

<b>Accumuler</b>	Potentiel	0%
<b>Objectif de cours</b>	<b>5,10 € (vs 5,12 €)</b>	
Cours au 09/09/2015 (c)		5,10 €
Alternext Paris		
Reuters / Bloomberg	ALCOG PA / ALCOG FP	

# Cogra

Energie bois

## Résultats annuels légèrement supérieurs à nos attentes

### Publication des résultats annuels 2014-15

Cogra annonce des résultats annuels à fin juin 2015 légèrement supérieurs à nos estimations. Comme anticipé, les résultats sont en recul compte tenu de la baisse de l'activité sur l'ensemble de l'année (-14,9%). L'EBITDA s'élève ainsi à 1,3 M€ (vs 1,2 M€ estimé) affichant une marge de 9,2% et le ROC à 0,1 M€ (vs 0,8 M€ l'an passé et -0,1 M€ estimé). Le RNPG s'établit à 0,1 M€ contre 0,6 M€ au 30 juin 2014.

### Commentaires

Comme prévu, la rentabilité de Cogra a été impactée par la faiblesse de l'activité tout au long de l'année après un hiver particulièrement doux et un été au-dessus des normales de saison. Par conséquent, Cogra a réalisé d'importants efforts pour adapter sa structure de coûts et a notamment réduit sa cadence de production afin de limiter la hausse de stocks (8,2 M€ au 30 juin 2015 vs 7,2 M€ l'an passé) tout en assurant un niveau suffisant pour répondre à la demande à l'approche de la haute saison.

Par ailleurs, Cogra a opéré une gestion rigoureuse de ses charges de structures, en adéquation avec l'environnement actuel, comme en témoigne la baisse des achats de marchandises (-34%) et des matières premières (-33%) mais également des charges de structure (-19%). Les charges de personnel restent quant à elles stables (44 collaborateurs vs 42 à fin juin 2014). Grâce à la souplesse de son modèle économique, l'EBITDA ne recule que de 0,6 M€ tandis que le chiffre d'affaires accuse une baisse de 2,5 M€.

Au 30 juin 2015, la dette financière de Cogra ressort à 8,8 M€ en recul de 1,4 M€ vs fin juin 2014. Compte tenu de la forte hausse du BFR sur la période (55% du CA vs 39%), la trésorerie a été impactée et ressort à 0,4 M€ (vs 1,8 M€). Par conséquent, la dette nette de Cogra atteint 8,4 M€ soit un gearing de 76%.

Suite à cette publication, le management se veut prudent pour le prochain exercice, tout en anticipant un retour à la croissance et une amélioration de la rentabilité en cas de conditions climatiques normalisées. En parallèle, Cogra poursuit son développement commercial, notamment dans le Sud-Ouest où le potentiel de nouveaux clients est important. Compte tenu de la publication et de la faible visibilité à court terme, nous abaïssons nos estimations pour l'année 2015-16 avec un CA désormais attendu à 17,9 M€ (vs 18,1 M€) et un ROC à 0,3 M€ (vs 0,6 M€) soit une MOC de (1,8%).

### Recommandation

**Suite à cette publication et à la mise à jour de notre modèle de valorisation qui tient compte désormais d'une dette nette de 8,4 M€ au 30/06/2015 vs 7,7 M€, notre objectif de cours ressort à 5,10 € vs 5,12 €. Nous maintenons notre recommandation à Accumuler.**

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-8,9%	0,8%	0,4%	-13,6%
Perf. CAC Small	19,7%	-5,1%	0,0%	14,2%

### Informations boursières

Capitalisation (M €)		14,0
Nb de titres (en millions)		2,75
Volume moyen quotidien 12 mois (titres)		213
Extrêmes 12 mois	5,00 €	6,10 €

### 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	14,3	17,9	21,4
var %		-0,7%	-15,1%	25,0%	19,6%
EBE		1,9	1,3	1,8	2,3
%CA		11,4%	9,2%	9,8%	10,6%
ROC		0,8	0,1	0,3	0,8
%CA		4,8%	0,9%	1,8%	3,6%
RN		0,6	0,1	0,1	0,4
%CA		3,4%	0,7%	0,6%	2,0%
Bnpa (€)		0,21	0,04	0,04	0,16
Bnpa dilué (€)		0,20	0,03	0,04	0,15
Gearing (%)		71%	77%	80%	78%
ROCE (%)		3%	3%	0%	1%
ROE (%)		5%	5%	1%	1%
Dette nette 2015		8,4			
Dividende n (€)		-			
Yield (%)		-			

