


ACHAT

OBJECTIF : 0,6€  +53%

ETUDE DE MISE A JOUR

## UNE TRAJECTOIRE TOUJOURS PARFAITEMENT TRACÉE

Après des exercices 2015 et 2016 qui ont mis en évidence les fruits du travail réalisé par le groupe pour améliorer sa structure de coûts dans un contexte pénalisé par de prix des matières premières agricoles bas, l'exercice 2017 a été pénalisé par l'impact de la sécheresse sur la fin des récoltes. Ce phénomène ne remet pas en cause la stratégie du groupe et la situation devrait revenir à la normale dès 2018 avec un effet de levier opérationnel encore accru par un contrôle des coûts toujours plus strict. A partir de 2019, grâce au remboursement en actions des OSRANE, le groupe disposera d'une latitude financière augmentée de 4,7m€/an pour se développer plus rapidement. Opinion ACHAT maintenue avec un objectif de cours inchangé à 0,6€.

Claire Barbaret  
+33 1 44 88 77 93  
[cbarbaret@invest-securities.com](mailto:cbarbaret@invest-securities.com)

### La sécheresse de 2017 accroît encore le levier opérationnel

Conformément aux annonces faites en décembre, les résultats 2017 d'AgroGeneration ont été pénalisés par l'impact de la sécheresse sur la fin des récoltes (maïs et tournesol) dans un contexte où le prix des matières premières agricoles est resté déprimé. Le CA baisse de -10% à 54,2m€, ce qui conduit à un recul mécanique de l'EBITDA à 9,1m€ (vs 19,4m€ en 2016). Ceci conduit AgroGeneration à réduire encore ses coûts opérationnels et ses fais généraux, ce qui accroît le levier opérationnel lié à la remontée du prix des matières premières agricoles.

### Une situation qui va s'améliorer dès 2018

L'exercice 2018 va permettre l'amélioration des résultats dans la lignée de 2015 et 2016. La situation en Ukraine continue à s'améliorer avec une croissance du PIB de +3,4% attendue en 2018 (vs +2,5% en 2017) et l'inflation se réduit. Les prix des matières premières agricoles se stabilisent et un début de rebond est enregistré début 2018, même s'il est encore trop tôt pour juger de sa pérennité. Grâce à l'effet en année pleine du programme de réduction des coûts de 2017, l'EBITDA devrait retrouver un niveau au moins équivalent à celui de 2016. Nous attendons 19,5m€ (vs 19,4m€ en 2016).

### Une plus grande latitude financière à partir de 2019

Le remboursement en actions des OSRANE émises en mars 2015 sera finalisé en mars 2019. AgroGeneration réalisera alors une économie de frais financiers de 4,7m€/an. Ceci lui donnera plus de latitude financière pour augmenter ses surfaces cultivées. La hausse du CA va alors s'accélérer et l'effet de levier lié à un contrôle drastique des coûts favorisera une forte hausse de la rentabilité.

### Une valorisation qui reste attractive

Nous ajustons nos prévisions 2018/2019 pour intégrer la publication des résultats 2017. Nos CA 2018/2019 passent de 69,3m€/80,1m€ à 69,9m€/82,1m€ et nos EBITDA 2018/2019 de 18,9m€/26,3m€ à 19,5m€/28,8m€. Notre objectif de cours reste inchangé à 0,6€ la hausse du WACC (16,75% vs 16,15%) compensant le relèvement de nos estimations. Opinion ACHAT maintenue.

| en € / action | 2018e | 2019e  | 2020e  |
|---------------|-------|--------|--------|
| BNA dilué     | 0,04  | 0,09   | 0,12   |
| var. 1 an     | n.s.  | +99,3% | +39,0% |
| Révisions     | +5,5% | +20,0% | +16,1% |
| au 31/12      | 2018e | 2019e  | 2020e  |
| PE            | 8,9x  | 4,5x   | 3,2x   |
| VE/CA         | 1,83x | 1,40x  | 0,99x  |
| VE/EBITDA     | 6,6x  | 4,0x   | 2,5x   |
| VE/EBITA      | 9,6x  | 5,1x   | 3,0x   |
| FCF yield*    | 13,7% | 22,1%  | 36,4%  |
| Rendement     | n.s.  | n.s.   | n.s.   |

\* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

| Informations clés    |                    |
|----------------------|--------------------|
| Cours actuel (€)     | 0,39               |
| Nb d'actions (m)     | 101,2              |
| Capitalisation (m€)  | 40                 |
| Capi. flottante (m€) | 13                 |
| ISIN                 | FR0010641449       |
| Ticker               | ALAGR-FR           |
| Secteur DJ           | Process Industries |

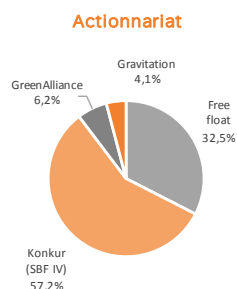
|                    | 1m    | 3m    | Dp 31/12 |
|--------------------|-------|-------|----------|
| Variation absolue  | +3,4% | +2,1% | +3,4%    |
| Variation relative | +1,2% | -2,0% | +1,4%    |

Source : Factset, estimations Invest Securities

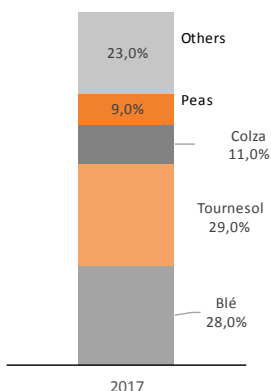
## THESE D'INVESTISSEMENT

La fusion d'AgroGeneration et d'Harmelia en 2013 a favorisé la création d'une entité ayant une taille importante (110 000 hectares de terres agricoles exploitées en Ukraine). Celles-ci sont dans des zones fertiles disposant d'une hydrométrie favorable. La restructuration financière finalisée début 2015 a permis de résoudre les problèmes d'endettement du groupe liés à la situation économique de l'Ukraine et à la baisse rapide des prix des matières premières depuis mi-2013. 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, le prix des matières premières agricoles ayant atteint un point bas.

## DONNÉES FINANCIÈRES



### Répartition des récoltes 2017



### Prochains événements

Assemblée Générale : 26 juin 2018

| Données par action        | 2013         | 2014         | 2015         | 2016        | 2017         | 2018e       | 2019e       | 2020e       |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| BNA publié                | -0,09        | -0,03        | -0,08        | -0,01       | -0,12        | 0,08        | 0,18        | 0,27        |
| <b>BNA corrigé dilué</b>  | <b>-0,09</b> | <b>-0,03</b> | <b>-0,03</b> | <b>0,00</b> | <b>-0,05</b> | <b>0,04</b> | <b>0,09</b> | <b>0,12</b> |
| <i>Ecarts / consensus</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> | <i>n.s.</i> |
| Dividende                 | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00        | 0,00         | 0,00        | 0,00        | 0,00        |

| Ratios valorisation    | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017   | 2018e | 2019e | 2020e |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| P/E                    | n.s.  | n.s.  | n.s.  | 69,3x | n.s.   | 8,9x  | 4,5x  | 3,2x  |
| VE/CA                  | 3,18x | 2,50x | 2,21x | 1,84x | 2,50x  | 1,83x | 1,40x | 0,99x |
| VE/EBITDA              | n.s.  | 7,9x  | 6,5x  | 5,7x  | 14,9x  | 6,6x  | 4,0x  | 2,5x  |
| VE/EBITA               | n.s.  | 12,3x | 11,4x | 9,4x  | 165,3x | 9,6x  | 5,1x  | 3,0x  |
| FCF yield op. avt BFR  | n.s.  | 11,2% | 14,1% | 15,6% | 1,5%   | 13,7% | 22,1% | 36,4% |
| FCF yield opérationnel | n.s.  | 11,7% | 10,9% | 9,4%  | 0,2%   | 9,4%  | 16,7% | 31,6% |
| Rendement              | n.s.  | n.s.  | n.s.  | n.s.  | n.s.   | n.s.  | n.s.  | n.s.  |

NB : les ratios sont calculés sur le cours moyen annuel pour les exercices terminés

| Valeur d'Entreprise (m€)        | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | 2017         | 2018e        | 2019e        | 2020e       |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| Cours en €                      | 1,52         | 0,92         | 0,44         | 0,33         | 0,41         | 0,39         | 0,39         | 0,39        |
| Capitalisation                  | 98,3         | 84,2         | 94,3         | 70,6         | 90,0         | 86,3         | 86,3         | 86,3        |
| Dette Nette                     | 71,6         | 77,2         | 35,5         | 39,8         | 45,4         | 42,0         | 28,6         | 3,3         |
| Valeur des minoritaires         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0         |
| Provisions/ quasi-dettes        | 0,7          | 0,0          | 0,0          | 0,5          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0         |
| +/- corrections                 | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0         |
| <b>Valeur d'Entreprise (VE)</b> | <b>170,6</b> | <b>161,3</b> | <b>129,8</b> | <b>110,9</b> | <b>135,5</b> | <b>128,2</b> | <b>114,9</b> | <b>89,6</b> |

| Compte résultat (m€)  | 2013         | 2014         | 2015          | 2016         | 2017          | 2018e           | 2019e          | 2020e         |
|-----------------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|-----------------|----------------|---------------|
| CA                    | 53,7         | 64,6         | 58,9          | 60,3         | 54,2          | 69,9            | 82,1           | 90,5          |
| var.                  | +63,7%       | +20,3%       | -8,9%         | +2,4%        | -10,1%        | +29,0%          | +17,4%         | +10,2%        |
| EBITDA                | -9,8         | 20,4         | 20,0          | 19,4         | 9,1           | 19,5            | 28,8           | 36,0          |
| <b>EBITA</b>          | <b>-16,8</b> | <b>13,1</b>  | <b>11,4</b>   | <b>11,8</b>  | <b>0,8</b>    | <b>13,4</b>     | <b>22,7</b>    | <b>29,9</b>   |
| var.                  | <i>n.s.</i>  | <i>n.s.</i>  | <b>-13,1%</b> | <b>+3,3%</b> | <b>-93,0%</b> | <b>+1535,1%</b> | <b>+69,4%</b>  | <b>+31,8%</b> |
| EBIT                  | -16,8        | 13,1         | 11,4          | 11,8         | 0,8           | 13,4            | 22,7           | 29,9          |
| Résultat financier    | -3,5         | -36,2        | -19,6         | -12,5        | -14,1         | -5,6            | -4,4           | -3,1          |
| IS                    | -0,2         | 0,0          | 0,2           | -0,2         | 0,1           | 0,0             | 0,0            | 0,0           |
| SME+Minoritaires      | -2,0         | 1,4          | 0,0           | 0,0          | 0,0           | 0,0             | 0,0            | 0,0           |
| RN pdg publié         | -22,6        | -21,7        | -7,9          | -0,9         | -13,2         | 7,8             | 18,3           | 26,8          |
| <b>RN pdg corrigé</b> | <b>-22,6</b> | <b>-21,7</b> | <b>-7,9</b>   | <b>-0,9</b>  | <b>-11,8</b>  | <b>7,8</b>      | <b>18,3</b>    | <b>26,8</b>   |
| var.                  | <i>n.s.</i>  | <i>n.s.</i>  | <i>n.s.</i>   | <i>n.s.</i>  | <i>n.s.</i>   | <i>n.s.</i>     | <b>+135,7%</b> | <b>+46,2%</b> |

| Tableau de flux (m€)           | 2013         | 2014        | 2015        | 2016        | 2017        | 2018e       | 2019e       | 2020e       |
|--------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EBITDA                         | -9,8         | 20,4        | 20,0        | 19,4        | 9,1         | 19,5        | 28,8        | 36,0        |
| IS théorique / EBITA           | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Total capex                    | -4,1         | -2,4        | -1,6        | -2,1        | -7,1        | -2,0        | -3,4        | -3,4        |
| <b>FCF op. net IS avt BFR</b>  | <b>-13,9</b> | <b>18,0</b> | <b>18,4</b> | <b>17,3</b> | <b>2,0</b>  | <b>17,5</b> | <b>25,4</b> | <b>32,6</b> |
| Variation BFR                  | 13,5         | 0,9         | -4,2        | -6,8        | -1,7        | -5,5        | -6,2        | -4,3        |
| <b>FCF op.net IS après BFR</b> | <b>-0,4</b>  | <b>18,9</b> | <b>14,2</b> | <b>10,4</b> | <b>0,3</b>  | <b>12,0</b> | <b>19,2</b> | <b>28,3</b> |
| Acquisitions/cessions          | -0,2         | -0,6        | -1,0        | -1,0        | 0,6         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Variation de capital           | 12,9         | 41,7        | 33,8        | 21,0        | 13,4        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Dividendes versés nets         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Autres dont correction IS      | -13,8        | -65,7       | -20,5       | -21,6       | -17,9       | -8,5        | -5,8        | -3,1        |
| <b>Free cash-flow publié</b>   | <b>-1,5</b>  | <b>-5,6</b> | <b>26,6</b> | <b>8,9</b>  | <b>-3,7</b> | <b>3,5</b>  | <b>13,4</b> | <b>25,2</b> |

