

### RÉSULTATS 2018 + CONTACT SOCIÉTÉ

## UNE MÉTÉO 2018 DIFFICILE MAIS DE SOLIDES PERSPECTIVES

Les mauvaises conditions climatiques ont pénalisé les résultats 2018 qui ressortent inférieurs à nos attentes avec un EBITDA de 5,6m€ (-39%, 9,8m€ att.) et un EBIT de -2,5m€ (vs 0,8m€ en 2017 et 3,6m€ att.). Bien qu'en réduction, la perte nette s'élève à -8,2m€ (-13,2m€ en 2017), pour un CA de 60m€ (+11%). L'exercice 2019 offre de meilleures perspectives au regard : 1) de l'apurement de la dette structurelle (remboursement OSRANE et prêt BERD), 2) du renforcement de la structure financière après la cession (37k ha pour 25m€) de droits sur des terres agricoles, 3) d'une campagne 2019 qui démarre dans de bonnes conditions avec une météo favorable. ACHAT et OC sous revue.

Johann Carrier  
+33 1 44 88 77 88  
[jcarrier@invest-securities.com](mailto:jcarrier@invest-securities.com)

### Sans surprise, les conditions climatiques pénalisent les résultats 2018

La campagne 2018 a été impactée par des conditions climatiques défavorables pour les récoltes précoces (blé, orge), dont les pertes n'ont pas pu être compensées par les bons rendements observés sur les récoltes tardives (tournesol, maïs). Dans ce contexte, la production 2018 de céréales et d'oléagineux recule de -9% à 328 100T. L'EBITDA 2018 (hors IFRS 5 et 16) ressort inférieur à notre attente à 5,6m€ (vs 9,1m€ en 2017 et 9,8m€ att.), pour un CA en ligne à 60m€. Un niveau d'amortissement plus élevé qu'anticipé creuse la perte d'exploitation à -2,5m€ (vs 0,8m€ en 2017 et 3,6m€ att.). Le RN réduit sa perte par rapport à 2017 (-13,2m€) à -8,2m€ (vs -2,0m€ att.).

### AgroGeneration : Résultats 2018 réalisés vs attentes

AgroGeneration	2017	2018			
	publié	publié	hors IFRS 5 et 16	att. IS	% chge
CA Total	54,2	41,0	60,0	60,1	-0,2%
var.	-10%		11%		
EBITDA publié	9,1	10,2	5,6	9,8	-43,4%
var.	-53%		-39%		
Marge EBITDA	17%	25%	9%	16%	
EBIT publié	0,8	1,5	-2,5	3,6	ns
var.	-93%		ns		
Résultats activités en cours de cession		-2,3			
RN publié	-13,2	-8,5	-8,2	-2,0	ns
var.	ns		ns		

Source : Société, Invest Securities

### Modifications comptables avec l'application des normes IFRS 5 et 16

Dans son CP, la société publie une double présentation des comptes 2018 intégrant d'une part le référentiel historique et d'autre part l'application des normes IFRS 5 et 16.

#### • IFRS 16 : contrats de location

A partir du 1<sup>er</sup> janvier 2019, la norme IFRS 16, relative aux contrats de location, est applicable. Pour AgroGeneration cette disposition concerne principalement les baux

.../...

en € / action	2018e	2019e	2020e
BNA dilué	0,00	0,06	0,10
var. 1 an	n.s.	n.s.	+71,5%
Révisions	+0,0%	+0,0%	+0,0%

au 31/12	2018e	2019e	2020e
PE	n.s.	2,7x	1,5x
VE/CA	1,35x	1,00x	0,65x
VE/EBITDA	8,3x	3,4x	1,8x
VE/EBITA	22,3x	4,6x	2,2x
FCF yield*	9,6%	25,1%	49,9%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

\* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

#### Informations clés

Cours actuel (€)	0,16
Nb d'actions dilué (m)	219,4
Capitalisation (m€)	34
Capi. flottante (m€)	35
ISIN	FR0010641449
Ticker	ALAGR-FR
Secteur DJ	Process Industries

	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	+14,2%	+28,4%	+31,6%
Variation relative	+7,8%	+14,0%	+12,7%

Source : Factset, estimations Invest Securities

commerciaux de terres agricoles conclus à LT (5 à 10 ans) puisque la société n'est pas propriétaire de ces terres.

