 0,8          | 0,8          | 1,1          | 1,4          | 1,0          | 1,0          |
| Autres charges   | - 0,0        | - 0,0        | - 0,0        | - 0,0        | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>Résultat opérationnel courant</b>                   | <b>0,1</b>   | <b>0,1</b>   | <b>0,1</b>   | <b>0,2</b>   | <b>0,9</b>   | <b>1,0</b>   | <b>1,7</b>   | <b>2,8</b>   | <b>3,5</b>   |
| <i>Marge opérationnelle courante (ROC/CA)</i>          | <b>0,7%</b>  | <b>0,9%</b>  | <b>1,5%</b>  | <b>1,6%</b>  | <b>6,4%</b>  | <b>5,8%</b>  | <b>7,3%</b>  | <b>11,0%</b> | <b>12,1%</b> |
| Autres produits (+) / Autres charges (-) non courantes | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>Résultat opérationnel</b>                           | <b>0,1</b>   | <b>0,1</b>   | <b>0,1</b>   | <b>0,2</b>   | <b>0,9</b>   | <b>1,0</b>   | <b>1,7</b>   | <b>2,8</b>   | <b>3,5</b>   |
| <i>Marge opérationnelle (ROP/CA)</i>                   | <b>0,7%</b>  | <b>0,9%</b>  | <b>1,5%</b>  | <b>1,6%</b>  | <b>6,4%</b>  | <b>5,8%</b>  | <b>7,3%</b>  | <b>11,0%</b> | <b>12,1%</b> |
| Résultat financier                                     | - 0,1        | - 0,1        | - 0,1        | - 0,1        | - 0,0        | - 0,1        | - 0,1        | - 0,1        | - 0,0        |
| <b>Résultat avant impôt</b>                            | <b>0,0</b>   | <b>0,1</b>   | <b>0,2</b>   | <b>0,2</b>   | <b>1,0</b>   | <b>1,0</b>   | <b>1,6</b>   | <b>2,8</b>   | <b>3,5</b>   |
| Impôts sur les sociétés                                | 0,0          | 0,0          | 0,1          | 0,1          | 0,3          | 0,3          | 0,5          | 0,9          | 1,2          |
| <i>Tx d'IS apparent</i>                                | <b>68,8%</b> | <b>31,3%</b> | <b>33,8%</b> | <b>33,3%</b> | <b>33,3%</b> | <b>33,3%</b> | <b>33,3%</b> | <b>33,3%</b> | <b>33,3%</b> |
| <b>Résultat net</b>                                    | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>   | <b>0,1</b>   | <b>0,2</b>   | <b>0,6</b>   | <b>0,7</b>   | <b>1,0</b>   | <b>1,9</b>   | <b>2,3</b>   |
| <i>Marge nette</i>                                     | <b>0,0%</b>  | <b>0,4%</b>  | <b>1,2%</b>  | <b>1,6%</b>  | <b>4,5%</b>  | <b>3,8%</b>  | <b>4,6%</b>  | <b>7,2%</b>  | <b>8,1%</b>  |

Source : Société, estimations d'Euroland Finance sur la base d'une levée de fonds de 2,5 M€

