

AgroGeneration (+)

Mise à jour et contact

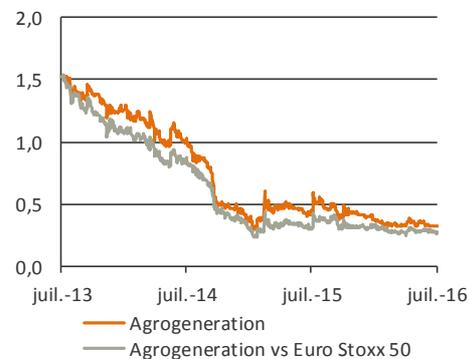
Opinion	ACHAT
Objectif de cours	0,71€ vs 0,68€
Potentiel	+115%

en € / action	2015	2016e	2017e	2018e
BNA dilué	-0,01	0,04	0,09	0,12
var 1 an	n.s.	n.s.	+125,4%	+43,2%
Révisions	n.s.	+28,6%	+24,2%	-22,2%

ISIN	FR0010641449
Ticker	ALAGR:FPPA
Secteur DJ	Biens de consommation

Cours actuel	0,3 €
Nb d'actions (m)	98,5
Nb d'actions dilué (m)	212,1
Capitalisation (m€)	91,2
Capi. flottante (m€)	28,2

	1m	3m	1 an
Variation absolue	-2,9%	+0,0%	-25,0%
Variation relative	-3,0%	+5,8%	-6,4%



au 31/12	2015	2016e	2017e	2018e
PE	n.s.	8,3x	3,7x	2,6x
EV/CA	2,2x	1,6x	1,1x	0,7x
EV/EBITDA	6,3x	5,5x	3,4x	2,0x
EV/EBITA	11,1x	8,3x	4,5x	2,4x
FCF yield*	0,1x	0,1x	0,3x	0,4x
Rendement	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
DN/EBITDA	1,8x	1,6x	0,6x	-0,1x

* FCF fiscalisé avant BFR rapporté aux CP

Moissons futures

Dans notre étude de juillet dernier, nous mettions en avant les changements opérés depuis le rapprochement d'AgroGeneration et d'Harmelia en 2013 et particulièrement l'excellente maîtrise des coûts dans un environnement difficile du fait d'une situation fortement dégradée en Ukraine et un prix très bas des matières premières agricoles. L'exercice 2015 a conforté la capacité d'AgroGeneration à publier des résultats solides dans ce contexte. Si aucune amélioration significative n'est à attendre sur l'exercice en cours, nous avons intégré un début de remontée des prix des matières premières agricoles à partir de 2017 qui, couplée à des coûts parfaitement maîtrisés, aura un impact positif sur les résultats. **Opinion ACHAT avec un objectif de cours de 0,71€ (vs 0,68€).**

- La situation en Ukraine évolue lentement sur le plan géopolitique. Les accords de Minsk 2 ont été prolongés d'un an et il est probable que le statu quo continue, les différentes parties ayant du mal à trouver un point d'accord. Malgré cela, la situation économique se stabilise progressivement. Le gouvernement ukrainien ayant montré sa volonté de lutter contre la corruption, le FMI va continuer à financer le pays. La monnaie locale est stabilisée et l'inflation a fortement diminué.
- Cette situation économique dégradée a fortement impacté le système bancaire et financier ukrainien, limitant la liquidité. AgroGeneration a besoin de crédits court terme pour financer son BFR durant ses campagnes agricoles. La banque ukrainienne Alfa-Bank finance une grande partie des 35m\$ nécessaires même si d'autres banques commencent à prêter. Parallèlement, AgroGeneration vend à terme une partie de ses récoltes pour limiter le montant de ses crédits de campagne.
- Le second élément exogène affectant AgroGeneration est un prix des matières premières agricoles durablement bas. Alors que nous anticipons une remontée à partir de 2016, ceux-ci ont baissé en début d'année. Si leur rebond est inéluctable sur le moyen terme du fait d'une demande qui devrait progresser, à court terme, l'offre reste abondante du fait de bonnes récoltes partout dans le monde ces dernières années.
- Pour faire face à cette situation qui reste difficile, AgroGeneration optimise sa structure de coûts. L'exercice 2015 a montré sa capacité à générer des résultats satisfaisants malgré la poursuite de la chute des prix des matières premières. L'exercice en cours devrait enregistrer des tendances similaires. Cette structure de coûts optimisée favorisera un rebond des résultats dès que les prix des matières premières agricoles repartiront à la hausse.
- En faisant l'hypothèse que les cours des matières premières agricoles remonteront pour atteindre un niveau équivalent à celui de 2013 (avant la baisse) en 2020 et en intégrant l'effet de levier positif lié à des coûts maîtrisés, nous ajustons nos prévisions 2016 et 2017 avec un CA 2016 de 62,4m€ (vs 58m€) et 2017 à 75,6m€ (vs 70m€) et un EBIT 2016 de 11,7m€ (vs 12,5m€) et 2017 à 19,3m€ (vs 16,5m€). Notre valorisation basée sur un DCF passe de 0,68€ à 0,71€.
- Une autre façon de s'intéresser à AgroGeneration est l'OSRANE émise début 2015. Elle offre un intérêt de 8%/an payable deux fois par an (le 1^{er} avril et le 1^{er} octobre) et sera remboursée en 192 actions nouvelles le 1^{er} avril 2019. Les porteurs d'OSRANE peuvent réaliser une conversion anticipée à chaque détachement de coupon sachant qu'ils bénéficient d'un bonus en actions de 4 actions/OSRANE pour chaque trimestre restant. L'OSRANE se traite à 73€.

