

ETUDE DE MISE A JOUR

UN LEVIER TOUJOURS PLUS IMPORTANT

Si la situation en Ukraine se normalise progressivement favorisant une amélioration de l'état du système bancaire, les prix des matières premières agricoles restent bas même s'ils sont stabilisés. Dans ce contexte, les résultats 2016 d'AgroGeneration confortent ceux de 2015 et montrent la capacité du groupe à dégager un EBITDA largement positif. La baisse des frais financiers va favoriser le retour à un résultat positif dès 2017. A partir de 2018, l'effet de levier lié à un contrôle strict des coûts va favoriser un fort rebond des résultats lorsque le prix des matières premières agricoles progressera. Opinion ACHAT maintenue avec un objectif de cours de 0,69€ (vs 0,71€).

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

Si la situation en Ukraine est stabilisée....

La situation économique ukrainienne s'est rapidement détériorée en 2014/2015 suite au départ du président pro-russe Ianoukovitch qui a conduit à l'annexion de la Crimée et au conflit dans le Donbass. Depuis 2016, la situation se normalise grâce aux réformes fiscales et anti-corruption et à la reprise des financements du FMI en septembre. Le PIB de l'Ukraine progresse, l'inflation se résorbe et la monnaie locale (hryvnia) se stabilise. La condition du secteur bancaire s'améliore et les banques recommencent à prêter.

... le prix des matières premières agricoles ne remonte pas

Outre l'impact de cette situation économique dégradée, AgroGeneration est pénalisée depuis 2013 par la baisse continue du prix des matières premières agricoles. Si elle s'est poursuivie début 2016, elle s'est stabilisée depuis. La remontée des prix en 2017 devrait rester limitée du fait des importants stocks mondiaux de céréales. Elle devrait être plus nette en 2018, favorisée par l'impact des tendances de fonds sur la demande. Nous estimons que les prix pourraient retrouver leur niveau de 2013 en 2025. Par ailleurs, l'acquisition d'hectares complémentaires va contribuer à la croissance de l'activité.

Un effet de levier toujours plus important sur les résultats à terme

La poursuite d'un prix des matières premières agricoles bas et d'une situation économique augmentant le coût du financement des campagnes agricoles ont poussé le management du groupe à optimiser l'ensemble des coûts afin d'atteindre une marge d'EBITDA d'environ 30%. Cette rationalisation des coûts favorisera un effet de levier significatif et une progression de la marge d'EBITDA dès que les prix des matières premières agricoles se redresseront. La baisse des frais financiers liée à l'amélioration de la situation économique devrait permettre d'atteindre un résultat positif dès 2017.

Une valorisation qui reste attractive

Nous revoyons nos prévisions 2017/2018 à la baisse pour intégrer un redressement plus lent qu'anticipé du prix des matières premières agricoles (EBITDA 21,5m€/25,7m€ vs 25,5m€/33,5m€). Notre objectif de cours est abaissé à 0,69€ vs 0,71€, la révision de nos prévisions étant en partie compensée par celle du WACC (16,24% vs 20,42%).

en € /action	2017e	2018e	2019e
BNA dilué	0,04	0,06	0,11
var.1 an	+0,0%	+51,2%	+66,4%
Révisions	-53,5%	-47,3%	-38,1%

au 31/12	2017e	2018e	2019e
PE	7,9x	5,2x	3,1x
VE/CA	1,55x	1,25x	0,88x
VE/EBITDA	5,2x	4,0x	2,5x
VE/EBITA	8,2x	5,8x	3,2x
FCF yield*	21,7%	37,0%	64,1%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

Informations clés			
Cours actuel (€)	0,38		
Nb d'actions (m)	100,2		
Capitalisation (m €)	38		
Capi.flottante (m €)	12		
ISIN	FR0010641449		
Ticker	ALAGR-FR		
SecteurDJ	Process Industries		

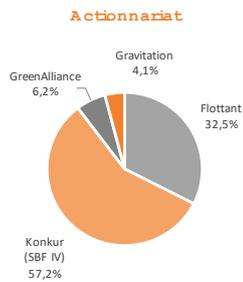
	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	+5,6%	+0,0%	+11,8%
Variation relative	+0,8%	-10,3%	+0,9%

Source : Factset, estimations Invest Securities

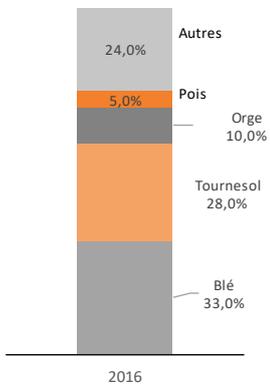
THESE D'INVESTISSEMENT

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	0,07	0,12	0,22	0,28
BNA corrigé dilué	-0,09	-0,03	-0,03	0,00	0,04	0,06	0,11	0,13
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	7,9x	5,2x	3,1x	2,6x
VE/CA	3,18x	2,50x	2,21x	1,87x	1,55x	1,25x	0,88x	0,54x
VE/EBITDA	n.s.	7,9x	6,5x	5,8x	5,2x	4,0x	2,5x	1,4x
VE/EBITA	n.s.	12,3x	11,4x	9,6x	8,2x	5,8x	3,2x	1,8x
FCF yield op. avt.BFR	n.s.	11,2%	14,1%	15,3%	17,4%	21,7%	37,0%	64,1%
FCF yield opérationnel	n.s.	11,7%	10,9%	9,3%	12,4%	16,4%	29,9%	57,6%
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 €	1,5	0,9	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Capitalisation	98,3	84,2	94,3	72,3	72,3	72,3	72,3	72,3
Dettes Nettes	71,6	77,2	35,5	39,8	38,9	31,0	12,2	-16,5
Valeurs 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
Valeur d'Entreprise (VE)	170,6	161,3	129,8	112,6	111,7	103,8	84,9	56,3

Compte résultat (m€)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
CA	53,7	64,6	58,9	60,3	71,8	83,3	96,0	103,5
var.		+20,3%	-8,9%	+2,4%	+19,2%	+16,0%	+15,2%	+7,9%
EBITDA	-9,8	20,4	20,0	19,4	21,5	25,7	34,7	39,3
EBITA	-16,8	13,1	11,4	11,8	13,7	17,8	26,6	31,0
var.		n.s.	-13,1%	+3,2%	+16,4%	+30,0%	+49,2%	+16,7%
EBT	-16,8	13,1	11,4	11,8	13,7	17,8	26,6	31,0
Résultat financier	-3,5	-36,2	-19,6	-12,5	-6,4	-5,9	-4,5	-3,1
S	-0,2	0,0	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
SME+M 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	7,3	11,9	22,1	27,9
RN pdg corrigé	-22,6	-21,7	-7,9	-0,9	7,3	11,9	22,1	27,9
var.		n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+64,6%	+85,0%	+26,4%

Tableau de flux (m€)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
EBITDA	-9,8	20,4	20,0	19,4	21,5	25,7	34,7	39,3
S 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	-2,0	-3,2	-3,2	-3,2
FCF op. net S avt BFR	-13,9	18,0	18,4	17,3	19,5	22,5	31,5	36,1
Variation BFR	13,5	0,9	-4,2	-6,8	-5,6	-5,5	-6,1	-3,6
FCF op. net S après BFR	-0,4	18,9	14,2	10,4	13,9	17,0	25,4	32,4
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 S	-13,8	-65,8	-51,7	-35,6	-9,6	-9,1	-6,5	-3,8
Free cash-flow publié	-1,5	-5,8	-4,7	-5,2	2,8	7,9	18,9	28,6

Bilan	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Actifs immobilisés	94,3	63,6	81,4	77,0	72,9	68,5	64,2	59,8
dont incorporels/GW	48,6	40,9	37,9	39,9	41,4	41,4	41,4	41,4
BFR	28,4	20,2	38,8	30,9	36,5	42,0	48,1	51,8
Capitaux Propres groupe	51,1	6,6	69,5	65,4	69,8	78,8	99,5	127,4
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
Dettes financières	71,6	77,2	50,6	41,8	38,9	31,0	12,2	-16,5

hors dépôts de garantie

Ratios financiers (%)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
EBITDA/CA	n.s.	31,6%	34,0%	32,2%	29,9%	30,9%	36,1%	37,9%
EBITA/CA	n.s.	20,3%	19,4%	19,5%	19,1%	21,4%	27,7%	30,0%
RN corrigé/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	10,1%	14,3%	23,0%	27,0%
ROCE	n.s.	15,7%	9,5%	10,9%	12,5%	16,1%	23,7%	27,8%
ROE corrigé	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	10,4%	15,1%	22,2%	21,9%
DN/FP	140,2%	1175,0%	72,9%	63,8%	55,8%	39,4%	12,2%	n.s.
DN/EBITDA (en x)	n.s.	3,8x	2,5x	2,2x	1,8x	1,2x	0,4x	-0,4x

