

<b>Neutre</b>	<i>Potentiel</i>	12%
<b>Objectif de cours</b>		<b>6,50 €</b>
Cours au 16/07/2013 (c)		5,80 €
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALCOG PA / ALCOG FP	

# Cogra

Energie bois

## Une excellente performance au T4, au dessus de nos attentes

### Publication du CA T4 2012-13

Cogra publie une croissance record de +63% au T4 faisant ressortir un CA de 3,1 M€. Sur l'année, le CA s'établit à 17,0 M€ vs 13,0 M€ en hausse de 30%. Ces chiffres sont supérieurs à nos attentes (+26% à 16,5 M€ estimé).

### Commentaires

Malgré un effet de base défavorable (T4 2011-12 à +25%), l'activité a enregistré une forte croissance sur le dernier trimestre toujours portée par une demande soutenue dans les granulés de bois, et dans une moindre mesure la politique de déstockage en vue de l'arrêt de la production à Mende. Compte tenu de la performance de l'activité observée sur l'année, les ventes de granulés représentent désormais 77% contre 74% l'année dernière, soit une croissance de +35%. Comme attendu, l'activité de poêles enregistre une croissance annuelle moindre de +15% dans un contexte de pression sur le pouvoir d'achat des particuliers.

Comme l'avait annoncé le management lors d'un communiqué le 20 juin 2013, plusieurs facteurs devraient peser sur la rentabilité malgré la forte progression du CA : 1/ la vétusté de l'usine de Mende dans un contexte de forte hausse de la demande entraîne des surcoûts d'exploitation (entretien, réparation) 2/ l'élargissement du périmètre géographique entraîne une hausse des coûts du transport, 3/ la hausse du coût des matières premières et 4/ la politique de déstockage. Compte tenu de ces éléments, nous révisons nos estimations et tablons désormais sur un EBITDA de 0,7 M€ vs 1,5 M€ et un ROC de -0,1 M€ vs 0,6 M€ précédemment. Le résultat net devrait s'inscrire juste en dessous de l'équilibre. Avec le transfert de la production à l'usine de Séverac le Château en septembre prochain, une usine moderne et d'une capacité de production de 100 000 tonnes, Cogra s'assure une production rentable dès l'exercice 2013-14.

Avec un carnet de commandes bien orienté, une demande toujours en hausse et l'augmentation de la capacité de production, l'activité de granulés devrait demeurer dynamique en 2013-14. Nous ajustons néanmoins notre prévision de CA à 19,9 M€ (+17,4%) vs 20,3 M€ compte tenu d'un pouvoir d'achat sous pression freinant la croissance des ventes de poêles à granulés. Notre objectif de ROC passe à 1,0 M€ vs 1,4 M€, soit une marge opérationnelle attendue à 5,3%.

A noter qu'au cours de l'exercice, les fonds propres ont été renforcés de près de 1,0 M€ suite à l'exercice de BSAR. En outre, plusieurs accords de financement de l'usine de Séverac ont été conclus, dont nous connaissons les détails lors de la publication des comptes annuels.

### Recommandation

**Suite à cette publication et au changement de nos prévisions, nous laissons notre objectif de cours inchangé à 6,50 € ainsi que notre recommandation à Neutre.**

*Prochain évènement : Publication des résultats annuels le mardi 17 septembre 2013*

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	21,6%	1,9%	-2,2%	11,8%
Perf Small 90	5,2%	-0,4%	4,8%	15,5%

### Informations boursières

Capitalisation (M€)				13,8
Nb de titres (en millions)				2,38
Volume moyen quotidien 12 mois (titres)				1 390
Extrêmes 12 mois			4,31 €	6,40 €

### Actionnariat

Flottant				39%
Personnes morales				52%
Personnes physiques				9%

### Données financières (en M€)

	au 30/06	2011	2012	2013e	2014e
CA		10,4	13,0	17,0	19,9
var %		14,3%	26,0%	30,0%	17,4%
EBE		1,0	1,2	0,8	2,5
% CA		9,2%	9,4%	4,4%	12,5%
ROC		0,2	0,5	-0,1	1,0
% CA		1,6%	3,9%	-0,6%	5,3%
RN		0,2	0,3	0,0	0,6
% CA		1,6%	2,7%	-0,1%	3,1%
Bnpa (€)		0,07	0,16	-0,01	0,26
Bnpa dilué (€)		0,07	0,16	-0,01	0,23
Gearing (%)		101%	-12%	29%	36%
ROCE (%)		2%	5%	-1%	6%
ROE (%)		6%	5%	0%	7%
Dette nette 2012		-0,8			
Dividende n (€)		-			
Yield (%)		-			

### Ratios

	2011	2012	2013e	2014e
VE/CA (x)	1,6	1,2	1,0	0,8
VE/EBE (x)	16,9	13,1	21,4	6,5
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	15,4
PE (x)	ns	ns	ns	22,2

### Analyste :

Laure Pédurand  
01 44 70 20 78

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

**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 17/07/2012 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