## BILAN

| en M €                                       | 2007/08    | 2008/09    | 2009/10    | 2010/11    | 2011/12e    | 2012/13p    | 2013/14p    | 2014/15p    | 2015/16p    |
|--|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Immobilisations incorporelles                | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Immobilisations corporelles                  | 3,7        | 3,1        | 3,5        | 2,7        | 2,2         | 6,1         | 5,1         | 4,6         | 4,1         |
| Immobilisations financières                  | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Ecart d'acquisition                          | -          | -          | -          | -          | -           | -           | -           | -           | -           |
| Autres actifs non courants                   | -          | -          | -          | -          | -           | -           | -           | -           | -           |
| <b>Actifs non courants</b>                   | <b>3,7</b> | <b>3,1</b> | <b>3,5</b> | <b>2,8</b> | <b>2,2</b>  | <b>6,1</b>  | <b>5,1</b>  | <b>4,6</b>  | <b>4,1</b>  |
| Stocks et en-cours                           | 1,3        | 1,6        | 2,1        | 3,6        | 5,3         | 6,3         | 7,1         | 7,6         | 8,0         |
| Clients et comptes rattachés                 | 0,7        | 0,4        | 0,5        | 0,5        | 0,6         | 0,6         | 0,8         | 0,9         | 1,0         |
| Autres actifs courants                       | 0,3        | 0,3        | 0,3        | 0,3        | 0,4         | 0,4         | 0,6         | 0,6         | 0,6         |
| <b>VM P et trésorerie</b>                    | <b>0,4</b> | <b>0,0</b> | <b>0,0</b> | <b>0,3</b> | <b>1,5</b>  | <b>0,0</b>  | <b>1,1</b>  | <b>2,6</b>  | <b>4,7</b>  |
| <b>Total Actif</b>                           | <b>6,3</b> | <b>5,4</b> | <b>6,3</b> | <b>7,3</b> | <b>10,0</b> | <b>13,5</b> | <b>14,7</b> | <b>16,3</b> | <b>18,4</b> |
| <b>Capitaux propres part du groupe</b>       | <b>2,6</b> | <b>2,5</b> | <b>2,7</b> | <b>2,8</b> | <b>5,8</b>  | <b>6,4</b>  | <b>7,4</b>  | <b>9,2</b>  | <b>11,5</b> |
| Intérêts minoritaires                        | -          | -          | -          | -          | -           | -           | -           | -           | -           |
| Passifs non courants hors dettes financières | -          | -          | -          | -          | -           | -           | -           | -           | -           |
| <b>Emprunts et dettes financières</b>        | <b>3,0</b> | <b>2,1</b> | <b>2,6</b> | <b>3,1</b> | <b>2,3</b>  | <b>4,9</b>  | <b>4,4</b>  | <b>3,9</b>  | <b>3,4</b>  |
| <i>Dont part à moins d'un an</i>             | <i>1,1</i> | <i>0,8</i> | <i>0,6</i> | <i>2,2</i> | <i>2,0</i>  | <i>2,0</i>  | <i>2,0</i>  | <i>2,0</i>  | <i>2,0</i>  |
| Dettes fournisseurs                          | 0,4        | 0,4        | 0,6        | 1,1        | 1,3         | 1,5         | 1,9         | 2,2         | 2,4         |
| Autres passifs courants                      | 0,3        | 0,3        | 0,4        | 0,3        | 0,6         | 0,7         | 0,9         | 1,0         | 1,2         |
| <b>Total Passif</b>                          | <b>6,3</b> | <b>5,4</b> | <b>6,3</b> | <b>7,3</b> | <b>10,0</b> | <b>13,5</b> | <b>14,7</b> | <b>16,3</b> | <b>18,4</b> |

Source : Société, estimations d'Euroland Finance sur la base d'une levée de fonds de 2,5 M€

