

AgroGeneration (+)

Initiation de couverture

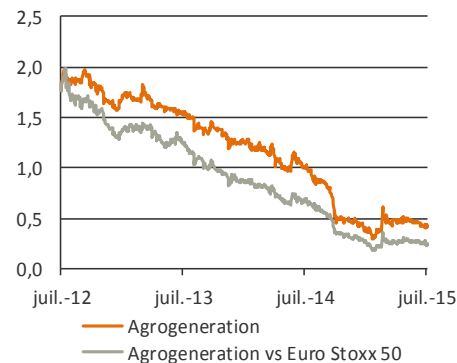
Opinion	ACHAT
Objectif de cours	0,74€
Potentiel	+72%

en € / action	2014	2015e	2016e	2017e
BNA dilué	-0,24	-0,02	0,10	0,13
var 1 an	n.s.	n.s.	n.s.	+32,5%
Révisions	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

ISIN	FR0010641449
Ticker	ALAGR:FPPA
Secteur DJ	Biens de consommation

Cours actuel	0,4 €
Nb d'actions (m)	92,4
Nb d'actions dilué (m)	211,5
Capitalisation (m€)	40
Capi. flottante (m€)	8

	1m	3m	1 an
Variation absolue	-8,5%	-6,5%	-57,0%
Variation relative	-13,9%	-1,8%	-71,9%



au 31/12	2014	2015e	2016e	2017e
PE	n.s.	n.s.	4,4x	3,3x
EV/CA	1,9x	1,9x	1,4x	1,1x
EV/EBITDA	6,0x	5,9x	4,2x	2,8x
EV/EBITA	9,4x	7,6x	5,1x	3,4x
FCF yield*	0,2x	0,3x	0,5x	0,7x
Rendement	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
DN/EBITDA	3,8x	1,8x	1,0x	0,4x

* FCF fiscalisé avant BFR rapporté aux CP

RéGeneration

AgroGeneration est aujourd'hui une société totalement différente de ce qu'elle était il y a deux ans, avant la prise de contrôle inversée par Harmelia. Celle-ci a favorisé la création d'une entité de 120 000 hectares de terres agricoles exploitées en Ukraine dans une zone fertile disposant d'une hydrométrie favorable, au-dessus de la taille critique. La restructuration financière finalisée début 2015 permet de résoudre les problèmes d'endettement du groupe liés à la situation économique de l'Ukraine (du fait du conflit dans le Donbass) et à la baisse rapide des prix des matières premières depuis mi-2013. Elle donne également à la société les moyens de poursuivre sa stratégie de croissance raisonnée. Si tout risque n'est pas écarté, nous estimons qu'aujourd'hui, le pari sur la création d'un leader de l'exploitation agricole en Ukraine avec de bonnes performances opérationnelles mérite d'être pris et initiations la couverture de la valeur avec une opinion ACHAT et un objectif de cours de 0,74€.

- AgroGeneration est un exploitant de terres agricoles. La société loue des terres en Ukraine principalement à des particuliers. Ensuite, elle sème, traite, moissonne et vend les cultures. Elle est organisée en douze grandes fermes de plus de 10 000 hectares qui produisent des céréales et des oléagineux. L'Ukraine possède beaucoup d'atouts dans le domaine des cultures agricoles, comme la qualité de ses terres, une main d'œuvre peu chère et qualifiée et des infrastructures satisfaisantes. AgroGeneration maîtrise parfaitement son modèle économique et a des process de gestion très rigoureux, ce qui lui permet d'avoir des rendements supérieurs à la moyenne et des marges significatives.
- Depuis le rapprochement d'AgroGeneration et de Harmelia deux facteurs exogènes ont pénalisé le nouvel ensemble. Le conflit en Ukraine a duré jusqu'à la signature des accords de Minsk 2 en février 2015. Il a conduit à une forte détérioration de la situation économique avec une forte dévaluation de la monnaie locale, la Hryvnia, qui s'est poursuivie jusqu'au début de 2015. Parallèlement, les prix des matières premières agricoles ont poursuivi leur baisse entamée mi-2013. Aujourd'hui, la situation politique semble stabilisée et le prix des matières premières agricoles est proche d'un plancher.
- La situation financière d'AgroGeneration a été fortement impactée par ces deux facteurs auxquels est venu s'ajouter un endettement élevé lié au montage retenu au moment du rapprochement d'AgroGeneration et d'Harmelia. Ceci explique la restructuration financière réalisée début 2015. Elle ne doit pas masquer le fait que, sur le plan opérationnel, la société dégage des résultats satisfaisants avec une marge d'EBITDA supérieure à 30%. Ceux-ci s'amélioreront rapidement lorsque le prix des matières premières remontera. Si les résultats 2015 resteront pénalisés par ces derniers, la génération de cash devrait être positive et contribuer à une nouvelle amélioration de la situation financière. La dette nette devrait se réduire pour atteindre une situation de cash positif de 45m€ fin 2019.
- Il est difficile de trouver des sociétés similaires à AgroGeneration dans la mesure où la plupart opèrent dans d'autres pays ou sont intégrées verticalement. C'est pourquoi, nous préférons utiliser un DCF pour valoriser la société car il prend mieux en compte les caractéristiques intrinsèques de la société et sa capacité à générer du cash. Notre objectif de cours intègre l'impact de la dilution liée à l'émission d'OSRANE et s'établit à 0,74€/titre.

Claire Barbaret

+33 (0) 1 44 88 77 93

cbarbaret@invest-securities.com

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission

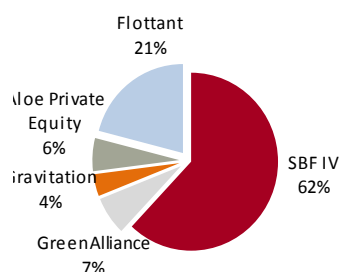
REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION

Invest Securities, 73 boulevard Haussmann 75008 PARIS, France

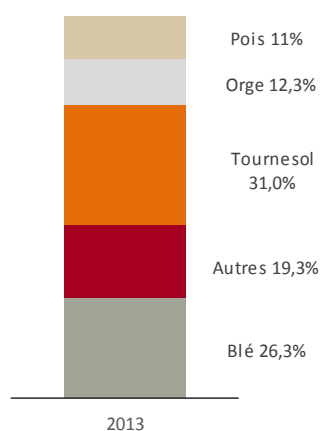
Tel : + 33 (0) 1 44 88 77 88

Données financières

Actionnariat	
SBF IV	62%
GreenAlliance	7%
Gravitation	4%
Aloe Private Equity	6%
Flottant	21%



Répartition des récoltes 2014	
Blé	26,3%
Tournesol	31,0%
Orge	12,3%
Pois	11%
Autres	19,3%



Données par action	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
BNA publié	n.a.	n.a.	-0,05	-0,24	-0,10	0,17	0,25	0,33	0,41
BNA corrigé dilué	n.a.	n.a.	-0,05	-0,24	-0,02	0,10	0,13	0,17	0,20
<i>Ecart /consensus</i>	n.a.	<i>n.a.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>
Actif Net	n.a.	n.a.	0,79	0,07	0,75	0,93	1,17	1,50	1,91
Dividende	n.a.	n.a.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Ratios valorisation	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
P/E	n.a.	n.a.	n.s.	n.s.	n.s.	4,4x	3,3x	2,6x	2,1x
VE/CA	n.a.	n.a.	3,64x	1,91x	1,90x	1,44x	1,06x	0,70x	0,33x
VE/EBITDA	n.a.	n.a.	n.s.	6,0x	5,9x	4,2x	2,8x	1,8x	0,8x
VE/EBITA ajusté	n.a.	n.a.	n.s.	9,4x	7,6x	5,1x	3,4x	2,2x	1,0x
FCF yield op. avt BFR	n.a.	n.a.	n.s.	24,4%	33,4%	53,5%	72,7%	95,9%	116,8%
FCF yield opérationnel	n.a.	n.a.	2,2%	26,3%	42,1%	45,2%	63,7%	85,3%	111,6%
Rendement	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Valeur d'Entreprise (m€)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
<i>Cours en €</i>	n.a.	<i>n.a.</i>	1,52	0,92	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43
Capitalisation	n.a.	n.a.	123,3	46,0	39,7	39,7	39,7	39,7	39,7
Dette Nette (yc OSRANE)	n.a.	n.a.	71,6	77,2	82,4	74,0	59,7	38,8	0,0
Valeur des minoritaires	n.a.	n.a.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions/ quasi-dettes	n.a.	n.a.	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/-corrections	n.a.	n.a.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'Entreprise (VE)	n.a.	n.a.	195,5	123,2	122,1	113,7	99,4	78,5	39,7

Compte résultat (m€)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
CA	n.a.	32,8	53,7	64,6	64,4	78,8	94,2	112,2	121,3
<i>var.</i>	n.a.	<i>n.s.</i>	+63,7%	+20,3%	-0,3%	+22,3%	+19,5%	+19,2%	+8,0%
EBITDA	n.a.	8,6	-9,8	20,4	20,9	27,4	35,0	44,1	50,0
EBITA ajusté	n.a.	-1,4	-16,8	13,1	16,0	22,1	28,9	36,3	41,6
<i>var.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	+22,3%	+38,0%	+30,4%	+25,8%	+14,6%
EBIT	n.a.	-1,4	-16,8	13,1	16,0	22,1	28,9	36,3	41,6
Résultat financier	n.a.	-0,4	-3,5	-36,2	-25,1	-6,1	-6,1	-6,0	-3,6
IS	n.a.	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SME+Minoritaires	n.a.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RN pdg publié	n.a.	-2,2	-20,5	-23,1	-9,1	16,0	22,8	30,3	38,0
RN pdg corrigé	n.a.	-2,2	-20,5	-23,1	-9,1	16,0	22,8	30,3	38,0
<i>var.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	+42,1%	+32,9%	+25,5%

Tableau de flux (m€)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Résultat net	n.a.	4,9	-22,6	-23,1	-9,1	16,0	22,8	30,3	38,0
DAP nettes	n.a.	-3,7	-9,2	-7,3	-4,8	-5,2	-6,1	-7,8	-8,4
Autres impacts non cash	n.a.	-5,7	2,6	27,0	17,5	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF op. avt BFR	n.a.	2,9	-10,8	11,2	13,2	21,3	28,9	38,1	46,4
Variation BFR	n.a.	-4,5	13,5	0,9	3,5	-3,3	-3,6	-4,2	-2,1
FCF opérationnel	n.a.	-1,6	2,7	12,1	16,7	17,9	25,3	33,9	44,3
Acquisitions/cessions	n.a.	-0,4	-4,3	-3,0	-4,3	-9,5	-11,0	-13,0	-5,5
Variation de capital	n.a.	5,0	0,1	0,1	45,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	n.a.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	n.a.	-0,5	-0,8	-11,0	-50,8	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
FCF publié	n.a.	2,6	-2,3	-1,8	6,8	7,9	13,7	20,3	38,2

Bilan (m€)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Actifs immobilisés	n.a.	27,5	94,3	63,6	89,8	94,1	99,0	104,2	101,3
<i>dont incorporels/GW</i>	<i>n.a.</i>	<i>21,7</i>	<i>45,0</i>	<i>22,2</i>	<i>47,6</i>	<i>51,4</i>	<i>56,3</i>	<i>61,5</i>	<i>58,6</i>
BFR	n.a.	26,8	28,4	20,2	16,7	20,1	23,6	27,8	29,9
Capitaux Propres groupe	n.a.	55,1	51,1	6,6	69,4	85,5	108,3	138,5	176,6
Minoritaires	n.a.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions	n.a.	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dette Nette	n.a.	-1,0	71,6	77,2	37,1	28,7	14,4	-6,5	-45,3

Ratios financiers (%)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
EBITDA/CA	n.a.	26,3%	n.s.	31,6%	32,4%	34,7%	37,1%	39,3%	41,2%
EBITA/CA	n.a.	n.s.	n.s.	20,3%	24,9%	28,1%	30,7%	32,4%	34,3%
RN corrigé /CA	n.a.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	20,3%	24,2%	27,0%	31,3%
BFR /CA	n.a.	81,8%	53,0%	31,3%	26,0%	25,5%	25,1%	24,8%	24,7%
ROCE excl. Incorp/ GW	n.a.	-4,3%	-21,6%	21,3%	27,2%	35,3%	43,5%	51,5%	57,3%
ROE corrigé	n.a.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	18,8%	21,0%	21,9%	21,5%
DN/FP	n.a.	-1,8%	140,2%	1175,0%	53,5%	33,6%	13,3%	-4,7%	-25,7%
DN/EBITDA (en x)	n.a.	-0,1x	n.s.	3,8x	1,8x	1,0x	0,4x	-0,1x	-0,9x

Sommaire

1 – Un nouvel AgroGeneration	p.4
1.1 Né du rapprochement d’Harmelia et de l’ancien AgroGeneration	p.5
1.2 Un groupe qui a la taille critique	p.6
1.3 Un nouveau management	p.6
1.4 Une situation financière assainie	p.8
1.5 Une stratégie de croissance raisonnée	p.8
2 – Deux risques dorénavant contenus	p.10
2.1 Un marché des matières premières agricoles proche d’un point bas	p.11
2.2 Un risque pays stabilisé	p.16
3 – Une bonne maîtrise du métier	p.20
3.1 Un métier d’exploitant de terres agricoles	p.21
3.2 Un environnement favorable à l’exploitation de terres agricoles	p.23
3.3 Une bonne maîtrise du modèle économique	p.25
4 – Une situation financière assainie	p.30
4.1 Un chiffre d’affaires en redressement progressif	p.31
4.2 Des marges stables à court terme	p.34
4.3 Une génération de cash favorable à l’amélioration de la situation financière	p.36
5 – Une valeur de 0,74€ par titre	p.39
5.1 Un DCF de 0,74€ par titre	p.40
5.2 Une valorisation de 0,70€ par la méthode des comparables	p.42
5.3 Une valorisation de 0,74€/titre	p.43
Avertissement	p.44

1 – Un nouvel AgroGeneration

1.1 Né du rapprochement d’Harmelia et de l’ancien AgroGeneration	p.5
1.1.1 AgroGeneration	p.5
1.1.2 Harmelia	p.6
1.2 Un groupe qui a la taille critique	p.6
1.3 Un nouveau management	p.6
1.4 Une situation financière assainie	p.8
1.5 Une stratégie de croissance raisonnée	p.8

1 – Un nouvel AgroGeneration

Agrogeneration résulte de la prise de contrôle inversée d'AgroGeneration par Harmelia

AgroGeneration est aujourd'hui une société totalement différente de ce qu'elle était deux ans auparavant, avant la prise de contrôle inversée par Harmelia. Signée le 3 mai 2013 et finalisée le 11 octobre 2013, celle-ci a favorisé la création d'une entité de 120 000 hectares de terres agricoles exploitées en Ukraine qui dépasse la taille critique. Le management est composé de personnes qui sont basées dans le pays, en connaissent le fonctionnement et en parlent la langue. La restructuration financière finalisée début 2015 a permis de résoudre les problèmes d'endettement liés à la crise économique liée au conflit dans le Donbass et à une baisse rapide du prix des matières premières agricoles. Elle positionne AgroGeneration parmi les leaders des exploitants agricoles en Ukraine et va lui permettre de poursuivre une stratégie de croissance raisonnée dans ce pays.

1.1 Né du rapprochement d'Harmelia et de l'ancien AgroGeneration

Même si elle garde le nom d'AgroGeneration, la nouvelle entité résulte du rapprochement d'Harmelia et d'AgroGeneration, finalisé le 11 octobre 2013. Dans les faits, il s'agit d'une acquisition inversée d'AgroGeneration par Konkur, principal actionnaire d'Harmelia, ce rapprochement ayant été réalisé via l'apport des actions Harmelia à AgroGeneration, Konkur devenant l'actionnaire majoritaire d'AgroGeneration. Suite à cette opération et à la restructuration financière de début 2015, les actionnaires de l'ancien AgroGeneration se sont trouvés fortement dilués et n'occupent plus de postes opérationnels dans la nouvelle structure.