| Bilan                   | 2013        | 2014        | 2015        | 2016        | 2017        | 2018e       | 2019e       | 2020e      |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| Actifs immobilisés      | 94,3        | 63,6        | 81,4        | 77,0        | 71,5        | 67,3        | 64,6        | 61,9       |
| dont incorporels/GW     | 48,6        | 40,9        | 37,9        | 39,9        | 37,8        | 37,8        | 37,8        | 37,8       |
| BFR                     | 28,4        | 20,2        | 38,8        | 30,9        | 30,2        | 35,8        | 42,0        | 46,3       |
| Capitaux Propres groupe | 51,1        | 6,6         | 69,5        | 65,4        | 56,1        | 61,0        | 77,9        | 104,7      |
| Minoritaires            | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0        |
| Provisions              | 0,7         | 0,0         | 0,2         | 0,7         | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,2        |
| <b>Dette fi. nette</b>  | <b>71,6</b> | <b>77,2</b> | <b>50,6</b> | <b>41,8</b> | <b>45,4</b> | <b>42,0</b> | <b>28,6</b> | <b>3,3</b> |

hors dépôts de garantie

| Ratios financiers (%) | 2013   | 2014    | 2015  | 2016  | 2017  | 2018e | 2019e | 2020e |
|-----------------------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EBITDA/CA             | n.s.   | 31,6%   | 34,0% | 32,2% | 16,7% | 27,9% | 35,1% | 39,8% |
| EBITA/CA              | n.s.   | 20,3%   | 19,4% | 19,6% | 1,5%  | 19,2% | 27,7% | 33,1% |
| RN corrigé/CA         | n.s.   | n.s.    | n.s.  | n.s.  | n.s.  | 11,1% | 22,4% | 29,6% |
| ROCE                  | n.s.   | 15,7%   | 9,5%  | 10,9% | 0,8%  | 13,0% | 21,3% | 27,7% |
| ROE corrigé           | n.s.   | n.s.    | n.s.  | n.s.  | n.s.  | 12,8% | 23,6% | 25,6% |
| DN/FP                 | 140,2% | 1175,0% | 72,9% | 63,8% | 81,0% | 68,8% | 36,7% | 3,2%  |
| DN/EBITDA (en x)      | n.s.   | 3,8x    | 2,5x  | 2,2x  | 5,0x  | 2,1x  | 1,0x  | 0,1x  |

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

## SOMMAIRE

|  |             |
|--|-------------|
| <b>1 – La sécheresse favorise l'accroissement du levier opérationnel...</b>      | <b>p.4</b>  |
| 1.1 Un exercice 2017 pénalisé par la sécheresse de fin d'année                   | p.5         |
| 1.2 Une nouvelle baisse des coûts pour compenser la réduction du CA              | p.6         |
| <b>2 – ..et l'horizon s'éclaircit</b>  | <b>p.7</b>  |
| 2.1 Des indicateurs économiques toujours mieux orientés                          | p.8         |
| 2.2 Un redémarrage du prix des matières premières agricoles                      | p.12        |
| 2.3 Une latitude financière améliorée par le remboursement de l'OSRANE           | p.16        |
| <b>3 – Un rebond des résultats dès 2018</b>                                      | <b>p.17</b> |
| 3.1 Une progression du chiffre d'affaires  | p.18        |
| 3.2 Des marges qui progresseront avec le prix des matières premières agricoles   | p.21        |
| 3.3 Une génération de cash favorable à l'amélioration de la situation financière | p.22        |
| <b>4 – Une valeur de 0,6€/action</b>   | <b>p.25</b> |
| 4.1 Un DCF de 0,6€/action  | p.26        |
| 3.2 Une valorisation de 0,45€/action, par la méthode des comparables             | p.28        |
| 3.3 Une valorisation de 0,6€/action  | p.29        |
| <b>Avertissement</b>   | <b>p.30</b> |

## **1- LA SÉCHERESSE DE 2017 FAVORISE L'ACCROISSEMENT DU LEVIER OPÉRATIONNEL...**

- 1.1 Un exercice 2017 pénalisé par la sécheresse de fin d'année** **p.5**
- 1.2 Une nouvelle baisse des coûts pour compenser la réduction du CA** **p.6**

## 1 – La sécheresse de 2017 favorise l'accroissement du levier opérationnel...

Après des exercices 2015 et 2016 durant lesquels les performances opérationnelles d'AgroGeneration se sont améliorées significativement, le groupe a subi en 2017 l'impact de la sécheresse sur la fin de ses récoltes (maïs et tournesol). Les rendements de ces deux cultures ont fortement baissé conduisant à une baisse de -10% du CA. Les mesures de réduction des coûts pour compenser cet effet n'ont été prises qu'en fin d'exercice 2017 mais auront un impact en année pleine à partir de 2018. L'effet de levier sur les résultats sera significatif au fur et à mesure de l'augmentation du CA.

### 1.1 Un exercice 2017 pénalisé par la sécheresse de fin d'année

Les conditions climatiques en Ukraine ont été marquées par une importante sécheresse, notamment à l'Est et au centre du pays. Celle-ci a eu un impact négatif sur la fin des récoltes, notamment celles du tournesol et du maïs comme le mettent en évidence les chiffres prévisionnels publiés le 28 décembre 2017.

Cet élément a été couplé à un prix des matières premières agricoles qui s'est à nouveau légèrement détérioré même si la baisse est moindre que sur les exercices précédents.

#### Estimations de la récolte en 2017 à fin décembre 2017

| Récoltes     | 2016 (réel)    |                     |                  | 2017 (estimé*) |                     |                  | Variation de la production |
|--------------|----------------|---------------------|------------------|----------------|---------------------|------------------|----------------------------|
|              | Hectares       | Production (tonnes) | Rendement (t/ha) | Hectares       | Production (tonnes) | Rendement (t/ha) |                            |
| Blé          | 36 479         | 159 091             | 4,4              | 29 640         | 152 663             | 5,2              | -4,0%                      |
| Orge         | 11 228         | 46 472              | 4,1              | 8 589          | 33 948              | 4,0              | -26,9%                     |
| Colza        | 4 876          | 9 874               | 2,0              | 4 086          | 10 472              | 2,6              | +6,1%                      |
| Soja         | 8 354          | 13 132              | 1,9              | 6 586          | 12 517              | 1,9              | -4,7%                      |
| Tournesol    | 29 988         | 77 843              | 2,6              | 30 275         | 55 880              | 1,8              | -28,2%                     |
| Maïs         | 5 794          | 33 948              | 6,7              | 9 280          | 51 910              | 5,6              | +52,9%                     |
| Pois         | 10 520         | 32 891              | 3,1              | 13 361         | 32 819              | 2,5              | -0,2%                      |
| Autres       | 1 747          | 5 952               |                  | 3 617          | 6 468               |                  |                            |
| <b>Total</b> | <b>108 986</b> | <b>379 203</b>      |                  | <b>105 433</b> | <b>356 677</b>      |                  | <b>-5,9%</b>               |

\* : estimations au 15/12/2017

Source : Société

Ces performances ne doivent pas cacher que les rendements bruts dégagés par AgroGeneration restent au-dessus de la moyenne ukrainienne.

#### Comparaison des rendements bruts (statistiques nationales au 1/12/2017)

| Récoltes | AgroGeneration vs Ukraine |
|----------|---------------------------|
| Blé      | +30%                      |
| Orge     | +31%                      |
| Maïs     | +38%                      |

Source : Société

Ces éléments expliquent la baisse de -10,1% du CA 2017 à 54,2m€ (vs 60,3m€ en 2016). La perte de CA liée à l'impact de la sécheresse sur les cultures de tournesol a été à lui seul de -9,3m€.

Le CA 2017 d'AgroGeneration a reculé de -10,1%

## 1 – La sécheresse de 2017 favorise l'accroissement du levier opérationnel...

### 1.2 Une nouvelle baisse des coûts pour compenser la réduction du CA

Depuis la fusion d'Harmelia et de l'ancien AgroGeneration fin 2013, le nouveau groupe s'est attaché à réduire ses coûts afin de dégager une marge d'EBITDA supérieure à 30% malgré un prix des matières premières agricoles qui est resté déprimé.

Cette gestion des coûts passe par l'optimisation:

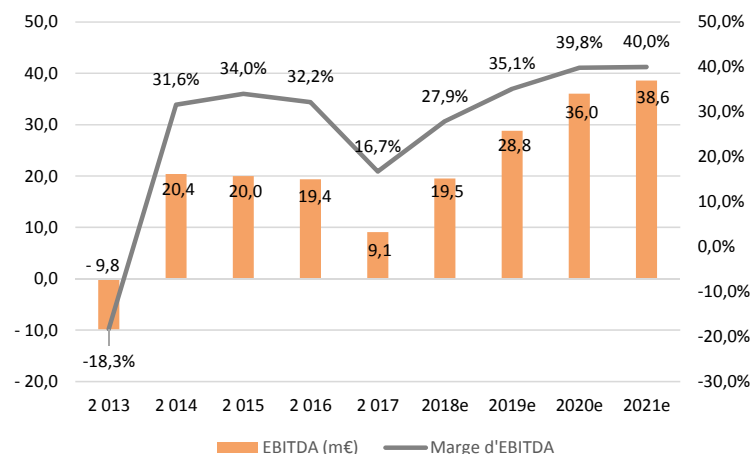
- ✓ de l'exploitation des terres louées en regroupant les exploitations en clusters et en ne reprenant pas de fermes dont la taille est en dessous de 5 000 hectares. Cette stratégie explique la cession en 2017 de deux sociétés dans la région de Kharkiv (ZACH et VYB). La concurrence s'accroissant dans cette région, AgroGeneration estime être en mesure de remplacer les terres cédées par des exploitations de grandes dimensions de qualité comparable. Cette opération a pesé sur les résultats 2017 pour -1,4m€ du fait d'impact de changes et d'ajustements de goodwill.
- ✓ de l'utilisation des intrants, le but d'AgroGeneration n'étant pas d'avoir les rendements les plus élevés possibles mais d'optimiser la marge brute et l'EBITDA par hectare. Ces coûts sont fonction des cultures choisies. En 2017, AgroGeneration a planté plus de maïs qui nécessite plus d'intrants d'où un supplément de coûts de 2,5m€.
- ✓ des coûts de personnel qui est cependant pénalisée par l'inflation élevée en Ukraine. Les salaires ukrainiens restent cependant modérés et la baisse de la hryvnia a eu mécaniquement un impact favorable sur leur valeur en euros.

AgroGeneration a immédiatement réagi à la sécheresse de fin 2017 et a lancé un nouveau plan d'optimisation de ses coûts de production (loyers, baux et maintenance) et de ses frais généraux en simplifiant son organisation autour des clusters. L'objectif est d'obtenir une baisse des dépenses de 4,2m€/an. L'impact de ce plan se fera sentir en année pleine dès 2018 et favorisera le rebond de l'EBITDA vers un niveau proche de celui de 2016. Il est cependant en partie compensé par l'impact de l'inflation (pour environ 1m€) sur certains coûts supportés en Ukraine (salaires, baux).

L'effet de levier sur l'EBITDA de ce contrôle des coûts très strict sera sensible dès que le prix des matières premières agricoles progressera et que les surfaces cultivées augmenteront, ce qui devrait commencer à se faire sentir en partie en 2018, et de façon plus importante en 2019, le remboursement des OSRANE conduisant à une latitude financière plus importante pour louer de nouvelles terres.