Claire Barbaret

+33 (0) 1 44 88 77 93

cbarbaret@invest-securities.com

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission

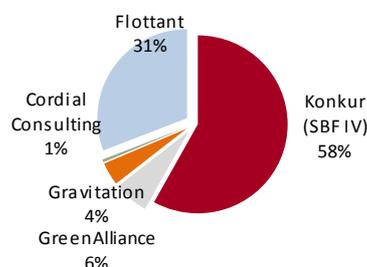
REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION

Invest Securities, 73 boulevard Haussmann 75008 PARIS, France

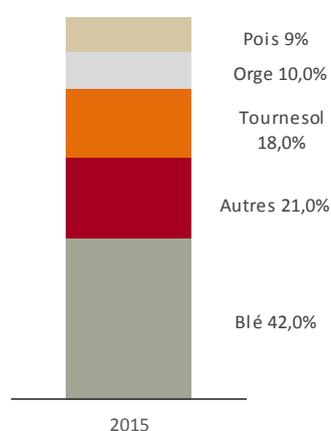
Tel : + 33 (0) 1 44 88 77 88

Données financières

Actionnariat	
Konkur (SBF IV)	58%
GreenAlliance	6%
Gravitation	4%
Cordial Consulting	1%
Flottant	31%



Répartition des récoltes 2015 (ha)	
Blé	42,0%
Tournesol	18,0%
Orge	10,0%
Pois	9%
Autres	21,0%



Données par action	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
BNA publié	-0,05	-0,24	-0,08	0,04	0,14	0,23	0,33	0,21
BNA corrigé dilué	-0,05	-0,24	-0,01	0,04	0,09	0,12	0,17	0,21
<i>Ecart /consensus</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>
Actif Net	0,79	0,07	0,71	0,74	0,89	1,11	1,45	0,87
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Ratios valorisation	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
P/E	n.s.	n.s.	n.s.	8,3x	3,7x	2,6x	1,9x	1,5x
VE/CA	3,64x	1,91x	2,16x	1,56x	1,14x	0,75x	0,35x	-0,05x
VE/EBITDA	n.s.	6,0x	6,3x	5,5x	3,4x	2,0x	0,8x	-0,1x
VE/EBITA ajusté	n.s.	9,4x	11,1x	8,3x	4,5x	2,4x	1,0x	-0,1x
FCF yield op. avt BFR	n.s.	24,4%	6,1%	14,4%	29,2%	40,9%	55,7%	75,6%
FCF yield opérationnel	2,2%	26,3%	1,6%	12,4%	21,9%	34,0%	47,6%	69,0%
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Valeur d'Entreprise (m€)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Cours en €	1,52	0,92	0,44	0,32	0,32	0,32	0,32	0,32
Capitalisation (yc OSRANE)	123,3	46,0	91,2	67,9	69,8	69,8	69,8	69,8
Dette Nette	71,6	77,2	35,5	29,3	16,5	-4,2	-33,9	-78,2
Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Provisions/ quasi-dettes	0,7	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
+/- corrections	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Valeur d'Entreprise (VE)	195,5	123,2	126,9	97,3	86,4	65,7	36,1	-6,2