1.1.1. AgroGeneration

AgroGeneration (anciennement Agrofuel) a été créée en mars 2007 à l'initiative de Charles Beigbeder (fondateur du broker online Selftrade et de l'opérateur alternatif d'électricité Poweo). Son activité première visait à produire des biocarburants afin de bénéficier du développement des énergies renouvelables. Le groupe a, dès l'origine, cherché à sécuriser l'amont (les oléagineux) en louant des terres.

Le développement amont a été confié à Charles Vilgrain, qui s'est concentré sur le bassin de la Mer Noire pour deux raisons principales : la présence de terre noire (Chernozem), considérée comme la plus riche du monde et l'existence d'une main d'œuvre qualifiée qui a gardé un vrai savoir-faire agricole.

AgroGeneration s'est focalisée sur un seul pays, l'Ukraine, car l'investissement était moindre du fait des lois agraires. Le but n'était pas de constituer une banque de terres (« Landbank »), pour spéculer sur la hausse du foncier, mais d'acquérir des fermes et leurs baux.

Progressivement, la société a acquis des fermes dans la partie nord du pays pour en détenir six mi-2014 au moment du rapprochement avec Harmelia. Elles représentaient 50 000 hectares de terres cultivables : 9 000 hectares dans la région de Sumy à l'est (1 ferme), 12 000 hectares dans la région de Zhytomir au centre (2 fermes) et 29 000 hectares dans les régions de Lviv et Ternopil à l'ouest (3 fermes). La reprise en main progressive de ces terres agricoles a favorisé une amélioration de leur rendement qui est passé de 2,2 tonnes par hectare en 2008 à 4,1 tonnes par hectare en 2012, la production progressant de 20 000 tonnes à 207 000 tonnes sur cette période grâce notamment aux acquisitions de fermes.

A fin 2008, l'activité aval de biocarburants a été arrêtée du fait de l'évolution des prix du pétrole, du montant des investissements à réaliser (plusieurs dizaines de millions d'euros), pour se concentrer uniquement sur la production et la vente de produits agricoles (céréales et oléagineux).

En 2010, la société s'est implantée en Argentine, mais n'ayant pas atteint la taille critique, s'est désengagée de cette activité mi-2014, après son rapprochement avec Harmelia.

L'ex-AgroGeneration a été créée en 2007 à l'initiative de Charles Beigbeder

1 – Un nouvel AgroGeneration

1.1.2 Harmelia

Harmelia a été créée en 2010 par le fonds américain SigmaBleyzer IV. Ce fonds existe depuis 1994. Il a été créé par deux frères : Michael et Lev Bleyzer, originaires d'Ukraine. Après avoir émigré aux Etats-Unis, ils sont revenus dans leur pays d'origine par le biais de leurs fonds d'investissement qui comptent 100 sociétés en portefeuille. Ils ont pour vocation d'investir dans les pays d'Europe de l'Est, au Kazakhstan et au Texas dans des actifs dont la situation est soit en phase de retournement, soit en difficulté. Aujourd'hui, 1Md\$ d'actifs sont sous gestion à travers 6 véhicules.

Harmelia a été créée en 2010 par le fonds américain SigmaBleyzer

Harmelia est rapidement devenue la plus grande société agricole de la région de Kharkiv dans le nord-est de l'Ukraine. Elle s'est développée sans dette et disposait de 120m\$ de fonds propres au moment du rapprochement avec AgroGeneration.

Au moment de la fusion, elle contrôlait environ 70 000 hectares de terres agricoles, produisait 190 000 tonnes de récoltes, disposait d'une capacité de stockage de 126 000 tonnes et avait six fermes dans l'est du pays autour de Kharkiv.

1.2 Un groupe qui a la taille critique

Ce rapprochement a permis de dépasser la taille critique estimée à 100 000 hectares de terres agricoles. Il est le 3ème acteur ukrainien en termes de terres cultivables et parmi les 10 premiers acteurs dans le domaine agricole. Il représente :

- ❖ 12 fermes avec une surface totale contrôlée d'environ 120 000 hectares de terres agricoles en Ukraine ;
- ❖ Un volume de production en céréales et oléagineux de plus de 400 000 tonnes ;
- ❖ Une capacité de stockage d'environ 200 000 tonnes qui permet de préserver la qualité des récoltes et d'optimiser les prix de vente ;
- ❖ 1 471 employés et jusqu'à 173 saisonniers durant la période des moissons. Une centaine de personnes est employée par les services centraux : gestion du foncier, administratif et financier (dont le paiement des salaires). Plus de 1 300 personnes sont employées dans les fermes. Il y a peu de saisonniers car le savoir-faire est important. Tout le personnel est ukrainien. Dans chaque ferme, il y a un directeur général, un agronome, un ingénieur, un comptable, des chauffeurs souvent spécialisés par engin (semis, moissonneuse-batteuse, etc), des personnes s'occupant de la partie stockage, de la gestion des baux et de la sécurité.

Agrogeneration dépasse la taille critique de 100 000 hectares de terres agricoles

Le groupe a cultivé 110 000 hectares en 2013, 103 000 hectares en 2014 et va en faire aux alentours de 108 000 en 2015.

Sur le plan opérationnel, le rapprochement des deux sociétés a permis un partage de savoir-faire en termes de productivité, ainsi que des économies d'échelle importantes au niveau des coûts de structure.

Le nouveau groupe a deux centres opérationnels : un à Kharkiv et l'autre à Lviv avec un bureau central à Kiev.

1.3 Un nouveau management

Le management de la nouvelle entité est basé en Ukraine et en parle la langue, ce qui n'était pas le cas pour l'ex-AgroGeneration. La plupart des personnes qui le composent sont soit nées, soit ont réalisé une partie de leur carrière dans la région. Ceci leur permet d'avoir une bonne connaissance du pays et de bien comprendre son fonctionnement.

1 – Un nouvel AgroGeneration

Le management provient essentiellement de SigmaBleyzer

La plupart des dirigeants proviennent de SigmaBleyzer dont la stratégie est d'acheter des sociétés en retournement. Cette connaissance des sociétés en difficulté a permis d'optimiser rapidement le fonctionnement du nouveau groupe en réduisant significativement les coûts et en améliorant les semences par région.

Le directeur général d'AgroGeneration, John Shmorhun, est un ancien cadre de DuPont, société pour laquelle il a travaillé pendant plus de 18 ans en Ukraine et en Russie et y a géré les activités agricoles. En tant qu'administrateur, il a supervisé pendant 8 ans les activités de Dupont en Russie, en Ukraine et dans les pays CIS. Avant cette nomination, il avait dirigé la création de DuPont Ukraine en tant que directeur général et supervisé les activités agrochimiques de DuPont de 2003 à 2008. Il a rejoint SigmaBleyzer en 2009, en charge des investissements dans le secteur de l'agriculture. D'abord basé à Kharkiv, il est aujourd'hui à Kiev suite au rapprochement d'Harmelia avec AgroGeneration.

Il est entouré de :

- ❖ Serguey Bulavin, vice-président senior des filiales ukrainiennes, originaire de Kharkiv, qui était auparavant vice-président de SigmaBleyzer en charge de la génération d'investissements ;
- ❖ Olena Levchenko, directrice des filiales ukrainiennes qui s'occupe de la direction financière et est également originaire de Kahrkiv. Elle a rejoint SigmaBleyzer en 1995 en tant que responsable de la comptabilité de SigmaBleyzer Ukraine. Elle a évolué dans plusieurs filiales du groupe à la comptabilité puis à la finance ;
- ❖ Kateryna Konashchuk, vice-présidente en charge du commercial qui est également ukrainienne et a rejoint Harmelia à la fin de 2011, en tant que responsable de la direction commerciale avec plus de quatre années d'expérience dans le commerce des produits agro et du commerce international ;

La composition du conseil d'administration de la société confirme également la prépondérance de personnes de SigmaBleyzer. Après le rapprochement entre Harmelia et AgroGeneration, la gouvernance était passée d'une structure avec un conseil de surveillance et un directoire à un conseil d'administration qui était alors composé de 11 personnes dont 5 représentants les actionnaires historiques.

Seule une personne de l'ex-AgroGeneration reste présente au conseil d'administration

Ceci a été changé en avril 2015 pour prendre en compte la forte dilution des actionnaires d'origine, suite à la restructuration financière du début de l'exercice. Quatre des administrateurs représentant les actionnaires historiques ont quitté le conseil d'administration, à savoir Charles Beigbeder, Constantin Pellissier, Jean-Pascal Tranié et Charles Vilgrain.

Seul un administrateur provient de l'ancien AgroGeneration : Guillaume James. Les six autres ont tous une bonne connaissance de l'Ukraine : Lev et Michael Bleyzer, et Valery Dema y sont nés, John Shmorhun, Américain avec une culture ukrainienne, y a travaillé plus de 20 ans, Neal Sigda a passé plusieurs années en Russie et Pierre Danon connaît le pays car il est président du conseil d'administration du cablo-opérateur Volia.

Ceci met en évidence le changement radical de gouvernance observé au sein d'AgroGeneration depuis son rapprochement avec Harmelia.

1 – Un nouvel AgroGeneration

1.4 Une situation financière assainie

Les deux sociétés rapprochées avaient des structures financières différentes : AgroGeneration avait financé sa croissance par endettement (émissions de deux obligations cotées), alors qu'Harmelia avait une stratégie beaucoup plus prudente en matière de structure financière considérant qu'étant données les incertitudes intrinsèques au métier d'exploitant de terres agricoles, il était préférable d'avoir des fonds propres solides.

Outre un endettement intrinsèquement élevé de l'ancien AgroGeneration, SigmaBleyzer avait émis 40m\$ de dette en faveur de la nouvelle structure pour équilibrer les parités au moment du rapprochement, afin que les actionnaires de l'ancien AgroGeneration ne soient pas trop dilués.

Ces deux éléments ont fait que, après le rapprochement des deux sociétés, fin 2013, l'endettement atteignait 78,8m€, soit un gearing de 154%.

La forte détérioration de la situation économique et la chute de la monnaie locale, la hryvnia, ont contribué à une forte diminution des fonds propres de 51m€ fin 2013 à 6,6m€ à fin 2014, soit un gearing de 1175%.

La situation n'étant pas tenable, le groupe a entamé une restructuration financière en essayant d'être équitable avec les différents intervenants. C'est pour cela que, au lieu de simplement transformer la dette de Konkur en actions, une opération plus large a été montée : une émission d'OSRANE avec droit préférentiel de souscription qui pouvait monter jusqu'à 67,5m€. A la fois les actionnaires et les porteurs d'obligations ont ainsi été traités équitablement dans cette opération.

Cette émission était garantie à hauteur de 57,6m€ par les titulaires des obligations cotées, par le titulaire unique d'obligations non cotées (Konkur) et par les actionnaires dont Konkur, actionnaire majoritaire à 62%. Le groupe a parallèlement levé 1,9m€ en numéraire, ce qui porte le montant émis à 59,58m€.

Cette émission étant comptabilisée à 25% en dettes et à 75% en fonds propres, le gearing est sensiblement réduit à 65%. Le ratio dettes long terme/EBITDA est proche de un et le ratio dettes/EBITDA inférieur à 3x.

1.5 Une stratégie de croissance raisonnée

La stratégie du groupe est basée sur la volonté de croître de façon raisonnée. Le management est conscient que certains concurrents ukrainiens ont cru trop vite, car cela prend du temps d'intégrer de nouvelles acquisitions. Les principaux axes stratégiques privilégiés sont :

- ❖ Le maintien d'un EBITDA au moins égal à celui de 2014 sur le périmètre existant à court terme, même si les prix des matières premières agricoles continuent de baisser. Pour atteindre ce but, le groupe ne va pas s'intéresser uniquement à l'amélioration des rendements car vouloir qu'ils soient toujours plus élevés pousse à utiliser plus d'intrants, ce qui peut peser sur les marges. L'attention va être portée sur le coût des achats, mais également sur les autres coûts et notamment les différents frais généraux ;
- ❖ Une amélioration des marges d'EBITDA des fermes du Pôle Ouest qui sont de l'ordre de 20% pour les amener au niveau de celles du Pôle Est qui sont d'environ 30% grâce notamment à une baisse des coûts des intrants ;
- ❖ Le développement de la force commerciale afin de développer l'export de leurs propres récoltes mais également celles d'autres producteurs ;

L'émission d'OSRANE de début 2015, a amélioré la situation financière d'AgroGeneration

La stratégie est basée sur la volonté de croître de façon raisonnée

1 – Un nouvel AgroGeneration

A moyen terme, le groupe devrait atteindre 300 000 hectares de terres agricoles

- ❖ Une croissance essentiellement organique à court terme, avec la signature de nouveaux baux autour des exploitations existantes ou, si une opportunité se présentait, l'acquisition d'une ferme. La croissance organique pourrait porter la taille de la société autour de 150 000 hectares de terres à un horizon de 5 à 10 ans ;
- ❖ Un renforcement des capacités de séchage et de stockage, surtout à l'Ouest ;
- ❖ La volonté à plus long terme de construire un groupe exploitant 300 000 hectares de terres en Ukraine, ce qui passe par une politique de rachats d'autres agro-holdings ukrainiennes. La tendance est à la consolidation des terres agricoles, en profitant du fait qu'il existe encore des opportunités intéressantes. Deux mauvaises années du fait du conflit et du prix des matières premières agricoles peu élevé, accroissent encore le nombre d'opportunités. La plupart des gros acteurs rencontrent actuellement des difficultés financières, ce qui favorise un phénomène de consolidation du secteur.

Le groupe pourrait être intéressé à se déployer sur de nouvelles activités comme les légumes, l'élevage d'animaux ou l'intégration verticale à travers la transformation (huile,).

2 – Deux risques dorénavant contenus

2.1 Un marché des matières premières agricoles proche d'un point bas	p.11
2.1.1 Malgré une progression attendue de la demande....	p.11
2.1.2et une baisse attendue de l'offre.....	p.13
2.1.3 Les prix des matières premières agricoles sont très volatils	p.14
2.1.4 Impact sur AgroGeneration	
2.2 Un risque pays stabilisé	p.16
2.2.1 Rappel historique	p.16
2.2.2 Quelle évolution de la situation ?	p.17
2.2.3 Impact sur AgroGeneration	p.18

2 – Deux risques dorénavant contenus

Le conflit en Ukraine et la baisse du prix des matières premières agricoles ont pénalisé le groupe

Depuis la fusion entre AgroGeneration et Harmelia, deux facteurs exogènes ont pénalisé le nouvel ensemble, ce qui explique qu'il se soit retrouvé dans une situation financière tendue et ait dû procéder à une émission d'OSRANE début 2015. Le conflit en Ukraine qui a réellement démarré en mars 2014, s'est aggravé jusqu'à la signature des accords de Minsk 2 en février 2015 qui ont résolu en partie la situation. Il a conduit à une forte détérioration de la situation économique ukrainienne amenant à une importante dévaluation de la monnaie locale, la hryvnia. Parallèlement, les prix des matières premières agricoles ont poursuivi leur baisse entamée mi-2013. Même si ces éléments ne vont probablement pas s'améliorer significativement à court terme, la situation semble stabilisée à un point bas et ne devrait plus pénaliser significativement AgroGeneration à l'avenir, même si le risque n'est pas nul.

2.1 Un marché des matières premières agricoles proche d'un point bas

Si tous les fondamentaux militent en faveur d'une forte hausse de la demande de matières premières agricoles et donc d'une progression de leurs prix, le fort accroissement de l'offre, soutenu par de très bonnes récoltes au niveau mondial, empêche à court terme ce phénomène. Nous estimons cependant qu'après deux ans de forte baisse, les prix sont proches d'un point bas.