### Ratios

	2014	2015e	2016e	2017e
VE/CA (x)	13	15	12	10
VE/EBE (x)	11,5	ns	12,6	9,7
VE/ROC (x)	27,7	161,8	69,8	28,4
PE (x)	25,9	ns	123,7	31,4

### Analyste :

Eric Secler  
01 44 70 20 78  
esecler@elcorp.com

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
<b>Chiffre d'affaires</b>	13,0	17,0	16,9	14,3	17,9	21,4
Excédent brut d'exploitation	1,2	0,5	1,9	1,3	1,8	2,3
Résultat opérationnel courant	0,5	-0,2	0,8	0,1	0,3	0,8
Résultat opérationnel	0,5	-0,2	0,8	0,1	0,3	0,8
Résultat financier	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Impôts	0,2	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	0,3	-0,2	0,6	0,1	0,1	0,4
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Actifs non courants	2,4	5,3	11,9	11,2	10,2	9,3
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	4,0	1,9	6,6	8,1	7,3	7,3
Disponibilités + VMP	1,8	5,5	1,8	0,4	0,7	1,0
Capitaux propres	7,2	7,9	10,7	10,9	10,8	11,1
Emprunts et dettes financières	0,9	4,8	9,4	8,8	7,4	6,4
Total Bilan	6,6	6,3	5,4	6,3	7,3	9,8
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Marge Brute d'autofinancement	1,1	0,6	1,6	1,3	1,6	1,9
Variation de BFR	1,1	-2,1	4,7	1,5	-0,8	-0,1
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	0,0	2,6	-3,1	-0,2	2,3	2,0
Investissements opérationnels nets	-0,1	-3,4	-7,4	-0,5	-0,5	-0,5
Investissements financiers nets	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,5	-3,6	-7,5	-0,5	-0,5	-0,5
Augmentation de capital	4,4	1,0	1,6	0,3	0,0	0,0
Variation emprunts	-2,3	3,8	4,6	-0,7	-1,1	-1,1
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	2,0	4,7	6,9	-0,7	-1,3	-1,2
<b>Ratios (%)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Variation chiffre d'affaires	26,0%	30,1%	-0,7%	-15,1%	25,0%	19,6%
Marge EBE	9,2%	3,1%	11,4%	9,2%	9,8%	10,6%
Marge opérationnelle courante	3,9%	-1,1%	4,8%	0,9%	1,8%	3,6%
Marge opérationnelle	3,9%	-1,1%	4,8%	0,9%	1,8%	3,6%
Marge nette	2,7%	-1,1%	3,4%	0,7%	0,6%	2,0%
Investissements opérationnels nets/CA	-1,0%	-20,2%	-44,0%	-3,5%	-2,8%	-2,3%
BFR/CA	30,5%	11,2%	38,9%	56,4%	40,9%	33,9%
ROCE	5,4%	-1,8%	3,4%	0,5%	1,2%	3,2%
ROCE hors GW	5,4%	-1,8%	3,4%	0,5%	1,2%	3,2%
ROE	4,8%	-2,3%	5,4%	0,9%	1,0%	3,9%
Payout	ns	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	ns	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Gearing (%)	-12%	-9%	71%	77%	62%	48%
Dettes nettes/EBE	-0,7	-1,4	4,0	6,4	3,8	2,4
EBE/charges financières	12,6	6,5	12,8	5,0	6,1	8,9
<b>Valorisation</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Nombre d'actions (en millions)	2,2	2,4	2,7	2,7	2,7	2,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,2	2,3	2,5	2,7	2,7	2,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	5,2	5,8	5,9	5,1	5,1	5,1
(1) Capitalisation boursière moyenne	11,5	13,4	14,9	13,8	13,8	13,8
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	-0,8	-0,7	7,7	8,4	6,7	5,4
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	10,6	12,4	22,2	21,8	20,1	18,8
PER	33,2	-73,4	25,9	ns	123,7	31,4
VE / EBE	8,8	23,7	11,5	ns	11,5	8,3
VE / ROC	20,6	-67,0	27,7	161,8	63,5	24,2
VE / CA	0,8	0,7	1,3	1,5	1,1	0,9
P/B	1,6	1,7	1,4	1,3	1,3	1,2
<b>Données par action (€)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Bnpa	0,16	-0,08	0,21	0,04	0,04	0,16
Book value/action	3,3	3,3	4,0	4,0	4,0	4,1
Dividende /action	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

**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'analyse 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 15/09/2014 au 14/01/2015

**Accumuler** : du 10/09/2014 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 Etats-Unis est interdit.

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

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