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

SOMMAIRE

1 – Des risques désormais limités	p.4
1.1 Des indicateurs économiques mieux orientés	p.5
1.2 Un point bas du prix des matières premières agricoles	p.8
1.3 Quel impact pour AgroGeneration?	P.10
2 – Un effet de levier de plus en plus important sur les résultats à venir	p.13
2.1 Une gestion toujours plus rigoureuse des coûts	p.14
2.2 Un chiffre d'affaires qui évolue peu à court terme	p.16
2.3 Des marges qui progressent avec le prix des matières premières agricoles	p.18
2.5 Une génération de cash favorable à l'amélioration de la situation financière	p.19
3 – Une valeur de 0,69€/titre	p.22
3.1 Un DCF de 0,69€/titre	p.23
3.2 Une valorisation de 0,84€/titre par la méthode des comparables	p.25
3.3 Une valorisation de 0,69€/titre	p.26
Avertissement	p.27

1- ...DES RISQUES DÉSORMAIS LIMITÉS

1.1 Des indicateurs économiques mieux orientés	p.5
1.1.1 Un redémarrage du PIB et une réduction de l'inflation	p.5
1.1.2 Une stabilisation de la monnaie locale	p.6
1.1.3 Une amélioration de la situation du secteur financier	p.7
1.2 Un point bas du prix des matières premières agricoles	p.8
1.2.1 Des fondamentaux qui militent en faveur d'une hausse des prix....	p.8
1.2.2 mais des tendances court terme qui restent défavorables	p.8
1.3 Quel impact sur AgroGeneration?	p.10
1.3.1 Une amélioration des conditions de financement d'AgroGeneration	p.10
1.3.2 Une stratégie proactive pour compenser des prix bas	p.10
1.3.3 Une forte corrélation du cours avec les prix des matières premières agricoles	p.11

1 – Des risques désormais limités

Deux facteurs exogènes ont continué à peser sur AgroGeneration en 2016, mais de façon plus limitée qu'en 2015. D'une part, la situation économique, encore difficile, a conduit à une nouvelle baisse de la monnaie locale en début d'année et à une poursuite de la rarefaction des crédits. D'autre part, les prix des matières premières agricoles ont continué à baisser début 2016. Ces deux éléments se sont stabilisés sur le S2 2016. Si la situation économique va continuer à s'améliorer sur l'exercice en cours, une hausse du prix des matières premières agricoles ne devrait pas avoir lieu avant fin 2018 du fait de stocks importants qui ne s'écouleront que progressivement.

1.1 Des indicateurs économiques mieux orientés

Les situations politique et économique ukrainienne sont étroitement liées. La forte dégradation de la situation 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. L'exercice 2016 a vu la poursuite du statu quo dans les relations entre la Russie et l'Ukraine qui semble aujourd'hui devoir se poursuivre. Malgré une nouvelle dépréciation de la monnaie début 2016 et un secteur financier, la fin de l'année a vu une amélioration progressive de la situation avec la poursuite du soutien du FMI. Ce redressement progressif devrait se poursuivre en 2017 et 2018.

1.1.1 Un redémarrage du PIB et une réduction de l'inflation

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. Le gouvernement vise à réduire la corruption avec la création d'un bureau anti-corruption et la bureaucratie a été diminuée avec notamment la réduction des procédures administratives nécessaires pour créer un entreprise.

Le FMI a repris ses financements. La tranche de 1,7Mds\$ prévue en septembre 2015 a été réduite à 1Md\$ et a été versée en septembre 2016. Le déficit de 2016 devrait être de 3,7% et celui de 2017 est prévu à 3%.

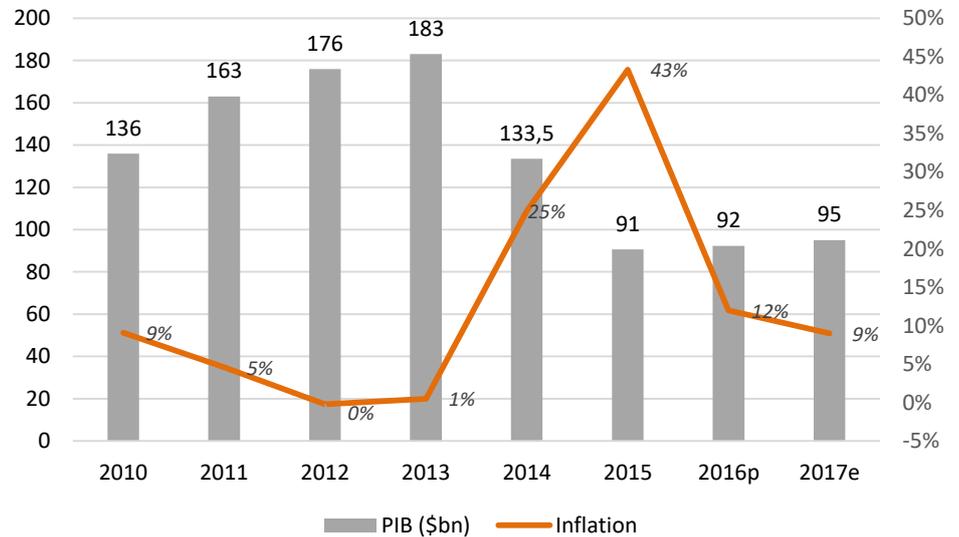
Le PIB a progressé de +2,2% en 2016 et pourrait être en hausse de +3% en 2017 et de +4% en 2018 et 2019.

Parallèlement l'inflation qui avait atteint +43% en 2015, se réduit significativement à +12% en 2016 et devrait être de l'ordre de +9% en 2017.

*Le PIB ukrainien progresse de
+2,2% en 2016*

1 – Des risques désormais limités

Evolution du PIB et de l'inflation en Ukraine



source : maex.mirjiri.com.ua, BNU

1.1.2 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 -25% en 2015 et de -10% en janvier 2016. Depuis, bénéficiant de l'amélioration de la conjoncture, elle s'est stabilisée.

La hryvnia s'est stabilisée sur la fin de 2016

Evolution du dollar par rapport à la hryvnia en 2017



Source : Exchange rates

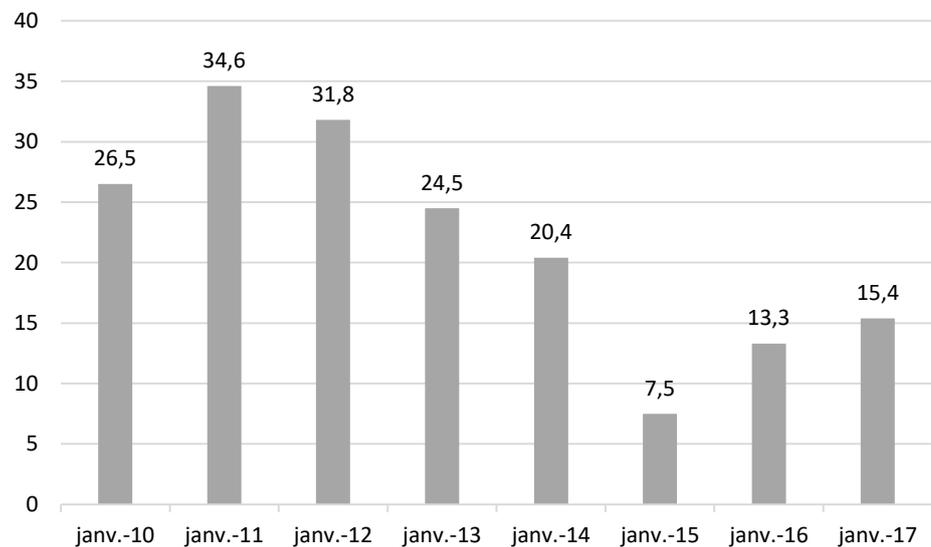
1 – Des risques désormais limités

1.1.3 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 au 1Md\$ de prêts accordés par le FMI, sachant qu'il reste 9,7Md\$ à verser sur les exercices à venir qui dépendent des mesures prises par l'Ukraine pour favoriser la lutte contre la corruption et le redressement du pays. Fitch a relevé le rating de l'Ukraine de CCC à B-.