2.1.1 Malgré une progression attendue de la demande....

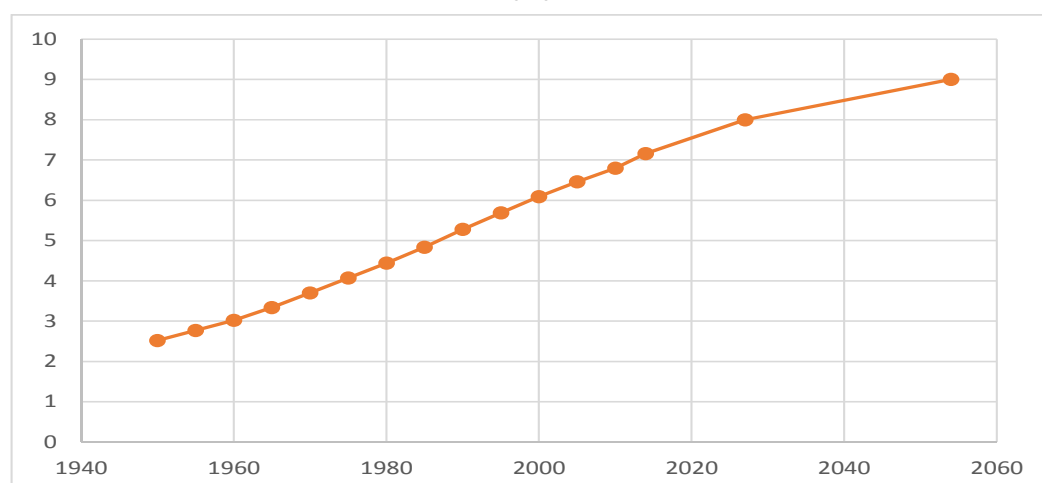
Plusieurs éléments militent en faveur d'une évolution favorable du coût des matières premières agricoles :

❖ La croissance de la population

La population mondiale devrait atteindre plus de 9 milliards d'habitants d'ici 2050 contre 7 milliards aujourd'hui. En outre, il sera nécessaire de mieux nourrir plus d'un dixième de la population actuelle qui est sous-alimentée. Au total, au cours des prochaines décennies, il sera nécessaire de nourrir une population supplémentaire équivalente à huit fois la population actuelle des Etats-Unis.

La population mondiale devrait atteindre plus de 9 milliards d'habitants d'ici 2050

Evolution de la population mondiale



Source : statistiques-mondiales.com

2 – Deux risques dorénavant contenus

❖ L'augmentation du revenu par habitant

Les pays en développement sont les principaux acteurs de la croissance de la consommation par habitant. La croissance du revenu par habitant des économies émergentes sera trois fois plus élevée que celle des nations développées. Lorsque les produits en voie de développement s'enrichissent, ils consomment davantage de viandes, de produits laitiers et de légumes, une production nécessitant une utilisation plus intensive de la terre.

La FAO estime qu'afin de répondre aux changements de régimes alimentaires des pays en voie de développement, la production de viande devra être doublée d'ici 2050 par rapport à son niveau actuel. Ceci signifie que la production de soja, de maïs et des autres types d'aliments pour les animaux d'élevage devra être doublée.

❖ L'utilisation de produits agricoles dans la fabrication de biocarburants

La progression continue de la demande pour le biodiesel et le bioéthanol explique une part importante de la hausse de la demande mondiale pour le maïs, la canne à sucre et l'huile végétale qui sont utilisés dans la production de biocarburants. Davantage de terres vont être détournées pour servir à des cultures non alimentaires, entraînant un resserrement de l'offre et des prix plus élevés pour l'alimentation sur les années et les décennies à venir.

Plusieurs facteurs militent en faveur de la hausse du prix des matières premières agricoles

Principales utilisations de la production céréalière mondiale

	2014 réel	2020 prévisions
Produits alimentaires	50%	48%
Aliments pour animaux	39%	36%
Biocarburants	2%	7%
Autres	9%	9%

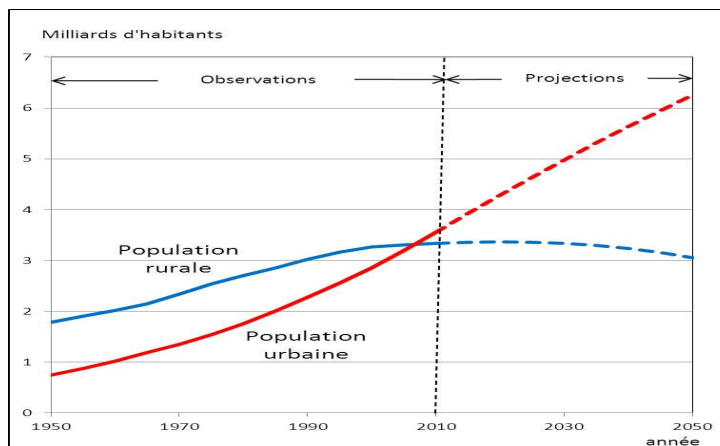
Source : FAO

❖ Une urbanisation à grande vitesse

La population urbaine mondiale devrait augmenter de 20% sur la prochaine décennie, principalement en raison de l'expansion des villes dans les pays en voie de développement. Le style de vie des populations urbaines dynamise la consommation alimentaire par habitant. De plus, un détournement des eaux et de la terre à des fins d'urbanisation affecte la durabilité des méthodes d'exploitation agricole traditionnelles.

2 – Deux risques dorénavant contenus

Evolution des populations urbaines et rurales dans le monde



Source : Pison, 2009, Atlas de la population mondiale

L'ensemble de ces éléments milite en faveur d'une forte croissance de la demande pour les matières premières agricoles. Selon les estimations de la BERD, ces tendances impliquent que la production agricole mondiale devrait augmenter de 70% sur les 40 prochaines années. Le monde doit relever un défi de taille pour fournir davantage de produits agricoles.

L'offre de matières premières agricoles devrait diminuer

2.1.2et une baisse attendue de l'offre.....

L'offre de matières premières agricoles devrait quant à elle diminuer du fait :

❖ De la pénurie mondiale de terre arable

Ceci est lié à la croissance de la population et à la hausse de l'urbanisation. Selon les estimations de la FAO, la disponibilité mondiale de terre arable par habitant a baissé d'environ 0,4 hectare en 1962 à moins de 0,2 hectare actuellement. Ces restrictions de terre signifient que l'accroissement de l'offre agricole à venir proviendra principalement de la hausse de la productivité.

❖ Du ralentissement de la croissance de la productivité agricole

Même si la hausse de la productivité va continuer à être un élément moteur de la production de matière première agricole, elle est déjà en phase de ralentissement du fait :

- Du manque de terre fertile, les terres mises en culture offrant une productivité moindre ;
- D'une concurrence accrue pour l'eau, les villes en demandant de plus en plus avec la hausse de l'urbanisation ;
- Du changement climatique qui sera selon l'IPFRI un défi majeur pour la croissance durable de la productivité et les rendements dans le secteur agricole.

❖ La dégradation de l'environnement

La pollution et l'érosion limitent le potentiel de hausse de rendement et de gains dans l'agriculture.

2 – Deux risques dorénavant contenus

Etant donné qu'il existe peu de potentiel de croissance de l'offre dans les pays développés, une majorité de la nouvelle demande pour les matières premières agricoles dépendra des fournisseurs des marchés émergents. Selon la FAO, alors que la production agricole mondiale nette devrait augmenter de près de 2% par an jusqu'en 2019, il est prévu que la production dans l'OCDE ne progresse que de 1%. La croissance de la production agricole annuelle en Ukraine est, quant à elle, estimée à 3%, deuxième taux de croissance le plus élevé au niveau mondial après le Brésil.

2.1.3 Les prix des matières premières agricoles sont très volatils

Les prix des matières premières agricoles résultent de l'atteinte d'un équilibre entre l'offre et la demande. Les principales raisons de la forte volatilité des prix sont :

- ❖ Une offre de produits agricoles déterminée en partie par la saisonnalité de la production : cette saisonnalité implique un décalage entre la demande et l'offre. Ainsi, le producteur agricole ne peut adapter qu'avec retard son niveau de production à la demande du marché ;
- ❖ L'étroitesse des marchés agricoles mondiaux : moins de 20% de la production mondiale de céréales (blé, riz, maïs) ferait l'objet d'échanges sur les marchés mondiaux, le reste étant consommé dans les pays producteurs. En comparaison, la proportion serait d'environ 66% pour le pétrole. Dans ce contexte, en cas de baisse de 5% de la production mondiale de céréales, les pays producteurs privilégient leur marché intérieur et prélèvent ces 5% sur les quantités destinées à l'exportation, ce qui a potentiellement des effets très importants sur les prix fixés sur les marchés d'échanges mondiaux. L'effet est inverse si l'offre d'un pays dépasse sa consommation intérieure, ce qui se passe actuellement, notamment aux Etats-Unis. Cela décuple les effets d'une variation de la production d'un grand pays exportateur sur le prix de la matière première agricole concernée ;
- ❖ La demande est inélastique par rapport au prix car les produits alimentaires de base sont des produits de première nécessité non substituables. A contrario, l'offre peut connaître de fortes variations liées aux conditions climatiques ou aux maladies des plantes ou à l'inverse, comme depuis 2013, à de très bonnes récoltes partout dans le monde ;

Par ailleurs, la financiarisation des matières premières agricoles s'est accélérée ces dix dernières années avec la création de produits dérivés (contrats à terme) et de produits optionnels. Les produits dérivés s'échangent, soit sur des marchés organisés, soit sur des marchés de gré à gré.

Les transactions sur les marchés financiers de matières premières se sont développées rapidement depuis les années 2000 et particulièrement sur les marchés de gré à gré. D'après la Commission Européenne, les investissements effectués par les investisseurs institutionnels sur les marchés dérivés de produits de base sont passés de 13Mds€ en 2003 à un montant compris entre 170 et 205Mds€ en 2008.

La volatilité du prix des matières premières s'est sensiblement accrue depuis le milieu des années 2000, ce qui pose des problèmes aux consommateurs et aux acteurs de la chaîne de production. Sur certaines matières premières, on retrouve des pics de volatilité durant les crises alimentaires de 2007-2008 et 2010-2011.

La forte progression de la demande en provenance de la Chine au début des années 2000 avait contribué à une forte croissance des prix des matières premières agricoles.

Le prix des matières premières agricoles résulte d'un équilibre entre l'offre et la demande

2 – Deux risques dorénavant contenus

Depuis mi-2013, le prix des matières premières a fortement chuté. Aucun aléa climatique n'a affecté les cultures et les récoltes ont été très fortes aux Etats-Unis, sans qu'aucun accident majeur n'arrive dans aucune zone. De plus, les exploitants agricoles, dont l'appétit a été aiguisé par les prix très élevés atteints en 2011-2012, avaient accru les surfaces plantées. Les récoltes ont donc été plus qu'abondantes. Si la crise ukrainienne a fait temporairement monter le prix des matières premières agricoles en 2014, la concrétisation d'une production plus qu'abondante a fait plonger les cours à partir de l'été. Au total 2013 et 2014 ont vu de très bonnes récoltes, ce qui a provoqué une chute des prix.

Il est probable que cette tendance dure encore dans les mois à venir, les récoltes étant à nouveau bonnes partout dans le monde en 2015. A plus long terme, une remontée des cours du cours des matières premières agricoles est inéluctable, car il est peu probable que les récoltes restent bonnes partout dans le monde et les facteurs impactant la demande évoquée précédemment sont bien réels.

Le prix des matières premières agricoles a chuté depuis mi-2013

Evolution du prix du maïs, du blé et du soja sur 8 ans sur le Chicago Board of Trade



Source : Nasdaq

2 – Deux risques dorénavant contenus

2.1.4 Impact sur AgroGeneration

AgroGeneration a été impacté par la baisse du prix des matières premières essentiellement en 2013, au moment de la fusion, où la chute a été rapide ce qui ne lui a pas permis d'ajuster ses coûts.

AgroGeneration a été impactée en 2013 par la baisse du prix des matières premières agricoles

Depuis mi-2013, si les prix restent bas, ils sont relativement stables. La société a parallèlement pris les mesures pour ajuster ses coûts à la nouvelle donne tarifaire. Cet ajustement des coûts durera tant que le prix des matières premières ne remontera pas, la volonté d'AgroGeneration étant de maintenir un niveau d'EBITDA similaire à celui de 2014 si le prix des matières premières agricoles ne remonte pas.

Pour se protéger contre les fluctuations des cours des matières premières, AgroGeneration couvre une partie de sa production en faisant des ventes forward, la seule manière fiable existant en Ukraine. L'objectif est de couvrir 30 à 40% de la production avant la moisson en vendant à un prix supérieur au budget. Mais, du fait de la situation en Ukraine et des incertitudes sur les prix des matières premières, le nombre d'acheteurs à terme a baissé significativement.

Un agriculteur français couvre 70-80% de sa récolte mais les outils utilisés sont différents avec une corrélation plus forte avec les marchés financiers. Les cours des matières premières agricoles sont fixés soit sur le CBOT à Chicago, soit sur le MATIF à Paris, marchés sur lesquels il existe des futures et des options. AgroGeneration utilise certains de ces instruments. Les options peuvent être utilisées comme une forme d'assurance.

L'évolution du cours des matières premières agricoles pousse la société à ne pas constituer de stocks. En 2014 comme en 2015, l'intégralité de la récolte devrait être vendue.

2.2 Un risque pays stabilisé

La situation en Ukraine s'est fortement dégradée en 2014, mais est stabilisée depuis la signature des accords de Minsk 2, les séparatistes gardant leurs prérogatives sur les zones qu'ils occupent. Ces zones pro-russes restent dans une situation instable et la Russie devrait utiliser cela pour faire entendre sa voix dans la région. La Russie ne veut pas l'OTAN à ses frontières. Si les Etats-Unis et la Russie ne souhaitent pas que la situation empire, il est probable que la situation n'évolue plus même si des échauffourées régulières vont se poursuivre, et continuer à avoir un impact médiatique négatif.

La situation ukrainienne s'est dégradée en 2014

2.2.1 Rappel historique

L'Ukraine n'a existé que brièvement en tant qu'Etat avant 1991 :

- ❖ Avant la révolution russe de 1917, la place de l'Ukraine actuelle était occupée par plusieurs provinces dont aucune ne portait ce nom, au sein de l'empire constitué par Moscou ;
- ❖ En 1921, les bolcheviks constituent une RSS d'Ukraine, simple subdivision administrative de l'URSS, ce qui a regroupé l'Ukraine en une entité politique ;

2 – Deux risques dorénavant contenus

Le conflit a connu une escalade jusqu'à la signature des accords de Minsk 2

- ❖ L'Ukraine indépendante de 1991 est cette République Socialiste Soviétique d'Ukraine, restructurée par Staline en 1945. Elle regroupe trois régions qui ont connu des histoires différentes. La Crimée lui a été rattachée en 1954. Avant d'être annexée par la Russie elle était occupée en grande partie par des tartares exilés par Staline en 1930. L'unité de régions qui n'ont pas toutes la même religion (avec trois églises orthodoxes différentes) et ne parlent pas les mêmes langues n'est pas évidente. Au dernier recensement publié (2001), 29% des habitants se déclarent de langue maternelle russe. Ce pourcentage monte à 69% dans le Donbass, région du conflit actuel. Il passe à 42%-48% dans les régions du Sud et de l'Est et diminue sensiblement dans les autres régions.
- ❖ 2014 a vu une escalade des protestations et troubles politiques qui avaient débutés fin 2013. En particulier, en février 2014, le Président et la majorité des membres du gouvernement ont été limogés par le parlement après avoir refusé un rapprochement avec l'Union Européenne, et un nouveau gouvernement a été constitué. Mais, dans les faits, la principale raison de ce mouvement était l'importante corruption des dirigeants du pays.
- ❖ Le nouveau président, Petro Porochenko, a été élu le 25 mai 2014. Très rapidement, la Crimée est rattachée à la Russie, suite à un référendum illégal et, dès mars 2014, des manifestations menées par des groupes anti-gouvernementaux ont eu lieu dans les régions ukrainiennes de Donetsk et Luhansk (Donbass). Ces manifestations ont connu une escalade sous forme d'un conflit armé, à l'initiative des Russes, en partie résolu par les accords de Minsk 2.