## FLUX DE TRESORERIE

| en M €  | 2007/08    | 2008/09    | 2009/10    | 2010/11    | 2011/12e   | 2012/13p   | 2013/14p   | 2014/15p   | 2015/16p   |            |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Marge Brute d'autofinancement                           | 0,7        | 0,7        | 0,9        | 1,0        | 1,4        | 1,8        | 2,4        | 2,8        | 3,4        |            |
| Variation de BFR  | -          | 0,1        | 0,1        | 0,3        | 1,0        | 1,5        | 0,8        | 0,4        | 0,3        |            |
| <b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>     | <b>0,8</b> | <b>0,6</b> | <b>0,7</b> | <b>0,0</b> | <b>0,1</b> | <b>1,0</b> | <b>2,0</b> | <b>2,6</b> | <b>3,1</b> |            |
| Acquisition d'immobilisations                           | -          | 0,2        | -          | 0,1        | -          | 0,3        | -          | 0,4        | -          | 0,5        |
| Cession d'immobilisations                               | 0,0        | -          | 0,0        | 0,1        | 0,0        | -          | -          | -          | -          |            |
| Variation de périmètre                                  | -          | -          | -          | -          | -          | -          | -          | -          | -          |            |
| Investissements financiers nets                         | -          | -          | 0,0        | -          | 0,0        | -          | -          | -          | -          |            |
| <b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b> | <b>-</b>   | <b>0,2</b> | <b>-</b>   | <b>0,1</b> | <b>-</b>   | <b>0,2</b> | <b>-</b>   | <b>0,4</b> | <b>-</b>   | <b>0,5</b> |
| Augmentation de capital                                 | -          | -          | -          | -          | 2,5        | -          | -          | -          | -          |            |
| Emission d'emprunt                                      | -          | -          | 1,0        | 1,1        | -          | 3,0        | -          | -          | -          |            |
| Remboursement d'emprunt                                 | -          | 0,2        | -          | 0,6        | -          | 0,5        | -          | 0,5        | -          | 0,5        |
| Dividendes versés                                       | -          | 0,0        | -          | 0,0        | -          | 0,0        | -          | -          | -          |            |
| Variation des autres fonds propres                      | -          | 0,0        | -          | 0,1        | -          | 0,1        | -          | 0,1        | -          | 0,0        |
| <b>Flux de trésorerie liés au financement</b>           | <b>-</b>   | <b>0,3</b> | <b>-</b>   | <b>0,9</b> | <b>0,6</b> | <b>0,4</b> | <b>1,6</b> | <b>2,5</b> | <b>-</b>   | <b>0,5</b> |
| <b>Variation de trésorerie</b>                          | <b>0,4</b> | <b>-</b>   | <b>0,4</b> | <b>-</b>   | <b>0,0</b> | <b>0,3</b> | <b>1,3</b> | <b>-</b>   | <b>1,6</b> |            |
| Trésorerie d'ouverture                                  | 0,0        | 0,4        | 0,0        | 0,0        | 0,3        | 1,5        | -          | 0,0        | 1,1        | 2,6        |
| Trésorerie de clôture                                   | 0,4        | 0,0        | 0,0        | 0,3        | 1,5        | 0,0        | 1,1        | 2,6        | 4,7        |            |

Source : Société, estimations d'Euroland Finance sur la base d'une levée de fonds de 2,5 M€

---

Page blanche

## Disclaimer

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 un quelconque titre financier émis 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.

EuroLand Finance est une entreprise d'investissement agréée par le Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement (CECEI). En outre l'activité d'EuroLand Finance est soumise à la réglementation de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). EuroLand Finance a mis dans ce cadre en place des procédures appropriées de séparations des activités visant en particulier à prévenir les conflits d'intérêt entre ses activités de Recherche et ses autres activités. Ces « Murailles de Chine » peuvent être détaillées sur demande auprès du Responsable de la conformité. A la date de cette publication, EuroLand Finance peut être en conflit d'intérêt avec l'émetteur mentionné. En particulier, il se peut ainsi que EuroLand Finance ou toute personne morale ou physique liée, leurs dirigeants, leurs représentants légaux ou leurs salariés aient investi pour leur propre compte ou agissent ou envisagent d'agir, dans les douze mois à venir, en tant que conseiller, apporteur de liquidité, teneur de marché d'une des sociétés mentionnées dans cette publication.

Aucune partie de la présente étude ne peut être diffusée ou reproduite 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).

## 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* |
|------------------------|---------------------------------|----------------------------------|--------------------------------------|----------------------|--------------------|
| Introduction en bourse | Non                             | Non                              | Non                                  | Non                  | Non                |

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