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



Source : Banque Nationale d'Ukraine

Les risques systémiques du secteur financier ukrainien ont diminué durant l'année 2016. 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. Ces tendances devraient se poursuivre en 2017. Parallèlement, la Banque Nationale d'Ukraine devrait recapitaliser les principaux établissements bancaires.

Même si cela se fait doucement, les banques recommencent à prêter et le coût du crédit devrait diminuer. La Banque Nationale d'Ukraine espère que les banques puissent faire des profits à partir de 2017 après trois années de pertes.

Les banques ukrainiennes recommencent à prêter

1 – Des risques désormais limités

1.2 Un point bas 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 en forte hausse (augmentation de la population mondiale, urbanisation), ceux-ci sont en forte baisse depuis 2013 du fait d'une offre surabondante liées à des bonnes récoltes partout dans le monde. L'exercice 2016 a vu une nouvelle baisse des prix en début d'année, mais ceux-ci se sont stabilisés depuis à un point bas. Ils devraient progressivement se redresser. Nous avons retenu dans nos estimations un rebond à partir de 2018 avec un retour aux niveaux de prix de 2013 à fin 2025.

1.2.1 Des fondamentaux qui militent en faveur d'une hausse des prix....

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.

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.

1.2.2 ... mais des tendances à court terme qui restent défavorables

A court terme, les prix 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 minime de l'offre, les prix fluctuent fortement (loi de King).

Or à court terme les prix ont été pénalisés par:

- ✓ La faiblesse de la croissance économique mondiale. Selon le FMI, elle est passée de 5,5% en 2010 à 3,1% en 2016;
- ✓ Des stocks importants liés à cette production abondante qui vont se résorber progressivement.

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

... et l'offre diminuer

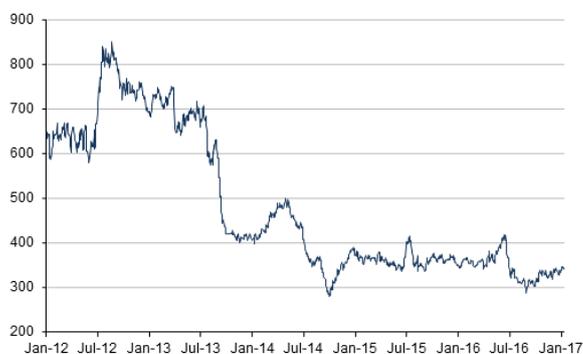
1 – Des risques désormais limités

- ✓ Une production importante 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.

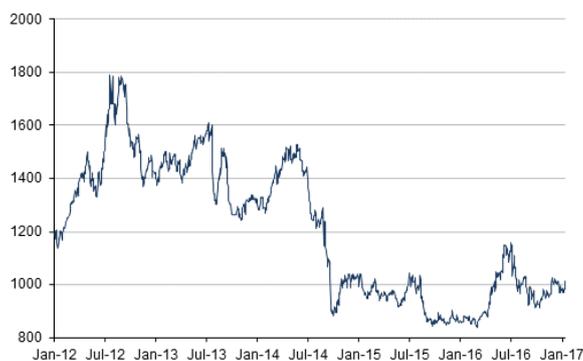
Ceci explique la forte chute du prix des matières premières agricoles depuis 2013.

Cette baisse touche l'ensemble des cultures comme le montre l'évolution des prix du maïs, du soja et du blé même si l'on constate un léger redémarrage des prix du soja en 2016 lié à de moindres productions au Brésil, aux USA, en Uruguay et en Chine et à la forte hausse des prix de l'huile de palme affectée par El Niño qui a favorisé les oléagineux.

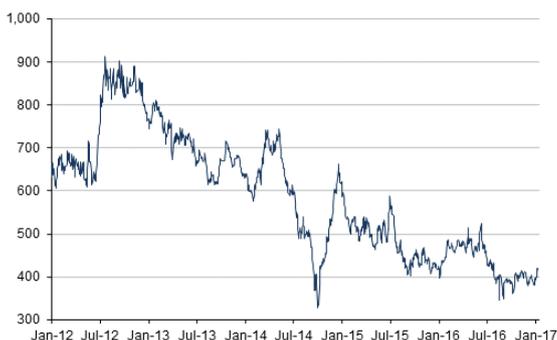
Evolution des prix du maïs



Evolution des prix du soja



Evolution des prix du blé



Source: Finances.net

La chute des prix atteint toutes les cultures

1 – Des risques désormais limités

1.3 Quel impact sur AgroGeneration?

La stabilisation de la situation ukrainienne et surtout l'amélioration progressive de la situation de son secteur bancaire vont avoir un impact positif sur le risque et les conditions du financement d'AgroGeneration. Par contre, la poursuite d'un bas niveau du prix des matières premières agricoles, s'il ne remet pas en cause un niveau de rentabilité opérationnelle du groupe satisfaisant l'oblige à un strict contrôle des coûts comme nous allons le voir en 2.1.

1.3.1 Une amélioration des conditions de financement d'AgroGeneration

La production agricole se caractérise par sa saisonnalité. Les coûts et le BFR atteignent leur pic au printemps, en amont de la récolte. Les rentrées de trésorerie se concentrent sur le second semestre, après la récolte. AgroGeneration a besoin de l'ordre de 35m\$ de crédits de campagne. Les problèmes du secteur financier ukrainien ont pesé sur ces financements et leur coût dans la mesure où seule une banque ukrainienne, Alfa-Bank a continué à financer l'essentiel de ses crédits de campagne alloués par tranches successives à 15% via un crédit revolving.

AgroGeneration a cherché à limiter ce risque en :

- ✓ Renforçant ses fonds propres, ce qui se fait progressivement au fur et à mesure de la conversion des OSRANE sachant qu'elle sera finalisée en mars 2019. Par ailleurs, le retour à un résultat net positif que nous attendons dès cette année favorisera la mise en réserve d'une partie de celui-ci;
- ✓ Augmentant les ventes à l'export, ce qui permet de réaliser des ventes à terme. Les subventions de l'Ukraine via la TVA sur les récoltes non exportées s'achèvent définitivement en 2017 ce qui explique également la volonté de plus exporter. Sur la production de 2016, AgroGeneration a réalisé 45% de ses ventes à l'export contre 35% sur celle de 2015 et cette tendance devrait s'accroître en 2017.

Mais au-delà de ces éléments, l'amélioration du secteur bancaire ukrainien va avoir un impact favorable sur les conditions de financement d'AgroGeneration. L'amélioration de la situation du secteur bancaire ukrainien va favoriser l'élargissement du nombre de banques auxquelles le groupe pourra faire appel. Ceci va non seulement limiter le risque lié au fait de n'avoir qu'une seule banque mais également favoriser une baisse des taux qui étaient encore d'environ 15% sur la campagne 2015/2016.

1.3.2 Une stratégie proactive pour compenser des prix bas

AgroGeneration a été impacté par la baisse des prix des matières premières essentiellement en 2013, au moment de la fusion avec Harmelia, où la chute a été rapide ce qui ne lui a pas permis d'ajuster ses coûts. Depuis, la poursuite de la baisse des prix des matières premières a continué à pénaliser le CA du groupe, même si en 2016, l'impact a été plus limité mais les coûts ont été systématiquement ajustés permettant de générer des niveaux de marge d'EBITDA satisfaisants.

Si la reprise des cours des matières premières agricoles ne devrait pas se matérialiser avant le second semestre 2018, ceux-ci semblent aujourd'hui avoir atteint un point bas comme le montre leur forte volatilité à la moindre bonne nouvelle (perspectives de moindres récoltes aux USA, reprise des commandes des pays du Moyen-orient, etc).

Le risque lié au financement devrait diminuer sensiblement

1 – Des risques désormais limités

Agrogeneration met tout en œuvre pour ne pas être pénalisé par les prix bas

Pour se protéger contre les fluctuations des cours des matières premières, AgroGeneration couvre une partie de sa production en faisant des ventes forward. L'objectif est de couvrir 30 à 40% de la production avant la moisson en vendant à un prix supérieur au budget. Les équipes de trading d'AgroGeneration profitent de toute hausse des cours. AgroGeneration a pré-vendu 12,5m\$ de sa récolte 2015/2016 et 12m\$ de celle en cours à Quadra Commodities.