2.2.2 Quelle évolution de la situation ?

Aujourd'hui, la situation a atteint une forme d'équilibre, même si celui-ci reste fragile. Les accords de Minsk 2 ont instauré un cessez le feu globalement respecté mais des combats isolés continuent d'alourdir le bilan des combats quasi quotidiennement. Chacune des parties en jeu essaie de défendre son propre intérêt :

- ❖ L'Ukraine, en partie soutenue par les Etats-Unis, souhaiterait plus d'armes pour pouvoir se défendre contre les séparatistes de l'Est du pays ;
- ❖ L'Union Européenne cherche à limiter le conflit tout en soutenant l'Ukraine. Elle n'est pas en faveur d'une action militaire et se contente de sanctions contre la Russie. Elle souhaiterait également que des mesures anti-corruption plus drastiques soient menées par l'Ukraine, qu'il soit procédé à une réforme constitutionnelle et judiciaire, et une transparence du secteur énergétique et des finances publiques. Ses aides ainsi que celles du FMI en dépendent ;
- ❖ La Russie ne veut pas que l'OTAN soit présente à ses frontières et craint d'être inondée de produits européens via l'Ukraine en raison de son propre accord de libre-échange avec Kiev.

Aujourd'hui, la Crimée est redevenue Russe. Les accords de Minsk 2 ont organisé un cessez le feu en confirmant les frontières ukrainiennes. Néanmoins, la situation demeure tendue dans le Donbass où les séparatistes prorusses continuent à violer les accords et reprennent le combat. Cette situation va être utilisée par la Russie comme moyen de pression sur l'Ukraine afin que l'OTAN n'implante pas d'infrastructures trop près de ses frontières. Mais il est probable qu'un équilibre ait été trouvé car aucune des parties n'a intérêt à ce qu'il y ait un conflit ouvert, même si des échauffourées sporadiques devraient perdurer.

2 – Deux risques dorénavant contenus

2.2.3 Impact sur AgroGeneration

L'évolution de la situation de l'Ukraine impacte AgroGeneration à deux niveaux : le risque qui peut peser sur l'activité opérationnelle quotidienne de la société si des fermes se retrouvent en zone de conflit et surtout l'effet de la crise économique qui découle de cette situation politique dégradée.

❖ Un impact nul sur l'activité opérationnelle d'AgroGeneration

Le groupe est présent dans des zones éloignées du conflit, même si les fermes héritées d'Harmelia en sont plus proches. La zone de combats s'est approchée temporairement de la ferme la plus au sud de Kharkiv (près de Slaviansk) mais les risques sont aujourd'hui écartés. L'ensemble des fermes a donc pu poursuivre son activité normalement depuis le début du conflit.

La crise n'a pas d'impact sur l'activité opérationnelle d'AgroGeneration....



-  Zone de conflit
-  Zone de présence d'Agrogeneration avec  fermes ex-Agrogeneration  fermes Harmelia

Source : société, Invest Securities

La situation se normalisant, les problèmes ukrainiens ne devraient pas peser sur l'activité d'AgroGeneration.

2 – Deux risques dorénavant contenus

- ❖ Un impact lié à la fragilité économique et politique du pays conduisant à la dévaluation de la hryvnia

Sur le plan économique, il y a eu une dévaluation de près de 60% de la Hryvnia depuis le début du conflit. Ceci a eu un impact important sur les emprunts réalisés en Euros, avec une perte en cash sur les crédits de campagne (prêts en dollars, convertis en Hryvnias et remboursés en dollars à la fin de la campagne). Ceci se retrouve dans les comptes 2014 d'AgroGeneration. La situation économique a, par ailleurs, fragilisé les établissements bancaires locaux qui finançaient jusqu'alors le BFR (crédits de campagne) pendant que simultanément les financements proposés par les établissements internationaux du secteur ont sensiblement diminué.

Le conflit a également conduit à une hausse de 25% à 30% des coûts du pétrole, des produits phytosanitaires, des semences et des engrais importés même si pour AgroGeneration, ceci est plus que compensé par le fait que l'essentiel de ses ventes se fasse en dollars.

*... mais a fragilisé
économiquement
l'Ukraine et sa monnaie*

Evolution de la Hryvnia contre l'Euro depuis début 2014



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | OTC INTERBANK

En conclusion, même si le conflit ne devrait pas avoir d'impact direct sur l'activité d'AgroGeneration, la situation économique ne devrait pas s'améliorer en 2015 mais seulement, dans le meilleur des cas à partir de 2016, ce qui va continuer à peser, principalement au niveau du financement des crédits de campagne.

3– Une bonne maîtrise du métier

3.1 Un métier d’exploitant de terres agricoles	p.21
3.1.1 Des cultures de céréales et d’oléagineux	p.21
3.1.2 Deux cultures par an	p.21
3.1.3 La nécessité de l’ensemble des intrants	p.22
3.1.4 Séchage et stockage : des étapes importantes avant la commercialisation	p.22
3.2 Un environnement favorable à l’exploitation de terres agricoles	p.23
3.2.1 Un pays qui a de nombreux atouts	p.23
3.2.2 Une terre favorable à l’agriculture	p.24
3.2.3 Un climat favorable	p.25
3.3 Une bonne maîtrise du modèle économique	p.25
3.3.1 Un modèle basé sur la location de terres	p.25
3.3.2 Des machines performantes	p.26
3.3.3 Des pratiques agricoles semi-intensives basées sur un modèle par « clusters »	p.27
3.3.4 Des rendements élevés	p.27
3.3.5 Une gestion rigoureuse	p.28

3 – Une bonne maîtrise du métier

AgroGeneration est un exploitant de terres agricoles. La société loue des terres en Ukraine principalement à des particuliers. Ensuite, elle sème, traite, moissonne et vend les cultures. Elle est organisée en douze grandes fermes de plus de 10 000 hectares qui produisent des céréales et des oléagineux. L'Ukraine est un pays qui a beaucoup d'atouts dans le domaine des cultures agricoles dont la qualité de ses terres, une main d'œuvre peu chère et qualifiée et des infrastructures satisfaisantes. AgroGeneration maîtrise parfaitement son modèle économique, ce qui lui permet d'avoir des rendements supérieurs à la moyenne du pays. Le groupe continue à travailler sur l'amélioration de ses process et de ses coûts.

3.1 Un métier d'exploitant de terres agricoles

AgroGeneration est un producteur de matières premières agricoles à grande échelle....

AgroGeneration est un producteur de matières premières agricoles à grande échelle qui sème, traite, moissonne et vend les cultures. La société est organisée en grandes exploitations supérieures à 10 000 hectares, ce qui est plus grand que ce qui est pratiqué aux USA ou au Canada. Ce modèle avait été initialement développé par les kolkhozes.

AgroGeneration exploite 12 fermes totalisant environ 120 000 hectares dont 42 000 sur les terres noires situées au nord-ouest de l'Ukraine et jusqu'à 80 000 hectares situés à l'est de l'Ukraine. AgroGeneration n'est pas propriétaire des terres, mais gère des baux d'une durée moyenne de 10,5 ans payables à chacun des propriétaires ou aux autorités locales.

3.1.1 Des cultures de céréales et d'oléagineux

La société est concentrée sur la culture céréalière : blé, maïs et orge (premier producteur d'orge brassicole) et celle de trois oléagineux : tournesol, colza, et soja. Elle cultive également des légumineuses comme les pois et les pois-chiches.

La culture est diversifiée pour respecter des principes agronomiques de base et notamment la rotation des cultures. Les terres tournent sur 4 ou 5 ans car il ne faut pas faire revenir trop souvent les oléagineux exigeants en terre. La rotation est généralement la suivante : orge, colza, blé, maïs puis tournesol.

Le colza est essentiellement cultivé à l'ouest sachant que les conditions hivernales sont trop dures dans l'est du pays.

3.1.2 Deux cultures par an

Comme en France, il y a deux périodes de semence par an, appelées cultures d'hiver ou de printemps :

- ❖ Les cultures d'hiver sont semées en N-1 : le blé en septembre et le colza début août. Cela concerne également un peu d'orge d'hiver dans certaines limites. Ces cultures vont croître pendant l'automne. En hiver, la neige recouvre les cultures pendant la croissance et les protège quand les températures baissent entre -15 et -20 degrés. A la fonte des neiges, l'engrais est utilisé et les cultures sont moissonnées en juillet de l'année N ;
- ❖ les cultures de printemps sont semées fin mars et au mois d'avril de l'année N. Il s'agit de soja, de tournesol, d'orge, de colza, de pois et de maïs. Ces cultures sont moissonnées de début juillet à novembre de l'année N.

Qu'il s'agisse des cultures d'hiver ou de printemps, les récoltes ont toujours lieu en N.

... et exploite 120 000 hectares de terres agricoles

3 – Une bonne maîtrise du métier

3.1.3 La nécessité de l'ensemble des intrants

Les intrants comprennent tout ce qui est utilisé pour les récoltes, qu'il s'agisse des graines elles-mêmes ou de ce qui est nécessaire pour favoriser leur croissance. Il s'agit principalement :

- ❖ des semences : AgroGeneration utilise à 80% des semences certifiées achetées auprès des grandes sociétés comme Limagrain, Pioneer, Syngenta et Monsanto. Toutes ces semences sont génétiquement non modifiées. Pour le blé, l'orge et le pois qui ne sont pas des hybrides, il est possible de réutiliser une partie des semences provenant de ses parcelles où des semences achetées l'année d'avant. A contrario, le maïs et le colza sont des hybrides (obligation de faire des croisements) et cela n'est pas possible.
- ❖ des produits phytosanitaires : herbicides, insecticides, fongicides. L'ex AgroGeneration achetait des produits de marque et pas de génériques. Harmelia est plus confiant dans certains génériques. C'est pourquoi la nouvelle entité les utilise de plus en plus pour les basiques comme les herbicides, les insecticides, mais généralement pas pour les fongicides qui peuvent coûter moins mais sont moins efficaces et laissent des traces dans le sol. Le vrai savoir-faire pour obtenir des bons rendements réside dans le choix de la période d'application.
- ❖ des engrais : substances organiques ou minérales, souvent utilisées en mélanges, destinées à apporter aux plantes des compléments d'éléments nutritifs, de façon à améliorer leur croissance, et à augmenter le rendement et la qualité des cultures. Ils sont composés principalement d'azote (N), de phosphore (P) et de potassium (K). On parle d'engrais NPK. Le facteur différenciant réside dans les dosages.

Le modèle de coûts associé à une ferme ukrainienne est principalement un modèle de coûts directs (entre 40% et 50% du chiffre d'affaires moyen d'une ferme) composés principalement des intrants. Le coût des intrants est plus important dans le Pôle Ouest que dans le Pôle Est en raison de la différence de cultures des deux Pôles. Ainsi les cultures de l'ouest (maïs, colza) nécessitent des graines coûteuses et beaucoup de fertilisants. A l'inverse, les cultures de l'est nécessitent des graines moins coûteuses (blé, pois), moins de fertilisants (tournesol, pois) mais davantage de traitements chimiques (tournesols).

3.1.4 Séchage et stockage : des étapes importantes avant la commercialisation

Une fois les graines récoltées, il faut les sécher et les stocker. Le stockage est une partie importante de la chaîne de valeur car, durant les périodes de hausse des cours des matières premières agricoles, cela permet d'en bénéficier, en attendant pour revendre une partie de la récolte.

Avec une capacité de 158 000 tonnes, Harmelia avait une capacité de stockage supérieure à celle de l'ex-AgroGeneration avec 78 500 tonnes.

Des sites de stockage horizontal d'une capacité de 117 000 tonnes sont situés au niveau des exploitations. Ils sont utilisés pour stocker de petites quantités de céréales pendant une courte période. AgroGeneration possède actuellement 5 élévateurs à grains (silos verticaux), soit une capacité proche de 120 000 tonnes.

Les intrants comprennent tout ce qui est utilisé pour les récoltes

Le stockage permet d'attendre pour vendre les récoltes

3 – Une bonne maîtrise du métier

A court terme, la société souhaite accroître sa capacité dans le séchage puis celle dans le stockage avec de nouveaux silos car elle doit souvent faire appel à des tiers dont les coûts sont élevés. Son objectif est de développer des silos modernes, sachant que seulement quatre fermes disposent aujourd'hui de silos verticaux, proches des chemins de fer. Certaines fermes sont loin des voies ferrées, mais il est possible d'avoir des silos éloignés des fermes. La société utilise également des silos à sac pour le stockage temporaire des grains. Elle peut réaliser du traitement à façon pour des tiers.

Une petite acquisition a été réalisée pour 1,3m€ début 2015, afin d'accroître les capacités de stockage. La société acquise, Agroholding Tornado, a un élevateur dont la capacité de stockage est de 39 100 tonnes avec des têtes de ligne ferroviaires et des capacités additionnelles de terrain pour des silos verticaux et horizontaux.

3.2 Un environnement favorable à l'exploitation de terres agricoles

L'exploitation de terres agricoles en Ukraine bénéficie de plusieurs facteurs positifs : le pays est bien situé, dispose de bonnes infrastructures et d'une main-d'œuvre peu chère et qualifiée ; la terre arable est importante et de bonne qualité ; enfin, le climat est favorable dans le Nord du pays (à l'Est comme à l'Ouest), zone sur laquelle la société est présente.

3.2.1 Un pays qui a de nombreux atouts

Même si les événements récents ont tendance à le faire oublier, l'Ukraine dispose de nombreux atouts, notamment :

- ❖ Une situation géographique favorable, entre l'Europe et l'Asie qui lui donne un avantage compétitif pour exporter vers ses principaux marchés que sont le Moyen-Orient, l'Afrique du Nord et l'Union Européenne. En 2013, jusqu'à 76% des céréales étaient exportées de l'Ukraine vers l'Europe, les pays de la CEI et la région du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord ;
- ❖ Des infrastructures suffisamment développées pour soutenir la production et les exportations agricoles. Le réseau de transport le plus utilisé pour le fret est le ferroviaire qui se classe 25ème sur 104 pays dans le monde en termes de qualité de ses infrastructures (source : rapport sur la compétitivité mondiale 2014-2015). Le pays dispose également de 14 ports maritimes et de 11 ports fluviaux et peut transporter près de 33 millions de tonnes de céréales et oléagineux par an.
- ❖ De coûts de la main-d'œuvre relativement faibles. Au premier semestre 2014, les salaires mensuels moyens dans le secteur agricole étaient 30% plus faibles que les salaires moyens au niveau mondial (source : earthobservations.org, ceryc.eu, eea.europa.eu). Par ailleurs, cette main-d'œuvre est bien formée avec un des plus hauts niveaux d'inscription dans l'éducation supérieure au monde (13ème sur 141 pays).

L'environnement ukrainien présente de nombreux atouts pour les exploitants de terres agricoles

3 – Une bonne maîtrise du métier

3.2.2 Une terre favorable à l'agriculture

Les terres agricoles représentent une surface importante en Ukraine avec 41,6 millions d'hectares sur 57,9 millions d'hectares de terre totale. Les terres arables c'est-à-dire occupées par des cultures temporaires, comme ce que pratique AgroGeneration, représentent 32,5 millions d'hectares.

Structure de la terre en Ukraine 2014

	Millions d'hectares	%
Surface totale du pays	60,4	
Surface de terre totale	57,9	100%
Terre agricole	41,6	72%
dont terre arable	32,5	56%
dont prairies et pâturages	7,9	14%
dont autres	1,2	2%

Source : Comité foncier national d'Ukraine

Les terres arables
représentent 56% des
terres

L'Ukraine est, avec le Bangladesh, le Danemark et la Moldavie un des quatre pays au monde au sein desquels la terre arable représente plus de 55% de la terre totale. Au vu de sa taille, l'Ukraine compte plus de terres arables que tout autre pays de l'Europe avec 32,5 millions d'hectares représentant 11,7% de la terre arable en Europe et 56,2% de la terre totale en Ukraine. Le niveau de terre arable d'Ukraine représente près de 5 fois celui de l'Italie et 3 fois celui de l'Allemagne. L'Ukraine compte 0,71 hectare de terre par habitant, contre 0,26 pour les pays de l'Europe des 27.

