

EMISSION D'ORNANES - CONTACT SOCIÉTÉ

## DILUTION MINIMALE POUR UNE FLEXIBILITÉ RETROUVÉE

L'émission de 20m€ d'ORNANES assorties de BSA annoncée le 6 juin aura un impact dilutif limité voire nul sur les BPA d'AgroGeneration. Ceci sera d'autant plus vrai si le groupe n'émet pas la totalité des 29 tranches. Or, AgroGeneration décide de l'émission des tranches facultatives. Etant données les bonnes récoltes annoncées pour 2018, un début de redressement du prix des matières premières agricoles et l'impact positif sur les résultats du remboursement des OSRANE 2015 (mars 2019), nous estimons que les 26 tranches facultatives ne seront pas toutes émises. Nous révisions marginalement notre objectif de cours à 0,59€ (vs 0,6€ préc). Opinion ACHAT maintenue.

### Une émission potentielle de 23% d'actions supplémentaires...

L'émission d'ORNANES assorties de BSA (cf p.3) annoncée le 6 juin et réservée à un fonds luxembourgeois (European High Growth Opportunities Securisation) peut atteindre 20m€. Un total de 64,8 millions de titres maximum peut être émis soit 23% de nouveaux titres. AgroGeneration peut obtenir un apport maximum de fonds propres de 25,75m€ (20m€ lié à la souscription des ORNANES et 5,75m€ liés à l'exercice des BSA).

### ... avec un impact dilutif limité sur les BPA....

AgroGeneration fera le point après l'émission des 3 premières tranches avant de réaliser les 26 tranches facultatives. Nous avons établi 3 scénarios pour estimer la dilution (détail p.5): le 1<sup>er</sup> considère qu'elle est totalement réalisée, le 2<sup>nd</sup> retient un arrêt de l'opération après les 3 tranches initiales et le 3<sup>ème</sup>, entre les deux, se base sur un montant émis proche de 10m€ au total. Dans le 1<sup>er</sup> cas, l'impact va jusqu'à 9,8% de dilution mais dans les deux autres cas, elle est limitée voire nulle. AgroGeneration décide de l'émission des nouvelles tranches. Du fait des bonnes récoltes 2018 annoncées, du redémarrage des prix des matières premières agricoles et du remboursement des OSRANES 2015 en mars 2019 (économie de 4,7m€), nous estimons que l'ensemble des ORNANES ne sera pas émis, limitant ainsi la dilution.

### ... au regard de la latitude financière retrouvée

L'indépendance financière d'AgroGeneration va être améliorée en :

- ✓ lui redonnant la possibilité de négocier avec ses fournisseurs. L'impact de la sécheresse de fin 2017 a amené à rallonger les délais de paiement fournisseurs, soit un coût d'environ 2,5m€ (impossibilité de négocier les prix) ;
- ✓ réduisant sa dépendance à une seule banque, Alfabank Ukraine, qui finance environ 93% de ses crédits de campagne (35m\$) ;
- ✓ lui permettant de faire face, si nécessaire, à de nouveaux aléas climatiques ;
- ✓ favorisant de nouvelles acquisitions qui permettraient d'accélérer la croissance.

### Un ajustement limité de notre valorisation

Notre objectif de cours, basé sur l'hypothèse d'une émission de l'ensemble des tranches, est légèrement ajusté à 0,59€ (vs 0,60€). L'impact positif de l'opération sur le LT et la réduction de la dette compensent la dilution. 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     | +0,0% | +0,0%  | +0,0%  |
| au 31/12      | 2018e | 2019e  | 2020e  |
| PE            | 8,8x  | 4,4x   | 3,2x   |
| VE/CA         | 1,82x | 1,39x  | 0,98x  |
| VE/EBITDA     | 6,5x  | 3,9x   | 2,5x   |
| VE/EBITA      | 9,5x  | 5,0x   | 3,0x   |
| FCF yield*    | 13,8% | 22,4%  | 36,9%  |
| 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 dilué (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      | +0,0%              | +0,3% | +3,7%    |
| Variation relative     | +3,1%              | -0,6% | +4,8%    |

Source : Factset, estimations Invest Securities

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

## Principales caractéristiques de l'opération

L'émission d'ORNANES assorties de BSA présente les caractéristiques suivantes:

- ✓ Une émission par tranche séparée de 20 jours minimum sur une durée totale maximale de 36 mois ;
- ✓ Une valeur de chaque ORNANE de 10 000€, remboursée soit en actions sur la base de 95% du plus bas cours d'AgroGeneration durant les 7 jours de bourse précédant la date de remboursement ou en numéraire sur la base du cours d'AgroGeneration le jour de la demande de remboursement ;
- ✓ Un BSA attaché à chaque ORNANE donnant droit à une action AgroGeneration (prix d'exercice : 130% du plus bas cours quotidien moyen pondéré sur les 10 jours de bourse précédant la date d'émission d'une tranche) ;
- ✓ 3 tranches initiales de 100 ORNANES émises les 3 et 31 juillet et le 28 août 2018, si l'AG donne son accord;
- ✓ 26 tranches facultatives (1 de 100 titres et les autres de 64), AgroGeneration ayant la faculté de décider de poursuivre l'émission entre chaque tranche à l'exception d'une tranche qui peut être émise à la demande de l'investisseur ;
- ✓ Sur les 3 premières tranches, une commission d'engagement de 5% payée en ORNANE sera prélevée. Sans que celle-ci soit déjà fixée pour les tranches suivantes, elle devrait être du même ordre ou légèrement inférieure. Les ORNANES ne portent pas d'intérêt et ont une maturité d'un an, date à laquelle elles doivent être converties.

Au total, ce sont 64,8 millions de titres supplémentaires qui pourraient être émis sur un total de 216,2 millions auparavant (y compris la dilution liée aux OSRANES de 2015), soit 23,1% de titres supplémentaires (en intégrant l'ensemble des titres liés aux OSRANES). Ces calculs sont réalisés sur un cours de référence de 0,39€. L'objectif est que les tranches émises soient converties et non remboursées en numéraire.

AgroGeneration peut obtenir 25,75m€ (20m€ liés à la souscription des ORNANES et 5,75m€ à l'exercice des BSA).

*Un nombre d'actions  
créés maximum de 64,8  
millions*

### Nombre d'actions maximum émis

| Emission   | Nombre d'actions<br>potentielles |
|--|----------------------------------|
| Première tranche de 100<br>BSA attachés à la première<br>tranche   | 2 782 935<br>992 038             |
| Emission liées aux deux tranches<br>suivantes (200 ORNANES)<br>BSA attachés aux deux tranches<br>suivantes | 5 565 870<br>1 984 076           |
| 26 tranches suivantes<br><br>BSA attachés aux 26 tranches<br>suivantes                                     | 45 057 044<br><br>8 432 322      |
| <b>Nombre d'actions maximales</b>  | <b>64 814 285</b>                |
| Nombre de titres avant<br>l'opération  | 216 150 516                      |
| <b>Nombre total de titres après<br/>l'opération</b>  | <b>280 964 801</b>               |

Source : Société, Invest Securities

Une dilution qui dépendra du nombre de tranches émises

La dilution dépendra du nombre de tranches émises. Nous avons établi trois scénarios :

- ✓ **Premier scénario, « fully diluted »** où l'intégralité des ORNANES est émise. Nous avons fait les hypothèses que :
  - 4 tranches facultatives seraient émises en 2018 et 2021 et 9 en 2019 et 2020, soit une émission étalée dans le temps ;
  - La commission d'engagement (payée en ORNANES) serait de 5% sur l'ensemble de l'émission même si elle peut être inférieure sur les 26 tranches facultatives ;
  - 5m€ du cash obtenu sert à améliorer les négociations avec les fournisseurs (baisse du surcoût financier dès 2018 et économies de coûts : 2,5m€ à partir de 2019) et que le cash restant diminuait d'autant la dette et donc les intérêts payés.

Dilution si l'intégralité des tranches est émises et les BSA exercés

|  | 2018e  | 2019e | 2020e     | 2021e     |
|--|--------|-------|-----------|-----------|
| Nombre de tranches facultatives réalisées  | 4      | 9     | 9         | 4         |
| Nombre d'ORNANES émises                    | 622    | 605   | 605       | 269       |
| Cash lié m€                                | 5,9    | 5,8   | 5,8       | 2,6       |
| Actions résultant de la conversion des BSA | 0      | 0     | 2 976 114 | 8 432 322 |
| Cash lié (m€)                              | 0      | 0     | 1,2       | 3,4       |
| Economies de coûts estimées (m€)           | 1,2    | 3,9   | 4,9       | 5,5       |
| Résultat estimé avant ORNANES              | 7,8    | 18,3  | 26,8      | 31,7      |
| Résultat estimé avec ORNANES               | 9,0    | 22,2  | 31,7      | 37,2      |
| BPA avant émission                         | 0,04   | 0,09  | 0,12      | 0,15      |
| BPA dilué après émission                   | 0,04   | 0,09  | 0,12      | 0,13      |
| Impact dilutif de l'émission               | -13,4% | 0,9%  | -3,9%     | -9,8%     |

Source : Invest Securities

En 2018, la dilution est importante dans la mesure où l'émission se fait au moment des récoltes de la campagne 2017/2018. Elle est moindre sur les exercices suivant même si elle devient plus importante en fin de période au moment de la conversion des BSA. Ceci est le cas dans nos trois scénarios.