Concrètement, AgroGeneration comptabilise au bilan ces baux commerciaux avec : 1) à l'actif, les droits d'utilisation amortis sur la durée des contrats de location, 2) au passif, les dettes relatives à ces contrats de location (ie paiements futurs). Appliquées à l'exercice 2018, les dettes locatives s'élèvent à 20,2m€ et portent l'endettement brut total à 64m€ (vs 43,8m€).

Au niveau du compte de résultat, IFRS 16 change la nature des charges puisque les charges d'exploitation de loyers sont remplacées par des charges financières.

- **IFRS 5 : Actifs non courants détenus en vue de la vente**

Suite à une revue stratégique, AgroGeneration a cédé sur le T1 2019 (cf ci-après) des droits au bail (37 700ha) qui ont été reclassés comme actifs destinés à la vente en application de la norme IFRS 5. Dans ce cas de figure, la société a déconsolidé 19m€ de CA (41m€ vs 60m€) tandis que le résultat de ces actifs a été isolé en résultat des activités en cours de cession (-2,2m€).

- **Principaux impacts des normes IFRS 5 et 16**

L'application des normes IFRS 5 et surtout IFRS 16 conduisent à une amélioration mécanique de l'EBITDA (10,2m€ vs 5,6m€) et de l'EBIT (1,5m€ vs -2,5m€) mais à un creusement du résultat financier (-7,8m€ vs -5,8m€). Au final, l'impact sur le RN est très limité (-8,5m€ vs -8,2m€) et l'adoption de ces normes n'a pas d'incidence cash.

### Apurement de la dette structurelle et baisse des frais financiers

Le 1<sup>er</sup> avril dernier, AgroGeneration a remboursé en actions la totalité des OSRANE émises en mars 2015 et procédé au paiement des intérêts relatifs à ce dernier trimestre. A l'issue de l'opération, le nombre d'actions en circulation s'élève à 221,6m (+112m). Cette opération combinée au remboursement du prêt octroyé par la BERD permet de réduire significativement la dette structurelle de la société qui passe de 9,8m€ à fin 2017 à 2,2m€ à fin 2018 (quasi-nulle aujourd'hui). En année pleine, la société devrait ainsi économiser environ 4,5m€ de frais financiers.

### Renforcement de la structure financière par cession de terres agricoles

Sur le T1 2019, la société a annoncé la cession des droits qu'elle détient sur les baux de terres agricoles d'une superficie totale de 37 700ha (35% du périmètre 2018) dont les ¾ se situent à l'ouest de l'Ukraine (régions de Zhytomyr et Ternopil) et le ¼ restant à l'est (région de Sumy). La valorisation de ces actifs (droits au bail + actifs biologiques) ressort à 25m€, soit 660€ par ha. Par ailleurs, la société précise que le matériel agricole et les stocks feront l'objet d'une vente séparée. A l'issue de ces opérations, AgroGeneration exploite une superficie totale de 70 000ha située dans l'est de l'Ukraine.

Ces opérations visent à renforcer la trésorerie de la société et à réduire les coûts de financement de son exploitation. Ainsi, les besoins de financement de la campagne 2019 auprès du partenaire bancaire Alfa-Bank Ukraine se limite à 20m\$ (vs 35m\$ précédemment).

### De solides perspectives 2019

L'apurement de la dette structurelle et le renforcement de la structure financière permettent à la société d'aborder l'exercice 2019 plus sereinement. De plus, la campagne 2019 a démarré dans de bonnes conditions avec 31 000ha semés (blé) sur un total de 70 000ha.

### Quels enseignements tirer des cessions d'actifs en terme de valorisation

Dans l'attente de la publication du rapport annuel 2018 (30 avril) et d'une mise à jour complète de notre modèle (IFRS 5 et 16 + diminution de la surface cultivée), nous suspendons notre objectif de cours.

Toutefois, sur la base du prix de vente des cessions réalisées au T1 2019, la valeur des terres en exploitation (70 000ha x 660€) ressort à 46,2m€, soit 0,21€ par titre. A ce montant, s'ajoute la valeur des matériels et des stocks qui s'élève à 58m€ au bilan à fin 2017. En retenant une quote part de 65% (70 000ha vs 107 700ha), les matériels et les stocks sont estimés à 37,1m€, soit 0,17€ par titre. Pour déterminer la valeur des capitaux propres, nous retranchons à la valeur d'entreprise (83,9m€) la dette nette actuelle estimée à 19,7m€ (DN fin 2018 de 41,7m€ - 22m€ encaissés suite à la cession des terres).