Compte résultat (m€)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
CA	53,7	64,6	58,9	62,4	75,6	88,1	102,9	114,9
var.	+63,7%	+20,3%	-8,9%	+6,1%	+21,0%	+16,7%	+16,7%	+11,7%
EBITDA	-9,8	20,4	20,0	17,8	25,5	33,5	43,7	51,9
EBITA ajusté	-16,8	13,1	11,4	11,7	19,3	27,4	37,6	45,8
var.	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	-13,1%	+2,4%	+65,2%	+41,8%	+37,3%	+21,8%
EBIT	-16,8	13,1	11,4	11,7	19,3	27,4	37,6	45,8
Résultat financier	-3,5	-36,2	-19,6	-8,0	-5,1	-5,0	-4,9	-0,1
IS	-0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SME+Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
RN pdg publié	-20,5	-23,1	-7,9	3,6	14,2	22,4	32,7	46,6
RN pdg corrigé	-20,5	-23,1	-7,9	3,6	14,2	22,4	32,7	46,6
var.	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	+289,4%	+57,7%	+46,1%	+39,5%

Tableau de flux (m€)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Résultat net	-22,6	-23,1	-7,9	3,6	14,2	22,4	32,7	46,6
DAP nettes	-9,2	-7,3	-7,0	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2
Autres impacts non cash	2,6	27,0	6,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF op. avt BFR	-10,8	11,2	5,6	9,8	20,4	28,5	38,9	52,8
Variation BFR	13,5	0,9	-4,2	-1,4	-5,1	-4,8	-5,7	-4,6
FCF opérationnel	2,7	12,1	1,4	8,4	15,3	23,7	33,2	48,2
Acquisitions/cessions	-4,3	-3,0	-2,6	-2,2	-2,5	-3,0	-3,5	-3,9
Variation de capital	0,1	0,1	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-0,8	-11,0	-2,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
FCF publié	-2,3	-1,8	-1,5	5,0	11,6	19,5	28,5	43,1

Bilan (m€)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Actifs immobilisés	94,3	63,6	81,4	77,5	73,8	70,7	68,0	65,8
dont incorporels/GW	45,0	22,2	43,1	38,6	35,0	31,8	29,2	26,9
BFR	28,4	20,2	38,8	40,2	45,3	50,1	55,8	60,4
Capitaux Propres groupe	51,1	6,6	69,5	73,1	87,3	109,7	142,4	189,0
Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions	0,7	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Dette Nette	71,6	77,2	35,5	29,3	16,5	-4,2	-33,9	-78,2

Ratios financiers (%)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
EBITDA/CA	n.s.	31,6%	34,0%	28,6%	33,7%	38,0%	42,5%	45,2%
EBITA/CA	n.s.	20,3%	19,4%	18,7%	25,5%	31,0%	36,5%	39,8%
RN corrigé /CA	n.s.	n.s.	n.s.	5,8%	18,8%	25,4%	31,8%	40,6%
BFR /CA	53,0%	31,3%	66,0%	64,4%	59,9%	56,8%	54,2%	52,6%
ROCE excl. Incorpor/ GW	-21,6%	21,3%	14,8%	14,8%	22,9%	30,8%	39,7%	46,1%
ROE corrigé	n.s.	n.s.	n.s.	5,0%	16,3%	20,4%	23,0%	24,7%
DN/FP	140,2%	1175,0%	51,1%	40,1%	18,9%	-3,8%	-23,8%	-41,3%
DN/EBITDA (en x)	n.s.	3,8x	1,8x	1,6x	0,6x	-0,1x	-0,8x	-1,5x

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION

Invest Securities, 73 boulevard Haussmann 75008 PARIS, France

Tel : + 33 (0) 1 44 88 77 88

Sommaire

1 – Deux risques toujours présents mais limités	p.4
1.1 Un risque pays stabilisé et un lent redémarrage de l'économie	p.5
2.2 Des matières premières proches d'un plancher	p.11
2 – Des coûts sous contrôle pour préparer l'avenir	p.17
2.1 Quels sont les principaux coûts?	P.18
2.2 Une gestion rigoureuse	p.21
2.3 Des projets ambitieux	p.23
3 – Des résultats dépendants du prix des matières premières	p.24
3.1 Un chiffre d'affaires qui se redresse	p.25
3.2 Des marges qui progresseront avec le prix des matières premières agricoles	p.28
3.3 Une génération de cash favorable à l'amélioration de la situation financière	p.29
4 – Une valeur de 0,71€ par titre	p.32
4.1 Un DCF de 0,71€ par titre	p.33
4.2 Une valorisation de 0,47€ par la méthode des comparables	p.35
4.3 Une valorisation de 0,71€ par titre	p.36
Avertissement	p.40

