

<b>Achat</b>	<i>Potentiel</i>	30%
<b>Objectif de cours</b>	<b>6,50 € (vs 7,10 €)</b>	
Cours au 23/10/12 (c)		5,01 €
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALCOG PA / ALCOG FP	

**Cogra**  
Energie bois

## Un T1 bien orienté

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	6,6%	4,6%	-0,2%	-9,6%
Perf Small 90	3,5%	-1,7%	6,1%	-3,6%

Informations boursières (en M€)	
Capitalisation (M€)	11,1
Nb de titres (en millions)	2,22
Flottant	36%
Volume moyen 6 mois (titres)	575
Extrêmes 6 mois	4,52 € 5,91 €

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 (€)		0,07	0,16	0,21	0,39
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)	10,7	8,3	6,4	3,6	
VE/ROC (x)	ns	ns	14,0	6,9	
PE (x)	ns	ns	24,4	12,7	

### Analyste :

Laure Pédurand

01 44 70 20 78

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

### Publication du CA T1 2012/13

Cogra publie un CA T1 2012-13 de bonne facture en croissance de 22,3% à 3,2 M€.

### Commentaires

Comme les précédents trimestres, ce sont les ventes de granulés de bois qui tirent la croissance et représentent environ 70% du CA (2,2 M€). Elles bénéficient : 1/ d'un effet volume (~ +22%) et prix (~ +10%), et 2/ d'un mix produit favorable à la ventes de granulés en sacs, mieux priced et par conséquent mieux margés. Quant aux ventes de poêles et chaudières, elles sont stables ne bénéficiant pas encore à ce jour du plan d'actions mis en place par Cogra pour promouvoir cette activité (communication, publicité, marketing, formation des revendeurs, etc.).

A titre indicatif, Cogra communique sur un endettement net nul au 31.07.2012 alors qu'il était de -0,9 M€ au 30.06.2012. Ces chiffres font apparaître une importante consommation de cash en l'espace d'un mois liée à l'augmentation des volumes de production et donc des quantités stockées. Ceci est conforme aux objectifs de la société d'accélérer le rythme de production en vue de soutenir la croissance de la demande.

En termes de perspectives, le management est confiant pour la suite de l'exercice grâce à un carnet de commandes bien orienté. En outre, l'ouverture d'un magasin à Rodez dans l'Aveyron permet à la société d'accroître sa visibilité auprès des clients finaux et notamment de préparer le terrain pour l'arrivée de la nouvelle usine qui sera située dans la même région (à Séverac-le-Château) et qui devrait être opérationnelle fin 2013.

A ce stade, nous laissons nos prévisions inchangées.

### Emission de BSAR

Dans le même temps, Cogra a annoncé une opération d'attribution de 2 217 476 BSAR, à concurrence de 1 BSAR pour 1 action détenue. Ces BSAR seront exerçables sur une durée de 2 ans à compter du 26/10/2012 jusqu'au 27/10/2014 au prix d'exercice de 6,00 €, sachant que 5 BSAR donneront droit à 1 action nouvelle. Si la totalité des BSAR est exercée, 443 495 actions nouvelles seront créées permettant à Cogra de réaliser une augmentation de capital de 2,7 M€. Cette levée de fonds offrirait à Cogra la possibilité de : 1/ améliorer sa structure financière (nous rappelons que Cogra devrait avoir recours à l'emprunt pour financer la construction de la nouvelle usine), 2/ financer le BFR qui devrait fortement augmenter avec la mise en route de la nouvelle usine. Cette opération représente une dilution potentielle de 16,6% pour l'actionnaire à court terme / moyen terme.

### Recommandation

**Compte tenu de la dilution potentielle liée à l'émission de BSAR, notre objectif de cours ressort à 6,50 € contre 7,10 € auparavant. Nous maintenons notre recommandation à l'Achat.**

Prochain évènement : Publication du CA S1 2012/13 le mercredi 23 janvier 2013

**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