A travers cette approche, nous pouvons approximer la valeur d'AgroGeneration à 0,29€ par titre.

#### Approximation de la valorisation sur la base des cessions récentes d'actifs

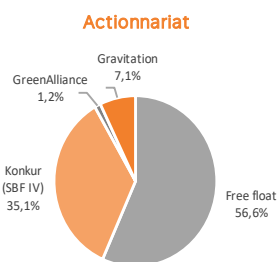
Valorisation	en m€	en €/titre*
Terres agricoles en exploitation (70 000ha)	46,2	0,21
Quote part des matériels & stocks (bilan 2017)	37,7	0,17
Valeur d'entreprise	83,9	0,38
Dette nette est. fin T1 2019	19,7	0,09
Valeur des capitaux propres	64,2	0,29
*221,5m d'actions		

Source : Société, Invest Securities

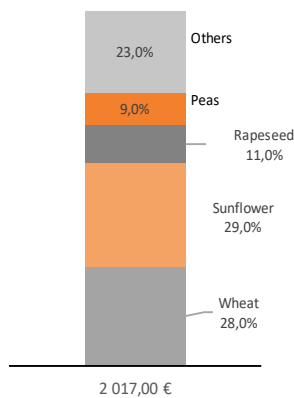
## THESE D'INVESTISSEMENT

La fusion d'AgroGeneration et d'Harmelia en 2013 a favorisé la création d'une entité ayant une taille importante (110 000 ha de terres agricoles exploitées en Ukraine et 70 000ha aujourd'hui). 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



Données par action	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
BNA publié	-0,09	-0,03	-0,08	-0,01	-0,12	-0,02	0,11	0,21
<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>0,00</b>	<b>0,06</b>	<b>0,10</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	2017	2018e	2019e	2020e
P/E	n.s.	n.s.	n.s.	69,3x	n.s.	n.s.	2,7x	1,6x
VE/CA	3,18x	2,50x	2,21x	1,84x	2,50x	1,36x	1,01x	0,66x
VE/EBITDA	n.s.	7,9x	6,5x	5,7x	14,9x	8,4x	3,4x	1,8x
VE/EBITA	n.s.	12,3x	11,4x	9,4x	165,3x	22,5x	4,7x	2,3x
FCF yield op. avt BFR	n.s.	11,2%	14,1%	15,6%	1,5%	9,5%	24,8%	49,0%
FCF yield opérationnel	n.s.	11,7%	10,9%	9,4%	0,2%	8,8%	14,5%	40,0%
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	0,16	0,16	0,16
Capitalisation	98,3	84,2	94,3	70,6	90,0	35,2	35,2	35,2
Dette Nette	71,6	77,2	35,5	39,8	45,4	46,7	41,5	21,8
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>81,9</b>	<b>76,7</b>	<b>57,0</b>

Compte résultat (m€)	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
CA	53,7	64,6	58,9	60,3	54,2	60,1	75,7	85,8
var.	+63,7%	+20,3%	-8,9%	+2,4%	-10,1%	+11,0%	+25,8%	+13,4%
EBITDA	-9,8	20,4	20,0	19,4	9,1	9,8	22,4	31,3
<b>EBITA</b>	<b>-16,8</b>	<b>13,1</b>	<b>11,4</b>	<b>11,8</b>	<b>0,8</b>	<b>3,6</b>	<b>16,3</b>	<b>25,2</b>
var.	n.s.	n.s.	-13,1%	+3,3%	-93,0%	+343,6%	+348,5%	+54,7%
EBIT	-16,8	13,1	11,4	11,8	0,8	3,6	16,3	25,2
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	-2,0	11,9	22,1
<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>-2,0</b>	<b>11,9</b>	<b>22,1</b>
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+85,2%

Tableau de flux (m€)	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
EBITDA	-9,8	20,4	20,0	19,4	9,1	9,8	22,4	31,3
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>7,8</b>	<b>19,0</b>	<b>27,9</b>
Variation BFR	13,5	0,9	-4,2	-6,8	-1,7	-0,5	-7,9	-5,2
<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>7,2</b>	<b>11,1</b>	<b>22,8</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>-1,3</b>	<b>5,3</b>	<b>19,7</b>

