

<b>Achat</b>	<i>Potentiel</i>	21%
<b>Objectif de cours</b>	<b>7,20 € (vs 6,50 €)</b>	
Cours au 17/09/2013 (c)		5,97 €
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALCOG PA / ALCOG FP	

**Cogra**  
Energie bois

## Résultats annuels en ligne / Exercice 2013-14 en bonne voie

### Publication des résultats annuels 2012-13

Cogra annonce des résultats annuels à fin juin 2013 globalement en ligne avec nos prévisions. Comme attendu, les résultats ont été grevés par des surcoûts d'exploitation de l'usine vétuste de Mende. L'EBITDA est divisé par 2 et ressort à 0,6 M€ (3,8% du CA). Les ROC et RN s'établissent à -0,2 M€. Pour mémoire, le CA était en forte progression de 30% à 17,0 M€.

### Commentaires

Comme prévu, la rentabilité de Cogra a été impactée par la hausse des coûts liée à la vétusté de l'usine de Mende et la préparation au transfert de la production vers la nouvelle usine de Séverac le Château qui a entraîné une hausse des coûts du transport. En outre, compte tenu d'une très forte hausse de la demande, Cogra a dû puiser dans ses stocks, ce qui a un impact comptable négatif de -2,3 M€. Même si Cogra a subi une hausse du coût des matières premières (notamment la sciure et les plaquettes), laquelle est généralement répercutée dans les prix de vente, l'impact étant donc moins important. Au vu de la forte croissance du chiffre d'affaires annuel (+30%), les autres charges opérationnelles sont à priori relativement maîtrisées : les autres achats et charges externes progressent de 15% et les charges de personnel de 4%.

L'arrêt de la production à Mende depuis début août devrait soulager la rentabilité du groupe. Mende sera désormais un point de stockage et de vente des produits de Cogra. La nouvelle usine, d'une capacité de production de 60 000 tonnes, devrait très prochainement prendre le relais ; des essais sont en cours. Le calendrier initial étant respecté, Cogra devrait être en mesure de remplir ses objectifs de production et de ventes pour l'exercice 2013-14.

La société présente à fin juin 2013 un bilan solide avec des fonds propres de 7,9 M€ et un cash net positif de 0,7 M€ malgré les importants investissements réalisés sur l'exercice (~3,7 M€) et l'augmentation de la dette financière de près de 4,0 M€. En effet, Cogra a contracté plusieurs emprunts, notamment auprès d'Oséo, destinés à financer la construction et le matériel de la nouvelle usine. Le cash généré sur l'exercice provient : 1/ de l'importante diminution des stocks (-1,7 M€) en raison d'une forte demande et 2/ d'une augmentation de capital de près de 1,0 M€ liée à l'exercice des BSAR. Près de 0,4 M€ ont de nouveau été levés début septembre. A ce jour, 1 115 901 BSAR peuvent encore être exercés (5 BSAR donnant droit à 1 action au prix de 6,00 €), représentant une augmentation de capital supplémentaire de 1,3 M€. Cette situation permet à Cogra de poursuivre ses investissements et de finaliser la mise en place de la nouvelle unité de production.

Aujourd'hui, le management adopte un discours rassurant : 1/ le calendrier est respecté, 2/ les ventes de granulés et de poêles sont bien orientées en ce début d'exercice, 3/ les efforts sont maintenus pour dynamiser l'activité (actions marketing, développement de l'activité services) et 4/ la société anticipe un retour à minima à l'équilibre opérationnel. Nous concernant, nous sommes confiants dans la capacité de Cogra à maintenir le cap d'une croissance élevée (+17,2% estimé pour 2013-14e) et à retrouver un niveau de rentabilité opérationnelle autour de 1,0 M€ (5,2% du CA). Ainsi, nos estimations demeurent inchangées.

### Recommandation

**Suite à cette publication, la mise à jour de notre modèle de valorisation fait ressortir un objectif de cours à 7,20 € vs 6,50 €. Compte tenu d'un potentiel de hausse de 21%, notre recommandation passe de Accumuler à Achat.**

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	25,2%	4,9%	1,2%	19,4%
Perf Small 90	13,4%	3,8%	7,9%	16,6%

### Informations boursières

Capitalisation (M€)				14,2
Nb de titres (en millions)				2,38
Volume moyen quotidien 12 mois (titres)				1 469
Extrêmes 12 mois			4,40 €	6,40 €

### Actionnariat

Flottant				40%
Personnes morales				51%
Personnes physiques				9%

### Données financières (en M€)

	au 30/06	2012	2013	2014e	2015e
CA		13,0	17,0	19,9	23,3
var %		26,0%	30,1%	17,2%	17,2%
EBE		1,2	0,6	2,5	3,7
% CA		9,4%	3,4%	12,4%	16,0%
ROC		0,5	-0,2	1,0	2,5
% CA		3,9%	-1,1%	5,2%	10,9%
RN		0,3	-0,2	0,6	1,6
% CA		2,7%	-1,1%	3,1%	6,9%
Bnpa (€)		0,16	-0,08	0,26	0,68
Bnpa dilué (€)		0,16	-0,07	0,23	0,61
Gearing (%)		-12%	-9%	21%	0%
ROCE (%)		5%	-2%	6%	14%
ROE (%)		5%	-2%	6%	13%
Dette nette 2013		-0,7			
Dividende n (€)		-			
Yield (%)		-			

### Ratios

	2012	2013	2014e	2015e
VE/CA (x)	1,0	0,8	0,7	0,6
VE/EBE (x)	11,0	23,6	5,5	3,6
VE/ROC (x)	26,3	ns	13,1	5,3
PE (x)	41,0	ns	23,4	8,8

### Analyste :

Laure Pédurand

01 44 70 20 78

[lpedurand@elcorp.com](mailto:lpedurand@elcorp.com)

Prochain évènement : Publication du CA T1 2013-14 le mardi 22 octobre 2013

**Système de recommandations :**

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

**Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

**Accumuler** : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Alléger** : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Vente** : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

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

**Historique de recommandations à compter du 04/09/2013**

**Achat** : depuis le 18/09/2013

**Accumuler** : du 04/09/2013 au 17/09/2013

**Alléger** : (-)

**Vente** : (-)

**Sous revue** : (-)

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

**Achat** : du 18/09/2012 au 22/01/2013

**Neutre** : du 23/01/2013 au 03/09/2013

**Vendre** : (-).

**Sous revue** : (-).

**Méthodes d'évaluation :**

**Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :**

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

**DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS**

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

\* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière.

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la société objet de la présente étude, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la société mentionnée dans la présente étude, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

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

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

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