1 – Deux risques toujours présents mais limités

1.1 Un risque pays stabilisé et un lent redémarrage de l'économie	p.5
1.1.1 Une situation fragile mais stabilisée.....	P.5
1.1.2 qui a un impact important sur la situation économique...	p.6
1.1.3 ...et sur AgroGeneration	p.8
1.2 Des matières premières agricoles proches d'un plancher	p.11
1.2.1 Des tendances de long terme en faveur d'une hausse de la demande et des prix...	p.11
1.2.2 ...et une baisse attendue de l'offre....	p.11
1.2.3 ...les prix des matières premières agricoles sont très volatils à court terme	p.12
1.2.4 Impact sur Agrogeneration	p.16

1 – Deux risques toujours présents mais limités

La situation en Ukraine et le prix des matières premières ont pénalisé AgroGeneration en 2015

Deux facteurs exogènes ont pesé sur AgroGeneration en 2015. D'une part, la situation politique difficile a contribué à la détérioration de l'économie du pays conduisant à une forte chute de la monnaie locale et surtout à une raréfaction et une augmentation du coût des crédits bancaires. D'autre part, les prix des matières agricoles ont continué à chuter. Ces deux éléments se stabilisent en 2016 et ne devraient plus pénaliser significativement AgroGeneration à l'avenir, même si le risque n'est pas nul.

1.1 Un risque pays stabilisé et un lent redémarrage de l'économie

Les situations politique et économique ukrainiennes 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, et à une détérioration rapide de la situation politique. Celle-ci a mené à l'annexion de la Crimée et au conflit dans le Donbass qui ont à leur tour accéléré la dégradation de la situation économique en 2015. Le début de l'année 2016 montre une stabilisation de la situation et la poursuite du soutien du FMI.

1.1.1 Une situation géopolitique fragile mais stabilisée...

Portée par une situation économique dégradée et par un très fort niveau de corruption, la crise ukrainienne a débuté en novembre 2013, suite à la décision du gouvernement ukrainien de ne pas signer l'accord d'association avec l'Union Européenne. Des manifestations de grande ampleur se déclenchent alors et aboutissent le 22 février 2014 à la fuite puis à la destitution du président Viktor Ianoukovytch remplacé par Oleksandr Tourchynov jusqu'aux élections de juin 2014 et l'élection de Petro Porochenko. Un nouveau gouvernement est mis en place.

En réaction, la Crimée proclame son indépendance et vote, via un référendum illégal, pour son rattachement à la Russie provoquant une crise diplomatique internationale. Parallèlement, des manifestations menées par des groupes anti-gouvernementaux ont lieu dans les régions ukrainiennes de Donetsk et Luhansk (Donbass). Elles ont connu une escalade sous forme d'un conflit armé, à l'initiative des Russes, en partie résolu le 12 février 2015 par les accords de Minsk 2 qui ont organisé un cessez le feu en confirmant les frontières ukrainiennes.

Ces accords qui prévoient le rétablissement des frontières avant des élections locales dans le Donbass devaient prendre fin en 2015 mais ont été prolongés jusqu'à fin 2016. Ils prévoient le rétablissement de l'Ukraine dans ses frontières alors que la question de la Crimée reste posée. Ils sont globalement respectés, même si des combats isolés ont lieu régulièrement et viennent alourdir le bilan.

Cependant, les séparatistes gardent leurs prérogatives sur les zones qu'ils occupent et des élections semblent difficiles à mettre en place sans observateurs neutres. Les zones pro-russes restent dans une situation instable et la Russie continue à utiliser cela pour faire entendre sa voix dans la région.

Aucune des parties prenantes aux accords de Minsk 2 n'a intérêt à ce que la situation empire. Le risque d'une nouvelle dégradation de la situation géopolitique est limité, même si pour le moment aucune solution ne semble apparaître. L'Europe souhaiterait régler la situation car les sanctions à l'encontre de la Russie coûtent cher mais peut difficilement le faire au détriment de l'Ukraine.

