

<b>Accumuler</b>	Potentiel	10%
<b>Objectif de cours</b>		<b>5,70 €</b>
Cours au 10/03/2015 (c)		5,18 €
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALCOG PA / ALCOG FP	

**Cogra**  
Energie bois

## Bonne résistance du modèle malgré la baisse du CA

### Publication des résultats S1 2014-15

Cogra annonce des résultats semestriels conformes à nos attentes, et témoignent de la résistance du modèle malgré la baisse du CA de -19,3% à 8,7 M€. L'EBITDA s'établit à 0,9 M€ vs 1,0 M€ au S1 2013-14, le ROC ressort à 0,3 M€ vs 0,4 M€ et le RN est de 0,2 M€ vs 0,3 M€.

### Commentaires

Malgré un CA tronqué de -2,0 M€ par rapport au S1 2013-14, les résultats semestriels affichent une bonne résistance grâce à : 1/ la baisse des charges opérationnelles et notamment des achats de matières premières, variables en fonction du niveau de production et 2/ la constatation d'un produit lié à l'augmentation des stocks pour 0,8 M€.

Cependant, l'augmentation des stocks et des créances clients (saisonnalité habituelle) a pesé sur le BFR qui augmente de +2,5 M€, d'où une trésorerie diminuée à 0,4 M€ vs 1,8 M€ à fin juin 2014. Les dettes financières sont en hausse de 0,6 M€ à 10,0 M€, suite à l'émission de billets de trésorerie, déjà remboursés à ce jour. Ainsi, la dette nette s'établit à 9,6 M€, représentant un gearing de 86%.

Il n'en demeure pas moins que le business model est solide compte tenu de la capacité à ajuster la production, variabiliser les charges et de la confiance accordée par l'ensemble des partenaires financiers. Cogra met tout en œuvre pour limiter la hausse des stocks en ajustant la production, tout en continuant à s'approvisionner en sciures pour garder la confiance de ses fournisseurs (actionnaires historiques).

Lors de la réunion de présentation des résultats semestriels, le management a fait le point sur l'activité de ce début d'année qui reste en deçà des attentes en raison de températures au-dessus des normales de saison, pesant sur les besoins de consommation. De ce fait, nous ajustons de nouveau à la baisse notre prévision de CA pour 2014-15 à 16,0 M€ vs 16,4 M€, soit une baisse estimée à -5,0%, dont une croissance de +20% attendue au S2 (effet de base favorable compte tenu d'un S2 2013-14 en recul de -16,5%). Notre prévision d'EBITDA passe de 1,7 M€ à 1,4 M€ et le ROC devrait être à l'équilibre. Compte tenu du coût de la dette, le RN devrait être légèrement négatif à -0,1 M€.

### Recommandation

**Suite à cette publication et au changement de nos estimations, nous maintenons notre objectif de cours à 5,70 € ainsi que notre recommandation à Accumuler.**

Prochain évènement : Publication du CA T3 2014-15 le mercredi 08 avril 2015

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-9,1%	-1,0%	-8,6%	-16,5%
Perf. CAC Small	12,1%	4,2%	12,2%	4,1%

### Informations boursières

Capitalisation (M €)	14,2
Nb de titres (en millions)	2,75
Volume moyen quotidien 12 mois (titres)	1021
Extrêmes 12 mois	5,08 € - 6,30 €

### Actionnariat

Flottant	31%
SA Lozère Habitation	20%
Nextsage	17%
Autres actionnaires historiques	32%

### Données financières (en M €)

au 30/06	2014	2015e	2016e	2017e
CA	16,9	16,0	20,7	24,4
var %	-0,7%	-5,0%	29,3%	17,8%
EBE	19	14	2,6	3,4
%CA	11,4%	8,5%	12,4%	13,9%
ROC	0,8	0,0	1,1	1,9
%CA	4,8%	-0,3%	5,4%	7,8%
RN	0,6	-0,1	0,6	1,2
%CA	3,4%	-0,9%	3,1%	4,9%
Bnpa (€)	0,21	-0,05	0,24	0,44
Bnpa dilué (€)	0,20	-0,05	0,22	0,41
Gearing (%)	71%	79%	76%	68%
ROCE (%)	3%	3%	0%	4%
ROE (%)	5%	5%	-1%	6%
Dette nette 2014	7,7			
Dividende n (€)	-			
Yield (%)	-			

### Ratios

	2014	2015e	2016e	2017e
VE/CA (x)	1,3	1,4	1,1	0,9
VE/EBE (x)	11,4	16,1	8,6	6,5
VE/ROC (x)	27,3	ns	19,5	11,5
PE (x)	24,8	ns	22,0	12,0

### Analyste :

Laure Pédurand  
01 44 70 20 78  
lpedurand@elcorp.com

**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 sur les 12 derniers mois**

**Achat** : du 11/03/2014 au 25/03/2014 et du 16/04/2014 au 16/07/2014 et du 15/09/2014 au 14/01/2015

**Accumuler** : du 26/03/2014 au 15/04/2014 et du 17/07/2014 au 14/09/2014 et depuis le 15/01/2015

**Alléger** : (-)

**Vente** : (-)

**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*
Placement privé en octobre 2013	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