Par ailleurs, la terre arable de l'Ukraine se caractérise par la présence de terres noires (chernozem) propice au développement de la culture, car elles retiennent l'humidité et ont une grande richesse organique. L'Ukraine compte près d'un tiers des terres noires du monde. Ces terres noires représentent près de 60% des terres cultivées en Ukraine.

Elles se répartissent en quatre parties : la première est cultivée par des sociétés comme AgroGeneration, agriculteur expérimenté utilisant de nouvelles technologies (7 millions d'hectares), la seconde est exploitée par des fermiers (15 millions d'hectares) et la troisième est détenue par l'Etat (5 millions d'hectares). Au total, 27 millions d'hectares sur 32 sont cultivés, la dernière part n'étant pas cultivée faute de moyens (5 millions d'hectares). Pour que la terre augmente ses rendements, il faut la travailler. Un régime de croisière est atteint au bout de 4 à 5 ans, lorsque la terre commence à être nourrie correctement.

La taille des champs est largement supérieure à ce que l'on constate dans le reste du monde.

Taille moyenne des champs à travers le monde en hectares

Partie du Monde	Pays	Taille moyenne des champs (hectares)
Asie	Inde	1,0
	Thaïlande	3,4
Amérique	Canada	63,4
	Brésil	65,0
Europe	Irlande	3,9
	France	7,1
	Italie	7,5
	Hongrie	9,0
	Grande-Bretagne	12,0
	Ukraine	100-150
	Moyenne Européenne	05-10

Source : earthobservations.org, ceryc.eu, eea.europa.eu

La surface des champs
est supérieure à ce que
l'on trouve dans d'autres
pays

3 – Une bonne maîtrise du métier

3.2.3 Un climat favorable

Le climat de l'Ukraine est favorable à l'agriculture, principalement dans sa partie nord qui bénéficie d'une bonne pluviométrie. La partie sud est plus sèche, ce qui nécessite d'irriguer les cultures, ce qui se faisait au temps de l'ex URSS, mais est coûteux.

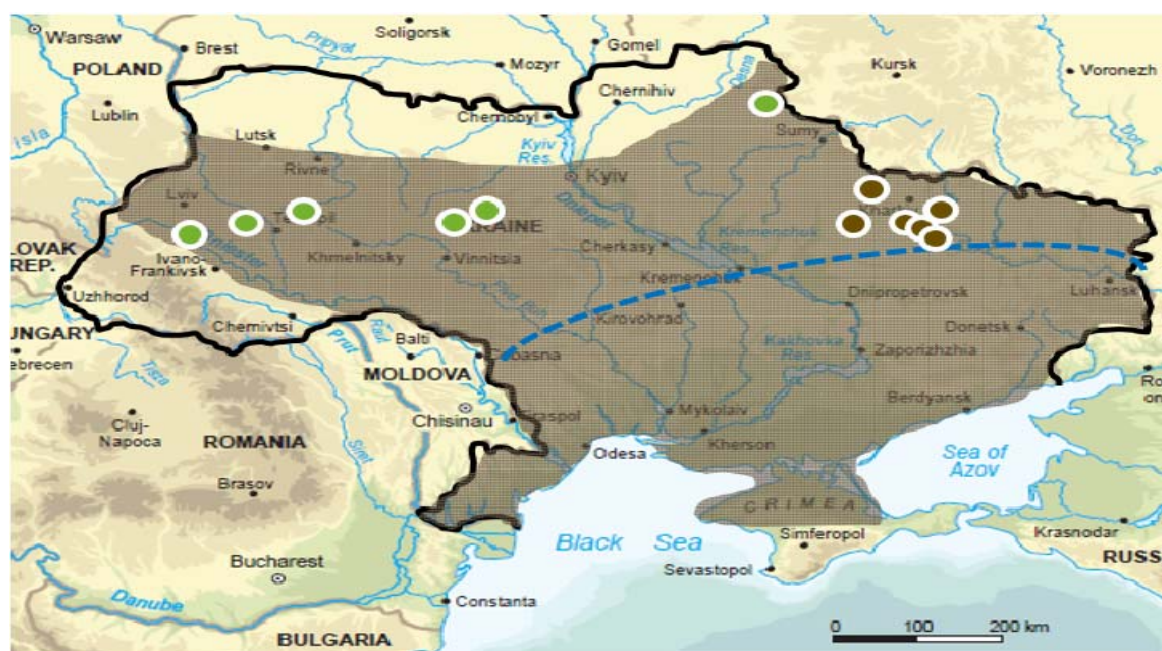
Le groupe est positionné dans des régions d'Ukraine qui, outre la qualité des sols, ont des niveaux de pluviométrie supérieurs à 150mm par an.

L'ensemble des terres du nouvel ensemble est bien localisé, excluant la zone sud où l'hydrométrie est limitée.

Les terres de l'ex-AgroGeneration sont dans des zones plus humides que celles d'Harmelia. La complémentarité de ces zones réduit le risque climatique du nouvel ensemble et lui permet de diversifier ses récoltes : le maïs et colza à l'ouest et le blé à l'est.

Le climat est favorable dans le nord du pays

Présence de chernozem et hydrométrie des implantations d'Agrogeneration



■ chernozem - - - Au dessus de cette ligne, plus de 550mm de pluie par an

Source : Société, Invest Securities

3.3 Une bonne maîtrise du modèle économique

3.3.1 Un modèle basé sur la location de terres

Le modèle d'AgroGeneration est basé sur la location de terres

AgroGeneration s'occupe de l'exploitation de terres louées. La société loue les terres qu'elle exploite à des individus et, dans une moindre mesure, à l'Etat. Les champs sont très grands et peuvent appartenir à 100 propriétaires. La société traite un peu plus de 35 000 baux de location dont la durée varie de 1 à 20 ans pour les terres louées à des individus et de 1 à 40 ans pour celles louées à l'Etat. Ces baux ont des loyers fixes.

3 – Une bonne maîtrise du métier

Statut d'enregistrement des baux d'AgroGeneration

	Nombre de baux	Superficie (ha)	% (en ha)
Enregistrement achevé	36306	106640	89%
dont terres de l'Etat	675	11575	10%
dont terres privées	35631	95065	79%
En cours d'enregistrement	1556	13360	11%
Total	37862	120000	100%

Source : Société

La gestion des baux repose sur une équipe dédiée

L'arrivée à échéance des baux et leur renouvellement se fait sur une base régulière. AgroGeneration s'appuie pour cela sur une équipe dédiée à la gestion des baux grâce à une base de données compilant leurs caractéristiques. Elle prend en permanence des mesures pour attirer de nouveaux propriétaires terriens individuels, en consultant les baux enregistrés au cadastre et en regardant si les terres sont proches de ses fermes.

La société porte une attention particulière aux terres qu'elle cultivera. Chaque nouvelle ferme doit permettre l'exploitation d'au moins 5 000 à 10 000 hectares à moins qu'elle soit proche d'une des exploitations d'AgroGeneration. Les nouvelles parcelles doivent se trouver dans un périmètre maximum de 20 à 50 km de la ferme principale afin de permettre la mise en commun des machines agricoles. Les terres doivent être facilement desservies par la route ou le train et un audit systématique de la qualité du sol est réalisé.

3.3.2 Des machines performantes

Les machines sont extrêmement sollicitées, moissonnant de 1200 à 1500 hectares contre 500 hectares en France. Elles doivent donc être de bonne qualité. Elles sont pour la plupart d'origine occidentale et sont équipées de capteurs GPS qui permettent l'enregistrement et le suivi des paramètres de travail sur une base en temps réel.

AgroGeneration est à 75% propriétaire de ses équipements, amortis sur des durées de 5 à 7 ans. Les 25% restant sont financés en leasing avec des établissements italiens ou autrichiens, filiales locales de groupes internationaux.

A fin 2014, AgroGeneration détenait 1217 machines en propre ou en leasing.

Les machines sont occidentales et de bonne qualité

Parc de machines agricoles		
Type de machines	Fabricant	Nombre d'unités
Machines automotrices		
Tracteurs	Case, fendt, MTZ, KhtZ, MF, autres	276
Moissonneuses-batteuses	John Derre, New Holland, Case	76
Pulvérisateurs	Case, Joh Deere, Berthoud, Tecnomat	18
Camions	MAN, KAMAZ, GAZ, SAZ, ZIL	208
Voitures	VAZ, Renault, Chevrolet, autres	125
Equipements à monter et tracter		
Semoirs	Horsch, Kinze, Great Plains, autres	102
Pulvérisateurs	Hardi, Berthoud, Tecnomat, autres	41
Distributeurs d'engrais	Rauch, Kuhn, autres	58
Charrues	Horsch, Gregoire Besson, autres	202
Ecimeuses	John Deere, New Holland, Fantini, Case, autres	111

Source : société

3 – Une bonne maîtrise du métier

3.3.3 Des pratiques agricoles semi-intensives basées sur un modèle par « clusters »

Le modèle opérationnel d'AgroGeneration repose sur un modèle d'exploitation standard d'environ 10 000 hectares afin de favoriser les économies d'échelle. Afin d'obtenir des structures de gestion performantes, les exploitations situées dans une même région sont regroupées en clusters. Ceci permet de créer des plate-formes régionales pour favoriser la poursuite de l'expansion et de la reproduction du modèle.

Au sein d'un cluster, les terres les plus intéressantes en vue d'une expansion sont les terres voisines car elles constituent le moyen le plus efficace et le moins cher pour étendre ses activités. Pour ce faire, AgroGeneration acquiert des exploitations se trouvant à proximité immédiate les unes des autres, les restructure pour les exploiter sous la forme d'une unité opérationnelle unique et réduit les coûts d'exploitation.

Les exploitations agricoles sont regroupées de manière optimale en un ou plusieurs centres opérationnels servant de points d'administration centraux pour l'entreposage des intrants et des pièces de rechange, la maintenance, les services contractuels, les transports et les services logistiques.

Le regroupement des terres en clusters favorise des économies d'échelle et réduit les coûts moyens d'exploitation. Une fois un seuil critique atteint, il est possible de développer ou d'acquérir un centre de stockage central doté de bonnes liaisons routières et ferroviaires et un centre de maintenance pour l'entretien de toutes les exploitations et machines. Ceci se fait avec un rayon de 50km à 100km, selon les accès routiers.

3.3.4 Des rendements élevés

A long terme, la société souhaite mettre en œuvre des technologies agricoles de pointe et réduire ses coûts, en mettant l'accent sur les cultures les plus appropriées et l'amélioration de leurs rendements. Une rotation des cultures sur cinq ans, accompagnée du meilleur système de travail du sol a été mise en œuvre dans les exploitations d'AgroGeneration sur la base de calculs des rendements potentiels des cultures de base, ainsi que des expériences agronomiques de rentabilité.

AgroGeneration a des rendements supérieurs aux rendements moyens en Ukraine après seulement quelques années d'exploitation : de 30 à 40% pour les céréales et de 10 à 40% pour les autres cultures.

Ces rendements ne sont pas comparables à ceux observés en France où la PAC versait des subventions par tonne de produits, ce qui poussait les agriculteurs à avoir des rendements élevés à 10-11 tonne/hectare. Ces derniers sont en train de diminuer, les subventions étant dorénavant données par hectare.

Les rendements ukrainiens sont compris entre 1,5 et 8 tonnes par hectare selon les cultures. Au-delà, la tonne coûte plus cher à produire. L'approche est différente de celles des agriculteurs français qui ont de petites fermes. De plus, le risque climatique est plus important. En France la variation des rendements ne dépasse pas 15% au maximum alors qu'en Ukraine cela peut aller jusqu'à 60%. Il n'est donc pas utile de chercher des rendements trop élevés car la récolte peut ne pas être bonne.

Les terres sont regroupées par cluster

Les rendements sont supérieurs à ceux observés en Ukraine

3 – Une bonne maîtrise du métier

AgroGeneration ne visant pas à avoir les mêmes rendements que ceux obtenus en France, ses méthodes sont donc adaptées à une agriculture semi-intensive qu'il s'agisse :

- ❖ Des technologies agricoles qui permettent de réaliser les cultures les plus appropriées et d'améliorer les rendements. Le choix des cultures est réalisé grâce à un processus interactif où les responsables des fermes donnent un mix culture envisagée/intrants nécessaires. Ensuite ces données sont remontées à l'économiste qui croise ces données avec une base de données globale à l'ensemble des fermes, ce qui permet d'optimiser les récoltes par hectare. Plusieurs itérations ont lieu entre les fermes et l'économiste afin d'optimiser les rendements par hectare attendu et de les améliorer ;
- ❖ D'une rotation des cultures sur cinq ans afin d'optimiser les marges. Par exemple, en 2014, les plantations du tournesol ont été élargies car procurant des marges plus élevées. L'année suivante, il n'est plus possible de planter à nouveau du tournesol sur les mêmes terres, donc il est remplacé par du blé.
- ❖ D'un recours maîtrisé aux intrants. Ceci est favorisé par la qualité de la terre noire ukrainienne. Par ailleurs, le fait de pratiquer une culture semi-intensive nécessite moins d'intrants (engrais, phytosanitaires) qu'en Europe de l'Ouest. Il est parfois préférable d'avoir des rendements un peu moins élevés si le coût des intrants est sensiblement diminué ;
- ❖ D'utiliser des engrais, semences et produits agricoles de premier choix afin d'optimiser les rendements.

Les rendements ont progressé ces dernières années et le potentiel est dorénavant plus limité. L'amélioration de la rentabilité vient de l'optimisation de la production : intrants, pratiques culturales et baisse des coûts.

Certains rendements de l'ex-AgroGeneration étaient au-dessus de ceux d'Harmelia (maïs et soja) du fait principalement d'une présence sur de meilleures zones. Par contre, les rendements sur le tournesol et le blé sont normalement supérieurs à l'Est (périmètre d'Harmelia).

L'objectif d'AgroGeneration est plus centré sur l'EBITDA par hectare (ou le cash par hectare) que sur les rendements. Si le coût additionnel des intrants est trop élevé pour atteindre un rendement donné, c'est le cash par hectare qui sera privilégié.

3.3.5 Une gestion rigoureuse

AgroGeneration peut s'appuyer sur une expertise à la fois locale et occidentale. La société centralise certaines fonctions administratives et, sur le terrain, introduit de nouvelles techniques agricoles en s'appuyant sur des spécialistes techniques et des agronomes.

Etant donné les aléas liés à l'activité d'exploitation de terres agricoles et à des prix de matières premières agricoles qui restent très bas, il est important pour AgroGeneration d'avoir des processus de gestion rigoureux. Tant que les prix des matières premières agricoles n'évoluent pas, le coût des achats de marchandises doit être parfaitement maîtrisé pour préserver l'EBITDA. De plus la répartition des récoltes est analysée afin d'avoir le maximum de cultures avec un EBITDA élevé. Ainsi, dans l'Ouest, le maïs dont le prix a fortement chuté a été en partie remplacé par du soja et du tournesol. La culture de pois qui permet de fixer l'azote et a également un niveau d'EBITDA élevé est également privilégiée.

Afin de formaliser sa nouvelle politique de gestion, la société a mis en place un ensemble d'outils et de processus de prévision, d'analyse et de contrôle des opérations sur chacune de ses exploitations. Certains de ces processus sont basés sur le système Lean Six Sigma, système de management visant à améliorer la qualité et l'efficacité des processus. Tout ceci est utilisé afin de permettre un suivi très précis des opérations, du budget, de l'agronomie et du financier.

AgroGeneration privilégie la notion d'EBITDA par hectare à celle de rendement

AgroGeneration a des process de gestion rigoureux

3 – Une bonne maîtrise du métier

Des améliorations ont été réalisées sur la logistique, notamment en ce qui concerne l’approvisionnement en pneus et en filtres, ce qui a conduit à une baisse significative des stocks.