Un agriculteur français couvre 70-80% de sa récolte mais les outils utilisés sont différents avec une corrélation plus forte avec les marchés financiers. Les cours des matières premières agricoles sont fixés soit sur le CBOT à Chicago, soit sur le MATIF à Paris, marchés sur lesquels il existe des futures et des options.

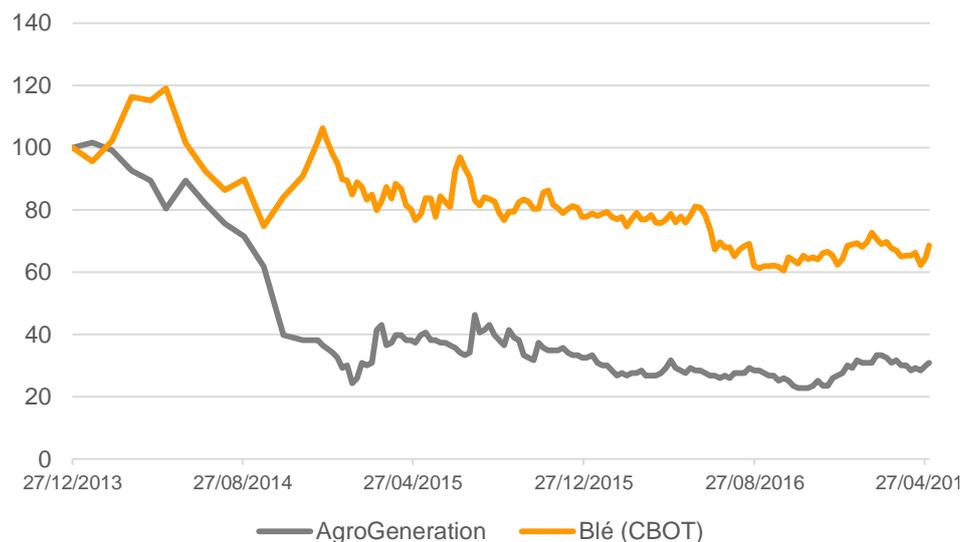
L'évolution des cours des matières premières agricoles avait poussé la société à ne pas constituer de stocks sur les exercices passés. En 2014 comme en 2015, une grande partie de la récolte avait été vendue même si en 2015, une partie avait été conservée pour les propres besoins en semences de la société. En 2016, des stocks plus importants ont été conservés qui peuvent être vendus en fonction des hausses temporaires de prix.

La principale action d'AgroGeneration pour compenser ces prix bas reste cependant la maîtrise de ces coûts et sa volonté de répartir les cultures en ayant pour objectif d'optimiser les EBITDA par hectare (cf 2.1)

1.3.3 Une forte corrélation du cours avec le prix des matières premières agricoles

Le cours boursier d'AgroGeneration a chuté plus fortement que le prix des matières premières agricoles depuis 2014. Ceci est logique car il intègre l'impact de la crise ukrainienne sur la situation financière d'AgroGeneration qui explique le fort décrochage à partir de la mi 2014.

Evolution du cours d'AgroGeneration par rapport à celui du blé depuis janvier 2014



Source : Factset

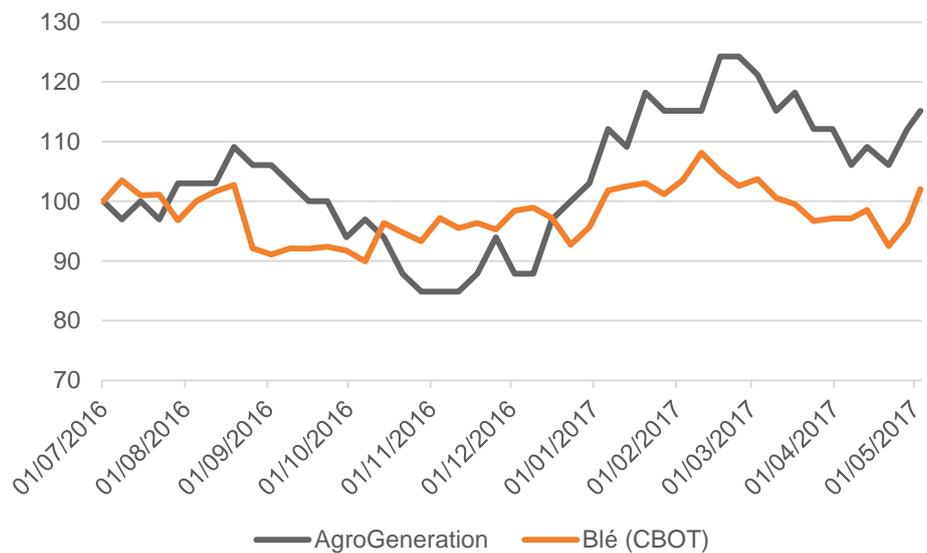
1 – Des risques désormais limités

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

A l'opposé, il est intéressant de noter que depuis juillet 2016, alors que les interrogations concernant la situation ukrainienne commencent à être levées et que la situation financière d'AgroGeneration s'est sensiblement améliorée après l'émission de l'OSRANE début 2015, le cours boursier d'AgroGeneration est beaucoup plus corrélé aux évolutions du prix des matières premières agricoles.

Ceci est logique dans la mesure où comme nous allons le voir en partie 2, la progression des résultats est en grande partie liée au rebond du prix des matières premières agricoles.

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



Source : Factset

2- UN EFFET DE LEVIER IMPORTANT SUR LES RÉSULTATS A VENIR

2.1 Une gestion toujours plus rigoureuse des coûts	p.14
2.2 Un chiffre d'affaires qui évolue peu à court terme	p.16
2.3 Des marges qui progresseront avec le prix des matières premières agricoles	p.18
2.4 Une génération de cash favorable à l'amélioration de la situation financière	p.19
2.4.1 Une génération de cash positive dès 2017	p.19
2.4.2 Une réduction rapide de la dette	p.20

2 - Un effet de levier de plus en plus important sur les résultats à venir

L'exercice 2015 avait validé le bien-fondé de la stratégie de réduction des coûts d'AgroGeneration dans un contexte où les prix des matières premières agricoles étaient restés bas et où la situation économique ukrainienne continuait à peser sur les frais financiers. La poursuite de cette politique en 2016 a, à nouveau, permis au groupe de publier des performances opérationnelles satisfaisantes malgré une poursuite de la baisse des prix des matières premières agricoles et de la hryvnia en début d'exercice. La situation devrait se normaliser à partir de 2017, les matières premières agricoles et la hryvnia ayant atteint un point bas. Nous sommes cependant plus prudents que dans notre dernière étude sur les perspectives de remontée des prix des matières agricoles et avons estimé très prudemment que ceux-ci ne retrouveraient les cours de 2013 qu'en 2025. Le levier financier lié à la réduction drastique des coûts devrait jouer au fur et à mesure de cette amélioration tandis que les frais financiers vont progressivement diminuer. Ces éléments vont favoriser une génération de cash positive qui permettra à AgroGeneration d'accélérer son développement via des opérations de croissance externe.

2.1 Une gestion toujours plus rigoureuse des coûts

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

Ses principaux coûts sont :

✓ La location de la terre

AgroGeneration s'occupe de l'exploitation de terres louées à des individus et, dans une moindre mesure, à l'Etat. Les champs sont très grands et peuvent appartenir à 100 propriétaires. AgroGeneration traite un peu plus de 35 000 baux de location dont la durée varie de 1 à 20 ans pour les terres louées à des individus et de 1 à 40 ans pour celles louées à l'Etat. Ces baux ont des loyers fixes. L'arrivée à échéance des baux et leur renouvellement se fait sur une base régulière. AgroGeneration s'appuie pour cela sur une équipe dédiée à la gestion des baux grâce à une base de données compilant leurs caractéristiques.

Le groupe optimise ses baux en regroupant ses exploitations en clusters qui peuvent être exploités sous la forme d'une entité opérationnelle unique, ce qui permet de réduire les coûts d'exploitation et d'optimiser le stockage.

