

<b>Accumuler (vs Achat)</b>	Potentiel	13%
<b>Objectif de cours</b>	<b>7,00 € (vs 7,20 €)</b>	
Cours au 25/03/2014 (c)	6,20 €	
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALCOG PA / ALCOG FP	

**Cogra**  
Energie bois

## Résultats semestriels en hausse

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	3,3%	6,9%	4,2%	5,8%
Perf CAC Small	15,2%	0,6%	16,8%	39,0%

### Informations boursières

Capitalisation (M€)				16,4
Nb de titres (en millions)				2,65
Volume moyen quotidien 12 mois (titres)				1 370
Extrêmes 12 mois			5,42 €	6,61 €

### Actionnariat

Flottant				46%
Personnes morales				46%
Personnes physiques				8%

### Données financières (en M€)

au 30/06	2012	2013	2014e	2015e
CA	13,0	17,0	19,2	22,5
var %	26,0%	30,1%	12,8%	17,4%
EBE	1,2	0,5	2,1	3,2
% CA	9,2%	3,1%	10,9%	14,1%
ROC	0,5	-0,2	1,0	1,9
% CA	3,9%	-1,1%	5,5%	8,4%
RN	0,3	-0,2	0,6	1,1
% CA	2,7%	-1,1%	3,3%	5,0%
Bnpa (€)	0,16	-0,08	0,26	0,43
Bnpa dilué (€)	0,16	-0,07	0,24	0,42
Gearing (%)	-12%	-9%	19%	6%
ROCE (%)	5%	-2%	6%	9%
ROE (%)	5%	-2%	6%	9%
Dette nette 2013	-0,7			
Dividende n (€)	-			
Yield (%)	-			

### Ratios

	2012	2013	2014e	2015e
VE/CA (x)	1,2	0,9	0,8	0,7
VE/EBE (x)	13,1	30,0	7,5	5,0
VE/ROC (x)	30,6	ns	15,0	8,3
PE (x)	47,3	ns	25,8	14,5

### Analyste :

Laure Pédurand

01 44 70 20 78

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

### Publication des résultats S1 2013-14

Au premier semestre, Cogra a réalisé un CA de 10,7 M€ en croissance de +11% permettant d'afficher des résultats en progression, comme attendu : l'EBITDA s'établit à 1,0 M€ vs 0,7 M€ au S1 2012-13 (+36%), le ROC est stable à 0,4 M€ soit une MOC de 4,0% et le RN ressort à 0,35 M€ (+30%).

### Commentaires

La croissance de l'EBITDA résulte : 1/ de l'évolution favorable du mix produit (croissance soutenue des ventes de granulés en sac), 2/ d'une moindre consommation des stocks (impact négatif de -0,7 M€ vs -1,8 M€) et 3/ d'une bonne maîtrise de l'augmentation des charges au regard de la montée en puissance de la capacité de production. Les amortissements augmentent comme attendu à 0,6 M€ et devraient représenter ~1,0 M€ en 2014 puis 1,3 M€ les années suivantes, compte tenu des investissements à Séverac le Château (-9,4 M€ au total).

Malgré les lourds investissements, la société conserve une structure financière solide avec des fonds propres renforcés à 10,1 M€, une dette financière de 6,2 M€ et une trésorerie de 2,1 M€. Les projets de la société sont soutenus par divers partenaires financiers : établissements bancaires, OSEO, subventions départementales. En outre, Cogra a bénéficié sur le semestre de 1,6 M€ de nouveaux fonds propres via l'exercice de BSA et le placement privé réalisé à l'automne dernier. Fort de sa capacité de financement, la société poursuit sereinement ses objectifs de montée en puissance de la production. Selon nous, près de 80 000 tonnes pourraient être produites cette année contre un peu moins de 60 000 l'année dernière. Pour rappel, la capacité de production totale de Cogra est désormais de 130 000 tonnes par an contre 65 000 tonnes avant la mise en place de la nouvelle usine. Autre élément clef de cette publication, Cogra envisage désormais de saisir des opportunités de croissance externe, ce qui lui permettrait d'adresser de nouvelles zones géographiques et d'augmenter de nouveau ses capacités de production, dans un contexte où la demande en énergies renouvelables demeure dynamique.

Lors de la réunion de présentation des résultats semestriels, le management a indiqué que la croissance serait moins soutenue au second semestre compte tenu d'une météo particulièrement clémente entre depuis le début de l'année, période théoriquement dynamique en termes de ventes. Par conséquent, nous ajustons notre estimation de croissance à +12,8% (dont +9,6% au S2) et attendons un CA annuel à 19,2 M€ (vs 19,9 M€). Notre estimation d'EBITDA ressort désormais à 2,1 M€ vs 2,5 M€, mais nous maintenons le ROC à 1,0 M€ compte tenu de quelques ajustements opérés sur le niveau d'amortissements. En effet, l'amortissement de l'usine de Craonne s'est terminé au 31/12/2013.

### Recommandation

**Suite à cette publication et au changement de nos estimations, notre objectif de cours ressort à 7,00 € vs 7,20 €. Compte tenu du potentiel de hausse à 12%, notre recommandation passe à Accumuler vs Achat.**

Prochain évènement : Publication du CA T3 2014 le lundi 14 avril 2014

**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 à compter du 04/09/2013**

**Achat** : du 18/09/2013

**Accumuler** : du 04/09/2013 au 17/09/2013 et depuis le 26/03/2014

**Alléger** : (-)

**Vente** : (-)

**Sous revue** : (-)

**Historique des recommandations du 29/10/2012 au 03/09/2013 :**

**Achat** : (-)

**Neutre** : du 26/03/2013 au 03/09/2013

**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*
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 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