Les principales améliorations opérationnelles en termes de gestion déjà réalisées sont :

- ❖ Des améliorations sur le plan comptable afin de mettre les méthodes comptables existantes en conformité avec les obligations légales et de déclaration fiscale locales,
- ❖ Des améliorations budgétaires et la mise en œuvre d’un processus standardisé d’approbation du budget,
- ❖ Des progrès significatifs en termes de centralisation des achats et des ventes,
- ❖ Un aménagement foncier progressif et la mise en œuvre de technologies agricoles modernes,
- ❖ La mise en place d’un système centralisé de comptabilité, d’opérations intégrées et de surveillance des machines (suivi GPS et capteurs de niveau de carburant).

Des améliorations de la gestion ont été réalisées

4– Une situation financière assainie

4.1 Un chiffre d'affaires en redressement progressif	p.31
4.2 Des marges stables à court terme	p.34
4.3 Une génération de cash favorable à l'amélioration de la situation financière	p.36
4.3.1 Un impact positif de l'émission d'OSRANE.....	p.36
4.3.2 ...conforté par une génération de cash positive	p.38

4 – Une situation financière assainie

La situation financière d'AgroGeneration a été fortement impactée par la crise économique en Ukraine et la baisse du prix des matières premières. A cela est venu s'ajouter un endettement élevé lié au montage retenu au moment du rapprochement d'AgroGeneration et d'Harmelia. Ceci explique la restructuration financière réalisée début 2015. Celle-ci ne doit pas masquer le fait que, sur le plan opérationnel, la société dégage des résultats satisfaisants malgré des cours des matières premières qui restent déprimés. Grâce à un bon contrôle de ses coûts, le groupe devrait continuer à faire progresser significativement sa marge d'EBITDA qui devrait atteindre des niveaux au-dessus de 40% (vs 31,6% en 2014). Une hausse du prix des matières premières agricoles à partir de 2017 tout en retenant des prix très en deçà de ceux de 2013 favorisera une progression des résultats et une accélération de la génération de cash.

Le chiffre d'affaires dépend de la production de matières premières agricoles

4.1 Un chiffre d'affaires en redressement progressif

Le chiffre d'affaires d'AgroGeneration est fonction de sa production de matières premières agricoles. Cette dernière dépend de plusieurs éléments :

- ❖ Le nombre d'hectares totaux exploités par AgroGeneration, sachant que l'intégralité n'est pas cultivée car il y a des jachères qui représentent de 2% à 5% des terres. C'est une variable qu'AgroGeneration maîtrise et qui diminue. Par ailleurs, chaque année de nouveaux hectares sont exploités, leur coût figurant dans le capex ;
- ❖ La répartition par culture des terres cultivées, sachant qu'une rotation est effectuée chaque année afin de ne pas appauvrir les terres. Ceci est un choix effectué par AgroGeneration qui cherche à optimiser ses marges ;
- ❖ Les rendements par hectare des terres qui ont progressé ces dernières années, mais qu'il ne faut pas trop pousser au risque que cela engendre des coûts d'intrants supplémentaires importants. Cet élément est en partie dépendant des choix d'AgroGeneration en termes d'intrants mais est également dépendant des aléas climatiques. Le groupe privilégie la notion d'EBITDA par hectare à celle de rendement ;
- ❖ Le prix moyen de la tonne par culture, qui est fixé par les marchés et sur lesquels AgroGeneration n'a aucune influence.

Les prévisions sont donc dépendantes d'un facteur exogène, difficile à prévoir à court terme qui est l'évolution du cours des matières premières agricoles. Depuis mi-2013, la chute a été forte et rapide du fait de récoltes abondantes partout dans le monde. Il est aujourd'hui difficile de pronostiquer leur évolution à court terme, même si des récoltes moins bonnes sont attendues en Inde et en Russie du fait de la sécheresse et aux Etats-Unis du fait de pluies abondantes sur certaines régions. Le phénomène El Niño pourrait conduire à une sécheresse dans certaines régions, mais cela n'est aujourd'hui pas confirmé. Les prix sont remontés ces dernières semaines du fait de la pluviométrie trop élevée aux USA et d'un temps trop sec en Europe, mais il est encore trop tôt pour anticiper une remontée des cours cette année.

Etant donnés les phénomènes de croissance de la population, d'urbanisation rapide et d'augmentation de la richesse par habitant, une remontée du prix des matières premières est inéluctable à moyen terme.

Dans notre modèle, nous n'avons pas retenu de progression du prix des matières premières agricoles en 2015 et avons pris en compte le cours des matières premières d'aujourd'hui. En 2016, nous avons fait l'hypothèse que les prix revenaient aux niveaux de 2014 déjà très bas. Ensuite, nous avons considéré un redémarrage progressif entre 2017 et 2019, en faisant l'hypothèse que à fin 2019, les prix auront regagné la moitié de ce qu'ils ont perdu entre 2013 et 2015, ce qui représente une croissance de l'ordre de 6% par an. Ceci n'est qu'une façon imparfaite mais prudente de retenir un rebond des prix. Il est quasi certain qu'il y aura un rebond avant 2019 (climat moins favorable aux récoltes au niveau mondial, accroissement de la demande,...) mais il sera probablement plus brutal et plus significatif.

4 – Une situation financière assainie

A partir de 2016, la société devrait signer de nouveaux baux

Nous avons intégré, à partir de 2016, une progression du nombre d'hectares cultivés avec la signature de nouveaux baux signés, ce qui est pris en compte dans nos capex.

En ce qui concerne la répartition des cultures, nous n'avons pas retenu d'évolution notable par rapport à 2015 hormis une progression du tournesol, du colza et du soja qui vont remplacer en partie le blé et surtout le maïs faiblement margé.

Nous avons également fait l'hypothèse d'une légère progression des rendements pour le blé, le maïs, le tournesol et le soja.

Les prix étant donnés en dollars, nous avons retenu un change euro/dollar stable par rapport aux niveaux actuels.

Nous avons également fait l'hypothèse que l'ensemble de la production est vendue, ce qui sera le cas cette année, mais il est probable que si le prix des matières premières agricoles augmente, une partie soit stockée.

En 2015, nous attendons une légère baisse du chiffre d'affaires (-0,2%) liée à la poursuite de la baisse du prix des matières premières agricoles. En 2016, la progression du chiffre d'affaires est en grande partie liée au retour attendu des prix à leur niveau de 2014. A partir de 2017, le chiffre d'affaires bénéficie du rebond attendu du prix des matières premières. Parallèlement le chiffre d'affaires va bénéficier de la hausse du nombre d'hectares cultivés liés notamment aux nouveaux baux.

Sur les bases de ces hypothèses, nos prévisions de production et de chiffre d'affaires sont les suivantes :

4 – Une situation financière assainie

Estimation du chiffre d'affaire d'AgroGeneration

	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Hectares controlés	63 410	120 000	120 000	120 000	129 040	140 802	155 177	155 177
<i>Croissance</i>		89%	0%	0%	8%	9%	10%	0%
Hectares exploités	50 598	109 981	103 366	107 500	121 297	133 761	147 418	147 418
Répartition/culture (ha)								
Blé	12 880	38 314	27 144	45 150	46 093	48 154	50 122	48 648
Colza	7 051	9 221	6 485	8 600	10 917	12 039	13 268	13 268
Orge	9 238	7 069	12 729	10 750	12 736	14 848	16 511	16 658
Maïs	10 036	23 814	8 400	7 525	7 278	7 357	8 108	8 108
Tournesol	2 819	16 308	32 043	17 200	21 834	26 752	32 432	33 906
Pois		8 738	11 452	9 675	10 917	12 039	13 268	13 268
Soja	4 935	4 829	4 018	7 525	10 917	12 039	13 268	13 268
Autres	3 639	1 688	1 094	1 075	606	535	442	295
En pourcentage								
Blé	25%	35%	26%	42%	38%	36%	34%	33%
Colza	14%	8%	6%	8%	9%	9%	9%	9%
Orge	18%	6%	12%	10%	11%	11%	11%	11%
Maïs	20%	22%	8%	7%	6%	6%	6%	6%
Tournesol	6%	15%	31%	16%	18%	20%	22%	23%
Pois	0%	8%	11%	9%	9%	9%	9%	9%
Soja	10%	4%	4%	7%	9%	9%	9%	9%
Autres	7%	2%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
Rendements (t/ha)								
Blé	4,3	4,8	5,2	4,9	5,3	5,4	5,5	5,6
Colza	2,6	2,3	2,9	2,7	2,9	3,0	3,1	3,2
Orge	3,7	3,6	4,7	4,6	4,7	4,7	4,7	4,7
Maïs	8,0	5,6	6,5	6,5	7,1	7,4	7,7	7,8
Tournesol	2,0	2,3	2,5	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9
Pois		1,6	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Soja	1,9	1,6	1,8	1,8	1,9	2,1	2,2	2,3
Autres	1,7	9,8	11,6	11,6	11,5	11,5	11,5	11,5
Moyenne	4,1	4,0	3,9	4,0	4,1	4,1	4,1	4,2
Production (tonnes)								
Blé	55 261	183 787	142 054	221 235	244 293	260 032	275 672	272 429
Colza	18 491	20 906	18 682	23 220	31 659	36 116	41 130	42 456
Orge	33 945	25 441	60 248	49 450	59 860	69 783	77 601	78 294
Maïs	79 792	133 872	54 571	48 887	51 673	54 441	62 432	63 242
Tournesol	5 536	37 858	79 840	42 856	56 767	72 231	90 810	98 328
Pois	0	13 866	25 640	21 661	24 017	26 485	29 189	29 189
Soja	9 402	7 768	7 287	13 647	20 742	25 281	29 189	30 516
Autres	6 048	16 616	12 642	12 422	6 975	6 153	5 086	3 391
Total	208 475	440 114	400 964	433 379	495 985	550 522	611 108	617 845
Prix moyen TTC (€/t)								
Blé			164	152	164	173	183	193
Colza			322	330	322	337	353	369
Orge			145	134	145	156	167	179
Maïs			135	135	135	143	151	160
Tournesol			312	339	312	332	352	374
Pois			200	200	200	210	221	232
Soja			416	348	416	439	462	488
Autres			200	200	200	200	200	200
Valeur de la production TTC (m€)								
Blé			23,3	33,6	40,1	45,1	50,5	52,7
Colza			6,0	7,7	10,2	12,2	14,5	15,7
Orge			8,8	6,6	8,7	10,9	12,9	14,0
Maïs			7,4	6,6	7,0	7,8	9,4	10,1
Tournesol			24,9	14,5	17,7	24,0	32,0	36,8
Légumes			5,1	4,3	4,8	5,6	6,4	6,8
Soja			3,0	4,8	8,6	11,1	13,5	14,9
Autres			2,5	2,5	1,4	1,2	1,0	0,7
Production TTC			81,1	80,6	98,5	117,7	140,3	151,6
Production HT			64,6	64,4	78,8	94,2	112,2	121,3
TVA (20%)			16,5	16,1	19,7	23,5	28,1	30,3

Nous avons fait l'hypothèse d'une hausse des prix des matières premières à partir de 2017

4 – Une situation financière assainie

4.2 Une forte progression des marges

Les principaux éléments impactant les marges d'AgroGeneration sont :

- ❖ L'évolution du prix des matières premières que nous avons prise en compte dans notre prévision de chiffre d'affaires;
- ❖ L'évolution du coût des achats de matières premières à savoir les intrants essentiellement impactés par l'évolution du nombre d'hectares cultivés et par l'inflation que nous avons retenue à 5%;
- ❖ L'évolution des salaires en retenant un nombre de salariés qui progresse en fonction du nombre d'hectares cultivés, en faisant l'hypothèse que seulement un salarié sur deux est directement affecté aux cultures. Par ailleurs, nous avons fait l'hypothèse prudente que les salaires progressent de 5% par an;
- ❖ L'évolution des autres charges : loyers et énergie qui sont également dépendants du nombre d'hectares cultivés et de l'inflation;
- ❖ L'évolution du cours des devises par rapport à l'euro : les prix des matières premières agricoles, des intrants et de l'énergie soit 70% des coûts sont en dollar, les loyers et la main d'œuvre étant en hryvnia.

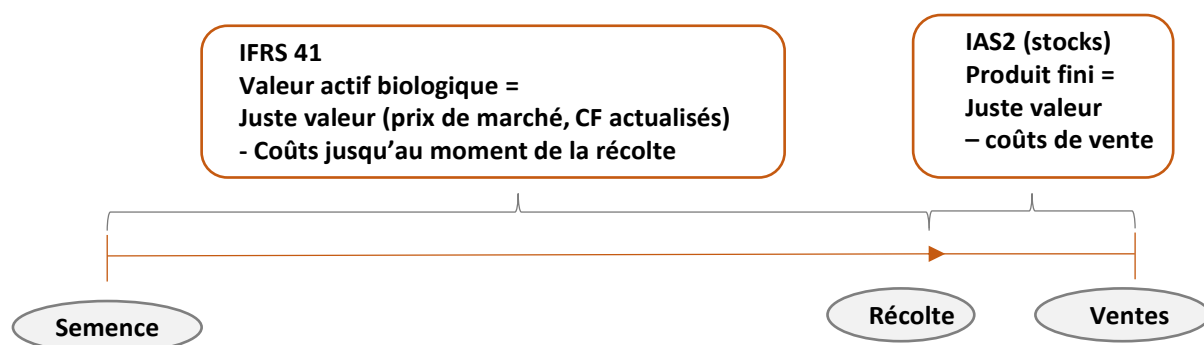
La hausse des coûts intègre l'inflation, la hausse du nombre d'hectares cultivés et du prix des matières premières

Les autres éléments qui viennent impacter le compte de résultat sont :

- ❖ Les actifs biologiques sont des plantes cultivées en vue d'une vente future, c'est-à-dire des plantes en terre. Les normes IFRS (IFRS 41) cherchent à prendre en compte au mieux la juste valeur des cultures. Une valorisation est réalisée jusqu'à la récolte. Ainsi, à chaque date de clôture, les actifs biologiques sont retenus à leur juste valeur moins les coûts de vente jusqu'à la date de la récolte. Cette valeur des actifs biologiques varie en fonction des conditions climatiques, des rendements potentiels et de l'évolution des prix. Tout changement de ces paramètres a un impact significatif sur le compte de résultats. En 2014, si les hypothèses réalisées par AgroGeneration avaient varié de 10%, l'impact sur la juste valeur des actifs biologiques et donc sur la marge brute du groupe aurait été de 2 921k€.

Les produits agricoles récoltés par le groupe ne sont plus considérés comme des actifs biologiques mais comme des produits finis. Ils sont comptabilisés en stocks (IAS2) en tant que « produits finis » et valorisés à la valeur le plus faible entre la juste valeur à la date de la récolte et la valeur nette réalisable. Cette valorisation à la valeur nette réalisable est présentée sous la forme d'une dépréciation ou d'une appréciation de stocks (« changement de la juste valeur des produits finis »). Ces stocks sont constitués jusqu'à la vente.

Valorisation des actifs biologiques et produits finis



Source : Invest Securities

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION

Invest Securities, 73 boulevard Haussmann 75008 PARIS, France

Tel : + 33 (0) 1 44 88 77 88

4 – Une situation financière assainie

In fine, ce qui va impacter le compte de résultat est la variation de juste valeur des actifs biologiques et des produits finis. S'il n'y a pas de très fort mouvement du prix des matières premières agricoles entre le 31 décembre et le moment où la production est vendue, les variations de prix des actifs biologiques qui figurent au compte de résultats sont limitées.