Dans ce scénario, AgroGeneration passerait en cash positif de façon significative dès fin 2020 (7m€e), ce qui lui permettrait d'acheter des terres ou des capacités de stockage supplémentaires et contribuerait à accélérer la croissance des BPA. Nous n'avons pas intégré cet élément qui imiterait la dilution car il n'est pas possible de modéliser des acquisitions potentielles.

- ✓ **Second scénario : seules les 3 tranches initiales sont réalisées**

Dilution si seules les trois premières branches sont émises et les BSA liés exercés

|  | 2018e  | 2019e | 2020e     | 2021e |
|--|--------|-------|-----------|-------|
| Nombre de tranches facultatives réalisées  | 0      | 0     | 0         | 0     |
| Nombre d'ORNANES émises                    | 315    | 0     | 0         | 0     |
| Cash lié m€                                | 3,0    | 0,0   | 0,0       | 0,0   |
| Actions résultant de la conversion des BSA | 0      | 0     | 2 976 114 | 0     |
| Cash lié (m€)                              | 0      | 0     | 1,2       | 0,0   |
| Economies de coûts estimées (m€)           | 1,1    | 2,2   | 2,3       | 2,3   |
| Résultat estimé avant ORNANES              | 7,8    | 18,3  | 26,8      | 31,7  |
| Résultat estimé avec ORNANES               | 8,8    | 20,5  | 29,1      | 34,0  |
| BPA avant émission                         | 0,04   | 0,09  | 0,12      | 0,15  |
| BPA dilué après émission                   | 0,04   | 0,09  | 0,13      | 0,15  |
| Impact dilutif de l'émission               | -12,2% | 2,5%  | 3,2%      | 2,0%  |

Source : Invest Securities

La dilution devrait être limitée

Il apparaît que la dilution est plus importante en fin de période si la totalité des tranches est émise. Ceci provient du fait que les économies de coûts liées à l'amélioration de la relation avec les fournisseurs ont un impact plus important que celles liées à la baisse des frais financiers du fait de la réduction des montants empruntés pour les crédits de campagne. Donc si l'on n'intègre pas d'acquisition, les dernières tranches ont pour seul impact de faire baisser les frais financiers.

Si seules les trois premières tranches sont émises, l'économie de coûts sur les fournisseurs ne peut pas être intégralement réalisée. Notre hypothèse est qu'il faut 5m€ pour le faire, or, dans ce cas, les fonds reçus ne sont que de 3m€.

✓ **Troisième scénario: une émission proche de 10m€**

Le scénario d'une émission des seules trois premières tranches limiterait la latitude financière qu'AgroGeneration souhaite retrouver. Nous avons donc estimé qu'un scénario médian proche de 10m€ permettrait à AgroGeneration à la fois de faire face à des aléas possibles tout en limitant la dilution.

**Dilution pour une émission proche de 10m€**

|  | 2018e  | 2019e | 2020e     | 2021e     |
|--|--------|-------|-----------|-----------|
| Nombre de tranches facultatives réalisées  | 4      | 7     | 0         | 0         |
| Nombre d'ORNANes émises                    | 622    | 470   | 0         | 0         |
| Cash lié m€                                | 5,9    | 4,5   | 0,0       | 0,0       |
| Actions résultant de la conversion des BSA | 0      | 0     | 2 976 114 | 3 567 521 |
| Cash lié (m€)                              | 0      | 0     | 1,2       | 1,4       |
| Economies de coûts estimées (m€)           | 1,2    | 3,7   | 4,2       | 4,3       |
| Résultat estimé avant ORNANes              | 7,8    | 18,3  | 26,8      | 31,7      |
| Résultat estimé avec ORNANes               | 9,0    | 22,0  | 31,0      | 36,0      |
| BPA avant émission                         | 0,04   | 0,09  | 0,12      | 0,15      |
| BPA dilué après émission                   | 0,04   | 0,09  | 0,12      | 0,14      |
| Impact dilutif de l'émission               | -10,7% | 0,7%  | 0,6%      | -2,5%     |

