

| | | |
|-----------------------------|---------------------|----------------|
| Achat (vs Accumuler) | Potentiel | 23% |
| Objectif de cours | | 15,00 € |
| Cours au 06/04/2022 © | | 12,20 € |
| Euronext Paris | | |
| Reuters / Bloomberg | ALCOG.PA / AICOG.FP | |

| Performances (%) | Ytd | 1m | 3m | 12m |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| Perf. Absolue | 41,1% | 22,5% | 35,9% | 75,6% |
| Perf CAC Small | -8,1% | 10,4% | -9,4% | -1,3% |

| Informations boursières | |
|-------------------------------|------------------|
| Capitalisation (M€) | 418 |
| Nb de titres (en millions) | 3,43 |
| Volume moyen 12 mois (titres) | 4 343 |
| Extrêmes 12 mois | 6,40 € - 12,85 € |

| Actionnariat | |
|--------------------------|-------|
| Flottant | 24,5% |
| Nextstage | 32,4% |
| Lozère Habitation | 9,8% |
| Actionnaires historiques | 25,0% |

| Données financières (en M €) | | | | |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| au 30/06 | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 | 2023/24 |
| CA | 27,9 | 40,0 | 42,1 | 43,5 |
| var % | 2,8% | 43,6% | 5,3% | 3,3% |
| EBE | 3,8 | 5,2 | 5,7 | 6,1 |
| %CA | 13,8% | 13,0% | 13,6% | 14,0% |
| ROC | 2,0 | 2,7 | 3,1 | 3,3 |
| %CA | 7,4% | 6,7% | 7,3% | 7,6% |
| RN | 1,4 | 1,7 | 2,0 | 2,2 |
| %CA | 5,2% | 4,3% | 4,8% | 5,1% |
| Bnpa (€) | 0,42 | 0,50 | 0,59 | 0,65 |
| ROCE (%) | 5% | 6% | 7% | 8% |
| ROE (%) | 8% | 8% | 9% | 9% |
| Gearing (%) | 51% | 41% | 25% | 9% |
| Dettes nettes | 9,4 | 8,4 | 5,5 | 2,2 |
| Dividende n (€) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Yield (%) | | | | |

| Ratios | | | | |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 | 2023/24 |
| VE/CA (x) | 12 | 12 | 11 | 10 |
| VE/EBE (x) | 8,7 | 9,6 | 8,2 | 7,1 |
| VE/ROC (x) | 16,4 | 18,4 | 15,2 | 13,2 |
| PE (x) | 17,1 | 24,4 | 20,6 | 18,7 |

Analyste :
Pierre LAURENT
01 44 70 20 78
pl Laurent@elcorp.com

Cogra
Energie bois

Un trimestre historique

Publication du CA T3 2021-2022 (janvier-mars)

Après avoir publié un CA S1 en forte progression (+32% à 20,3 M€), Cogra enregistre un chiffre d'affaires trimestriel historique en valeur absolue, à 14,7 M€. Ce résultat implique une croissance de +77,0% sur le trimestre. Il faut remonter au T3 2016-2017 pour trouver une croissance trimestrielle supérieure dans l'histoire de la société (+79,2%). Le CA 9M ressort à 35,0 M€, soit une hausse du niveau d'activité de + 47,9%.

Nouvelle accélération de la croissance

Dans un environnement structurellement porteur, ce trimestre marque une nouvelle accélération séquentielle de la croissance des ventes du groupe, après un T1 en hausse de +25,0% et un T2 de +35,3%. Cette performance est aussi à mettre à la lumière d'un effet de base plutôt défavorable en 2020-2021 (+29,4%) et illustre parfaitement les forces du modèle de Cogra, parmi lesquelles 1/ une forte fiabilité de l'approvisionnement provenant de relations historiques et donc privilégiées avec des fournisseurs locaux, 2/ une capacité de production loin d'être saturée suite à la construction de la nouvelle usine de Craponne sur Arzon ou encore 3/ une stratégie judicieuse de constitution et de préservation des stocks. En effet, cette dernière a permis à Cogra, sur le trimestre, de prendre le relais de certains de ses concurrents producteurs qui ont été confrontés à une rupture de stocks de produits finis.

Au niveau du mix, c'est surtout l'effet volume qui a porté la hausse des ventes. Cette progression trouve notamment son fondement dans l'anticipation de l'évolution du marché, qui a été perçue par la société dès 2019.