- ❖ La TVA : l'Ukraine a un système de TVA similaire au système français avec un taux standard à 20%. Le système de TVA qui peut être retenu par les entreprises agricoles est très favorable : la TVA perçue est conservée par l'entreprise pour lui permettre de déduire les montants de la TVA payés à ses fournisseurs. Le solde de TVA due est conservé par l'entreprise. Dans les comptes d'AgroGeneration, cette TVA est considérée comme une subvention d'exploitation. Il a été question de supprimer cet avantage fiscal en 2014, mais le gouvernement n'a pas intérêt à le faire car l'exportation de produits agricoles est une de ses principales sources de devises ;
- ❖ L'impôt agricole fixe : l'assiette de l'impôt n'est pas fondée sur le résultat avant impôt de la société, mais sur un très faible pourcentage (environ 0,45% à compter du 1er janvier 2015) de la valeur cadastrale des terrains loués. Dans les faits, AgroGeneration ne paie pas d'impôts sur les sociétés.
- ❖ Des pertes de change liées à la baisse de la hryvnia, la dette étant principalement libellée en dollars et en euros. Ces pertes de change concernent essentiellement les crédits de campagne qui s'élèvent à environ 25m€ en 2015 et sont remboursés au fur et à mesure de la vente des récoltes et ne portent donc, selon nos hypothèses, que sur 8 mois. Les pertes de change concernent également les prêts intra-groupes pour environ 3m€ et le remboursement de la dette Konkur lors de l'émission de l'OSRANE qui s'est fait à un dollar plus élevé qu'au moment de son émission en octobre 2013. Au total, nous estimons les pertes de change à 17,5m€ en 2015.

Nous attendons une amélioration des résultats d'AgroGeneration grâce à :

- ❖ La progression du chiffre d'affaires attendue à partir de 2016;
- ❖ Un contrôle de l'ensemble des charges et notamment les intrants et les charges de personnel qui vont permettre une amélioration progressive de la marge d'EBITDA qui devrait dépasser les 40% en 2019. Le contrôle du coût des intrants sera particulièrement significatif en 2015 pour compenser la légère baisse du CA. Nous anticipons une baisse de 2m€.
- ❖ Des charges financières qui devraient significativement se réduire dès 2016, même si elles continuent à peser sur le résultat en 2015 du fait des pertes de change. Ceci conduira à un retour à la rentabilité du groupe.

Les entreprises agricoles ne reversent pas de TVA et ne paient pas d'IS en Ukraine

4 – Une situation financière assainie

Ces éléments nous amènent au compte de résultat prévisionnel suivant :

Prévisions de résultats d'AgroGeneration

m€	12/12	12/13	12/14	12/15e	12/16e	12/17e	01/18e	01/19e
CHIFFRE D'AFFAIRES	32,8	53,7	64,6	64,4	78,8	94,2	112,2	121,3
Var. de la juste valeur des PF et ajustement de JV des PF vendus	8,0	2,1	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Variation JV des actifs biologiques			0,7	0,7	0,9	1,1	1,3	1,4
Achats matières premières, service et loc.	-33,6	-49,4	-42,9	-43,9	-52,0	-60,2	-69,7	-73,2
VALEUR AJOUTEE	7,1	6,4	23,9	22,7	29,1	36,4	45,3	50,9
Salaires & charges	-7,3	-10,2	-8,3	-6,5	-7,5	-8,5	-9,6	-10,0
Subventions d'exploitation (TVA)		2,7	6,3	6,3	7,7	9,2	10,9	11,8
Autres produits	8,3		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres charges	0,5	-8,7	-1,5	-1,6	-1,9	-2,2	-2,5	-2,7
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBITDA)	8,6	-9,8	20,4	20,9	27,4	35,0	44,1	50,0
Marge d'EBE	26,3%	-18,3%	31,6%	32,4%	34,7%	37,1%	39,3%	41,2%
Reprises sur provisions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortissements	-3,7	-7,0	-7,3	-4,8	-5,2	-6,1	-7,8	-8,4
Dotations aux provisions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total DAP nettes	-3,7	-7,0	-7,3	-4,8	-5,2	-6,1	-7,8	-8,4
RESULTAT OPERATIONNEL	4,9	-16,8	13,1	16,0	22,1	28,9	36,3	41,6
Marge opérationnelle	14,9%	-31,3%	20,3%	24,9%	28,1%	30,7%	32,4%	34,3%
Produits financiers	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,5	0,9
Charges financières	-0,4	-3,5	-8,9	-7,7	-6,3	-6,4	-6,6	-4,5
Autres charges financières & impact change	0,0	0,0	-27,3	-17,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat financier	-0,4	-3,5	-36,2	-25,1	-6,1	-6,1	-6,0	-3,6
RESULTAT COURANT	4,5	-20,3	-23,1	-9,1	16,0	22,8	30,3	38,0
IS	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat des sociétés sortantes	0,7	-2,0	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RESULTAT NET PART DU GROUPE	4,9	-22,6	-21,7	-9,1	16,0	22,8	30,3	38,0
Marge nette	14,8%	-42,0%	-33,5%	-14,1%	20,3%	24,2%	27,0%	31,3%

La marge d'EBITDA devrait dépasser 40% en 2019

Les chiffres 2012 sont ceux d'Harmelia uniquement et ceux de 2013 sont ceux d'Harmelia avec ceux de l'ex AgroGeneration sur 3 mois, la fusion ayant eu lieu le 11 octobre.

4.3 Une génération de cash favorable à l'amélioration de la situation financière

4.3.1 Un impact positif de l'émission d'OSRANE.....

Les deux sociétés rapprochées avaient des structures financières différentes : l'ex AgroGeneration avait financé sa croissance par endettement (émissions de deux obligations cotées) alors qu'Harmelia avait une stratégie beaucoup plus prudente en matière de structure financière considérant qu'étant données les incertitudes intrinsèques au métier d'exploitant de terres agricoles, il était préférable d'avoir des fonds propres solides. Ainsi, à fin 2012, AgroGeneration avait un endettement net de 14,3m€ dont 12,7m€ de dettes financières long terme alors que Harmelia disposait d'une trésorerie nette de 2,7m€ avec seulement 2,4m€ de dettes financières long terme.

Outre un endettement intrinsèquement élevé de l'ancien AgroGeneration, SigmaBleyzer avait émis 40m\$ de dette en faveur de la nouvelle structure pour équilibrer les parités au moment du rapprochement et que les actionnaires de l'ex AgroGeneration ne soient pas trop dilués.

Ces deux éléments ont fait que, après le rapprochement des deux sociétés, fin 2013, l'endettement atteignait 78,8m€, soit un gearing de 154%.

La forte détérioration de la situation économique et la chute de la hryvnia ont contribué à une forte diminution des fonds propres de 51m€ fin 2013 à 6,6m€ à fin 2014, soit un gearing de 1175%.

4 – Une situation financière assainie

La situation n'étant pas tenable, le groupe a entamé une restructuration financière en essayant d'être équitable avec les différents intervenants, actionnaires et porteurs d'obligations. C'est pour cela que, au lieu de simplement transformer la dette de Konkur en actions, une opération plus large a été montée : une émission d'OSRANE avec droit préférentiel de souscription qui pouvait monter jusqu'à 67,5m€.

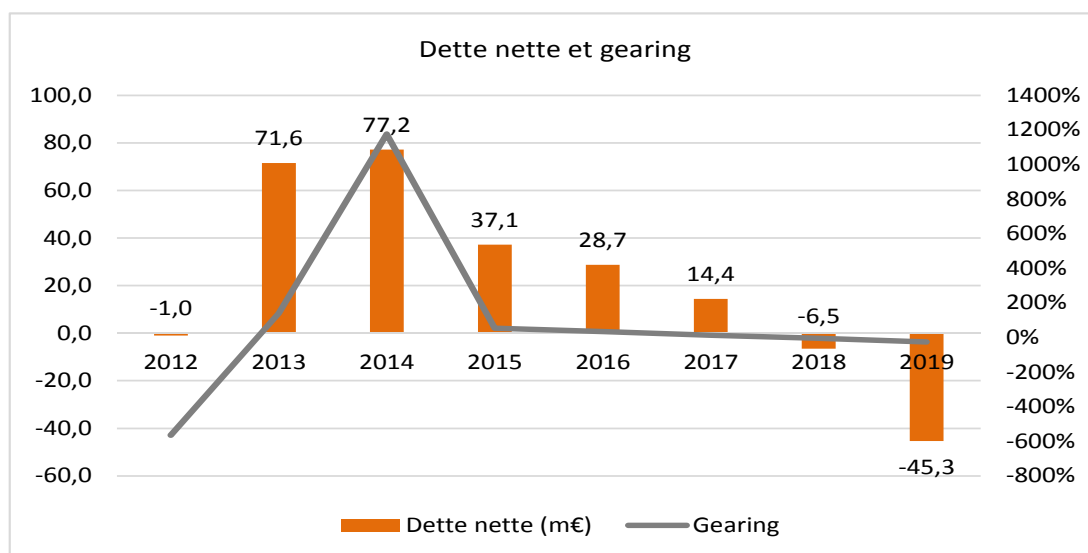
Cette émission était garantie à hauteur de 57,6m€ par les titulaires des obligations cotées, par le titulaire unique d'obligations non cotées (Konkur) et par les actionnaires dont Konkur, actionnaire majoritaire à 62%. Le groupe a parallèlement levé 1,9m€ en numéraire, ce qui a porté le montant d'émission de l'OSRANE à 59,58m€

Cette émission étant comptabilisée à 25% en dettes et à 75% en fonds propres, le gearing est ainsi sensiblement réduit à 65%. Le ratio dettes long terme/EBITDA est proche de un (1,04 à fin décembre 2015 selon nos estimations) et le ratio dettes/EBITDA inférieur à 3 (1,7 en 2015 selon nos estimations).

La dette avec la BERD (6,3m€) a également été renégociée avec un étalement des remboursements à partir de 2016 mais un taux qui passe de 8% à 8,5%. Les problèmes de covenants ayant été résolus, elle passe de dette à court terme où elle était classée jusqu'à fin 2014 du fait du non-respect des covenants à dette à long terme.

Par ailleurs, les actifs immobilisés de la société ont été dévalués de 44,9m€ en 2013 et de 22,2m€ en 2014, ce qui a eu un impact sur les capitaux propres du groupe. La société a fait préparer un rapport par le cabinet BDO qui fait d'ores et déjà ressortir un écart positif de 26,8m€ qui sera intégré dans les comptes 2015. Nous avons donc pris en compte ce chiffre dans notre bilan à fin 2015, ce qui avec l'impact de l'émission d'OSRANE contribue à porter les capitaux propres à 69,9m€ contre 6,6m€ à fin 2014.

A partir de ces éléments et de la génération de trésorerie à venir, l'évolution de la dette nette et du gearing d'AgroGeneration devraient être les suivants :



L'émission d'OSRANE a redressé la situation financière du groupe

4 – Une situation financière assainie

4.3.2...conforté par une génération de cash positive

La bonne tenue des performances opérationnelles du groupe va favoriser une génération de cash positive (incluant le cash flow financier) dès 2015, malgré un impact négatif des pertes de change estimé à 7,5m€ avec :

- ❖ une variation de BFR qui devrait être une ressource grâce à une baisse des stocks liée à une diminution de l'utilisation des intrants ;
- ❖ des investissements (essentiellement le matériel agricole et les nouveaux baux) qui devraient rester contenus et évoluer en fonction de la génération de cash. Etant donnée la bonne performance opérationnelle attendue, le cash devrait augmenter, accroissant la possibilité d'intégrer de nouveaux baux. Nous avons pris en compte 35 177 nouveaux baux signés entre 2014 et 2018. Le groupe devrait stopper ces signatures à partir de 2019;
- ❖ une petite opération de croissance externe réalisée au début d'année (Agroholding Tornado) qui sera payée 1,3m€ étalés sur 2015 et 2016 ;
- ❖ l'émission d'OSRANE comptabilisée à 25% en dette et à 75% en fonds propres. Nous avons parallèlement pris en compte les dettes remboursées au moment de l'émission d'OSRANE, à savoir les deux obligations cotées et la dette de Konkur.

Le groupe génère du free cash flow depuis 2014

Tableau de flux d'AgroGeneration

Cash Flow Statement (m€)	12/12	12/13	12/14	12/15e	12/16e	12/17e	01/18e	01/19e
Résultat net	4,9	(22,6)	(23,1)	(9,1)	16,0	22,8	30,3	38,0
DAP nettes	(3,7)	(9,2)	(7,3)	(4,8)	(5,2)	(6,1)	(7,8)	(8,4)
Autres impacts non cash et pertes de change	(5,7)	2,6	27,0	17,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow Brut	2,9	(10,8)	11,2	13,2	21,3	28,9	38,1	46,4
Variation du BFR	(4,5)	13,5	0,9	3,5	(3,3)	(3,6)	(4,2)	(2,1)
Cash Flow opérationnel	(1,6)	2,7	12,1	16,7	17,9	25,3	33,9	44,3
Investissements	(4,2)	(4,1)	(2,4)	(3,5)	(9,0)	(11,0)	(13,0)	(5,5)
<i>dt investissements de maintenance</i>	<i>0,0</i>	<i>(3,8)</i>	<i>(2,3)</i>	<i>(3,5)</i>	<i>(9,0)</i>	<i>(11,0)</i>	<i>(13,0)</i>	<i>(5,5)</i>
Investissements financiers	0,0	(0,2)	(2,0)	(0,8)	(0,5)	0,0	0,0	0,0
Cessions immobilisations	3,8	0,0	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow lié aux investissements	(0,4)	(4,3)	(3,0)	(4,3)	(9,5)	(11,0)	(13,0)	(5,5)
Distribution	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	5,0	0,1	0,1	45,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Emission de dettes	2,1	12,8	41,6	14,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Remboursement de dettes	(2,6)	(13,6)	(37,8)	(57,7)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)
Gains/pertes de change	0,0	0,0	(14,9)	(7,5)	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow financier	4,5	(0,7)	(10,9)	(5,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)
Variation du cash	2,6	(2,26)	(1,81)	6,8	7,9	13,7	20,3	38,2

En prenant en compte ces différents éléments, nous arrivons à une génération de cash (yc le cash flow financier) positive de 6,8m€ en 2015.

La génération de cash devrait s'accroître sur les exercices suivant grâce à l'amélioration des performances opérationnelles, la variation de BFR devenant un emploi mais pour des montants limités et les investissements restant peu élevés par rapport à la génération de cash ce qui devrait permettre de financer les crédits de campagne sans recourir à de la dette court terme. Grâce à cela, le bilan devrait repasser en situation de trésorerie nette positive à partir 2018 (cf 4.3.1).

5– Une valeur de 0,74 € par titre

5.1 Un DCF de 0,74€ par titre	p.40
5.1.1 Un WACC de 19,75%	p.40
5.1.2 Hypothèses retenues	p.40
5.1.3 Un DCF de 0,74€/titre	p.41
5.1.4 Analyse de sensibilité	p.42
5.2 Une valorisation de 0,70€ par la méthode des comparables	p.42
5.3 Une valorisation de 0,74€/titre	p.43

5 – Une valeur de 0,74 € par titre

Notre évaluation est basée sur un DCF

Notre valorisation est basée sur deux méthodes, un DCF et des comparables. Il est difficile de trouver des sociétés similaires à AgroGeneration dans la mesure où la plupart opèrent dans d'autres pays ou sont intégrées verticalement. C'est pourquoi, nous préférons utiliser un DCF. Notre objectif de cours intègre l'impact de la dilution liée au nombre d'OSRANE et s'établit à 0,74€/titre.

5.1 Un DCF de 0,74€ par titre

5.1.1 Un WACC de 19,75%

Les principales hypothèses retenues dans le calcul du WACC sont :

- ❖ Un taux « sans risque » qui est celui de l'obligation souveraine la plus longue en Ukraine qui arrive à maturité en 2023. Son taux est de 18,8%. Dans les faits le risque pays qui est le principal risque qui pèse sur AgroGeneration est intégré dans ce taux ;
- ❖ Il n'est pas possible de trouver une mesure réaliste de la prime de marché en Ukraine, nous avons donc retenu la prime de risque de marché française, ce qui nous semble réaliste voire prudent étant donné le niveau élevé du « taux sans risque » ;
- ❖ Un Béta de 1.

Ces éléments nous donnent un WACC de 19,75%.