Source Invest Securities

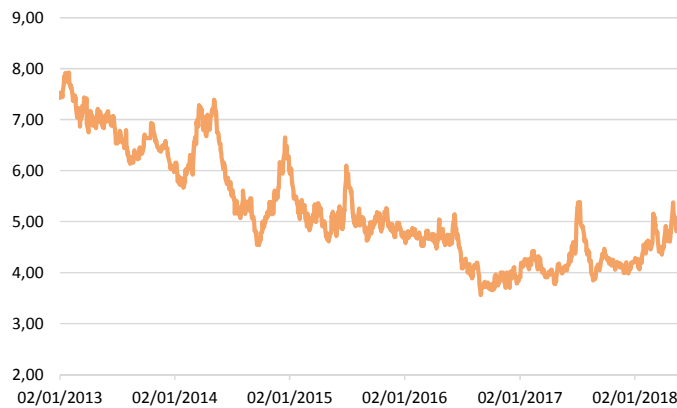
Sur la base de nos hypothèses, l'ensemble de ces scénarios montre que si AgroGeneration veut limiter au maximum sa dilution, une émission des seules trois premières tranches serait la meilleure option, mais si le groupe souhaite également améliorer sa flexibilité financière, le scénario 3 est préférable.

Le scénario « fully diluted » n'a de sens, à périmètre constant, que si de nouveaux aléas climatiques perturbent les récoltes, ce qui n'est pas le cas, à aujourd'hui, pour 2018. Un bon exercice 2018 en générant du cash-flow limiterait donc la nécessité d'émettre l'ensemble des tranches.

L'ensemble des tranches ne devrait pas être émise

Ces calculs montrent que, pour AgroGeneration, émettre la totalité des tranches n'est pas la solution optimale à moins d'avoir un projet d'acquisition qui offre une rentabilité élevée. Il est probable que l'émission des dernières tranches ne soit pas nécessaire car (i) le groupe devrait générer des CF positifs dès 2018, (ii) les récoltes 2018 devraient être bonnes, (iii) le prix des matières premières agricoles commence à se redresser et (iv) le remboursement des OSRANes 2015 en 2019 permettra une économie de frais financiers de 4,7m€.

Evolution du cours du blé

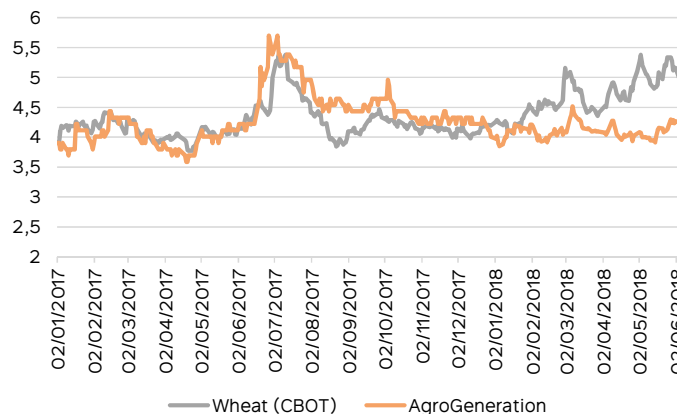


Source : FactSet

Cependant, le fait de disposer de 25m€ mobilisables reste une sécurité en cas de nouvel aléa climatique, par essence imprévisible.

Comme nous l'avons mentionné dans notre étude du 22 mai, le cours d'AgroGeneration est, depuis le début de 2017, corrélé à l'évolution du cours des matières premières agricoles. Les problèmes de sécheresse de fin 2017 et cette émission d'ORNANes ont conduit à une décorrélacion qui devrait n'être que temporaire et, ce d'autant plus, si l'émission d'ORNANes n'est pas réalisée en totalité et que la dilution est limitée.

Evolution du cours d'AgroGeneration comparativement à celui du blé

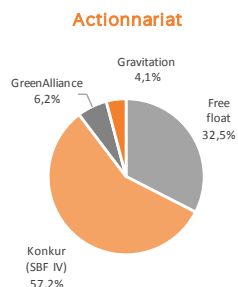


Source : FactSet

## THÈSE 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



| 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        | 0,26        |
| <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.   | 8,8x  | 4,4x  | 3,2x  |
| VE/CA                  | 3,18x | 2,50x | 2,21x | 1,84x | 2,50x  | 1,82x | 1,39x | 0,98x |
| VE/EBITDA              | n.s.  | 7,9x  | 6,5x  | 5,7x  | 14,9x  | 6,5x  | 3,9x  | 2,5x  |
| VE/EBITA               | n.s.  | 12,3x | 11,4x | 9,4x  | 165,3x | 9,5x  | 5,0x  | 3,0x  |
| FCF yield op. avt BFR  | n.s.  | 11,2% | 14,1% | 15,6% | 1,5%   | 13,8% | 22,4% | 36,9% |
| FCF yield opérationnel | n.s.  | 11,7% | 10,9% | 9,4%  | 0,2%   | 9,4%  | 16,9% | 32,0% |
| 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         | 85,2         | 85,2         | 85,2        |
| 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>127,1</b> | <b>113,7</b> | <b>88,5</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> |

