

<b>Achat</b>	Potentiel	38%
<b>Objectif de cours</b>	<b>7,10 € (vs 7,50 €)</b>	
Cours au 25/09/12 (c)	5,20 €	
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALCOG PA / ALCOG FP	

**Cogra**  
Energie bois

## Cogra est en ordre de marche pour une croissance rentable

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	10,6%	4,8%	11,8%	na
Perf Small 90	5,6%	1,5%	7,9%	2,9%

### Informations boursières (en M€)

Capitalisation (M€)	11,6		
Nb de titres (en millions)	2,22		
Flottant	25%		
Volume moyen 6 mois (titres)	561		
Extrêmes depuis IPO	3,95 €	6,38 €	

### Données financières (en M€)

au 30/06	2011	2012	2013e	2014e
CA	10,4	13,0	16,8	20,6
var %	14,3%	26,0%	28,5%	23,1%
EBE	1,0	1,2	1,6	2,9
% CA	9,2%	9,4%	9,5%	13,9%
ROC	0,2	0,5	0,7	1,5
% CA	1,6%	3,9%	4,4%	7,2%
RN	0,2	0,3	0,5	0,9
% CA	1,6%	2,7%	2,7%	4,2%
Bnpa (€)	0,1	0,2	0,2	0,4
Gearing (%)	101%	-12%	66%	75%
ROCE (%)	2%	5%	4%	7%
ROE (%)	6%	5%	6%	10%
Dette nette 2012	-0,9			
Dividende n (€)	-			
Yield (%)	-			

### Ratios

	2011	2012	2013e	2014e
VE/CA (x)	1,0	0,8	0,6	0,5
VE/EBE (x)	11,2	8,7	6,7	3,7
VE/ROC (x)	ns	ns	14,5	7,1
PE (x)	ns	ns	25,3	13,2

### Analyste :

Laure Pédurand

01 44 70 20 78

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

### Publication des résultats annuels 2011/12

Cogra publie des résultats annuels 2011-12 (clôture au 30.06.2012) conformes à nos anticipations. Pour un CA de 13,0 M€ (+26%), l'EBITDA est en hausse de 28% à 1,2 M€ et le ROC est multiplié par 3 à 0,5 M€ soit une MOC de 3,9%. Le RN ressort à 0,3 M€ soit une marge nette de 2,7%.

### Commentaires

La progression des résultats sur l'exercice provient de : 1/ la croissance du chiffre d'affaires par l'accroissement des volumes, 2/ un mix produit favorable avec une meilleure contribution des granulés vendus en sacs qui génèrent une marge plus importante que les granulés en vrac et que les poêles et chaudières, et 3/ de la bonne gestion des approvisionnements en matières premières et marchandises. Les autres achats et charges externes progressent de 24% (+0,7 M€) principalement en raison de la hausse des coûts de stockage. Le ROC bénéficie également d'une baisse des amortissements.

La trésorerie du groupe s'est améliorée à 1,8 M€ vs 0,3 M€ au 30.06.2011, grâce aux deux levées de fonds de 2,5 M€ (IPO 2011) et 1,9 M€ (augmentation de capital en mai 2012), soit un total de 4,4 M€. Dans le même temps, Cogra s'est désendetté et dispose aujourd'hui d'une dette financière de 0,9 M€ vs 3,1 M€ l'année dernière.

Conformément à la stratégie annoncée, Cogra multiplie les actions commerciales et marketing pour améliorer sa visibilité et sa notoriété auprès des particuliers et du réseau revendeurs, qui par ailleurs s'élargit (environ 550 vs 400 en 2010/11). Cogra va notamment ouvrir un premier magasin à Rodez (Aveyron) offrant ainsi une meilleure proximité avec le client et un service dédié à l'accompagnement du client dans son choix d'acquisition de chaudière. En outre, le management indique que les ventes sur le début de l'année sont bien orientées.

Un contact avec le management nous permet d'indiquer que la mise en place de la nouvelle usine nécessitera un investissement total de l'ordre de 9,0 M€ contre 8,0 M€ annoncés lors de l'introduction en bourse. En effet, Cogra a fait le choix de construire un bâtiment plus grand pour pouvoir stocker de plus larges volumes et anticiper la croissance. D'autre part, Cogra a mis en place une stratégie de financement différente de ce qui avait été annoncé au moment de l'IPO, renonçant ainsi au crédit bail. La nouvelle usine sera financée par : fonds propres, trésorerie, subventions et emprunts (environ 70% de l'investissement selon nous). Ceci est une bonne nouvelle, compte tenu du coût très élevé d'un crédit bail. Cette information a un impact sur nos prévisions à partir de 2013/14:

- compte de résultat : moins de charges en crédit bail, plus d'amortissements à venir compte tenu de l'immobilisation de l'investissement, intérêts de la dette
- bilan : immobilisation de l'investissement à l'actif, comptabilisation des emprunts au passif

Lors de notre dernière note, nous avons déjà reporté les charges de la nouvelle usine sur l'exercice 2013-14, compte tenu du retard annoncé de la mise en service (prévu fin 2013). En conséquence, nos estimations d'EBE, de ROC et de RN sont maintenues à 1,2 M€ (9,5% du CA), 0,7 M€ (4,4% du CA) et 0,5 M€ (2,7% du CA) pour 16,8 M€ de CA (+28,5%). Nous intégrons désormais nos estimations 2013/14 et tablons sur un CA de 20,6 M€ en croissance de 23,1%, un ROC de 1,5 M€ soit une MOC de 7,2% et un RN de 0,9 M€ (4,2% du CA).

**Recommandation**

**Suite à cette publication et à l'intégration de nos nouvelles estimations dans notre modèle de valorisation, notre objectif de cours ressort à 7,10 € contre 7,50 € auparavant, impacté par la hausse des investissements. Nous maintenons notre recommandation à l'Achat.**

*Prochain évènement : Publication du CA T1 2012/13 le mardi 23 octobre 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