Le WACC retenu est de 19,75%

Calcul du WACC	
Prime de Marché	5,49%
Taux sans risque	18,80%
Beta	1,00
Coût des fonds propres	24,29%
Coût de la dette	9,15%
Taux d'imposition	0,00%
Coût net de la dette	9,15%
Taux d'actualisation	19,75%

Ce WACC est un peu supérieur au WACC de 19% retenu par le groupe pour ses calculs de goodwill.

5.1 2. Hypothèses retenues

Nos calculs se basent sur nos prévisions jusqu'en 2024.

Pour le calcul de la valeur terminale, nous avons retenu le chiffre d'affaires de 2024 et lui avons appliqué une marge opérationnelle de 34,3% équivalente à celle de 2019 que nous maintenons stable.

Le taux de croissance à l'infini retenu est de 1%.

Le groupe ne paie pas d'impôts.

5 – Une valeur de 0,74 € par titre

Ceci nous amène aux prévisions suivantes :

En m€	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Chiffre d'affaires	64,4	78,8	94,2	112,2	121,3	127,9	134,8	142,0	149,4	156,8
Croissance	-0,3%	+22,3%	+19,5%	+19,2%	+8,0%	+5,5%	+5,4%	+5,3%	+5,2%	+5,0%
Résultat d'Exploitation	16,0	22,1	28,9	36,3	41,6	43,9	46,3	48,7	51,3	53,8
Marge d'exploitation	24,9%	28,1%	30,7%	32,4%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%
DAP nettes	-4,8	-5,2	-6,1	-7,8	-8,4	-8,9	-8,4	-7,5	-6,3	-6,7
Excédent Brut d'Exploitation	20,9	27,4	35,0	44,1	50,0	52,8	54,6	56,2	57,6	60,5
Taux imposition	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impot théorique	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Excédent Net d'Exploitation	20,9	27,4	35,0	44,1	50,0	52,8	54,6	56,2	57,6	60,5
Variation du BFR	3,5	-3,3	-3,6	-4,2	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4	-2,6	-2,7
% CA	-5,4%	4,2%	3,8%	3,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Investissements	-3,5	-9,0	-11,0	-13,0	-5,5	-6,1	-6,4	-6,7	-7,0	-7,4
Free Cash Flow d'exploitation	20,8	15,1	20,4	26,9	42,4	44,6	46,0	47,1	48,0	50,5
Coefficient d'actualisation	0,91	0,76	0,64	0,53	0,44	0,37	0,31	0,26	0,22	0,18
Free Cash Flows d'exploitation actualisés	19,0	11,5	13,0	14,3	18,9	16,5	14,3	12,2	10,4	9,1

5.1.3 Un DCF de 0,74€/titre

A partir de ces différentes hypothèses, et en intégrant la dilution liée à la conversion à venir des OSRANE, notre valorisation ressort à 0,74€ par titre.

Notre DCF est de
0,74€/titre

	Valorisation (m€)
Somme des flux actualisés	139,2
Valeur terminale	49,2
Valeur d'entreprise	188,4
Endettement net estimé	32,0
Minoritaires	0,0
Immobilisations financières (m€)	0,0
Augmentation de capital nette (m€)	0,0
Impact crédits d'impôts déficitaires	0,0
Valeur des fonds propres (m€)	156,4
Nombre d'actions diluées	211 512 528
Valorisation DCF par action (€)	0,74

5 – Une valeur de 0,74 € par titre

5.1.4 Analyse de sensibilité

Une analyse de sensibilité, si l'on se concentre sur des valeurs de 0,5% en dessous et au-dessus du WACC et des taux de croissance à l'infini donne des évaluations comprises entre 0,64€ et 0,85€ par titre. La sensibilité assez élevée s'explique par la forte croissance du groupe avec des flux plus importants en fin de période.

		Taux de croissance à l'infini						
		-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
W A C C	18,25%	0,81	0,82	0,82	0,83	0,84	0,85	0,86
	18,75%	0,78	0,78	0,79	0,80	0,81	0,81	0,82
	19,25%	0,75	0,76	0,76	0,77	0,78	0,78	0,79
	19,75%	0,72	0,73	0,73	0,74	0,75	0,75	0,76
	20,25%	0,70	0,70	0,71	0,71	0,72	0,72	0,73
	20,75%	0,67	0,68	0,68	0,69	0,69	0,70	0,70
	21,25%	0,65	0,65	0,66	0,66	0,67	0,67	0,68

5.2 Une valorisation de 0,70€ par la méthode des comparables

Nous avons également réalisé une valorisation par la méthode des comparables. Nous avons tenté de trouver des comparables dont l'activité est centrée sur l'exploitation de terres agricoles. Beaucoup de sociétés sont intégrées verticalement, soit dans l'élevage de bovins (Trigon, Linas), soit dans celui de volaille (Linas, MHP), soit dans la fabrication d'huile de tournesol (Kernel) et de produits alimentaires (Linas). Elles peuvent également être présentes dans la logistique comme Linas. Par ailleurs, certaines opèrent dans plusieurs pays (Trigon, Linas). Black Earth a la même activité qu'AgroGeneration, mais en Russie où la société possède la terre au lieu de la louer. Nous avons exclu de notre échantillon les sociétés ukrainiennes qui ne faisaient que de l'élevage de volaille, car le modèle n'est pas identique à celui de la culture de céréales et d'oléagineux.

Notre valorisation est basée sur trois types de multiples : ceux de chiffre d'affaires, d'EBIT, d'EBITDA et les PE. Les différentes valorisations obtenues figurent dans le tableau suivant :

	EV/CA			EV/EBIT			PE		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
AdecoAgro	2,3 x	2,0 x	1,8 x	10,6 x	8,9 x	7,2 x	20,8 x	14,1 x	18,3 x
Black Earth Farming Ltd.	0,8 x	0,8 x	0,8 x	5,5 x	4,5 x	4,4 x	7,4 x	6,3 x	8,9 x
Trigon Agri A/S	1,4 x	1,2 x	1,2 x	19,6 x	11,8 x	15,2 x			
Linas Agrogroupe AB	0,3 x	0,3 x	0,3 x	13,3 x	8,4 x	6,6 x	10,8 x	7,1 x	6,2 x
KTG Agrar AG	1,9 x	1,8 x		14,2 x	12,6 x		10,4 x	7,0 x	4,9 x
MHP	1,7 x	1,4 x	1,2 x	5,6 x	4,8 x	4,2 x	5,9 x	4,4 x	3,5 x
Kernel	0,5 x	0,4 x	0,3 x	5,4 x	3,4 x	2,8 x	5,1 x	3,8 x	4,0 x
Moyenne	1,3 x	1,1 x	0,9 x	10,6 x	7,8 x	6,7 x	10,1 x	7,1 x	7,6 x
VE AgroGénération (m€)	82,2	87,5	87,4	170,2	169,2	192,1	ns	134,2	194,6
Valeur des CP (m€)	45,1	58,7	72,5	133,0	140,4	177,2	ns	105,3	179,7
Moyenne (m€)	172,0								
Valeur/action (€)	0,81								

Source : FactSet, Invest Securities

5 – Une valeur de 0,74 € par titre

Nous n'avons pas retenu les multiples de chiffre d'affaires car ils ne tiennent pas compte du fait que la plupart des sociétés sont présentes sur d'autres activités, dans des régions différentes et ont des marges différentes.

Nous avons fait la moyenne de l'ensemble des sociétés cotées qui travaillent dans la production agricole dans l'Est de l'Europe. Ceci nous donne une valorisation de 0,81€ par titre, à laquelle nous appliquons la décote (14%) de taille proposée par Eric Eugène Grena, ce qui nous donne une valorisation de 0,70€/titre. Si l'on enlève AdecoAgro, seule société qui opère sur d'autres régions du monde, la valorisation est peu différente à 0,63€ après prise en compte d'une décote de 10%.

Ces multiples étant basés sur des sociétés qui ne sont pas directement comparables à AgroGeneration ni en termes d'activité, ni en termes de marges, certaines n'étant pas présentes en Ukraine, d'autres ne l'étant que pour une faible partie de leur activité, nous préférons ne pas la retenir. La valeur obtenue permet néanmoins de valider notre DCF.

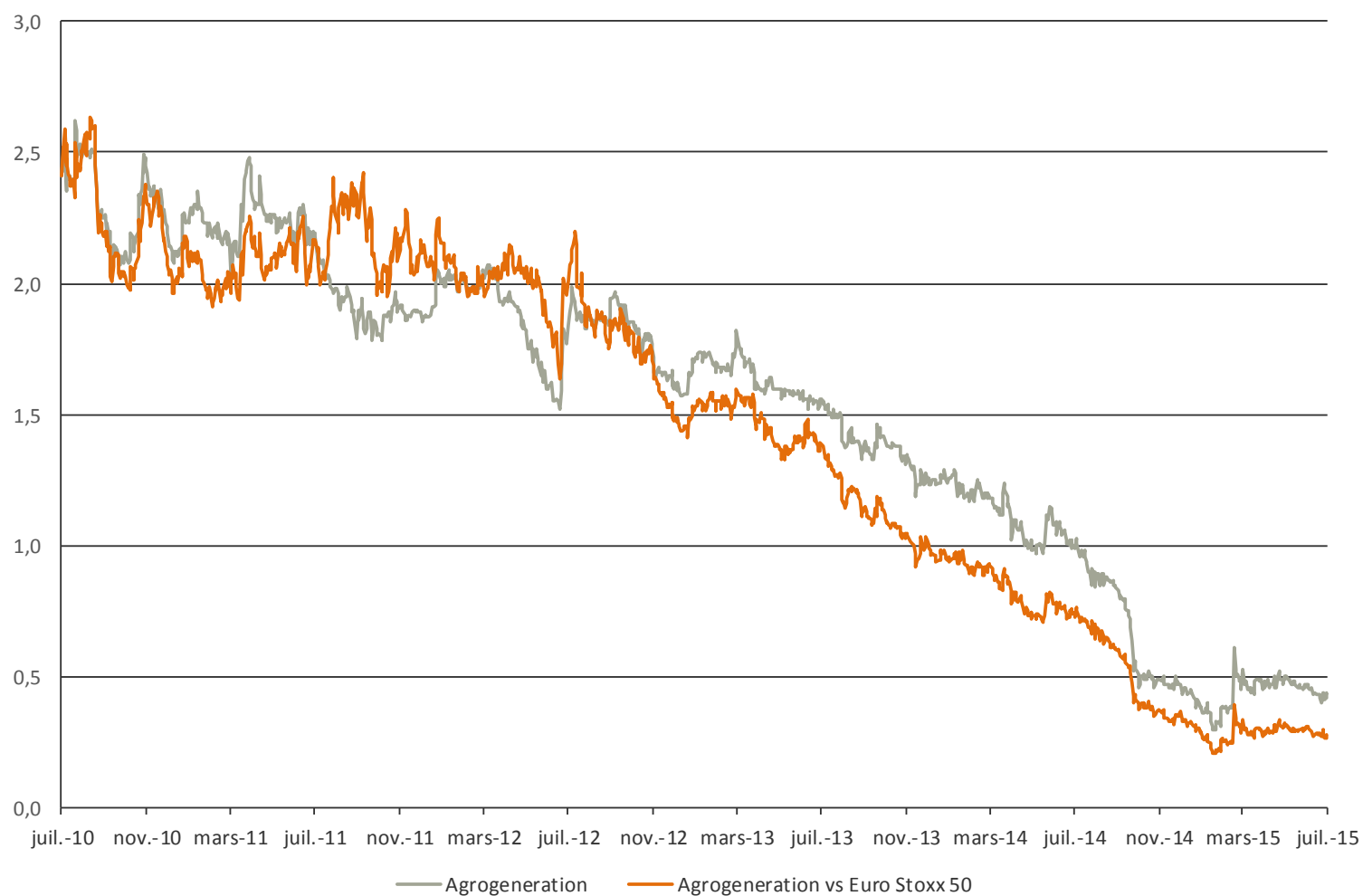
La méthode des comparables donne une valorisation de 0,74€/titre

5.3 Une valorisation de 0,74€/titre

Des deux méthodes utilisées, nous préférons la méthode intrinsèque qu'est le DCF qui prend mieux en compte les caractéristiques propres de la société. Les différents comparables ne présentent, en effet, pas des caractéristiques identiques à AgroGeneration.

Nous initions le suivi de la valeur avec un objectif de cours de 0,74€/titre et une recommandation à l'achat.

Evolution du cours en absolu et en relatif depuis 5 ans



DETECTION DES CONFLITS D'INTERETS

	Corporate Finance	Détention capitalistique de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Intérêt personnel de l'analyste	Contrat de liquidité	Listing Sponsor	Contrat d'analyse
AgroGeneration	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui

AVERTISSEMENT

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation d'achat ou de vente des actions émises par les émetteurs. Bien que toutes les précautions nécessaires aient été prises pour s'assurer que les faits mentionnés dans le présent document soient exacts et que les prévisions, opinions et anticipations qu'il contient soient sincères et raisonnables, Invest Securities n'a pas vérifié les informations contenues dans le présent document et en conséquence ni Invest Securities, ni l'un de ses mandataires sociaux, dirigeants ou employés ne peut être tenu pour responsable d'une quelconque manière de son contenu. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations contenues dans le présent document. Aucune personne n'accepte une quelconque responsabilité pour une perte de quelque nature que ce soit résultant de l'utilisation du présent document ou de son contenu, ou encore liée d'une quelconque manière au Présent document. Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux articles 321-122 à 321-142 du Règlement général de l'AMF.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION

Invest Securities, 73 boulevard Haussmann 75008 PARIS, France

Tel : + 33 (0) 1 44 88 77 88

ANALYSE FINANCIERE

Daniel Anizon, Biotechs / Medtechs

+33 1 44 88 77 88 danizon@invest-securities.com

Claire Barbaret, Stock-Picking

+33 1 44 88 77 88 cbarbaret@invest-securities.com

Martial Descoutures, Santé / Biotechs

+33 1 44 88 88 09 mdescoutures@invest-securities.com

Maxime Dubreil, Editeurs Logiciels / Technos

+33 1 44 88 77 98 mdubreil@invest-securities.com

Benoit Faure-Jarrosion, Immobilier

+33 1 44 88 77 88 bfaure-jarrosion@invest-securities.com

Peter Farren, Biens de Consommation

+33 1 73 73 90 36 pfarren@invest-securities.com

Vladimir Minot, Immobilier

+33 1 73 73 90 25 vminot@invest-securities.com

Jean-Louis Sempé, Automobile / Sidérurgie

+33 1 73 73 90 35 jlsempe@invest-securities.com

Thibaut Voglimacci-Stephanopoli, Medtechs / Biotechs

+33 1 44 88 77 95 tvoglimacci@invest-securities.com

Laurent Wilk, Cleantech

+33 1 44 88 77 97 lwilk@invest-securities.com

SALLE DES MARCHES

Eric d'Aillières

+33 1 55 35 55 62 edaillieres@invest-securities.com

Claude Bouyer

+33 1 44 88 88 02 clbouyer@invest-securities.com

Jean Philippe Coulon

+33 1 55 35 55 64 jpcoulon@invest-securities.com

François Habrias

+33 1 55 35 55 70 fhabrias@invest-securities.com

Pascal Hadjedj

+33 1 55 35 55 61 phadjedj@invest-securities.com

Dominique Humbert

+33 1 55 35 55 64 dhumbert@invest-securities.com

Bertrand Le Mollé-Montanguon

+33 1 55 35 55 74 blmm@invest-securities.com

Nicolas Michaux

+33 1 55 35 55 73 nmichaux@invest-securities.com

Sylvain Navarro

+33 1 55 35 55 69 snavarro@invest-securities.com

Ralph Olmos

+33 1 55 35 55 72 rolmos@invest-securities.com

René Reymond

+33 1 55 35 55 63 rreymond@invest-securities.com

Thierry Roussilhe

+33 1 55 35 55 66 troussilhe@invest-securities.com

Kaspar Stuart

+33 1 55 35 55 65 kstuart@invest-securities.com

Renaud Vallette Viallard

+33 6 29 48 42 32 rvv@invest-securities.com

Frédéric Vals

+33 1 55 35 55 71 fvals@invest-securities.com