Bilan	2 013,00 €	2 014,00 €	2 015,00 €	2 016,00 €	2 017,00 €	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	30,8	38,7	43,9
Capitaux Propres groupe	51,1	6,6	69,5	65,4	56,1	51,2	61,7	83,8
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>46,7</b>	<b>41,5</b>	<b>21,8</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%	16,2%	29,6%	36,5%
EBITA/CA	n.s.	20,3%	19,4%	19,6%	1,5%	6,0%	21,5%	29,4%
RN corrigé/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	15,8%	25,8%
ROCE	n.s.	15,7%	9,5%	10,9%	0,8%	3,7%	15,8%	23,8%
ROE corrigé	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	19,4%	26,4%
DN/FP	140,2%	1175,0%	72,9%	63,8%	81,0%	91,3%	67,2%	26,0%
DN/EBITDA (en x)	n.s.	3,8x	2,5x	2,2x	5,0x	4,8x	1,8x	0,7x

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

### Prochains événements

nd

## 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

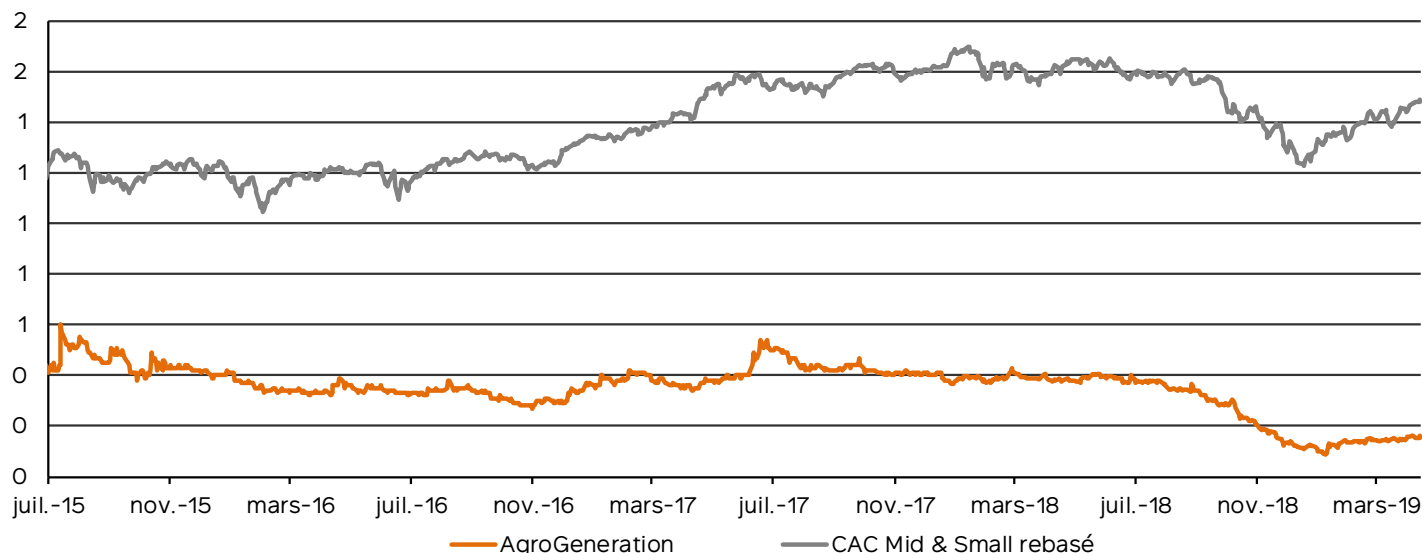
### OPPORTUNITES

- ❑ 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 diminue les rendements
- ❑ 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>AgroGeneration</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 Délégué**

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

**Pascal Hadjedj**  
**Directeur Général Adjoint**

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

## ANALYSE FINANCIÈRE

**Maxime Dubreil**  
**Responsable Recherche**

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

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

+33 1 44 88 77 88  
jcarrier@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, CFA**  
**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

**Olga Smolentseva**  
**Biotechs**

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

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

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

## SALLE DE MARCHÉ

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

+33 1 55 35 55 70  
fhabrias@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

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

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