*AgroGeneration a procédé à une nouvelle réduction de ses coûts de 4,2m€*

Evolution du CA et de la marge d'EBITDA d'AgroGeneration



Source : Société, Invest Securities

## 2- ...ET L'HORIZON S'ÉCLAIRCIT

|  |             |
|--|-------------|
| <b>2.1 Des indicateurs économiques toujours mieux orientés</b>                           | <b>p.8</b>  |
| 2.1.1 La croissance du PIB et la réduction de l'inflation se poursuivent                 | p.8         |
| 2.1.2 Une stabilisation de la monnaie locale   | p.9         |
| 2.1.3 Une amélioration de la situation du secteur financier                              | p.10        |
| <b>2.2 Un redémarrage du prix des matières premières agricoles</b>                       | <b>p.12</b> |
| 2.2.1 Des fondamentaux qui militent en faveur d'une hausse des prix à moyen terme        | p.12        |
| 2.2.2 Des premiers signes d'amélioration apparaissent à court terme                      | p.12        |
| 2.2.3 Un cours de bourse corrélé aux variations de prix des matières premières agricoles | p.14        |
| <b>2.3 Une latitude financière améliorée par le remboursement des OSRANE</b>             | <b>p.16</b> |

## 2- ...et l'horizon s'éclaircit

**Deux facteurs exogènes ont un impact sur AgroGeneration même si celui-ci s'atténue d'année en année: d'une part, la situation économique ukrainienne et, d'autre part, les prix des matières premières agricoles. Le redressement de la situation économique se confirme même si'il reste fragile. Le PIB progresse et l'inflation se réduit, même si le FMI souhaite des changements structurels plus rapides pour reprendre ses financements. Le prix des matières premières se redresse depuis le début de 2018 grâce à des récoltes moins abondantes attendues en 2018 du fait de moindres plantations aux USA, d'un climat défavorable en Amérique du Sud et d'une demande mondiale qui progresse.**

### 2.1 Des indicateurs économiques toujours mieux orientés

Les situations politique et économique ukrainienne sont étroitement liées. La forte dégradation économique en 2013, alors que le niveau de corruption était élevé, a conduit à la chute du président Ianoukovitch, pro-russe. Celle-ci a amené à l'annexion de la Crimée par la Russie et au conflit dans le Donbass qui ont accéléré la dégradation de la situation économique en 2015. Les exercices 2016 et 2017 ont vu la poursuite du statu quo dans les relations entre la Russie et l'Ukraine et il est dorénavant peu probable qu'il soit remis en cause. Si la monnaie locale (hryvnia) a continué à se déprécier en 2017, sa baisse est plus modérée tandis que l'inflation se réduit progressivement et devrait passer en-dessous de 10% en 2018. Les banques locales qui avaient totalement arrêté de prêter aux entreprises recommencent à le faire progressivement.

#### 2.1.1 La croissance du PIB et la réduction de l'inflation se poursuivent

Les changements politiques et, en particulier, la détérioration des relations avec la Russie ont très fortement pesé sur l'économie ukrainienne. Le PIB a chuté de -6,6% en 2014 et de -9,9% en 2015.

Mais dès fin 2015, l'Ukraine a mis en place des mesures d'austérité pour améliorer la situation. Des réformes fiscales ont été réalisées afin d'augmenter les revenus, les retraites ont été gelées et le nombre de fonctionnaires a été réduit. La bureaucratie a été diminuée avec notamment la réduction des procédures administratives nécessaires pour créer une entreprise.

Ces éléments ont eu un impact favorable sur l'économie ukrainienne en entraînant un rebond du PIB et à une baisse de l'inflation même si cela va plus lentement que ce qui était prévu.

Le PIB a progressé de +2,2% en 2017 comme en 2016. Il devrait être en hausse de +3,4% en 2018 et de +2,9% en 2019 selon la BNU.

Parallèlement l'inflation qui avait atteint +43% en 2015, s'est réduite significativement à +12% en 2016. Elle est cependant restée au dessus de +13% en 2017. En 2018, elle devrait se réduire, la Banque Nationale d'Ukraine prévoyant une hausse de +9% tandis que le FMI anticipe +11% et +9% en 2019.

Le FMI a repris ses financements même si aujourd'hui seuls 8,2Mds\$ sur les 17,5Mds\$ initialement alloués ont été versés. Une tranche de 1Mds\$ a été réalisée en avril 2017. Depuis, le FMI demande à l'Ukraine d'accélérer ses réformes notamment en termes de mesures anti-corruption, de libéralisation des prix du gaz et de normalisation du budget.

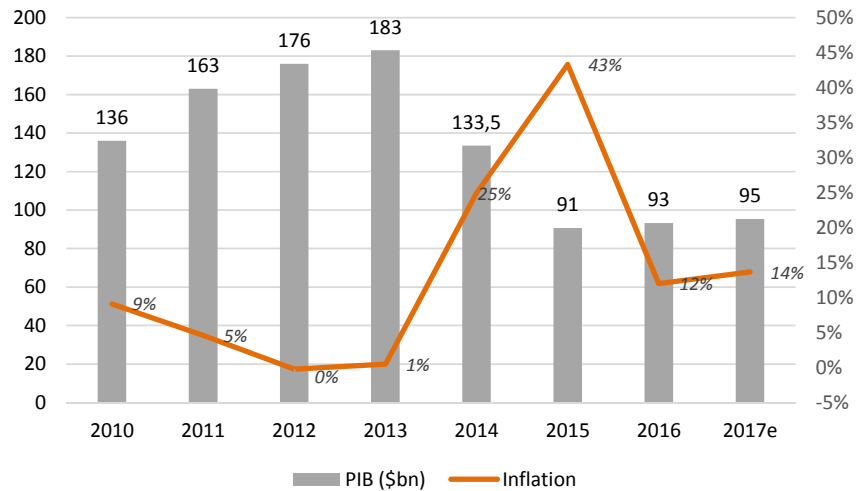
2018 risque cependant d'être un exercice de transition dans l'attente des élections présidentielles qui auront lieu le 31 mars 2019. Aucune décision qui pourrait être impopulaire ne sera prise.

*Le PIB ukrainien a progressé de +2,2% en 2017*



2 - ...et l'horizon s'éclaircit

Evolution du PIB et de l'inflation en Ukraine



Source : [index.minfin.com.ua](http://index.minfin.com.ua), BNU

2.1.2 Une stabilisation de la monnaie locale

La monnaie locale, la hryvnia, a été fortement impactée par les situations politique et économique du pays. Elle a baissé de -49% par rapport au dollar en 2014, de -34% en 2015 et de -11% en 2016. En 2017, la baisse a été limitée à -3% et la monnaie devrait se stabiliser en 2018.

La hryvnia a fortement reculé en 2014 et 2015

Evolution de la hryvnia par rapport au dollar depuis 2013



Source : Factset

2 - ...et l'horizon s'éclaircit

La hryvnia s'est  
quasiement stabilisée  
depuis début 2017

Evolution de la hryvnia par rapport au dollar depuis 2017



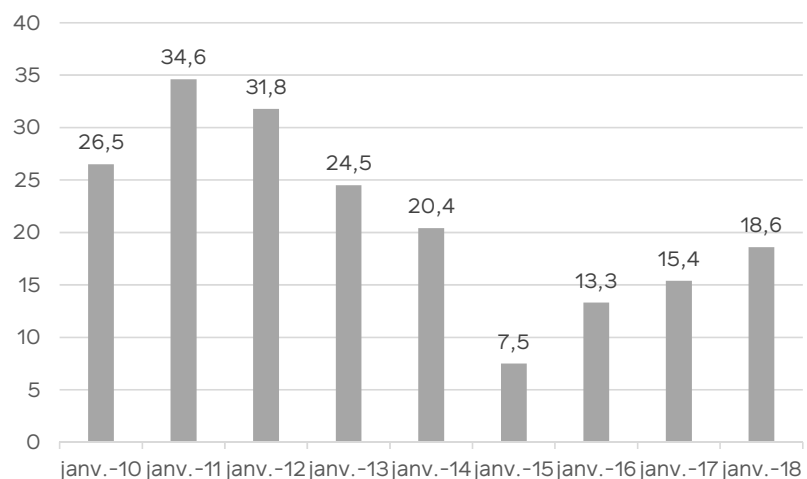
Source : Factset

2.1.3 Une amélioration de la situation du secteur financier

La banque nationale d'Ukraine a mis en place, en 2014, des restrictions sur l'achat de devises étrangères sur le marché interbancaire et imposé la conversion obligatoire des revenus en devises étrangères en hryvnia. Les agences internationales de notation ont abaissé la notation de la dette souveraine ukrainienne. La combinaison de ces événements s'est traduite par une dégradation de la liquidité et par un resserrement des conditions de crédit, quand celui-ci était disponible.

Les réserves internationales de l'Ukraine ont diminué rapidement du fait de la crise pour commencer à se redresser début 2016 grâce notamment aux 8,2Mds\$ de prêts du FMI et à l'émission de 3Mds€ d'euro bonds sur 15 ans en septembre 2017 à 7,4%.

Evolution des réserves internationales de l'Ukraine (en Mds\$)



Source : Banque Nationale d'Ukraine

## 2 - ... et l'horizon s'éclaircit

### Les banques ukrainiennes recommencent à prêter aux entreprises

Les risques systémiques du secteur financier ukrainien ont continué à diminuer en 2016 et 2017, certaines banques étant nationalisées, d'autres rachetées par des acteurs étrangers. Les ukrainiens qui avaient massivement retiré leurs avoirs des banques de peur de les voir faire faillite recommencent progressivement à y faire des dépôts. Les entreprises font de même.

En 2016, les banques ont recommencé à prêter, essentiellement aux particuliers. Les prêts aux entreprises ont essentiellement redémarré au S2 2018. Le nombre de banques en pertes a diminué en 2017, passant de 33 en 2016 à 18. Les créances douteuses restent élevées dans le bilan des banques mais elles disposent des fonds propres suffisants pour y faire face.

Durant les exercices pendant lesquels les banques ont quasiment arrêté de prêter aux entreprises, AgroGeneration a travaillé essentiellement avec Alfabank d'Ukraine qui était un des rares établissements à continuer à prêter pour financer ses crédits de campagne. La situation se détend et le groupe travaille dorénavant avec deux autres établissements, même si cela concerne des montants plus limités, la First Ukrainian International Bank et le Crédit Agricole d'Ukraine.

AgroGeneration entretient des relations privilégiées avec AlfaBank et devrait continuer à réaliser l'essentiel de ses crédits de campagne avec cet établissement. Néanmoins, il est important de limiter la dépendance à une seule banque.

La reprise des prêts bancaires devrait favoriser une baisse progressive des coûts de financement des crédits de campagne qui sont passés de 15% pour 2015/2016 à 12% pour 2016/2017, à 11,3% en 2017/2018 et devraient être compris entre 10% et 11% en 2018/2019.

#### Etablissements bancaires utilisés par AgroGeneration

| Etablissement                      | Emprunts<br>m€ |
|------------------------------------|----------------|
| Alfabank Ukraine                   | 28,5           |
| First Ukrainian International Bank | 1,29           |
| Crédit Agricole Ukraine            | 0,77           |

Source : Société

## 2 - ...et l'horizon s'éclaircit

### 2.2 Un redémarrage du prix des matières premières agricoles

Si les fondamentaux à long terme militent en faveur d'une hausse des prix des matières premières agricoles du fait d'une demande qui devrait augmenter fortement (augmentation de la population mondiale, urbanisation), ceux-ci ont été en forte baisse depuis 2013 du fait d'une offre surabondante liées à des bonnes récoltes partout dans le monde. L'exercice 2017 a vu une nouvelle diminution des prix même si ceux-ci tendent à se stabiliser à un point bas. Si aucune hausse significative n'est à attendre en 2018, des premiers signes militent en faveur d'un début de redressement du fait d'une progression de la demande mondiale alors que l'offre subit les impacts négatifs de moindres plantations aux USA et d'un climat défavorable en Amérique du Sud. Même si la hausse des prix devrait être lente du fait de stocks toujours très importants dans le monde (USA, Russie), 2018 devrait être le premier exercice depuis 2013 où les prix se redressent.

