

RÉSULTATS S1 - CONTACT SOCIÉTÉ

EN ATTENDANT LA REMONTÉE DES PRIX

Les résultats du S1 confortent la stratégie du groupe d'optimiser son EBITDA alors que le prix des matières premières agricoles reste bas. Cette tendance favorable devrait se prolonger sur l'ensemble de l'année sous la condition que la fin des récoltes soit satisfaisante. Nous revoyons nos prévisions 2017 pour tenir compte de l'impact de la cession de 3800 hectares non encore remplacés. La situation financière se détend grâce à une amélioration de la génération de FCF et de la situation ukrainienne qui favorise le redémarrage du secteur bancaire. Notre objectif de cours est inchangé à 0,69€ du fait d'une nouvelle baisse du WACC. Opinion ACHAT maintenue.

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

Une bonne gestion de l'EBITDA

Les résultats du S1 2017 montrent à nouveau la capacité du groupe à générer un EBITDA positif (+2,6% à 5,95m€) en optimisant la répartition de ses différentes cultures dans un contexte où le prix des matières agricoles reste bas. La hausse des coûts de production au S1 est essentiellement liée à ce souci d'optimisation en augmentant la part de maïs qui nécessite plus d'intrants. Le strict contrôle des coûts depuis plusieurs exercices se poursuit et favorisera un fort effet de levier sur les résultats le jour où le prix des matières premières agricoles, dorénavant stabilisés sur un point bas, se redressera. Le résultat net est négatif de -0,3m€ mais serait positif de 0,4m€ si l'on exclut un élément exceptionnel de -0,7m€.

Une génération de CF et une situation financière qui s'améliorent

La génération de FCF est par nature négative sur le S1. Elle s'est cependant nettement améliorée au S1 2017 (-1,9m€ vs -4,7m€) grâce principalement à une baisse du BFR. AgroGeneration a recommencé à acheter de nouvelles machines. Son investissement sera de 5,7m€ en 2017 (3,4m€ au S1). La situation financière profite également de l'amélioration de la situation en Ukraine. Les taux des crédits de campagne sont passés de 15% à 12% tandis qu'AgroGeneration peut faire appel à de nouvelles banques. Alfa Bank Ukraine qui réalisait 95% de ces prêts il y a 2 ans, n'en représente plus que 75%.

Des prévisions 2017 ajustées pour prendre en compte la cession de 3800ha

AgroGeneration a cédé 3 800 hectares de terre début 2017. Ils doivent être remplacés par de nouvelles acquisitions (1 000ha ont déjà été achetés). L'impact sur l'EBITDA est de -0,9m€ au S1. Nous révisons nos prévisions 2017 à la baisse pour tenir compte de cet élément (nous avons retenu que ces hectares seraient rapidement remplacés). Notre CA passe de 71,8m€ à 69,2m€ et notre EBITDA de 21,5m€ à 19,7m€. Ces chiffres ne tiennent pas compte de l'impact de possibles aléas climatiques sur la fin des récoltes, notamment sur le tournesol (26% du CA). Le résultat net est impacté par des dotations aux amortissements plus élevées du fait des nouvelles acquisitions et passe à 4,5m€ vs 7,3m€. Notre objectif de cours est inchangé à 0,69€, la baisse des prévisions étant compensée par celle du WACC (15,71% vs 16,15%). Opinion ACHAT inchangée.

en € / action	2017e	2018e	2019e
BNA dilué	0,03	0,06	0,10
var. 1 an	+0,0%	+107,3%	+68,5%
Révisions	-29,8%	-3,7%	-2,6%

au 31/12	2017e	2018e	2019e
PE	15,7x	7,6x	4,5x
VE/CA	2,06x	1,63x	1,21x
VE/EBITDA	7,2x	5,3x	3,4x
VE/EBITA	12,4x	7,8x	4,5x
FCF yield*	16,6%	26,8%	41,0%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

\* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

Informations clés

Cours actuel (€)	0,46
Nb d'actions (m)	100,8
Capitalisation (m€)	46
Capi. flottante (m€)	15
ISIN	FRO010641449
Ticker	ALAGR-FR
Secteur DJ	Process Industries

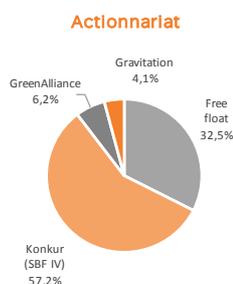
	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	+9,5%	-9,8%	+35,3%
Variation relative	+3,7%	-13,2%	+23,2%

