

Achat (vs Accumuler)	Potentiel	15%
Objectif de cours	7,00 € (vs 6,00 €)	
Cours au 12/09/2014 (c)	6,08 €	
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALCOG PA / ALCOG FP	

Cogra

Energie bois

Résultats annuels conformes à nos attentes

Publication des résultats 2013-14

La publication de Cogra dévoile des résultats annuels conformes à nos attentes : l'EBITDA a été multiplié par près de 4x et s'établit à 1,9 M€ vs 0,5 M€ faisant ressortir un ROC à 0,8 M€ (4,8% du CA) contre une perte opérationnelle de -0,2 M€ l'année dernière. Le RNPG s'établit à 0,6 M€ contre -0,2 M€ au 30 juin 2013. Pour mémoire, le CA est ressorti en légère baisse de -1,1% à 16,8 M€.

Commentaires

La forte progression des résultats de Cogra est liée notamment à la production stockée comptabilisée pour 4,3 M€ (vs 3,6 M€ estimé). Cela résulte de la montée en puissance de la production annuelle de granulés de bois à plus de 80 000 tonnes, soit une augmentation de 44%, alors que les ventes ont accusé un recul de -11% en volume. En outre, la valorisation des stocks est amplifiée par la hausse du prix de la matière première (autour de +20% selon nos estimations). Au niveau du bilan, on constate ainsi une forte augmentation du BFR de 4,7 M€, le BFR représentant au 30 juin 2014 39% du CA contre 11% l'année dernière. Doté d'un large stock, Cogra est armé pour faire face à la hausse de la demande et la prochaine haute saison (de octobre à mars). Les météorologues prévoient d'ailleurs un retour à la normale des températures automnales et hivernales.

En dehors de l'impact de la hausse des prix sur les achats de matières premières, l'augmentation de l'ensemble des charges opérationnelles est maîtrisée et cohérente avec la montée en charge de la production. Les dotations aux amortissements ressortent à 1,1 M€ contre 0,8 M€ compte tenu des investissements pour la construction de l'usine de Séverac le Château. Au final, un peu plus de 10 M€ ont été investis en l'espace de 2 ans (matériel d'usine, de transport, outillage), un effort soutenu par les actionnaires à hauteur de 6,9 M€ depuis l'IPO (dont 1,6 M€ via l'exercice de BSA) et par les partenaires bancaires à hauteur de 9,0 M€ (dont 4,8 M€ souscrits au cours de l'exercice 2013-14). L'excédent des fonds permet notamment de couvrir le BFR, sujet à d'importantes variations selon les conditions climatiques.

Aujourd'hui, la dette financière de Cogra ressort à 9,4 M€ et devrait générer selon nous des paiements d'intérêts annuels de l'ordre de 0,3 M€. Compte tenu d'une trésorerie de 1,8 M€, la dette nette ressort à 7,7 M€ et représente un gearing de 71%, caractéristique du modèle capitalistique de Cogra.

Suite à cette publication, nous laissons nos prévisions pour l'exercice 2014-15 inchangées. Ainsi, nous tablons sur un CA de 21,3 M€ en croissance de +26,6%, un ROC de 1,5 M€ soit une MOC de 7,0% et un RN de 0,9 M€. La phase d'investissement et de mise en route de l'usine étant désormais révolue, Cogra met l'accent sur la dynamique commerciale en renforçant son réseau de distribution notamment auprès de distributeurs plus qualifiés comme les grandes surfaces spécialisées.

Recommandation

Suite à cette publication, nous relevons notre objectif de cours à 7,00 € vs 6,00 €. Notre recommandation passe de Accumuler à Achat. A noter que Cogra proposera, lors de la prochaine AG le 17 octobre, le prolongement de 2 ans de la période d'exercice des BSAR contre la date initialement fixée au 27 octobre 2014. Cela est pertinent dans la mesure où le titre cote actuellement 6,08 € (le prix d'exercice est de 6,00 €) et présente, selon nous, un potentiel de hausse de 15% sur les 12 prochains mois. Il reste aujourd'hui 870 934 BSAR à exercer, représentant ainsi une augmentation de capital potentielle de 1,0 M€.

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	1,3%	7,2%	4,1%	2,2%
Perf. CAC Small	12,2%	4,4%	-5,3%	26,2%

Informations boursières

Capitalisation (M€)				16,4
Nb de titres (en millions)				2,70
Volume moyen quotidien 12 mois (titres)				1 208
Extrêmes 12 mois			5,48 €	6,61 €

Actionnariat

Flottant				46%
Personnes morales				46%
Personnes physiques				8%

Données financières (en M€)

	au 30/06	2013	2014	2015	2016
CA		17,0	16,9	21,3	24,9
var %		30,1%	-0,7%	26,6%	16,8%
EBE		0,5	1,9	2,9	3,2
% CA		3,1%	11,4%	13,6%	12,9%
ROC		-0,2	0,8	1,5	1,8
% CA		-1,1%	4,8%	7,0%	7,2%
RN		-0,2	0,6	0,9	1,1
% CA		-1,1%	3,4%	4,2%	4,4%
Bnpa (€)		-0,08	0,22	0,32	0,40
Bnpa dilué (€)		-0,07	0,20	0,30	0,37
Gearing (%)		-9%	71%	57%	47%
ROCE (%)		-2%	3%	5%	6%
ROE (%)		-2%	5%	7%	8%
Dette nette 2013		7,7			
Dividende n (€)		-			
Yield (%)		-			

Ratios

	2013	2014	2015	2016
VE/CA (x)	1,4	1,4	1,1	1,0
VE/EBE (x)	46,1	12,5	8,3	7,5
VE/ROC (x)	ns	30,0	16,1	13,5
PE (x)	ns	28,6	18,5	15,1

Analyste :

Laure Pédurand
01 44 70 20 78

lpedurand@elcorp.com

Prochain évènement : Publication du CA T1 2014-15 le mercredi 22 octobre

Système de recommandations :

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

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

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

Historique de recommandations sur les 12 derniers mois

Achat : du 18/09/2013 au 25/03/2014 et du 16/04/2014 au 16/07/2014 et depuis le 15/09/2014

Accumuler : du 15/09/2013 au 17/09/2013 et du 26/03/2014 au 15/04/2014 et du 17/07/2014 au 14/09/2014

Alléger : (-)

Vente : (-)

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*
Placement privé en octobre 2013	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 États-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