#### 2.2.1 Des fondamentaux qui militent en faveur d'une hausse des prix à moyen terme

Sur le long terme, l'ensemble des fondamentaux continue à militer en faveur d'une hausse de la demande de matières premières agricoles et donc d'une progression de leurs prix, l'offre actuelle n'étant pas suffisante pour y répondre.

Les principales tendances en faveur d'une hausse de la demande sont :

- ✓ La croissance de la population mondiale qui devrait atteindre 9 milliards d'habitants en 2050 contre 7 milliards aujourd'hui,
- ✓ Une augmentation du revenu par habitant qui va conduire à un accroissement de la demande en viandes, produits laitiers et légumes, ce qui nécessite une utilisation plus intensive de la terre,
- ✓ Une population urbaine qui devrait augmenter de 20% sur la prochaine décennie du fait de l'expansion des villes dans les pays en voie de développement.
- ✓ Une hausse du prix du pétrole qui rendrait plus attractive les bioénergies.

Tandis que l'offre va diminuer du fait:

- ✓ De la pénurie mondiale de terres arables liée à la croissance de la population et à l'urbanisation;
- ✓ Du ralentissement de la croissance de la productivité agricole du fait du manque de terre fertile, d'une concurrence accrue pour l'eau et du changement climatique;
- ✓ De la dégradation de l'environnement du fait de la pollution et de l'érosion.

#### 2.2.2 Des premiers signes d'amélioration apparaissent à court terme

Les prix des matières premières agricoles correspondent à un équilibre entre l'offre et la demande sur un marché étroit, une partie très limitée des matières premières faisant l'objet d'échanges sur les marchés mondiaux (20% de la production de céréales, le reste étant consommé par les pays producteurs). Dès qu'il y a le moindre incident qui provoque une variation minimale de l'offre, les prix fluctuent fortement (loi de King).

Depuis 2013, les cours des matières premières agricoles sont pénalisés par des récoltes abondantes de l'ensemble des pays producteurs grâce à une météo favorable. Les pays exportateurs avaient anticipé une croissance forte de la demande qui ne s'est pas matérialisée du fait du ralentissement économique.

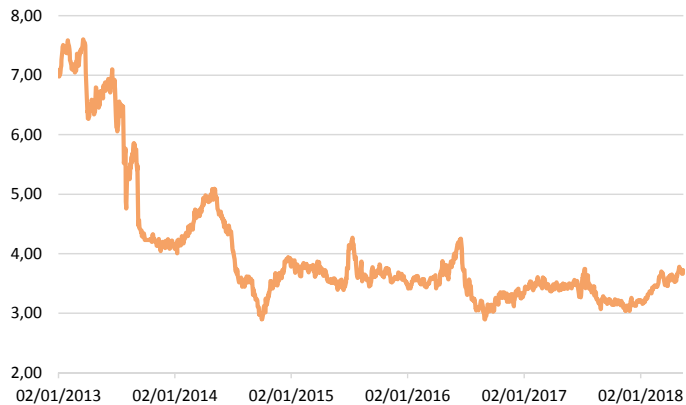
*La demande de matières premières agricoles devrait augmenter.....*

*... et l'offre diminuer*

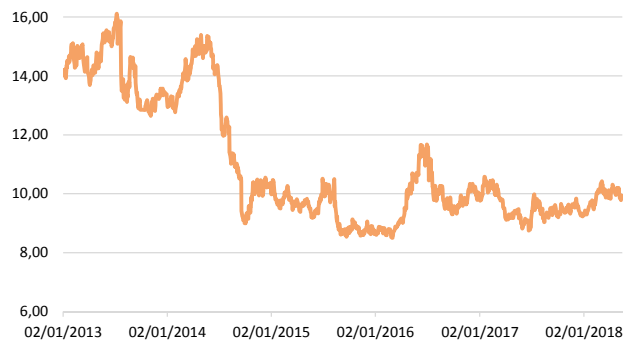
2 – et l'horizon s'éclaircit

Les prix ont commencé à se stabiliser depuis 2015, en particulier ceux du soja et du maïs, tandis que ceux du blé ont été plus pénalisés par les récoltes toujours abondantes aux USA et en Russie qui ont gonflé les stocks.

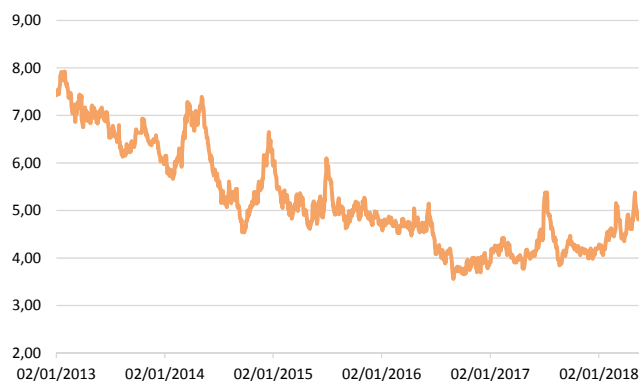
Evolution des prix du maïs



Evolution des prix du soja



Evolution des prix du blé



Source: Factset

La chute des prix a affecté toutes les cultures

## 2 – et l'horizon s'éclaircit

Cependant, depuis début 2018, après des exercices 2016 et 2017, les cours commencent à se redresser. Ce phénomène s'explique par:

- ✓ Une offre qui devrait arrêter de progresser du fait de quantités récoltées attendues moindres en 2018 qu'en 2017. Ainsi La FAO prévoit une baisse de la production de céréales de 41,2mt en 2018 soit -1,6% après une année 2017 record. Ceci est le fait d'un climat moins favorable en Amérique du Sud ce qui a un impact sur les cultures de soja et de moindres espaces cultivés aux USA notamment en maïs et en soja. Par ailleurs, la Russie devrait produire moins de blé du fait de la baisse de ses rendements après une année exceptionnelle. Au total, selon la FAO, la production mondiale de blé devrait baisser de 11,3mt (-1,5%) et celle des autres céréales de 36,6mt (-2,6%).
- ✓ Une demande mondiale qui progresse de 16mt (+0,6%). Elle provient en grande partie d'une augmentation de l'alimentation mais également du fourrage en particulier dans des pays comme le Brésil, la Chine, le Mexique, la Russie et les USA. La consommation de blé devrait progresser de +0,8% et celle des autres céréales de +0,4% selon la FAO.

Ces phénomènes devraient conduire à une baisse du stock de céréales de 20,6mt (-2,7%). Même si elle est limitée, il convient de souligner qu'il s'agit du premier exercice où les stocks vont décroître depuis 2013. Ceci devrait conduire mécaniquement à une amélioration du prix des matières premières agricoles : la banque mondiale prévoit une amélioration de +2,2% en 2018 et de +1,3% en 2019.

S'il est encore difficile d'estimer si ce rebond est durable, la demande devrait continuer à progresser régulièrement. Elle pourrait être favorisée par la hausse des prix du pétrole qui pourrait conduire à un regain d'intérêt pour les bioénergies. De plus la croissance de la population mondiale qui est déjà un moteur de la demande en 2018 devrait avoir un impact toutefois modéré, favorisant un rééquilibrage offre demande qui devrait basculer à terme vers une situation où la demande deviendrait supérieure à l'offre.

Comme nous l'avons mentionné en 1.2, une amélioration même limitée des prix aura un impact significatif sur la marge d'EBITDA d'AgroGeneration grâce au fort effet de levier opérationnel lié au contrôle très strict des coûts pratiqué par le groupe, lequel a été encore renforcé en 2017 pour faire face aux possible aléas climatiques.

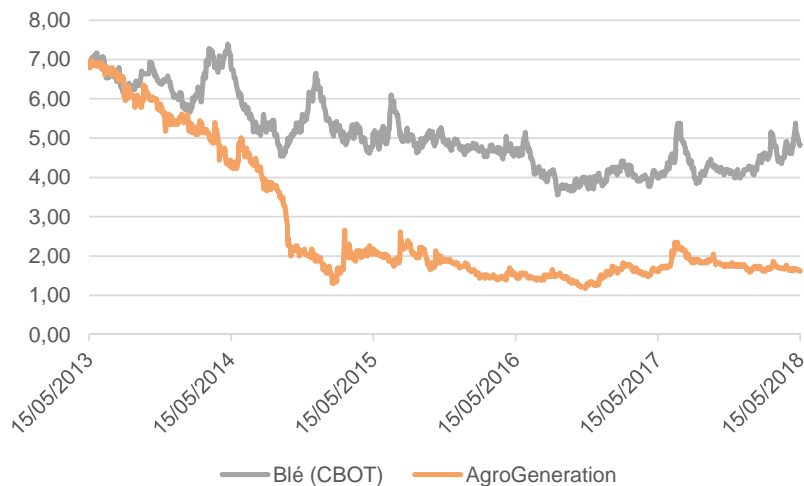
### 2.2.3 Un cours de bourse corrélé aux variations de prix des matières premières agricoles

Même si cela ne constitue pas une surprise, le cours de bourse d'AgroGeneration est fortement corrélé au prix des matières premières agricoles. Tant que les incertitudes concernant la situation politique et économique en Ukraine n'ont pas été levées, cette corrélation n'apparaissait pas directement.

*2017 devrait voir une amélioration du prix des matières premières agricoles*

2 – ... et l'horizon s'éclaircit

Evolution comparée du cours du Blé et de celui d'AgroGeneration sur 5 ans

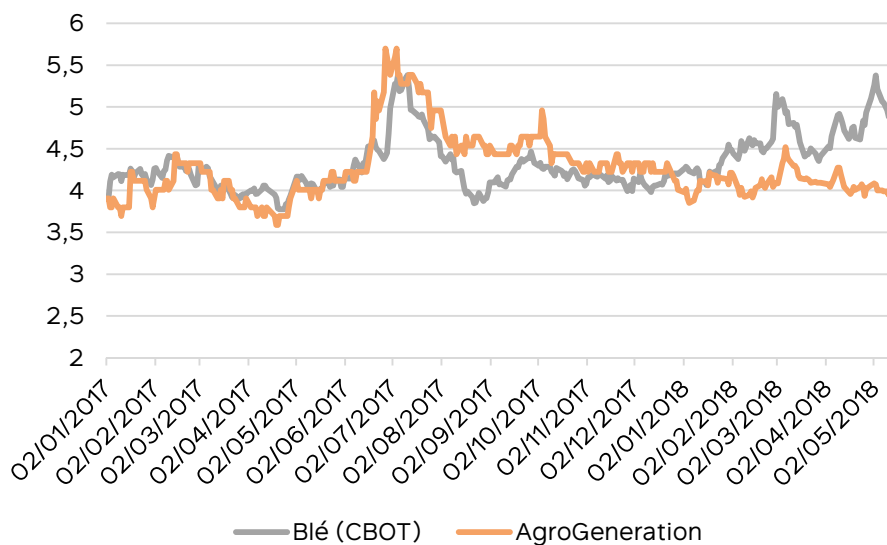


Source: Factset

A l'opposé, depuis début 2017, alors que les interrogations concernant la situation ukrainienne sont en grande partie levées et que la situation financière d'AgroGeneration ne pose plus de problèmes, le cours boursier d'AgroGeneration est beaucoup plus corrélé aux évolutions du prix des matières premières agricoles.

La décorrélation récente provient de l'impact sur les résultats de la sécheresse de la fin de l'exercice 2017. Comme celle-ci ne remet pas en cause les perspectives à venir d'AgroGeneration, nous estimons que ce phénomène est temporaire. Le cours devrait ainsi bénéficier du rebond récent des prix des matières premières agricoles.

Evolution du cours d'AgroGeneration par rapport à celui du blé depuis juillet 2016



Source : Factset

Le cours d'AgroGeneration est désormais corrélé au prix des matières premières agricoles

## 2 – ...et l'horizon s'éclaircit

### 2.3 Une latitude financière améliorée par le remboursement des OSRANE

Pour rappel, suite à la fusion d'Harmélia et d'AgroGeneration 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 avaient 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 émettant, en mars 2015, 59,8m€ d'OSRANE. Les intérêts de cette émission sont comptabilisés en dettes et le principal en fonds propres, les titres étant intégralement remboursés en actions. Trois millions d'OSRANE supplémentaires ont été émises fin 2015 auprès d'un investisseur américain afin de poursuivre la consolidation de la position financière d'AgroGeneration dans un environnement difficile.

