

Achat	Potentiel	45%
Objectif de cours	7,50 € (vs 8,00 €)	
Cours au 17/07/12 (c)		5,19 €
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALCOG PA / ALCOG FP	

Cogra
Energie bois

Très bonne performance des ventes de granulés de bois sur l'exercice

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	10,4%	1,8%	-4,2%	na
Perf Small 90	-0,6%	0,7%	-9,6%	-23,3%

Informations boursières (en M€)

Capitalisation (M€)		11,5
Nb de titres (en millions)		2,22
Flottant		25%
Volume moyen 6 mois (titres)		823
Extrêmes depuis IPO	3,95 €	6,38 €

Données financières (en M€)

	au 30/06	2010	2011	2012e	2013e
CA		9,1	10,4	13,0	16,8
var %		1,3%	14,3%	25,4%	29,3%
EBE		0,9	1,0	1,2	1,6
% CA		10,2%	9,2%	9,5%	9,5%
ROC		0,1	0,2	0,5	0,7
% CA		1,5%	1,6%	3,7%	4,1%
RN		0,1	0,2	0,4	0,5
% CA		1,2%	1,6%	2,8%	2,9%
Bnpa (€)		0,0	0,1	0,2	0,2
Gearing (%)		96%	101%	-11%	9%
ROCE (%)		2%	2%	5%	5%
ROE (%)		4%	6%	5%	6%
Dette nette 2011 (avec crédit bail)			5,2		
Dividende n (€)		-			
Yield (%)		-			

Ratios

	2010	2011	2012e	2013e
VE/CA (x)	1,4	1,2	1,0	0,8
VE/EBE (x)	13,6	13,2	10,2	7,9
VE/ROC (x)	ns	ns	26,5	18,2
PE (x)	ns	ns	32,1	23,3

Analyste :

Laure Pédurand

01 44 70 20 78

lpedurand@elcorp.com

Publication du chiffre d'affaires annuel 2011/12

Après avoir publié un CA T3 de 3,8 M€ en forte hausse de 42%, Cogra fait part d'une nouvelle hausse de ses ventes au T4 de 24% à 1,9 M€. Au final, le CA annuel 2011/12 ressort en croissance de 25% à 13,0 M€ contre un CA 2010/11 de 10,4 M€. Cette publication est globalement en ligne avec nos prévisions (13,2 M€ à +27%) et fait état d'une bonne tenue des ventes dans un climat plutôt défavorable (conjoncture économique difficile, météo clémente).

Commentaires

La croissance de 25% sur l'année est tirée par une très bonne performance de l'activité de granulés de bois qui bénéficie de la forte progression des volumes de ventes conjuguée à une évolution du mix produit en faveur des granulés vendus en sac, mieux « pricés ». La dynamique provient aussi bien du réseau de 400 revendeurs en France que de l'export qui représente désormais 27,5% du CA contre 26,0% l'année dernière. Les ventes de poêles et chaudières résistent dans un contexte économique défavorable.

Pour mémoire, Cogra avait publié au titre du S1 un ROC de 0,4 M€ (4,9% du CA) et un RN de 0,2 M€ (3,2% du CA) pour un CA de 7,6 M€. Ces résultats ont bénéficié de : 1/ l'évolution favorable du mix produit vers l'activité de granulés, mieux margée que l'activité de négoce de poêles, et 2/ une maîtrise globale des charges opérationnelles. Les résultats du S2 devraient profiter de ces mêmes leviers sur les marges, avec cependant une saisonnalité moins favorable (58% du CA est réalisé courant S1). Nous révisons cependant nos estimations de marges à la baisse afin de prendre en compte une hausse des coûts de stockage. En effet, l'effort de production a été maintenu à un rythme soutenu malgré des ventes légèrement en deçà des objectifs, entraînant une forte progression des stocks de granulés. Ceci a également pour conséquence une hausse du BFR (+1,5 M€). De ce fait nous attendons une MOC à 3,7% vs 4,4% précédemment et une marge nette de 2,8% vs 3,1%.

Pour l'exercice 2012/13, le management indique démarrer l'activité avec un carnet de commandes bien orienté et entend poursuivre ses actions pour maintenir la croissance. Pour mémoire, Cogra a levé 2,0 M€ en mai dernier dans le but de : 1/ ouvrir de nouveaux points de vente à proximité des sites de production, 2/ renforcer les outils marketing et de communication à destination du réseau de revendeurs, 3/ développer les ventes à l'international et 4/ optimiser les ressources destinées à la construction de la nouvelle usine de production de granulés qui permettra à Cogra d'accroître sa capacité de production à 100 000 tonnes contre 60 000 actuellement. Sa mise en service est prévue à la fin du S1 2013/2014 alors que nous l'attendions vers la fin de l'exercice 2012/13, soit un retard de 6 mois avec nos objectifs. L'impact de cette nouvelle information est relativement faible sur nos estimations 2012/13 mais plus élevé sur nos estimations 2013/14 (de l'ordre de 0,7 M€).

Nous révisons à la baisse nos estimations de CA 2012/2013 à 16,8 M€ contre 17,5 M€ précédemment afin de prendre en compte les retard pris dans les ventes de poêles et chaudières (-0,5 M€) et dans la mise en service de la nouvelle usine (-0,2 M€). Le ROC est attendu à 0,7 M€ vs 1,0 M€ précédemment, intégrant d'une part notre nouvelle estimation de CA et d'autre part un décalage des charges liées à la nouvelle usine sur l'exercice suivant.

Recommandation

Suite à cette publication et à l'intégration de nos nouvelles estimations dans notre modèle de valorisation, notre objectif de cours ressort à 7,50 € contre 8,00 € auparavant. Nous maintenons notre recommandation à l'Achat.

Prochain évènement : Publication des résultats annuels le mardi 25 septembre 2012

Système de recommandations :

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

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

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

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

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

Historique des recommandations sur les 12 derniers mois :

Achat : depuis le 12/01/2012

Neutre : (-).

Vendre : (-).

Sous revue : (-).

Méthodes d'évaluation :

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

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

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

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

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

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

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

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

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

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

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

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