Le coût des leases est un élément exogène qui devrait évoluer au même rythme que l'inflation. Par contre, l'organisation en clusters permet de rationaliser les coûts d'exploitation. C'est dans ce cadre qu'AgroGeneration projette de vendre 3 800 hectares en 2017 pour en racheter d'autres mieux situés par rapport aux clusters existants.

✓ Les coûts de personnel

AgroGeneration comptait 1 487 salariés à fin 2016. Ce nombre est à peu près stable à un niveau élevé par rapport à ce qui est constaté en Europe de l'Ouest et aux USA. Ceci est dû à l'existence d'un personnel auxiliaire important (sécurité, comptables et personnes en charge de la gestion des leases).

Les salaires devraient progresser sur les exercices à venir, l'inflation restant à un niveau élevé en Ukraine.

AgroGeneration loue les terres qu'il exploite

2 - Un effet de levier de plus en plus important sur les résultats à venir

✓ Les intrants

Ils comprennent tout ce qui est utilisé pour les récoltes, qu'il s'agisse des graines elles-mêmes ou de ce qui est nécessaire pour favoriser leur croissance c'est à dire les semences, les produits phytosanitaires (herbicides, insecticides, fongicides) et les engrais destinées à apporter aux plantes des compléments d'éléments nutritifs, de façon à améliorer leur croissance. L'évolution du poste intrants d'AgroGeneration dépend :

- du nombre d'hectares cultivés;
- du prix des matières premières agricoles, sachant qu'il y a une forte corrélation entre les deux, les fabricants de produits phytosanitaires et d'engrais s'ajustant aux revenus de leurs clients;
- du choix fait par AgroGeneration de privilégier la marge brute et l'EBITDA par hectare à la notion de rendement. La société optimise donc le coût de ses intrants et peut préférer des rendements inférieurs avec moins d'intrants si l'augmentation des rendements nécessite des coûts d'intrants importants. La récolte 2015/2016 a vu l'augmentation des coûts d'intrants d'AgroGeneration (+6% vs -18% en 2015) qui avaient été extrêmement limités sur les exercices précédents.

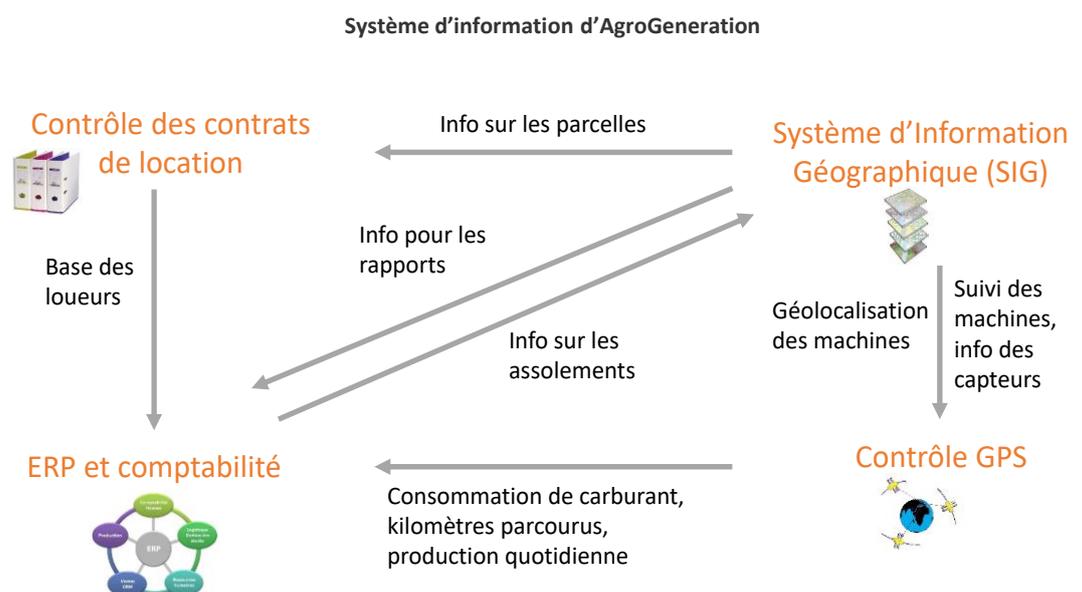
✓ Les autres coûts

Il s'agit essentiellement de l'essence dont les coûts sont liés à l'évolution des cours du pétrole, des devises et du nombre d'hectares cultivés et de la maintenance corrélée à l'évolution du nombre d'hectares cultivés et à l'évolution de la hryvnia.

Pour rationaliser au mieux ses coûts, AgroGeneration les pilote avec comme objectif d'optimiser l'EBITDA par hectare. Pour ce faire, un système d'information qui permet d'analyser très précisément l'ensemble des paramètres en les reliant les uns aux autres a été mis au point. Le groupe centralise certaines fonctions administratives et, sur le terrain, introduit des spécialistes techniques et des agronomes. Une rotation des cultures sur 5 ans a été mise en œuvre dans les exploitations d'AgroGeneration sur la base de calculs de rendements potentiels des cultures et d'espérances de rentabilité.

L'ensemble du processus de contrôle des coûts à tous les niveaux explique la bonne tenue de la marge d'EBITDA d'AgroGeneration dès 2014 malgré des prix des matières premières agricoles en fort recul. Un effet de levier significatif se fera sentir dès que le prix des matières premières agricoles recommencera à progresser.

La maîtrise des coûts est au cœur des préoccupations d'AgroGeneration



Source : Société

2 - Un effet de levier de plus en plus important sur les résultats à venir

2.2 Un chiffre d'affaires qui évolue peu à court terme

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. Par ailleurs, le groupe peut signer de nouveaux baux dont le principal impact sur les comptes se retrouve dans la variation de BFR. En 2017, AgroGeneration va échanger 3 800 hectares contre de l'ordre de 5 000 hectares. Ensuite, nous avons chiffré les signatures à 8 000 hectares/an à partir de 2018.
- ✓ La répartition par culture des terres cultivées, sachant qu'une rotation est effectuée chaque année afin de ne pas appauvrir les terres (notamment après la culture du tournesol). Ceci dépend du choix d'AgroGeneration qui cherche à optimiser ses marges. Après avoir privilégié le tournesol en 2016, la progression la plus importante en 2017 sera celle des cultures de maïs.
- ✓ 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. A nouveau, le groupe privilégie 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.

Les principales hypothèses retenues pour notre modèle sont :

- ✓ Après un exercice 2016 où ils ont été à nouveau en recul, les prix des matières premières agricoles devraient peu progresser en 2017. Les céréales vont continuer à être pénalisées par une offre mondiale élevée tandis que les oléagineux devraient voir leur prix se redresser légèrement. A partir de 2018, 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 2017 par rapport à 2016 hormis une progression du maïs par rapport aux autres cultures. Sur les exercices suivants, nous avons estimé qu'il y aurait peu de rotations hormis une hausse du tournesol (très rentable mais qui appauvrit les sols) tous les 3 ans;
- ✓ Des rendements stables par rapport à ceux de 2016 dans la mesure où AgroGeneration privilégie l'EBITDA par hectare aux rendements;
- ✓ Un change hryvnia/dollar stable par rapport aux niveaux actuels, les prix étant libellés en dollars. Ceci reflète la stabilisation actuelle des taux de change hryvnia/dollar depuis quelques mois (cf 1.1.2).

En 2017, nous attendons une hausse du chiffre d'affaires (+6,1%) liée à une légère progression des prix sur les oléagineux et à une plus forte proportion des ventes réalisées à l'export, pour lesquelles les prix sont plus élevés.

A partir de 2018, nous intégrons un redémarrage du prix des matières premières agricoles, ce qui, couplé à des surfaces cultivées qui augmentent grâce à la signature de nouveaux baux (estimée à 8000 hectares/an) devrait favoriser une hausse régulière du chiffre d'affaires.