Source : Factset, estimations Invest Securities

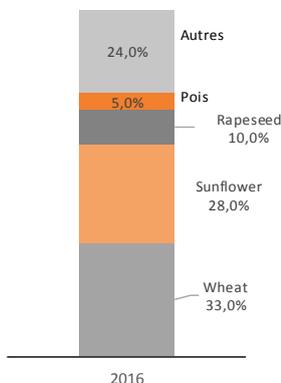
## THESE D'INVESTISSEMENT

La fusion d'AgroGeneration et d'Harmelia en 2013 a favorisé la création d'une entité ayant la taille critique avec 120 000 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 2016**



**Prochains événements**

n.a.

Données par action	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
BNA publié	-0,09	-0,03	-0,08	-0,01	0,05	0,11	0,21	0,27
<b>BNA corrigé dilué</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,00</b>	<b>0,03</b>	<b>0,06</b>	<b>0,10</b>	<b>0,13</b>
Ecart /consensus	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Ratios valorisation	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
P/E	n.s.	n.s.	n.s.	71,7x	15,7x	7,6x	4,5x	3,7x
VE/CA	3,18x	2,50x	2,21x	1,87x	2,06x	1,63x	1,21x	0,84x
VE/EBITDA	n.s.	7,9x	6,5x	5,8x	7,2x	5,3x	3,4x	2,2x
VE/EBITA	n.s.	12,3x	11,4x	9,6x	12,4x	7,8x	4,5x	2,9x
FCF yield op. avt BFR	n.s.	11,2%	14,1%	15,3%	9,8%	16,6%	26,8%	41,0%
FCF yield opérationnel	n.s.	11,7%	10,9%	9,3%	6,8%	11,6%	21,6%	36,9%
Rendement	n.s.							

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

Valeur d'Entreprise (m€)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Cours en €	1,52	0,92	0,44	0,33	0,46	0,46	0,46	0,46
Capitalisation	98,3	84,2	94,3	72,3	100,7	100,7	100,7	100,7
Dettes Nette	71,6	77,2	35,5	39,8	41,1	34,2	15,0	-14,0
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	0,5	0,5	0,5	0,5
+/- 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>112,6</b>	<b>142,4</b>	<b>135,4</b>	<b>116,3</b>	<b>87,2</b>

Compte résultat (m€)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
CA	53,7	64,6	58,9	60,3	69,2	83,3	96,0	103,5
var.	+63,7%	+20,3%	-8,9%	+2,4%	+14,9%	+20,3%	+15,2%	+7,9%
EBITDA	-9,8	20,4	20,0	19,4	19,7	25,7	34,4	39,0
<b>EBITA</b>	<b>-16,8</b>	<b>13,1</b>	<b>11,4</b>	<b>11,8</b>	<b>11,5</b>	<b>17,3</b>	<b>26,0</b>	<b>30,6</b>
var.	n.s.	n.s.	-13,1%	+3,2%	-2,5%	+50,3%	+50,3%	+17,7%
EBIT	-16,8	13,1	11,4	11,8	11,5	17,3	26,0	30,6
Résultat financier	-3,5	-36,2	-19,6	-12,5	-6,9	-5,9	-4,5	-3,1
IS	-0,2	0,0	0,2	-0,2	0,0	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	4,5	11,4	21,5	27,5
<b>RN pdg corrigé</b>	<b>-22,6</b>	<b>-21,7</b>	<b>-7,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>4,5</b>	<b>11,4</b>	<b>21,5</b>	<b>27,5</b>
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+152,3%	+88,2%	+27,8%

Tableau de flux (m€)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
EBITDA	-9,8	20,4	20,0	19,4	19,7	25,7	34,4	39,0
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	-5,7	-3,2	-3,2	-3,2
<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>14,0</b>	<b>22,5</b>	<b>31,2</b>	<b>35,8</b>
Variation BFR	13,5	0,9	-4,2	-6,8	-4,3	-6,8	-6,1	-3,6
<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>9,7</b>	<b>15,7</b>	<b>25,1</b>	<b>32,2</b>
Acquisitions/cessions	-0,2	-0,6	-1,0	-1,0	1,5	0,0	0,0	0,0
Variation de capital	12,9	41,7	33,8	21,0	0,0	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	-10,5	-8,8	-5,9	-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>0,6</b>	<b>7,0</b>	<b>19,2</b>	<b>29,1</b>