Perspectives et révision des estimations

Sur le quatrième trimestre, l'effet de base sera suffisamment exigeant (+62,4%) pour résister à l'emballage excessif que pourrait susciter cette excellente publication, d'autant que la société a besoin de reconstituer une partie de ses stocks. Nous modélisons un CA T4 de 5,0 M€ (+19,3%), et revoyons donc notre estimation de chiffre d'affaires annuel 2021-2022 supérieur à 39,0 M€.

Au niveau de la rentabilité du groupe, l'effet de levier naturel du modèle sur les volumes, combiné au pricing power dont la société fait preuve, devrait permettre de relativement préserver les marges, malgré une hausse des charges opérationnelles (recrutements pour accélérer le dynamisme commercial) et des charges non cash (amortissement de la nouvelle usine) sur l'année. Nous estimons à présent que Cogra devrait générer un EBE de 5,1 M€ sur l'exercice (vs 3,8 M€ précédemment) pour une marge de 13,0% (vs 11,4%), un ROC de 2,7 M€ (vs 1,7 M€) et un RN de 1,7 M€ (vs 1,0 M€).

Nous sommes ainsi alignés avec les anticipations de la société pour l'exercice 2021-2022 : résultats solides, dépassement du plan Cap 2022 (marge d'EBITDA durablement supérieure à 10,0%). A plus long terme, la montée en puissance des capacités de production et de stockage de la société, associée à une belle exécution et à un modèle plutôt agile, devrait permettre à Cogra de continuer à capitaliser sur les tendances de fonds favorables de son marché et de la transformation de nos économies.

Recommandation

Après la mise à jour de nos estimations et de notre modèle, notre objectif de cours ressort à 15,00 € (vs 12,00 €). Notre recommandation passe à **Achat (vs Accumuler)**. Si la valorisation reste exigeante, nous sommes confiants dans les perspectives à moyen et long terme du groupe et de son marché.