Les prix devraient se redresser progressivement dès 2018

2 - Un effet de levier de plus en plus important sur les résultats à venir

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	2016p	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Hectares contrôlés	120 000	120 000	120 000	122 000	130 000	138 000	146 000	154 000
<i>Croissance</i>	0%	0%	0%	2%	7%	6%	6%	5%
Hectares exploités	103 366	108 000	108 985	109 000	119 600	126 960	134 320	140 140
Répartition/culture (ha)								
Blé	27 144	45 360	36 479	30 520	39 468	38 088	36 818	36 818
Colza	6 485	8 640	4 876	4 360	4 784	5 078	5 078	5 078
Orge	12 729	10 800	11 228	10 900	11 960	12 696	12 696	12 696
Maïs	8 400	5 400	5 437	10 900	11 960	12 696	12 696	12 696
Tournesol	32 043	19 440	29 988	31 610	26 312	33 010	36 818	36 818
Pois	11 452	9 720	11 587	13 080	15 548	13 966	13 966	13 966
Soja	4 018	7 560	8 354	6 540	8 372	10 157	7 618	7 618
Autres	1 094	1 080	1 036	1 090	1 196	1 270	1 270	1 270
En pourcentage								
Blé	26%	42%	33%	28%	33%	30%	29%	29%
Colza	6%	8%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Orge	12%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Maïs	8%	5%	5%	10%	10%	10%	10%	10%
Tournesol	31%	18%	28%	29%	22%	26%	29%	29%
Pois	11%	9%	11%	12%	13%	11%	11%	11%
Soja	4%	7%	8%	6%	7%	8%	6%	6%
Autres	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Rendements (t/ha)								
Blé	5,2	4,1	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Colza	2,9	2,6	2,0	2,5	2,7	2,7	2,7	2,7
Orge	4,7	4,2	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Maïs	6,5	4,9	6,8	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Tournesol	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Pois	2,2	1,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Soja	1,8	1,5	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9
Autres	11,6	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9
Moyenne	3,9	3,5	3,6	3,7	3,8	3,8	3,8	3,8
Production (tonnes)								
Blé	142 054	188 000	155 948	130 473	168 726	162 826	157 399	157 399
Colza	18 682	22 560	9 752	10 900	12 917	13 712	13 712	13 712
Orge	60 248	45 120	45 882	44 542	48 873	51 881	51 881	51 881
Maïs	54 571	26 320	36 972	76 300	83 720	88 872	88 872	88 872
Tournesol	79 840	48 880	74 970	79 025	65 780	82 524	92 046	92 046
Pois	25 640	18 800	34 213	39 240	46 644	41 897	41 897	41 897
Soja	7 287	11 280	15 037	11 772	15 070	19 298	14 473	14 473
Autres	12 642	15 040	14 427	15 179	16 655	17 680	17 680	17 680
Total	400 964	376 000	387 200	407 431	458 385	478 690	477 960	477 960
Prix moyen TTC (€/t)								
Blé	164	130	124	126	136	148	160	173
Colza	322	310	330	337	352	367	383	400
Orge	145	115	101	103	114	127	141	156
Maïs	135	110	101	103	113	124	135	148
Tournesol	312	385	272	277	302	328	357	389
Pois	200	254	249	254	267	280	294	309
Soja	416	400	400	408	419	431	442	455
Autres	200	200	100	102	104	106	108	110
Valeur de la production TTC (m€)								
Blé	23,3	24,4	19,3	16,4	23,0	24,0	25,1	27,2
Colza	6,0	7,0	3,2	3,7	4,5	5,0	5,3	5,5
Orge	8,8	5,2	4,6	4,6	5,6	6,6	7,3	8,1
Maïs	7,4	2,9	3,7	7,9	9,5	11,0	12,0	13,2
Tournesol	24,9	18,8	20,4	21,9	19,9	27,1	32,9	35,8
Légumes	5,1	4,8	8,5	10,0	12,5	11,7	12,3	13,0
Soja	3,0	4,5	6,0	4,8	6,3	8,3	6,4	6,6
Autres	2,5	3,0	1,4	1,5	1,7	1,9	1,9	2,0
Production TTC	81,1	70,6	80,7	85,0	99,5	114,8	123,9	133,5
Production HT	64,6	58,9	67,2	70,8	83,0	95,7	103,3	111,2
TVA (20%)	16,5	11,8	13,4	14,2	16,6	19,1	20,7	22,2
Production stockée								
En tonnes			78 000	80 340	82 750	85 233	87 790	90 423
En valeur			11,5	12,1	13,4	14,8	16,4	18,2
CA liée à la vente de la production								
CA lié aux ventes de stocks de N-1			3,5	12,0	12,6	13,9	15,4	17,1
Prestations et services			1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3
CA total			60,3	71,8	83,3	96,0	103,5	111,4

Source : Invest Securities

2 - Un effet de levier de plus en plus important sur les résultats à venir

2.3 Des marges qui progresseront avec le prix des matières premières agricoles

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.
- ✓ La progression des coûts telle que nous l'avons évoquée en 2.1 et qui est principalement liée à l'évolution du nombre d'hectares cultivés, aux 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 2016, une variation de 10% des hypothèses de calcul des actifs biologiques aurait un impact de +/- 2,3m€ sur la marge brute.
- ✓ La disparition des subventions d'exploitation liées à la TVA. Jusqu'en 2014, l'entreprise déduisait de la TVA perçue, la TVA payée à ses fournisseurs. Le solde était conservé par l'entreprise. Ce mécanisme a été supprimé, faisant partie des mesures de rigueur demandées par le FMI. En 2014, AgroGeneration avait touché 6,4m€ de subventions. Ce montant est tombé à 3,4m€ en 2015 et à 1m€ en 2016 pour disparaître en 2017. AgroGeneration compense partiellement ce manque à gagner en réalisant plus d'exportations dont les prix de vente sont plus élevés.

Le contrôle des coûts favorise une progression des marges

- ✓ 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. En 2014 et 2015, elles ont été très élevées même si une grande partie n'a pas eu d'impact sur le cash. Elles sont déjà beaucoup moins importantes en 2016, le recul de la hryvnia ayant été limité à -8,5% par rapport à l'euro (-11,4% par rapport au dollar). La situation financière d'AgroGeneration s'étant sensiblement améliorée, les pertes de change porteraient essentiellement sur le prêt d'Alfa-Bank (35m\$) s'il n'était plus reconduit en crédit « revolving ». Les pertes de change devraient se réduire très sensiblement à partir de 2017, la hryvnia étant quasiment stabilisée.

Evolution des pertes de change d'AgroGeneration

k€	2014	2015	2016
Total des pertes de change non réalisées	14 860	10 859	2 982
Pertes de change réalisées	12 316	2 491	1 752
Total pertes de change	27 176	13 350	4 734

Source : Société

2 - Un effet de levier de plus en plus important sur les résultats à venir

Ces éléments nous amènent au compte de résultat prévisionnel suivant :

Prévisions de résultats d'AgroGeneration

m€	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
CHIFFRE D'AFFAIRES	58,9	60,3	71,8	83,3	96,0	103,5	111,4
Var. de la juste valeur des PF et ajustement de JV des PF vendus	1,2	3,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Variation JV des actifs biologiques	4,8	1,0	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1
Achats matières premières, service et location	-35,2	-37,2	-41,6	-47,6	-50,3	-53,0	-55,4
VALEUR AJOUTEE	29,7	27,7	31,9	37,3	47,4	52,1	57,6
Marge sur la VA	50,5%	46,0%	44,3%	44,8%	49,3%	50,3%	51,7%
Salaires & charges	-6,6	-6,6	-7,0	-7,9	-8,6	-9,3	-10,0
Subventions d'exploitation (TVA)	3,4	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres charges	-6,4	-2,7	-3,4	-3,7	-4,1	-4,5	-5,1
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBITDA)	20,0	19,4	21,5	25,7	34,7	39,3	43,5
Marge d'EBE	34,0%	32,2%	29,9%	30,9%	36,1%	37,9%	39,0%
Amortissements	-8,6	-7,6	-7,8	-7,9	-8,1	-8,2	-8,4
Total DAP nettes	-8,6	-7,6	-7,8	-7,9	-8,1	-8,2	-8,4
RESULTAT OPERATIONNEL	11,4	11,8	13,7	17,8	26,6	31,0	35,1
Marge opérationnelle	19,4%	19,5%	19,1%	21,4%	27,7%	30,0%	31,5%
Produits financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Charges financières	-7,9	-7,4	-6,4	-5,9	-4,5	-3,1	-3,1
Autres charges financières & impact change	-11,7	-5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Résultat financier	-19,6	-12,5	-6,4	-5,9	-4,5	-3,1	-1,1
RESULTAT COURANT	-8,2	-0,7	7,3	11,9	22,1	27,9	34,0
IS	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RESULTAT NET PART DU GROUPE	-7,9	-0,9	7,3	11,9	22,1	27,9	35,0
Marge nette	-13,5%	-1,5%	10,1%	14,3%	23,0%	27,0%	31,4%

Source : Invest Securities

Nous attendons une marge d'EBITDA de 39% 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 39% en 2021. La légère baisse en 2017 est liée à un mix de cultures moins favorable à la marge d'EBITDA (plus de maïs). La bonne maîtrise des coûts va conduire à un effet de levier important sur les marges dès que les prix remonteront.