La durée de vie des OSRANE est de 4 ans. En mars 2019, les titres seront intégralement convertis en actions AgroGeneration. A partir de cette date, les intérêts ne seront plus payés, soit une économie de 4,7m€/an. Le cash ainsi généré pourra être réalloué à la location de nouvelles terres.

Si l'on estime qu'obtenir de nouveaux hectares coûte de l'ordre de 550€/hectare en BFR, AgroGeneration pourrait ainsi augmenter ses surfaces contrôlées de 8500 hectares/an à partir de mi-2019 (environ 8% des 110 000 contrôlés actuellement).

Ce phénomène ainsi que la hausse des prix des matières premières agricoles vont favoriser la croissance du CA. L'impact favorable du levier opérationnel permettra un rebond significatif de l'EBITDA.

*AgroGeneration économisera 4,7m€ en année pleine après le remboursement des OSRANE*



## **3- UN REBOND DES RÉSULTATS DÈS 2018**

|   |             |
|---|-------------|
| <b>3.1 Une amélioration du chiffre d'affaires</b>                                       | <b>p.18</b> |
| <b>3.2 Des marges qui bénéficient du levier opérationnel</b>                            | <b>p.21</b> |
| <b>3.3 Une génération de cash favorable à l'amélioration de la situation financière</b> | <b>p.22</b> |
| 3.3.1 Une génération de cash positive dès 2018  | p.22        |
| 3.3.2 Une réduction rapide de la dette  | p.23        |

### 3 - Un rebond des résultats dès 2018

**Le résultat 2017 a été pénalisé par l'impact de la sécheresse sur la fin des récoltes et des prix des matières premières agricoles toujours déprimés. L'exercice 2018 devrait être marqué par un rebond du CA grâce à des surfaces cultivées en hausse et un prix des matières premières agricoles en léger progrès. Dès 2019, l'impact positif du remboursement des OSRANE sur la génération de cash flow va permettre à AgroGeneration d'améliorer ses surfaces contrôlées. La poursuite du rebond du prix des matières premières agricoles couplée à une hausse des hectares cultivés vont favoriser une accélération de la croissance du CA. Grâce à un très strict contrôle des coûts, le levier opérationnel va permettre l'amélioration des résultats et de la génération de CF.**

#### 3.1 Une amélioration du chiffre d'affaires

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 moins de 10% des terres. En 2017 AgroGeneration a cédé deux fermes qui représentaient 2 800 hectares. A partir de 2019 et le remboursement des OSRANE, nous estimons qu'AgroGeneration pourra louer 8 500 hectares/an supplémentaires en année pleine.
- ✓ La répartition par culture des terres cultivées, sachant qu'une rotation est effectuée tous les ans pour ne pas appauvrir les sols (notamment après la culture du tournesol). Ceci dépend du choix d'AgroGeneration qui cherche à optimiser ses marges.
- ✓ Les rendements par hectare des terres qui ont progressé ces dernières années, mais qui ne sont pas trop poussés pour éviter d'engendrer des coûts d'intrants supplémentaires importants. Cet élément est en partie dépendant des choix d'AgroGeneration mais varie également en fonction des aléas climatiques, le groupe privilégiant la notion de marge brute et 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. Par contre, grâce à ses équipes de trading, le groupe peut optimiser ses prix de vente en profitant de hausses temporaires des prix. Par ailleurs, une part de plus en plus importante du CA est réalisée à l'export où les prix sont plus élevés et une partie de la récolte est stockée pour être vendue quand les prix sont les plus favorables.

*AgroGeneration  
privilégie l'EBITDA aux  
rendements*

## 3 - Un rebond des résultats dès 2018

*AgroGeneration  
privilégie l'EBITDA aux  
rendements*

Les principales hypothèses retenues pour notre modèle sont :

- ✓ Après un exercice 2017 où ils ont été à nouveau en léger recul, les prix des matières premières agricoles devraient rebondir légèrement en 2018, l'offre de céréales diminuant légèrement alors que la demande progresse régulièrement. Nous avons estimé que les prix devraient augmenter régulièrement sur 7 ans pour retrouver les niveaux de 2013;
- ✓ Pas d'évolution notable de la répartition des cultures en 2018 par rapport à 2017 hormis une baisse sensible sur le maïs. Sur les exercices suivants, nous avons estimé qu'il y aurait peu de rotations;
- ✓ Des rendements peu différents de ceux de 2017 hormis pour le maïs et le tournesol pénalisés par la sécheresse en 2017;
- ✓ Un change hryvnia/dollar stable par rapport aux niveaux actuels, les prix étant libellés en dollars.

En 2018, nous attendons une hausse sensible du chiffre d'affaires (+28%) liée à une légère progression du prix des matières premières agricoles, à une plus forte proportion des ventes réalisées à l'export, pour lesquelles les prix sont plus élevés, à une plus faible partie de la récolte mise en stock pour être vendue l'année suivante. Par contre, les stocks élevés de 105 000 tonnes à fin 2017 liés aux conditions climatiques seront vendus en 2018, ce qui contribue également à augmenter le CA sur cet exercice. Par ailleurs les surfaces cultivées augmentent de 1 000 hectares.

### 3 - Un rebond des résultats dès 2018

Sur les bases de ces hypothèses, nos prévisions de production et de chiffre d'affaires sont indiquées dans le tableau suivant.

#### Estimation du CA d'AgroGeneration

|   | 2014        | 2015        | 2016        | 2017p       | 2018e       | 2019e       | 2020e        | 2021e        |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Hectares contrôlés                      | 120 000     | 120 000     | 120 000     | 110 000     | 110 000     | 114 250     | 122 750      | 131 250      |
| <i>Croissance</i>                       | 0%          | 0%          | 0%          | -8%         | 0%          | 4%          | 7%           | 7%           |
| Hectares exploités                      | 103 366     | 108 000     | 108 985     | 105 433     | 106 000     | 109 680     | 117 840      | 126 000      |
| <b>Répartition/culture (ha)</b>         |             |             |             |             |             |             |              |              |
| Blé                                     | 27 144      | 45 360      | 36 479      | 29 640      | 40 280      | 41 678      | 41 678       | 41 678       |
| Colza                                   | 6 485       | 8 640       | 4 876       | 4 086       | 5 300       | 4 387       | 4 387        | 4 387        |
| Orge                                    | 12 729      | 10 800      | 11 228      | 8 589       | 7 420       | 7 678       | 7 678        | 7 678        |
| Maïs                                    | 8 400       | 5 400       | 5 437       | 9 280       | 3 180       | 3 290       | 3 290        | 3 290        |
| Tournesol                               | 32 043      | 19 440      | 29 988      | 30 275      | 28 620      | 31 807      | 31 807       | 31 807       |
| Pois                                    | 11 452      | 9 720       | 11 587      | 13 361      | 10 600      | 12 065      | 12 065       | 12 065       |
| Soja                                    | 4 018       | 7 560       | 8 354       | 6 586       | 6 360       | 6 581       | 6 581        | 6 581        |
| Autres                                  | 1 094       | 1 080       | 1 036       | 3 617       | 4 240       | 2 194       | 2 194        | 2 194        |
| <b>En pourcentage</b>                   |             |             |             |             |             |             |              |              |
| Blé                                     | 26%         | 42%         | 33%         | 28%         | 38%         | 38%         | 38%          | 38%          |
| Colza                                   | 6%          | 8%          | 4%          | 4%          | 5%          | 4%          | 4%           | 4%           |
| Orge                                    | 12%         | 10%         | 10%         | 8%          | 7%          | 7%          | 7%           | 7%           |
| Maïs                                    | 8%          | 5%          | 5%          | 9%          | 3%          | 3%          | 3%           | 3%           |
| Tournesol                               | 31%         | 18%         | 28%         | 29%         | 27%         | 29%         | 29%          | 29%          |
| Pois                                    | 11%         | 9%          | 11%         | 13%         | 10%         | 11%         | 11%          | 11%          |
| Soja                                    | 4%          | 7%          | 8%          | 6%          | 6%          | 6%          | 6%           | 6%           |
| Autres                                  | 1%          | 1%          | 1%          | 3%          | 4%          | 2%          | 2%           | 2%           |
| <b>Rendements (t/ha)</b>                |             |             |             |             |             |             |              |              |
| Blé                                     | 5,2         | 4,1         | 4,4         | 5,2         | 5,0         | 5,1         | 5,2          | 5,2          |
| Colza                                   | 2,9         | 2,6         | 2,0         | 2,5         | 2,5         | 2,5         | 2,5          | 2,5          |
| Orge                                    | 4,7         | 4,2         | 4,1         | 4,0         | 4,0         | 4,1         | 4,1          | 4,1          |
| Maïs                                    | 6,5         | 4,9         | 6,7         | 5,5         | 6,7         | 6,7         | 6,7          | 6,7          |
| Tournesol                               | 2,5         | 2,5         | 2,6         | 1,8         | 2,6         | 2,6         | 2,6          | 2,6          |
| Pois                                    | 2,2         | 1,9         | 3,1         | 2,5         | 2,4         | 3,0         | 3,0          | 3,0          |
| Soja                                    | 1,8         | 1,5         | 1,9         | 1,9         | 1,8         | 1,9         | 1,9          | 1,9          |
| Autres                                  | 11,6        | 13,9        | 13,9        | 2,5         | 2,5         | 2,5         | 2,5          | 2,5          |
| Moyenne                                 | 3,9         | 3,5         | 3,6         | 3,4         | 3,7         | 3,8         | 3,8          | 3,8          |
| <b>Production (tonnes)</b>              |             |             |             |             |             |             |              |              |
| Blé                                     | 142 054     | 188 000     | 159 091     | 154 128     | 201 400     | 212 560     | 216 728      | 216 728      |
| Colza                                   | 18 682      | 22 560      | 9 874       | 10 215      | 13 250      | 10 968      | 10 968       | 10 968       |
| Orge                                    | 60 248      | 45 120      | 46 472      | 34 356      | 29 680      | 31 478      | 31 478       | 31 478       |
| Maïs                                    | 54 571      | 26 320      | 38 948      | 51 040      | 21 306      | 22 046      | 22 046       | 22 046       |
| Tournesol                               | 79 840      | 48 880      | 77 843      | 54 495      | 74 412      | 82 699      | 82 699       | 82 699       |
| Pois                                    | 25 640      | 18 800      | 32 891      | 33 403      | 25 440      | 36 194      | 36 194       | 36 194       |
| Soja                                    | 7 287       | 11 280      | 16 132      | 12 513      | 11 448      | 12 504      | 12 504       | 12 504       |
| Autres                                  | 12 642      | 15 040      | 5 952       | 9 043       | 10 600      | 5 484       | 5 484        | 5 484        |
| Total                                   | 400 964     | 376 000     | 387 203     | 359 192     | 387 536     | 413 932     | 418 100      | 418 100      |
| <b>Prix moyen TTC (€/t)</b>             |             |             |             |             |             |             |              |              |
| Blé                                     | 164         | 130         | 128         | 118         | 120         | 128         | 138          | 148          |
| Colza                                   | 322         | 310         | 375         | 335         | 355         | 368         | 377          | 387          |
| Orge                                    | 145         | 115         | 118         | 116         | 118         | 122         | 132          | 144          |
| Maïs                                    | 135         | 110         | 101         | 97          | 101         | 105         | 115          | 126          |
| Tournesol                               | 312         | 385         | 265         | 233         | 255         | 278         | 304          | 332          |
| Pois                                    | 200         | 254         | 249         | 250         | 252         | 265         | 278          | 292          |
| Soja                                    | 416         | 400         | 400         | 400         | 400         | 420         | 432          | 443          |
| Autres                                  | 200         | 200         | 100         | 90          | 92          | 94          | 96           | 97           |
| <b>Valeur de la production TTC (m€)</b> |             |             |             |             |             |             |              |              |
| Blé                                     | 23,3        | 24,4        | 20,4        | 18,2        | 24,2        | 27,2        | 29,9         | 32,2         |
| Colza                                   | 6,0         | 7,0         | 3,7         | 3,4         | 4,7         | 4,0         | 4,1          | 4,2          |
| Orge                                    | 8,8         | 5,2         | 5,5         | 4,0         | 3,5         | 3,8         | 4,2          | 4,5          |
| Maïs                                    | 7,4         | 2,9         | 3,9         | 5,0         | 5,2         | 5,5         | 5,7          | 6,0          |
| Tournesol                               | 24,9        | 18,8        | 19,0        | 12,7        | 19,0        | 23,0        | 25,1         | 27,5         |
| Légumes                                 | 5,1         | 4,8         | 8,1         | 8,4         | 6,4         | 9,6         | 10,1         | 10,6         |
| Soja                                    | 3,0         | 4,5         | 6,5         | 5,0         | 4,6         | 5,3         | 5,4          | 5,5          |
| Autres                                  | 2,5         | 3,0         | 0,6         | 0,8         | 1,0         | 0,5         | 0,5          | 0,5          |
| <b>Production TTC</b>                   | <b>81,1</b> | <b>70,6</b> | <b>81,2</b> | <b>68,9</b> | <b>82,2</b> | <b>94,7</b> | <b>102,0</b> | <b>109,2</b> |
| <b>Production HT</b>                    | <b>64,6</b> | <b>58,9</b> | <b>67,6</b> | <b>57,4</b> | <b>68,5</b> | <b>78,9</b> | <b>85,0</b>  | <b>91,0</b>  |
| TVA (20%)                               | 16,5        | 11,8        | 13,5        | 11,5        | 13,7        | 15,8        | 17,0         | 18,2         |
| <b>Production stockée</b>               |             |             |             |             |             |             |              |              |
| En tonnes                               | 0,0         | 0,0         | 79 000      | 105 000     | 80 000      | 82 400      | 84 872       | 87 418       |
| En valeur                               | 0,0         | 0,0         | 11,9        | 15,6        | 15,6        | 11,9        | 12,2         | 12,6         |
| CA liée à la vente de la production     | 64,6        | 58,9        | 55,7        | 41,8        | 52,9        | 67,0        | 72,8         | 78,4         |
| CA lié aux ventes de stocks de N-1      | 0,0         | 0,0         | 3,5         | 11,4        | 16,0        | 14,0        | 16,6         | 17,0         |
| Prestations et services                 | 0,0         | 0,0         | 0,8         | 1,0         | 1,0         | 1,1         | 1,1          | 1,2          |
| <b>CA total</b>                         | <b>64,6</b> | <b>58,9</b> | <b>60,0</b> | <b>54,2</b> | <b>69,9</b> | <b>82,1</b> | <b>90,5</b>  | <b>96,6</b>  |