| Compte de résultat (M€) | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 | 2023/24 |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Chiffre d'affaires | 21,9 | 24,4 | 24,7 | 27,9 | 40,0 | 42,1 | 43,5 |
| Excédent brut d'exploitation | 1,8 | 2,4 | 3,2 | 3,8 | 5,2 | 5,7 | 6,1 |
| Résultat opérationnel courant | 0,9 | 1,2 | 1,9 | 2,0 | 2,7 | 3,1 | 3,3 |
| Résultat opérationnel | 0,9 | 1,2 | 1,9 | 2,0 | 2,7 | 3,1 | 3,3 |
| Résultat financier | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,4 | -0,3 | -0,3 |
| Impôts | -0,1 | -0,1 | -0,6 | -0,5 | -0,6 | -0,7 | -0,8 |
| Mise en équivalence | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Part des minoritaires | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Résultat net part du groupe | 0,6 | 0,9 | 1,3 | 1,4 | 1,7 | 2,0 | 2,2 |
| Bilan (M€) | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 | 2023/24 |
| Actifs non courants | 10,3 | 10,7 | 13,8 | 21,1 | 20,0 | 18,7 | 17,4 |
| dont goodwill | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| BFR | 4,7 | 5,6 | 6,5 | 6,9 | 8,7 | 9,1 | 9,4 |
| Disponibilités + VMP | 4,7 | 3,4 | 6,1 | 3,5 | 3,3 | 4,2 | 5,5 |
| Capitaux propres | 14,4 | 15,6 | 17,2 | 18,6 | 20,3 | 22,3 | 24,6 |
| Emprunts et dettes financières | 5,3 | 4,1 | 9,3 | 13,0 | 11,7 | 9,7 | 7,7 |
| Total Bilan | 22,6 | 23,0 | 29,8 | 36,1 | 37,6 | 37,6 | 38,0 |
| Tableau de flux (M€) | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 | 2023/24 |
| Marge Brute d'autofinancement | 1,6 | 2,0 | 2,6 | 3,3 | 4,3 | 4,7 | 5,1 |
| Variation de BFR | 2,1 | -0,9 | -0,9 | -0,4 | -1,8 | -0,4 | -0,3 |
| Flux net de trésorerie généré par l'activité | 3,8 | 1,1 | 1,7 | 2,9 | 2,5 | 4,4 | 4,8 |
| Investissements opérationnels nets | -0,9 | -0,4 | -3,1 | -6,0 | -1,4 | -1,5 | -1,5 |
| Investissements financiers nets | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Flux nets de trésorerie liés aux investissements | -0,9 | -0,4 | -3,1 | -6,0 | -1,4 | -1,5 | -1,5 |
| Augmentation de capital | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Variation emprunts | -1,3 | -1,0 | 5,5 | 1,0 | -1,3 | -2,0 | -2,0 |
| Dividendes versés | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Autres | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Flux nets de trésorerie liés au financement | -1,3 | -1,0 | 5,5 | 1,0 | -1,3 | -2,0 | -2,0 |
| Variation de l'endettement financier net | 1,6 | -0,3 | 4,1 | -2,1 | -0,2 | 0,9 | 1,3 |
| Ratios (%) | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 | 2023/24 |
| Variation chiffre d'affaires | 20,2% | 11,1% | 1,3% | 12,8% | 43,6% | 5,3% | 3,3% |
| Marge EBE | 8% | 10% | 13% | 14% | 13% | 14% | 14% |
| Marge opérationnelle courante | 4% | 5% | 8% | 7% | 7% | 7% | 8% |
| Marge opérationnelle | 4% | 5% | 8% | 7% | 7% | 7% | 8% |
| Marge nette | 3% | 4% | 5% | 5% | 4% | 5% | 5% |
| Investissements opérationnels nets/CA | 4% | 2% | 12% | 22% | 4% | 4% | 4% |
| BFR/CA | 21% | 23% | 26% | 25% | 22% | 22% | 22% |
| ROCE | 4% | 5% | 6% | 5% | 6% | 7% | 8% |
| ROCE hors GW | 4% | 5% | 6% | 5% | 6% | 7% | 8% |
| ROE | 4% | 6% | 8% | 8% | 8% | 9% | 9% |
| Payout | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Dividend yield | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Ratios d'endettement | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 | 2023/24 |
| Gearing (%) | 4% | 4% | 19% | 51% | 41% | 25% | 9% |
| Dettes nette/EBE | 0,3 | 0,3 | 1,0 | 2,5 | 1,6 | 1,0 | 0,4 |
| EBE/charges financières | 12,0 | 18,6 | 39,0 | 61,1 | 14,0 | 17,8 | 23,4 |
| Valorisation | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 | 2023/24 |
| Nombre d'actions (en millions) | 3,4 | 3,4 | 3,4 | 3,4 | 3,4 | 3,4 | 3,4 |
| Nombre d'actions moyen (en millions) | 3,4 | 3,4 | 3,4 | 3,4 | 3,4 | 3,4 | 3,4 |
| Cours (moyenne annuelle en euros) | 12,2 | 12,2 | 12,2 | 12,2 | 12,2 | 12,2 | 12,2 |
| (1) Capitalisation boursière moyenne | 41,8 | 41,8 | 41,8 | 41,8 | 41,8 | 41,8 | 41,8 |
| (2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-) | 0,6 | 0,7 | 3,2 | 9,4 | 8,4 | 5,5 | 2,2 |
| (3) Valeur des minoritaires | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| (4) Valeur des actifs financiers | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,5 | -0,5 | -0,5 | -0,5 |
| Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4) | 42,9 | 42,9 | 45,4 | 51,7 | 50,7 | 47,7 | 44,5 |
| PER | 30,8 | 21,8 | 13,9 | 17,1 | 24,4 | 20,6 | 18,7 |
| VE / EBE | 10,5 | 8,0 | 6,8 | 8,7 | 9,6 | 8,2 | 7,1 |
| VE / ROC | 21,2 | 15,4 | 11,1 | 16,4 | 18,4 | 15,2 | 13,2 |
| VE / CA | 0,9 | 0,8 | 0,9 | 1,2 | 1,2 | 1,1 | 1,0 |
| P/B | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 1,3 | 2,1 | 1,9 | 1,7 |
| Données par action (€) | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23 | 2023/24 |
| Bnpa | -0,17 | 0,26 | 0,40 | 0,42 | 0,50 | 0,59 | 0,65 |
| Book value/action | 4,2 | 4,6 | 5,0 | 5,4 | 5,9 | 6,5 | 7,2 |
| Dividende /action | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

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 12/01/2021

Accumuler : (-)

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