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

2.3.1 Une génération de cash positive dès 2017

Si l'on inclut l'ensemble des frais financiers dans le calcul du FCF, celui-ci a été négatif en 2016. Par contre, si l'on y intègre uniquement les frais financiers liés au financement du BFR (crédits de campagne principalement auprès de Alfa-Bank), soit environ 4m€, le FCF serait positif de 5,6m€.

La bonne tenue des performances opérationnelles du groupe va favoriser le retour à une génération de free cash flow positive dès 2017 grâce à :

- ✓ Une amélioration de la capacité d'autofinancement, le résultat étant positif et les pertes de change moins importantes qu'en 2016.

2 - Un effet de levier de plus en plus important sur les résultats à venir

- ✓ Une variation de BFR qui devrait être inférieure à celle de 2016 qui a été marquée par une hausse importante des stocks (11m€). Si les stocks resteront probablement à des niveaux plus élevés à l'avenir, c'est en 2016 que la variation de stocks est la plus élevée.
- ✓ Des investissements essentiellement liés aux nouveaux baux qui devraient être limités à des signatures de 5 000 nouveaux hectares en 2017 et de 8 000 hectares/an à partir de 2018.
- ✓ La conversion des OSRANE en mars 2019 qui contribuera à la diminution des frais financiers (de l'ordre de 4,8m€/an).

Tableau de flux d'AgroGeneration

m€	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Résultat net	(7,9)	(0,9)	7,3	11,9	22,1	27,9	35,0
DAP nettes	(7,0)	(7,6)	(7,6)	(7,6)	(7,6)	(7,6)	(7,6)
Autres impacts non cash et pertes de change	6,5	(0,2)	(2,9)	(2,9)	(1,5)	0,0	0,0
Cash Flow Brut	5,6	6,5	11,9	16,6	28,2	35,5	42,5
Variation du BFR	(4,2)	(6,8)	(5,6)	(5,5)	(6,1)	(3,6)	(3,8)
Cash Flow opérationnel	1,4	(0,4)	6,3	11,1	22,1	31,8	38,7
Investissements	(1,6)	(2,1)	(2,0)	(3,2)	(3,2)	(3,2)	(3,2)
<i>dt investissements de maintenance</i>	<i>(1,6)</i>	<i>(2,1)</i>	<i>(2,0)</i>	<i>(3,2)</i>	<i>(3,2)</i>	<i>(3,2)</i>	<i>(3,2)</i>
Investissements financiers	(1,1)	(1,1)	(1,5)	0,0	0,0	0,0	0,0
Cessions immobilisations	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow lié aux investissements	(2,6)	(3,1)	(3,5)	(3,2)	(3,2)	(3,2)	(3,2)
Distribution	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emission de dettes	32,0	21,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Remboursement de dettes	(30,6)	(16,5)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	0,0
Gains/pertes de change	(3,5)	(1,7)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow financier	(0,3)	2,8	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	0,0
Variation du cash	(1,5)	(0,7)	1,6	6,6	17,6	27,4	35,5

Source : Invest Securities

**Nous attendons une
génération positive de CF à
partir 2017**

En prenant en compte ces différents éléments, nous arrivons à une génération de cash (yc le cash flow financier) positive de 1,6m€ en 2017.

La génération de cash devrait s'accroître sur les exercices suivants ce qui va permettre de financer les crédits de campagne sans recourir à des niveaux élevés de dette court terme et de commencer à réaliser des opérations de croissance externe 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.

2.3.2 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.

2 - Un effet de levier de plus en plus important sur les résultats à venir

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.

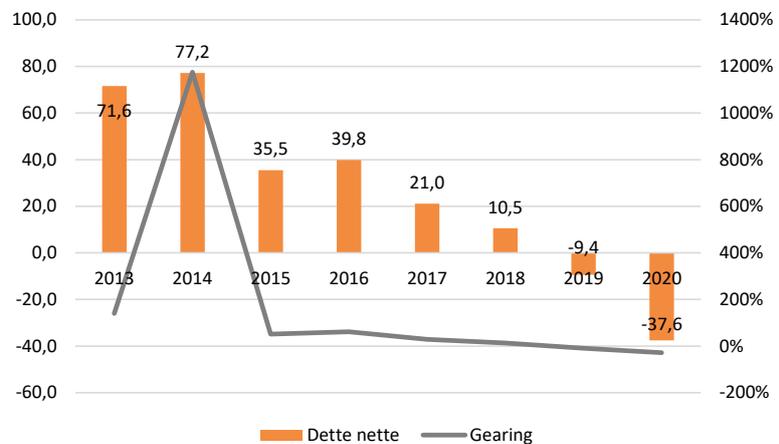
Par ailleurs, les actifs immobilisés de la société ont été dévalués de 44,9m€ en 2013 et de 22,2m€ en 2014, ce qui a eu un impact sur les capitaux propres du groupe. En 2015, elle a pu faire réévaluer ses actifs corporels par un expert indépendant pour 38,2m€, se décomposant en une augmentation de 39,9m€ 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€ des autres immobilisations portée dans le compte de résultat.

Ces deux mouvements ont permis de significativement diminuer le gearing qui n'est plus que de 61% à fin 2016.

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 libor+8% à libor+ 8,5%.

AgroGeneration devrait être en trésorerie nette positive à partir de 2020

Evolution de la dette nette et du gearing



Source : Invest Securities

Le bilan devrait repasser en situation de trésorerie nette positive à partir 2020 hors opérations de croissance externe.

3- UNE VALEUR DE 0,69€/TITRE

3.1 Un DCF de 0,69€/titre	p.23
3.1.1 Un WACC de 16,15%	p.23
3.1.2 Hypothèses retenues	p.23
3.1.3 Une valeur de 0,69€/titre	p.23
3.1.4 Analyse de sensibilité	p.24
3.2 Une valorisation de 0,84€/titre par la méthode des comparables	p.25
3.3 Une valorisation de 0,69€/titre	p.26

3 – Une valeur de 0,69€/titre

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. Sur cette base, plus prudente que celle retenue précédemment, nous n'ajustons que marginalement notre valorisation à 0,69€ vs 0,71€. La baisse du WACC de 20,42% à 16,12% compense en partie une croissance des CF plus lente qu'initialement escomptée.

3.1 Un DCF de 0,69€/titre

3.1.1 Un WACC de 16,15%

Les principales hypothèses retenues dans le calcul du WACC sont :

- ✓ un taux « sans risque » qui est celui des taux longs en Ukraine, soit de 15,2%, en baisse depuis notre dernière étude (16,5%). 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 ». Elle est à peu près stable depuis notre dernière étude (6,43% vs 6,47%);
- ✓ un Bêta de 1,2 pour retenir une plus grande volatilité du cours par rapport au marché. Comme nous l'avons montré en 1.3.3, le cours de bourse d'AgroGeneration est dorénavant fortement corrélé à l'évolution du cours des matières premières agricoles qui sont très volatils.

Ces éléments nous donnent un WACC de 16,15%, en baisse par rapport à celui de notre dernière étude (20,42%), grâce à la détente sur les taux longs ukrainiens favorisée par la normalisation progressive de la situation économique. Il est probable que cette décade se poursuive sur les mois à venir, ce qui contribuerait à la revalorisation du titre dans un contexte où les prix de matières premières agricoles ne devraient plus baisser.

Le taux sans risque ukrainien reste très élevé

Calcul du WACC	
Prime de Marché	6,43%
Taux sans risque	15,20%
Beta	1,20
Coût des fonds propres	22,92%
Coût de la dette	11,80%
Taux d'imposition	0,00%
Coût net de la dette	11,80%
Taux d'actualisation	16,15%

Source : Invest Securities

3.1.2. Hypothèses retenues

Nos calculs se basent sur nos prévisions jusqu'en 2026.