Source : Invest Securities

### 3 - Un rebond des résultats dès 2018

#### 3.2 Des marges qui bénéficient du levier opérationnel

Les principaux éléments impactant les marges d'AgroGeneration sont :

- ✓ L'évolution du prix des matières premières prise en compte dans notre prévision de chiffre d'affaires.
- ✓ Le contrôle des coûts tel que nous l'avons évoqué en 1.2 alors que l'évolution des coûts est liée au nombre d'hectares cultivés, au taux de change et à l'évolution du prix des matières premières agricoles.
- ✓ Les actifs biologiques (IFRS 41) qui sont des plantes cultivées en vue d'une vente future, c'est-à-dire des plantes en terre qu'il faut prendre en compte à la juste valeur des cultures. Leur valorisation est réalisée jusqu'à la récolte. Ainsi, à chaque date de clôture, les actifs biologiques (dans ce cas essentiellement les semis d'hiver) sont retenus à leur juste valeur moins les coûts de vente jusqu'à la date de la récolte. La valeur des actifs biologiques varie en fonction des conditions climatiques, des rendements potentiels et des prix. Tout changement de ces paramètres a un impact significatif sur le compte de résultats. A fin 2017, une variation de 10% des hypothèses de calcul des actifs biologiques aurait un impact de +/- 2,7m€ sur la marge brute.
- ✓ Les autres éléments influant le compte de résultats sont :
  - ✓ 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.
  - ✓ Les pertes de change liées à la baisse de la hryvnia, la dette étant principalement libellée en dollars et en euros. Une grande partie de celles-ci n'a pas d'effet cash. Après avoir été élevées en 2014 et 2015 elles avaient baissé en 2016 pour progresser à nouveau en 2017.

*Le contrôle des coûts favorise une progression des marges*

#### Evolution des pertes de change d'AgroGeneration

| k€                                       | 2014   | 2015   | 2016  | 2017   |
|--|--------|--------|-------|--------|
| Total des pertes de change réalisées     | 14 860 | 10 859 | 2 982 | -132   |
| Total des pertes de change non réalisées | 12 316 | 2 491  | 1 752 | -5 647 |
| Foreign exchange gains and losses        | 27 176 | 13 350 | 4 734 | -5 779 |

Source : Société

### 3 - Un rebond des résultats dès 2018

Ces éléments nous amènent au compte de résultat prévisionnel suivant :

#### Prévisions de résultats d'AgroGeneration

| m€   | 2014         | 2015        | 2016        | 2017         | 2018e       | 2019e       | 2020e       | 2021e       |
|--|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>CHIFFRE D'AFFAIRES</b>  | <b>64,6</b>  | <b>58,9</b> | <b>60,3</b> | <b>54,2</b>  | <b>69,9</b> | <b>82,1</b> | <b>90,5</b> | <b>96,6</b> |
| Var. de la juste valeur des PF et ajustement de JV des PF vendus | 1,4          | 1,2         | 3,7         | 3,3          | 3,3         | 3,3         | 3,3         | 3,3         |
| Variation JV des actifs biologiques                              | 0,7          | 4,8         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Achats matières premières, servic                                | -42,9        | -35,2       | -37,2       | -39,7        | -43,2       | -45,4       | -47,1       | -50,0       |
| <b>VALEUR AJOUTEE</b>  | <b>23,9</b>  | <b>29,7</b> | <b>26,7</b> | <b>17,7</b>  | <b>29,9</b> | <b>39,9</b> | <b>46,7</b> | <b>49,8</b> |
| Marge sur la VA  | 37,0%        | 50,5%       | 44,3%       | 32,7%        | 42,8%       | 48,6%       | 51,6%       | 51,6%       |
| Salaires & charges   | -8,3         | -6,6        | -6,6        | -7,0         | -8,3        | -9,0        | -9,5        | -10,1       |
| Subventions d'exploitation (TVA)                                 | 6,3          | 3,4         | 1,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Autres charges   | -1,5         | -6,4        | -1,7        | -1,7         | -2,1        | -2,1        | -2,1        | -2,1        |
| <b>EXCEDENT BRUT</b>   |              |             |             |              |             |             |             |             |
| <b>D'EXPLOITATION (EBITDA)</b>                                   | <b>20,4</b>  | <b>20,0</b> | <b>19,4</b> | <b>9,1</b>   | <b>19,5</b> | <b>28,8</b> | <b>36,0</b> | <b>38,6</b> |
| Marge d'EBE  | 31,6%        | 34,0%       | 32,2%       | 16,7%        | 27,9%       | 35,1%       | 39,8%       | 40,0%       |
| Amortissements   | -7,3         | -8,6        | -7,6        | -8,3         | -6,1        | -6,1        | -6,1        | -6,1        |
| Total DAP nettes   | -7,3         | -8,6        | -7,6        | -8,3         | -6,1        | -6,1        | -6,1        | -6,1        |
| <b>RESULTAT OPERATIONNEL</b>                                     |              |             |             |              |             |             |             |             |
| <b>COURANT</b>   | <b>13,1</b>  | <b>11,4</b> | <b>11,8</b> | <b>0,8</b>   | <b>13,4</b> | <b>22,7</b> | <b>29,9</b> | <b>32,5</b> |
| Marge opérationnelle   | 20,3%        | 19,4%       | 19,6%       | 1,5%         | 19,2%       | 27,7%       | 33,1%       | 33,6%       |
| Produits financiers  | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 1,0         |
| Charges financières  | -8,9         | -7,9        | -7,4        | -6,6         | -5,6        | -4,4        | -3,1        | -2,8        |
| Impact change  | -27,3        | -11,7       | -5,1        | -7,5         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 1,0         |
| Résultat financier   | -36,2        | -19,6       | -12,5       | -14,1        | -5,6        | -4,4        | -3,1        | -0,8        |
| <b>RESULTAT COURANT</b>  | <b>-23,1</b> | <b>-8,2</b> | <b>-0,7</b> | <b>-13,3</b> | <b>7,8</b>  | <b>18,3</b> | <b>26,8</b> | <b>31,7</b> |
| IS   | 0,0          | 0,2         | -0,2        | 0,1          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Résultat des sociétés sortantes mises en équivalence             | 1,4          | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>RESULTAT NET</b>  | <b>-21,7</b> | <b>-7,9</b> | <b>-0,9</b> | <b>-13,2</b> | <b>7,8</b>  | <b>18,3</b> | <b>26,8</b> | <b>31,7</b> |
| Intérêts minoritaires  | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>RESULTAT NET PG</b>   | <b>-21,7</b> | <b>-7,9</b> | <b>-0,9</b> | <b>-13,2</b> | <b>7,8</b>  | <b>18,3</b> | <b>26,8</b> | <b>31,7</b> |
| Marge nette  | -33,5%       | -13,5%      | -1,5%       | -24,4%       | 11,1%       | 22,4%       | 29,6%       | 32,8%       |
| <b>Résultat net part du groupe ajusté</b>                        | <b>-21,7</b> | <b>-7,9</b> | <b>-0,9</b> | <b>-11,8</b> | <b>7,8</b>  | <b>18,3</b> | <b>26,8</b> | <b>31,7</b> |

Source : Invest Securities

*Nous attendons une marge d'EBITDA de 40% en 2021*

Nous estimons que la marge d'EBITDA devrait progresser à partir de 2018 grâce à l'augmentation des prix des matières premières agricoles pour atteindre 40% en 2021. La baisse de 2017 est purement conjoncturelle et a favorisé une meilleure maîtrise des coûts qui va conduire à un effet de levier important sur les marges au fur et à mesure de la remontée des prix.

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

##### 3.3.1 Une génération de cash positive dès 2018

Le CF a été négatif en 2018 non seulement du fait de la baisse de l'EBITDA mais également de capex importants, AgroGeneration ayant entrepris la modernisation de sa flotte de machines pour 5m€. A l'inverse, le BFR en négociant avec les fournisseurs des délais de paiement allongés. Ceci ayant un coût et limitant le pouvoir de négociation avec ceux-ci, cette situation ne devrait pas être pérenne.

Dès 2018, le CF devrait devenir positif, l'EBITDA revenant à un niveau proche de celui de 2016 et les investissements à un niveau de l'ordre de -2m€/an.

Cette tendance devrait s'accélérer en 2019 grâce à la poursuite de la progression de l'EBITDA, des investissements toujours limités et l'impact sur une demi année du remboursement de l'OSRANE qui représente 4,7m€ en année pleine.