Il est probable que le statu quo se prolonge avec une situation de conflit gelé sans qu'aucune des parties en jeu ne puisse bouger.

La situation géopolitique reste fragile

1 – Deux risques toujours présents mais limités

1.1.2 ... qui a un impact important sur la situation économique

Si le risque d'une nouvelle dégradation de la situation géopolitique est peu probable, l'ensemble des événements ont eu des effets très négatifs sur la situation économique ukrainienne.

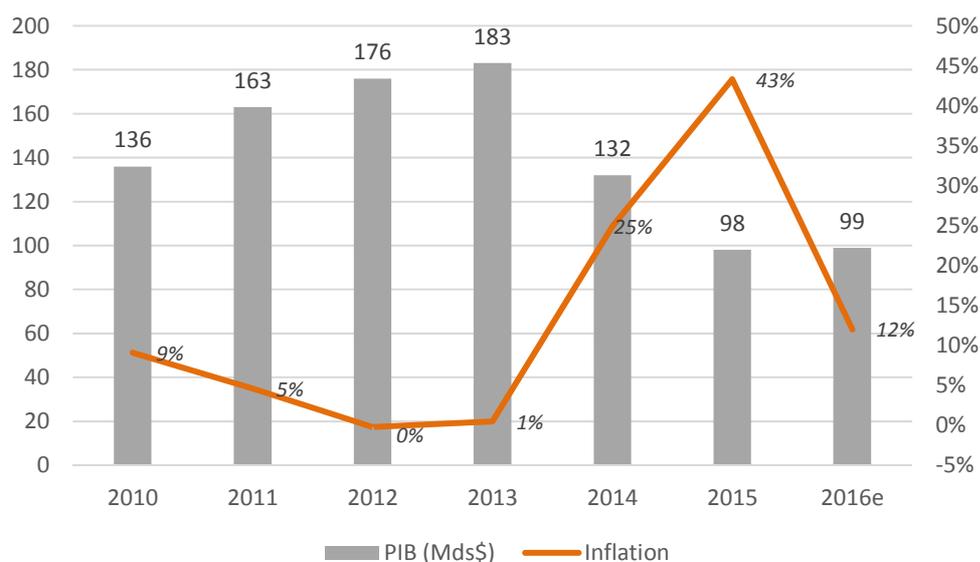
■ Impact sur le PIB et inflation

Les changements politiques et, en particulier, la détérioration des relations avec la Russie ont pesé sur l'économie. Le PIB a chuté de 25,7% à 98Mds\$ en 2015. Une croissance faible est prévue pour 2016, entre 1% et 2%. L'inflation devrait être contenue autour de 12%.

La crise politique a affecté le secteur minier et l'accès à l'énergie. Plus de 60 mines ont dû s'arrêter de fonctionner et 35 autres sont contrôlées par les rebelles séparatistes. Dans le secteur de l'énergie, l'Ukraine a accepté de rembourser sa dette gazière à la Russie et est passée à un système de prépaiement. Les prix de l'énergie ont augmenté de +56% en mai 2014 et de +285% en avril 2015.