Bilan	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Actifs immobilisés	94,3	63,6	81,4	77,0	72,9	67,7	62,5	57,3
dont incorporels/GW	48,6	40,9	37,9	39,9	38,5	38,5	38,5	38,5
BFR	28,4	20,2	38,8	30,9	35,3	42,0	48,1	51,8
Capitaux Propres groupe	51,1	6,6	69,5	65,4	66,4	74,9	94,9	122,4
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	0,7	0,7	0,7	0,7
<b>Dettes fl. nette</b>	<b>71,6</b>	<b>77,2</b>	<b>50,6</b>	<b>41,8</b>	<b>41,1</b>	<b>34,2</b>	<b>15,0</b>	<b>-14,0</b>

hors dépôts de garantie

Ratios financiers (%)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
EBITDA/CA	n.s.	31,6%	34,0%	32,2%	28,5%	30,8%	35,8%	37,7%
EBITA/CA	n.s.	20,3%	19,4%	19,5%	16,6%	20,8%	27,1%	29,6%
RN corrigé/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	6,5%	13,7%	22,4%	26,5%
ROCE	n.s.	15,7%	9,5%	10,9%	10,6%	15,8%	23,5%	28,0%
ROE corrigé	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	6,8%	15,3%	22,6%	22,4%
DN/FP	140,2%	1175,0%	72,9%	63,8%	62,0%	45,7%	15,8%	n.s.
DN/EBITDA (en x)	n.s.	3,8x	2,5x	2,2x	2,1x	1,3x	0,4x	-0,4x

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

## ANALYSE SWOT

### FORCES

- ❑ Taille critique atteinte avec 120 000 hectares
- ❑ Situation financière saine grâce à l'émission de 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

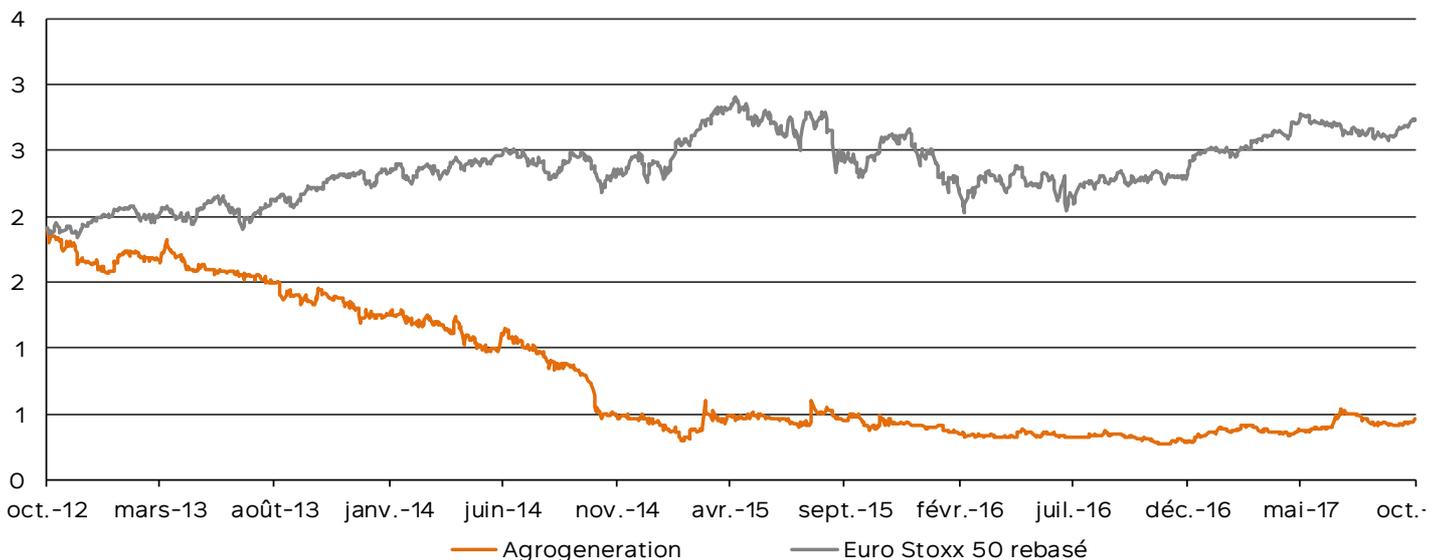
### OPPORTUNITES

- ❑ 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

- ❑ Reprise 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
Agrogenerati	Oui	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

**Benoît 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 MARCHÉ

**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