### 3 - Un rebond des résultats dès 2018

Tableau de flux d'AgroGeneration

| m€  | 2014          | 2015         | 2016         | 2017e        | 2018e        | 2019e        | 2020e        | 2021e        |
|---|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Résultat net                                | (23,1)        | (7,9)        | (0,9)        | (13,2)       | 7,8          | 18,3         | 26,8         | 32,7         |
| DAP nettes                                  | (7,3)         | (7,0)        | (7,6)        | (5,7)        | (6,1)        | (6,1)        | (6,1)        | (6,1)        |
| Autres impacts non cash et pertes de change | 27,0          | 6,5          | (0,2)        | 5,3          | (2,9)        | (1,5)        | 0,0          | 0,0          |
| <b>Cash Flow Brut</b>                       | <b>11,2</b>   | <b>5,6</b>   | <b>6,5</b>   | <b>(2,2)</b> | <b>11,0</b>  | <b>23,0</b>  | <b>32,9</b>  | <b>38,8</b>  |
| Variation du BFR                            | 0,9           | (4,2)        | (6,8)        | (1,7)        | (5,5)        | (6,2)        | (4,3)        | (3,1)        |
| <b>Cash Flow opérationnel</b>               | <b>12,1</b>   | <b>1,4</b>   | <b>(0,3)</b> | <b>(3,9)</b> | <b>5,5</b>   | <b>16,8</b>  | <b>28,6</b>  | <b>35,7</b>  |
| Investissements                             | (2,4)         | (1,6)        | (2,1)        | (7,1)        | (2,0)        | (3,4)        | (3,4)        | (3,4)        |
| <i>dt investissements de maintenance</i>    | <i>(2,3)</i>  | <i>(1,6)</i> | <i>(2,1)</i> | <i>(7,1)</i> | <i>(2,0)</i> | <i>(3,4)</i> | <i>(3,4)</i> | <i>(3,4)</i> |
| Investissements financiers                  | (2,0)         | (1,1)        | (1,1)        | (2,2)        | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Cessions immobilisations                    | 1,4           | 0,2          | 0,1          | 2,8          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Cash flow lié aux investissements</b>    | <b>(3,0)</b>  | <b>(2,6)</b> | <b>(3,1)</b> | <b>(6,5)</b> | <b>(2,0)</b> | <b>(3,4)</b> | <b>(3,4)</b> | <b>(3,4)</b> |
| Distribution                                | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Augmentation de capital                     | 0,1           | 1,9          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Emission de dettes                          | 41,6          | 32,0         | 21,0         | 13,3         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Remboursement de dettes                     | (37,8)        | (30,6)       | (16,5)       | (4,1)        | (1,3)        | (1,3)        | (1,3)        | 0,0          |
| Gains/pertes de change                      | (14,9)        | (3,5)        | (1,7)        | (0,3)        | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Cash flow financier</b>                  | <b>(10,9)</b> | <b>(0,3)</b> | <b>2,8</b>   | <b>8,9</b>   | <b>(1,3)</b> | <b>(1,3)</b> | <b>(1,3)</b> | <b>0,0</b>   |
| <b>Variation du cash</b>                    | <b>(1,81)</b> | <b>(1,5)</b> | <b>(0,7)</b> | <b>(1,5)</b> | <b>2,2</b>   | <b>12,1</b>  | <b>24,0</b>  | <b>32,3</b>  |

Source : Invest Securities

L'amélioration de la génération de cash flow va permettre de financer les crédits de campagne sans recourir à des niveaux élevés de dette court terme.

Par ailleurs, AgroGeneration va avoir plus de latitude pour réaliser des opérations de croissance externe (rachats de fermes) dans un contexte où de nombreuses opportunités existent, beaucoup de concurrents d'AgroGeneration ayant souffert de la détérioration de la situation économique et des prix durablement bas des matières premières agricoles.

*Nous attendons une  
génération positive de  
CF à partir 2018*

#### 3.3.2 Une réduction rapide de la dette

Pour rappel, suite à la fusion d'Harmélia et d'AgroGeneration fin 2013, l'endettement atteignait 78,8m€, soit un gearing de 154%. Ceci était en partie lié au fait que Konkur (SBF IV) avait émis 40m\$ de dette en faveur de la nouvelle structure pour équilibrer les parités au moment du rapprochement. Par ailleurs, l'ancien AgroGeneration avait financé sa croissance par dette et avait un endettement net de 14,3m€ à fin 2012.

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%.

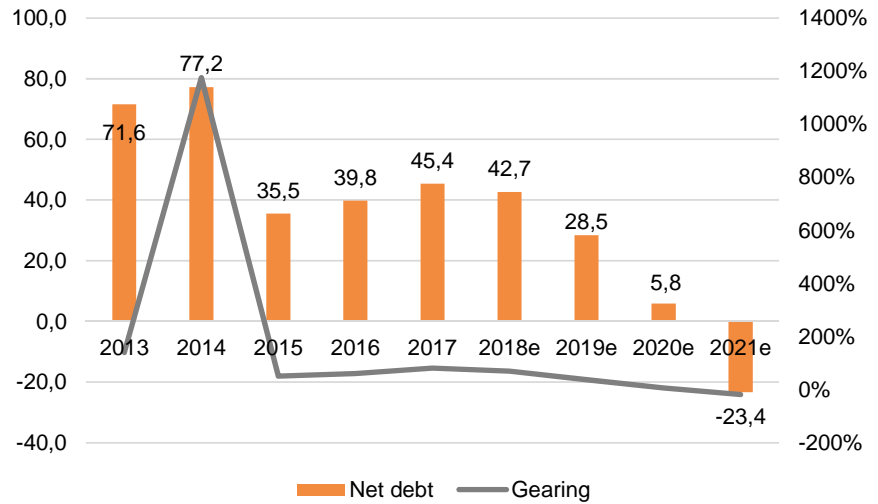
La situation n'étant pas tenable, le groupe a entamé une restructuration financière en émettant pour 59,8m€ d'OSRANE. Les intérêts de cette émission sont comptabilisés en dettes et le principal en fonds propres.

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. En 2015 et 2017, elle a pu faire réévaluer ses actifs corporels par un expert indépendant pour respectivement 38,2m€ et 3,6m€, se décomposant en une augmentation de 39,9m€ et 4,1m€ de la juste valeur de certaines immobilisations (notamment les machines agricoles) qui est directement venue renforcer les fonds propres et une diminution de 1,6m€ et 0,4m€ des autres immobilisations portée dans le compte de résultat.

### 3- Un rebond des résultats dès 2018

La dette avec la BERD (6,3m€) a également été renégociée au moment de la restructuration avec un étalement des remboursements à partir de 2016 mais un taux qui passe de  $\text{libor}+8\%$  à  $\text{libor}+ 8,5\%$ .

Evolution de la dette nette et du gearing



Source : Invest Securities

*AgroGeneration devrait être en trésorerie nette positive à partir de 2021*

Le bilan devrait repasser en situation de trésorerie nette positive à partir 2021 hors opérations de croissance externe.



## **4- UNE VALEUR DE 0,6€/ACTION**

|  |             |
|--|-------------|
| <b>4.1 Un DCF de 0,6€/action</b>   | <b>p.26</b> |
| 3.1.1 Un WACC de 16,75%  | p.26        |
| 3.1.2 Hypothèses retenues  | p.26        |
| 3.1.3 Une valeur de 0,6€/titre   | p.27        |
| 3.1.4 Analyse de sensibilité   | p.28        |
| <b>4.2 Une valorisation de 0,45€/action par la méthode des comparables</b> | <b>p.28</b> |
| <b>4.3 Une valorisation de 0,6€/action</b>                                 | <b>p.29</b> |

## 4 – Une valeur de 0,6€/action

Notre valorisation est basée sur un DCF. 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. Notre valorisation est calculée sur un scénario qui intègre des prix des matières premières agricoles qui reviennent en 2025 à leur niveau d'avant la chute de 2013. Il intègre, un nombre de nouveaux hectares contrôlés inférieur à ce qui avait été prévu dans notre dernière étude ainsi que l'impact de la sécheresse de fin 2017. Sur la base d'un DCF il est de 0,6€, équivalent à celui de notre mise à jour de début d'année suite au profit warning de fin décembre.

### 4.1 Un DCF de 0,6€/action

#### 4.1.1 Un WACC de 16,75%

Les principales hypothèses retenues dans le calcul du WACC sont :

- ✓ un taux « sans risque » qui est celui des taux longs en Ukraine, soit 16%. Dans les faits, le risque pays, 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, le taux « sans risque » particulièrement élevé intégrant le risque spécifique du titre.

*Le taux « sans risque » ukrainien reste très élevé*

Ces éléments nous donnent un WACC de 16,75% (vs 16,15% dans notre dernière étude) qui nous semble intégrer très largement le risque ukrainien et qui devrait diminuer au fur et à mesure que la situation ukrainienne se normalise.

| Calcul du WACC                |               |
|-------------------------------|---------------|
| Prime de Marché               | 6,00%         |
| Taux sans risque              | 16,00%        |
| Beta                          | 1,00          |
| <b>Coût des fonds propres</b> | <b>22,00%</b> |
| Coût de la dette              | 9,80%         |
| Taux d'imposition             | 0,00%         |
| <b>Coût net de la dette</b>   | <b>9,80%</b>  |
| Dette nette                   | 43,00%        |
| Fonds propres                 | 57,00%        |
| <b>Taux d'actualisation</b>   | <b>16,75%</b> |

Source : Invest Securities

#### 4.1.2. Hypothèses retenues

Nos calculs se basent sur nos prévisions jusqu'en 2027.

Pour le calcul de la valeur terminale, nous avons retenu le chiffre d'affaires de 2027 et lui avons appliqué une marge opérationnelle de 33,6% équivalente à celle atteinte en 2021..

## 4 – Une valeur de 0,6€/action

Le taux de croissance à l'infini retenu est de 2%.

Ceci nous amène aux prévisions suivantes :

| En m€  | 2018e         | 2019e         | 2020e         | 2021e        | 2022e        | 2023e        | 2024e        | 2025e        | 2026e        | 2027e        |
|--|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Chiffre d'affaires                               | 69,9          | 82,1          | 90,5          | 96,6         | 100,5        | 103,5        | 106,6        | 109,8        | 112,0        | 114,2        |
| <i>Croissance</i>                                | <i>+16,9%</i> | <i>+17,4%</i> | <i>+10,2%</i> | <i>+6,7%</i> | <i>+4,0%</i> | <i>+3,0%</i> | <i>+3,0%</i> | <i>+3,0%</i> | <i>+2,0%</i> | <i>+2,0%</i> |
| Résultat d'Exploitation                          | 13,4          | 22,7          | 29,9          | 32,5         | 33,8         | 34,8         | 35,8         | 36,9         | 37,7         | 38,4         |
| <i>Marge d'exploitation</i>                      | <i>19,2%</i>  | <i>27,7%</i>  | <i>33,1%</i>  | <i>33,6%</i> | <i>33,6%</i> | <i>33,6%</i> | <i>33,6%</i> | <i>33,6%</i> | <i>33,6%</i> | <i>33,6%</i> |
| DAP nettes                                       | -6,1          | -6,1          | -6,1          | -3,8         | -4,2         | -5,0         | -5,6         | -6,2         | -6,4         | -6,5         |
| Excédent Brut d'Exploitation                     | 19,5          | 28,8          | 36,0          | 36,3         | 38,0         | 39,8         | 41,5         | 43,2         | 44,0         | 44,9         |
| <i>Taux imposition</i>                           | <i>0,0%</i>   | <i>0,0%</i>   | <i>0,0%</i>   | <i>0,0%</i>  | <i>0,0%</i>  | <i>0,0%</i>  | <i>0,0%</i>  | <i>0,0%</i>  | <i>0,0%</i>  | <i>0,0%</i>  |
| Impôt théorique                                  | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Excédent Net d'Exploitation</b>               | <b>19,5</b>   | <b>28,8</b>   | <b>36,0</b>   | <b>36,3</b>  | <b>38,0</b>  | <b>39,8</b>  | <b>41,5</b>  | <b>43,2</b>  | <b>44,0</b>  | <b>44,9</b>  |
| Variation du BFR                                 | -5,5          | -6,2          | -4,3          | -4,6         | -4,8         | -4,9         | -5,1         | -5,2         | -5,3         | -5,4         |
| <i>% CA</i>                                      | <i>7,9%</i>   | <i>7,6%</i>   | <i>4,8%</i>   | <i>4,8%</i>  | <i>4,8%</i>  | <i>4,8%</i>  | <i>4,8%</i>  | <i>4,8%</i>  | <i>4,8%</i>  | <i>4,8%</i>  |
| Investissements                                  | -2,0          | -3,4          | -3,4          | -6,0         | -6,1         | -6,2         | -6,4         | -6,5         | -6,6         | -6,8         |
| <b>Free Cash Flow d'exploitation</b>             | <b>12,1</b>   | <b>19,3</b>   | <b>28,4</b>   | <b>25,7</b>  | <b>27,1</b>  | <b>28,7</b>  | <b>30,1</b>  | <b>31,5</b>  | <b>32,1</b>  | <b>32,8</b>  |
| Coefficient d'actualisation                      | 0,91          | 0,78          | 0,67          | 0,57         | 0,49         | 0,42         | 0,36         | 0,31         | 0,26         | 0,23         |
| <b>Free Cash Flows d'exploitation actualisés</b> | <b>11,0</b>   | <b>15,1</b>   | <b>19,0</b>   | <b>14,8</b>  | <b>13,3</b>  | <b>12,1</b>  | <b>10,9</b>  | <b>9,7</b>   | <b>8,5</b>   | <b>7,4</b>   |

Source : Invest Securities

La variation de BFR devrait diminuer à partir de 2020 grâce à des montants stockés moins importants d'un exercice sur l'autre.

