

Neutre	<i>Potentiel</i>	12%
Objectif de cours		6,50 €
Cours au 19/03/2013 (c)		5,80 €
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALCOG PA / ALCOG FP	

Plan de marche conforme au calendrier

Publication des résultats semestriels 2012-13

A l'issue du premier semestre de l'exercice 2012-13, Cogra affiche un EBE de 0,8 M€ en progression de 13,0% et un ROC globalement stable à 0,4 M€, soit une MOC de 4,2% vs 4,9%. Le RN s'améliore de 8,9% à 0,3 M€. Ces chiffres sont légèrement en dessous de nos attentes compte tenu de la forte croissance affichée sur le S1 (+26,7% à 9,7 M€).

Commentaires

En dépit d'une bonne maîtrise des achats de marchandises et de matières premières (achats consommés à +7%) et de la forte croissance du CA, la MOC est en recul de 0,7 pt impactée par une forte consommation des stocks dont l'impact sur le semestre est de -1,7 M€ (vs -0,5 M€ au S1 2011-12). En effet Cogra a beaucoup déstocké afin de répondre à la forte hausse de la demande. D'autre part, les autres achats et charges externes croient de 21%, une hausse liée principalement aux frais de stockage et de transport. A noter que ces coûts devraient être moindres dès l'exercice prochain grâce une augmentation des capacités de stockage via le reconditionnement de l'usine de Mende et des aménagements spécifiques à Craponne. Enfin, Cogra continue se structurer avec 3 personnes supplémentaires en renfort sur les plans commercial, administratif et productif, représentant une hausse de la masse salariale de 6%.

Compte tenu de la saisonnalité favorable, la trésorerie est au plus haut au 31/12/2012 et ressort à 2,4 M€, faisant ressortir un cash net de 0,4 M€. Comme attendu, Cogra a obtenu le soutien de ses partenaires bancaires et de l'Oséo pour financer la construction et l'achat de matériel de la nouvelle usine de Séverac-le-Château. A cela s'ajoute l'octroi d'une subvention de la part de la région, du département et de la commune. Par ailleurs, le management confirme la mise en exploitation de l'usine en septembre 2013, dont la construction est en cours.

Concernant la seconde partie de l'exercice (janvier à juin 2013), nous pensons que la demande de granulés est restée soutenue et que le phénomène de déstockage s'est poursuivi au T3 compte tenu des températures historiquement basses. Le T4 étant une période de basse saison et la capacité de production étant déjà exploitée à son maximum, Cogra ne devrait que partiellement reconstituer les stocks. En outre, la société tend à accroître ses approvisionnements en matières premières afin d'anticiper le saut d'activité qu'entraînera la mise en route de la nouvelle usine en septembre prochain. Tous ces éléments nous amènent à réviser légèrement à la baisse nos estimations pour l'exercice en cours. Nous tablons désormais sur une croissance de l'activité de 26% soit un CA attendu à 16,5 M€, intégrant ainsi une croissance de +26% au S2 (vs +31% précédemment). Notre objectif de ROC 2012-13 ressort à 0,6 M€ (vs 0,7 M€ précédemment) soit une MOC de 3,6%. Nous maintenons notre estimation de RN à 0,5 M€ intégrant désormais l'amortissement de la subvention obtenue.

Au vu des nombreuses actions menées par Cogra pour développer l'activité tout en optimisant les ressources, nous sommes confiants dans la capacité de la société à poursuivre sa croissance rentable sur les exercices futurs.

Recommandation

Suite à cette publication et à l'ajustement de nos prévisions, nous maintenons notre target price à 6,50 € ainsi que notre recommandation à Neutre.

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	21,6%	0,7%	16,0%	-8,8%
Perf Small 90	6,8%	-2,0%	8,5%	-2,5%

Informations boursières

Capitalisation (M€)		12,9
Nb de titres (en millions)		2,22
Volume moyen quotidien 12 mois (titres)		1 195
Extrêmes 12 mois	4,93 €	6,10 €

Actionnariat

Flottant		36%
Personnes morales		55%
Personnes physiques		9%

Données financières (en M€)

au 30/06	2011	2012	2013e	2014e
CA	10,4	13,0	16,5	20,3
var %	14,3%	26,0%	26,4%	22,8%
EBE	1,0	1,2	1,5	2,8
% CA	9,2%	9,4%	8,8%	13,9%
ROC	0,2	0,5	0,6	1,4
% CA	1,6%	3,9%	3,6%	6,8%
RN	0,2	0,3	0,5	0,8
% CA	1,6%	2,7%	2,7%	4,2%
Bnpa (€)	0,07	0,16	0,20	0,38
Gearing (%)	101%	-12%	38%	52%
ROCE (%)	2%	5%	4%	7%
ROE (%)	6%	5%	6%	9%
Dette nette 2012	-0,8			
Dividende n (€)	-			
Yield (%)	-			

Ratios

	2011	2012	2013e	2014e
VE/CA (x)	1,2	1,0	0,8	0,6
VE/EBE (x)	13,1	10,2	8,6	4,4
VE/ROC (x)	ns	ns	20,9	9,1
PE (x)	ns	ns	28,5	15,3

Analyste :

Laure Pédurand
01 44 70 20 78

lpedurand@elcorp.com

Prochain évènement : Publication du CA T3 le mardi 9 avril 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 : du 20/03/2012 au 22/01/2013

Neutre : depuis le 23/01/2013.

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*
Oui	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