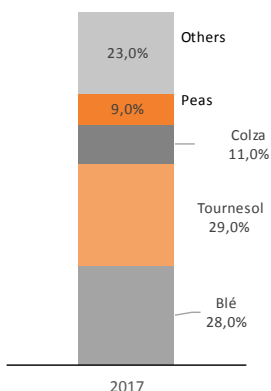
| Bilan                   | 2013        | 2014        | 2015        | 2016        | 2017        | 2018e       | 2019e       | 2020e      |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| Actifs immobilisés      | 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

### Répartition des récoltes 2017



### Prochains événements

Shareholders' meeting : 26 June 2018

## ANALYSE SWOT

### FORCES

- Taille significative avec 110 000 hectares contrôlés
- Situation financière saine grâce à l'OSRANE et à l'ORNANE
- 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

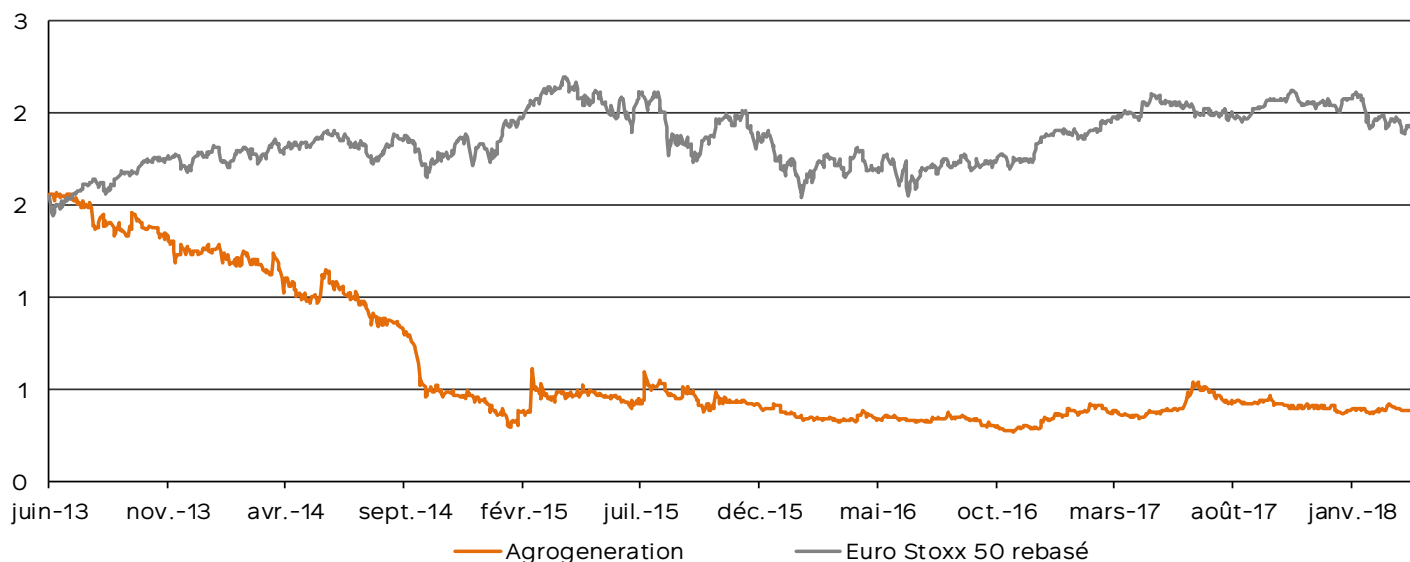
### OPPORTUNITES

- 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> | No                | No                                     | Yes                                  | No                              | No                   | No              | Yes               |

## 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**  
**Responsable Recherche**

+33 1 44 88 77 98  
mdubreil@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

**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

**Laurent Wilk**  
**Cleantech**

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

## SALLE DE MARCHÉ

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

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

**Eric d'Aillières**  
**Senior Advisor**

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

**François Habrias**  
**Vente Institutionnelle**

+33 1 55 35 55 70  
fhabras@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

**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

**Claude Bouyer**  
**Senior Advisor**

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