*La valorisation par DCF  
est de 0,6€/action*

### 4.1.3 Une valeur de 0,6€/action

A partir de ces différentes hypothèses, et en intégrant la dilution liée à la conversion à venir des OSRANE, notre valorisation ressort à 0,6€/action.

|  | Valeur (m€)  |
|--|--------------|
| Somme des flux actualisés              | 121,9        |
| Valeur terminale                       | 50,7         |
| Valeur d'entreprise                    | 172,5        |
| Endettement net fin 2017               | 45,4         |
| Minoritaires                           | 0,5          |
| Immobilisations financières (m€)       | 0,0          |
| <b>Valeur des fonds propres (m€)</b>   | <b>126,6</b> |
| Nombre d'actions diluées               | 219 626 600  |
| <b>Valorisation DCF par action (€)</b> | <b>0,60</b>  |

Source : Invest Securities

### 3 – Une valeur de 0,6€/action

#### 4.1.4 Analyse de sensibilité

Une analyse de sensibilité, si l'on se concentre sur des variations 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 0,5€ et 0,74€ par titre. La sensibilité assez élevée s'explique par la forte croissance du groupe avec des flux (non actualisés) plus importants en fin de période.

|                  |        | Taux de croissance à l'infini |       |       |             |       |       |       |
|------------------|--------|-------------------------------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|
|                  |        | 0,50%                         | 1,00% | 1,50% | 2,00%       | 2,50% | 3,00% | 3,50% |
| W<br>A<br>C<br>C | 15,25% | 0,66                          | 0,67  | 0,68  | 0,69        | 0,71  | 0,72  | 0,74  |
|                  | 15,75% | 0,63                          | 0,64  | 0,65  | 0,66        | 0,67  | 0,68  | 0,70  |
|                  | 16,25% | 0,60                          | 0,61  | 0,62  | 0,63        | 0,64  | 0,65  | 0,66  |
|                  | 16,75% | 0,57                          | 0,58  | 0,59  | <b>0,60</b> | 0,61  | 0,62  | 0,63  |
|                  | 17,25% | 0,55                          | 0,55  | 0,56  | 0,57        | 0,58  | 0,59  | 0,60  |
|                  | 17,75% | 0,52                          | 0,53  | 0,54  | 0,54        | 0,55  | 0,56  | 0,57  |
|                  | 18,25% | 0,50                          | 0,51  | 0,51  | 0,52        | 0,53  | 0,53  | 0,54  |

Source : Invest Securities

#### 4.2 Une valorisation de 0,45€/action 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 ou de volaille (Linax), soit dans la fabrication d'huile de tournesol (Kernel) et de produits alimentaires (Linax). Elles peuvent également être présentes dans la logistique comme Linax. Par ailleurs, certaines opèrent dans plusieurs pays (Linax). AdecoAgro, quant à elle, est présente en Amérique du Sud.

Nous avons supprimé Black Earth de notre échantillon car la société est en liquidation. Elle faisait la même activité qu'AgroGeneration, mais en Russie où elle possédait 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 deux types de multiples : ceux d'EBIT, d'EBITDA. Les différentes valorisations obtenues figurent dans le tableau suivant :

|                                       | EV/EBITDA    |              | EV/EBIT      |              |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                       | 2018         | 2019         | 2018         | 2019         |
| AdecoAgro                             | 6,6 x        | 6,6 x        | 6,0 x        | 6,0 x        |
| Linax Agrogroup AB                    | 8,3 x        | 8,8 x        | 15,2 x       | 18,2 x       |
| Kernel                                | 5,7 x        |              | 6,6 x        | 6,0 x        |
| <b>Médiane</b>                        | <b>6,6 x</b> | <b>7,7 x</b> | <b>6,6 x</b> | <b>6,0 x</b> |
| VE AgroGénération (m€)                | 191,4        | 150,4        | 150,4        | 135,1        |
| Valeur des CP (m€)                    | 145,5        | 104,5        | 104,5        | 89,2         |
| Moyenne (m€)                          | 110,9        |              |              |              |
| Valeur/action (€)                     | 0,51         |              |              |              |
| Valeur/action (€) après décote de 12% | 0,45         |              |              |              |

Source : Invest Securities

*Il n'existe pas de réel comparable à AgroGeneration*

## 3 – Une valeur de 0,6€/action

Si l'on applique une décote de taille de 12% car les comparables utilisés ont des capitalisations boursières plus élevées, la valorisation ressort à 0,45€/action.

Cependant, le modèle économique de ces comparables n'est pas identique à celui d'AgroGeneration et le potentiel d'amélioration des résultats est plus important chez AgroGeneration qui bénéficiera à plein de l'effet de levier sur ses résultats lié au rebond du prix des matières premières agricoles. C'est pourquoi nous ne retenons pas cette méthode.

### 4.3 Une valorisation de 0,6€/action

Des deux méthodes utilisées, nous continuons à préférer la méthode intrinsèque qu'est le DCF car elle prend mieux en compte les caractéristiques propres de la société, les comparables ne présentant pas les mêmes caractéristiques qu'AgroGeneration.

Nous maintenons notre recommandation ACHAT avec un objectif de inchangé à 0,6€/action.

## ANALYSE SWOT

### FORCES

- ❑ Taille significative avec 110 000 hectares contrôlés
- ❑ Situation financière saine grâce à l'OSRANE
- ❑ Fortes économies de coûts qui créent un levier opérationnel important

### FAIBLESSES

- ❑ Frais financiers élevés et dépendance importante à une seule banque
- ❑ BFR important
- ❑ Impact de l'évolution du prix des matières premières agricoles

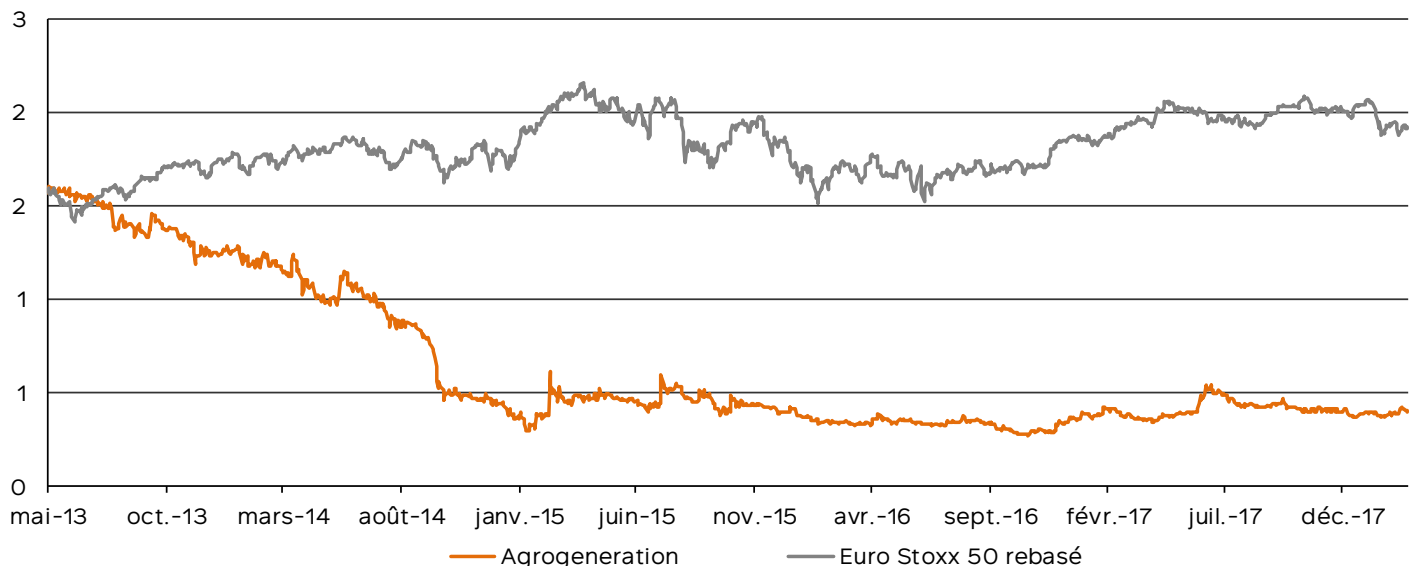
### OPPORTUNITES

- ❑ Fort levier opérationnel dès que le prix des matières premières agricoles remontera
- ❑ Accroissement de la population mondiale et baisse des surfaces agraires dans le monde
- ❑ Consolidation du secteur

### MENACES

- ❑ Extension des affrontements dans le Donbass
- ❑ Météo défavorable qui diminuerait les quantités récoltées
- ❑ Poursuite des bonnes récoltes dans les autres régions du monde

## ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS 5 ANS



## DÉTECTION DES CONFLITS D'INTÉRÊTS

|                     | 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 |
|---------------------|-------------------|--|--------------------------------------|---------------------------------|----------------------|-----------------|-------------------|
| <b>Agrogenation</b> | Non               | Non                                    | Oui                                  | Non                             | Non                  | Non             | Oui               |

## AVERTISSEMENT

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation d'achat ou de vente des actions et/ou obligations 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 dispositions du règlement (UE) n°596/2014 du Parlement Européen sur les abus de marché. Le présent document est destiné uniquement (A) à des personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers et/ou (B) à des investisseurs qualifiés agissant pour compte propre, au sens des articles L.411-2, D.411-1 et D.411-4 du Code monétaire et financier. Le présent document vous est fourni à titre confidentiel pour information et ne peut être reproduit ou transmis, en tout ou partie, à toute autre personne ou publié.

## DIRECTION

**Marc-Antoine Guillen**  
**Président**

+33 1 44 88 77 80  
maguillen@invest-securities.com

**Jean-Emmanuel Vernay**  
**Directeur Général**

+33 1 44 88 77 82  
jevernay@invest-securities.com

**Anne Bellavoine**  
**Directeur Général Adjoint**

+33 1 55 35 55 75  
abellavoine@invest-securities.com

## ANALYSE FINANCIÈRE

**Maxime Dubreil**  
**Technologie**

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

**Laurent Wilk**  
**Cleantech**

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

**Claire Barbaret**  
**Média / Stock-Picking**

+33 1 44 88 77 93  
cbarbaret@invest-securities.com

**Johann Carrier**  
**Stock-Picking**

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

**Martial Descoutures**  
**Pharma/ Biotechs**

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

**Bruno Duclos**  
**Immobilier**

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

**Peter Farren**  
**Biens de Consommation**

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

**Benoit Faure-Jarrosson**  
**Immobilier**

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

**Christian Guyot**  
**Biens de Consommation**

+33 1 80 97 22 01  
cguyot@invest-securities.com

**Matthieu Lavillunière**  
**Technologie**

+33 1 73 73 90 34  
mlavilluniere@invest-securities.com

**Vladimir Minot**  
**Immobilier**

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

**Jean-Louis Sempé**  
**Automobile**

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

**Thibaut Voglimacci**  
**Medtechs / Biotechs**

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

## SALLE DE MARCHE

**Sylvain Navarro**  
**Responsable Vente Secondaire**

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

**Pascal Hadjedj**  
**Responsable Vente Primaire**

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

**François Habrias**  
**Responsable Vente International**

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

**Eric d'Aillières**  
**Senior Advisor**  
+33 1 55 35 55 62  
edaillieres@invest-securities.com

**Claude Bouyer**  
**Vente Institutionnelle**

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

**Dominique Humbert**  
**Vendeur-Négociateur**  
+33 1 55 35 55 64  
dhumbert@invest-securities.com

**Bertrand Le Mollé-Montanguon**  
**Vente Institutionnelle**  
+33 1 55 35 55 74  
blmm@invest-securities.com

**Nicolas Michaux**  
**Vente Institutionnelle**  
+33 1 55 35 55 73  
nmichaux@invest-securities.com

**Ralph Olmos**  
**Vente Institutionnelle**

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

**Kaspar Stuart**  
**Vente Institutionnelle**  
+33 1 55 35 55 65  
kstuart@invest-securities.com

**Renaud Vallette Viallard**  
**Vente Institutionnelle**  
+33 1 72 38 26 32  
rvv@invest-securities.com

**Frédéric Vals**  
**Vente Institutionnelle**  
+33 1 55 35 55 71  
fvals@invest-securities.com

## SERVICES AUX ÉMETTEURS

**Thierry Roussilhe**  
**Responsable**

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

**Amaury Dada**  
**Chargé d'Affaires**

+33 1 73 73 90 31  
adada@invest-securities.com