Pour le calcul de la valeur terminale, nous avons retenu le chiffre d'affaires de 2026 et lui avons appliqué une marge opérationnelle de 31,5% équivalente à celle atteinte en 2021.

3 – Une valeur de 0,69€/titre

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

Ceci nous amène aux prévisions suivantes :

En m€	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	71,8	83,3	96,0	103,5	111,4	118,1	122,8	125,3	127,2	128,4
Croissance	+17,5%	+16,0%	+15,2%	+7,9%	+7,6%	+6,0%	+4,0%	+2,0%	+1,5%	+1,0%
Résultat d'Exploitation	13,7	17,8	26,6	31,0	35,1	37,2	38,7	39,5	40,0	40,4
Marge d'exploitation	19,1%	21,4%	27,7%	30,0%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%	31,5%
DAP nettes	-7,8	-7,9	-8,1	-8,2	-3,5	-4,4	-5,1	-5,8	-7,3	-6,3
Excédent Brut d'Exploitation	21,5	25,7	34,7	39,3	38,6	41,6	43,7	45,3	47,3	46,7
Taux imposition	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impot théorique	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Excédent Net d'Exploitation	21,5	25,7	34,7	39,3	38,6	41,6	43,7	45,3	47,3	46,7
Variation du BFR	-5,6	-5,5	-6,1	-3,6	-3,9	-4,1	-4,3	-4,4	-4,5	-4,5
% CA	7,8%	6,6%	6,4%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Investissements	-2,0	-3,2	-3,2	-3,2	-6,0	-6,3	-6,6	-6,9	-7,3	-7,7
Free Cash Flow d'exploitation	14,0	17,1	25,4	32,5	28,7	31,2	32,9	34,0	35,6	34,6
Coefficient d'actualisation	0,91	0,78	0,67	0,58	0,50	0,43	0,37	0,32	0,27	0,24
Free Cash Flows d'exploitation actualisés	12,6	13,3	17,1	18,8	14,3	13,3	12,1	10,8	9,7	8,1

Source : Invest Securities

3.1.3 Une valeur de 0,69€/titre

La valorisation par DCF est de 0,69€/titre

A partir de ces différentes hypothèses, et en intégrant la dilution liée à la conversion à venir des OSRANE, notre valorisation ressort à 0,69€/titre.

Valorisation (m€)	
Somme des flux actualisés	130,2
Valeur terminale	56,4
Valeur d'entreprise	186,5
Endettement net fin 2016	39,8
Minoritaires	0,5
Immobilisations financières (m€)	0,0
Valeur des fonds propres (m€)	146,2
Nombre d'actions diluées	212 071 388
Valorisation DCF par action (€)	0,69

Source : Invest Securities

3 – Une valeur de 0,69€/titre

3.1.4 Analyse de sensibilité

Une analyse de sensibilité, si l'on se concentre sur des valeurs de 0,5% en dessous et au-dessus du WACC et des taux de croissance à l'infini donne des évaluations comprises entre 0,58€ et 0,85€ 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%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
W A C C	14,62%	0,76	0,77	0,79	0,80	0,81	0,83	0,85
	15,12%	0,73	0,74	0,75	0,76	0,77	0,79	0,80
	15,62%	0,69	0,70	0,71	0,73	0,74	0,75	0,76
	16,12%	0,66	0,67	0,68	0,69	0,70	0,71	0,73
	16,62%	0,64	0,64	0,65	0,66	0,67	0,68	0,69
	17,12%	0,61	0,62	0,62	0,63	0,64	0,65	0,66
	17,62%	0,58	0,59	0,60	0,60	0,61	0,62	0,63

Source : Invest Securities

3.2 Une valorisation de 0,84€/titre 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 soit 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 trois types de multiples : ceux d'EBIT, d'EBITDA et les PE. Les différentes valorisations obtenues figurent dans le tableau suivant :

	EV/EBITDA		EV/EBIT		PE	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
AdecoAgro	9,3 x	6,0 x	7,9 x	7,3 x	11,3 x	10,4 x
Linax Agrogroupe AB	10,6 x	7,8 x	20,9 x	13,0 x	21,9 x	11,0 x
Kernel	4,2 x	0,6 x	5,8 x	5,8 x	6,6 x	6,6 x
Astarta	1,2 x	1,3 x	4,1 x		4,0 x	
Médiane	6,8 x	3,7 x	6,8 x	7,3 x	8,9 x	10,4 x
VE AgroGénération (m€)	416,0	552,3	93,5	129,6		
Valeur des CP (m€)	375,7	512,0	53,2	89,3	63,5	121,7
Moyenne (m€)	202,6					
Valeur/action (€)	0,96					

Source : Invest Securities

Il n'existe pas de réel comparable à AgroGeneration

3 – Une valeur de 0,69€/titre

Même si l'on applique une décote de taille de 12% car les comparables utilisés ont des capitalisations boursières plus élevées, la valorisation ressort à 0,84€/titre.

Cependant, le modèle économique de ces comparables n'est pas identique à celui d'AgroGeneration car le fait d'être intégré limite le risque lié aux fluctuations du prix des matières premières agricoles. C'est pourquoi nous ne retenons pas cette méthode.

3.3 Une valorisation de 0,69€/titre

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 cours légèrement revu à la baisse à 0,69€/titre (vs 0,71€ précédemment).

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

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

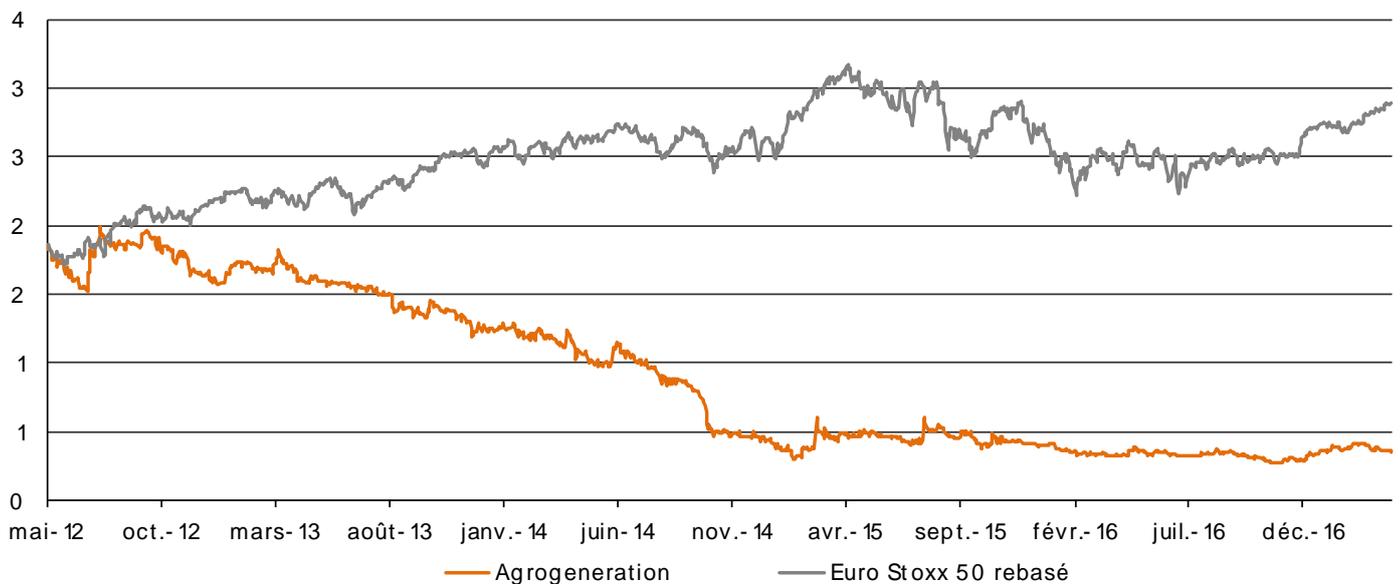
FAIBLESSES

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

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
Agrogenation	Oui	Non	Oui	Non	Non	Non	Oui

AVERTISSEMENT

Le présent document ne constitue ni une offre ni une 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 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 L411-2, D411-1 et D411-4 du Code monétaire et financier. Le présent document 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

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

Vladimir Minot
Immobilier

+33 1 73 73 90 25
vminot@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

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