La crise a eu un impact important sur l'économie ukrainienne

Evolution du PIB et de l'inflation en Ukraine



Source : index.minfin.com.ua

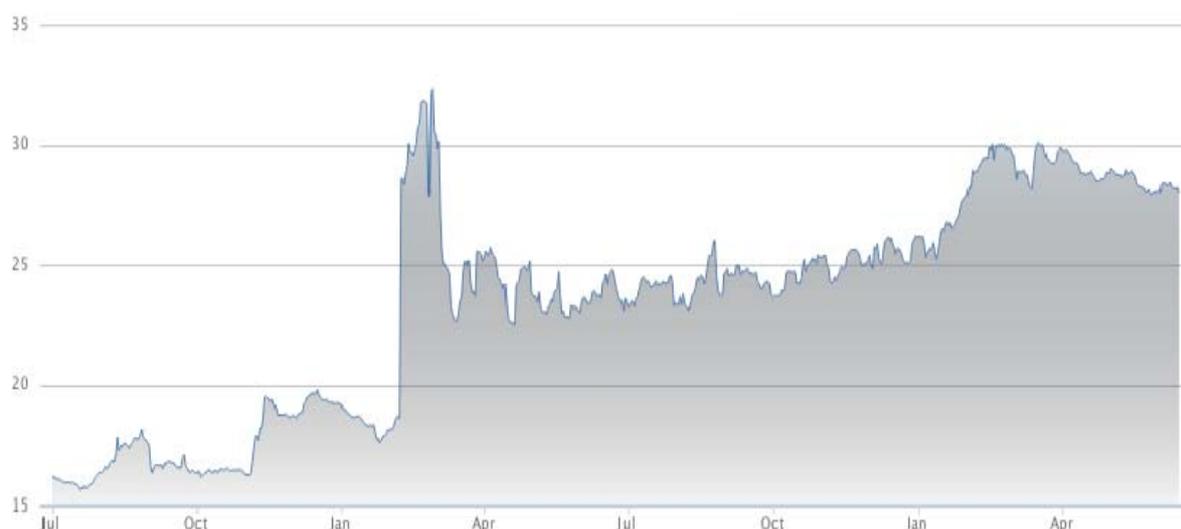
La dette est montée jusqu'à 95% du PIB. La crise économique a également eu un impact social profond avec une augmentation du taux de chômage (9,4% en 2014 et 9,8% en 2015).

■ Impact sur les taux de change

Du 1^{er} janvier au 31 décembre 2014, la hryvnia ukrainienne a baissé de 49% par rapport au dollar. Cette chute s'est poursuivie en 2015 avec une baisse de -25%. En 2016, après une chute de l'ordre de -10% en janvier, les taux de change sont relativement stables, la hryvnia s'étant réappréciée par rapport à ses plus bas de février et mars.

1 – Deux risques toujours présents mais limités

Evolution du taux de change entre l'euro et la hryvnia



Source : Exchange Rates

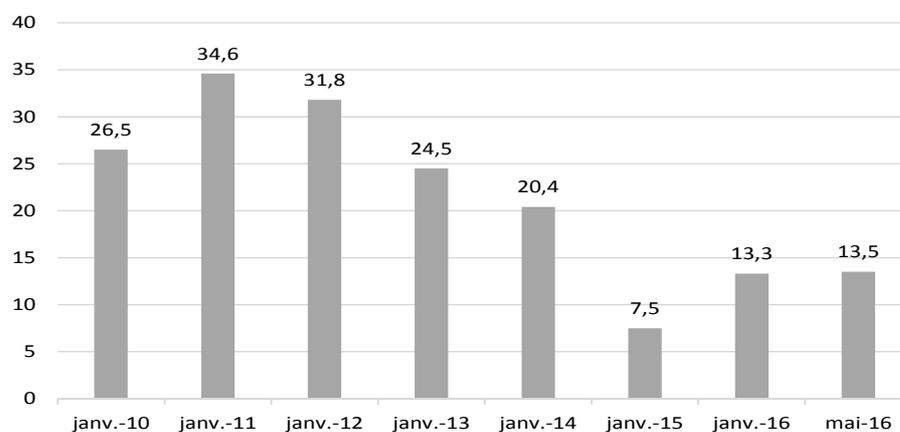
La crise a eu un impact important sur la liquidité en Ukraine

■ Impact sur la liquidité

La banque nationale d'Ukraine a mis en place des restrictions sur l'achat de devises étrangères sur le marché interbancaire et imposé la conversion obligatoire des revenus en devises étrangères en hryvnia ukrainienne. 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.

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



Source : Banque Nationale d'Ukraine

1 – Deux risques toujours présents mais limités

Ceci a créé une crise de liquidité dans le secteur bancaire ukrainien pour des prêts en dollars et une diminution des financements.

Les infrastructures financières et bancaires de l'Ukraine sont moins développées et moins réglementées que dans d'autres pays. Soixante douze établissements bancaires ont fait faillite du fait de la crise, ce qui a sensiblement réduit les capacités de financement par le système bancaire.

De plus, les sources de financement étrangères sont faibles et l'épargne domestique limitée. Les entreprises sont donc confrontées à des problèmes de liquidité importants.

Le financement du FMI est important pour stabiliser la situation

▪ Un rôle important du FMI

L'amélioration de la situation ukrainienne est en grande partie liée à un plan d'aide de 17,5Mds\$ sur 4 ans accordé par le FMI en mars 2015 pour permettre à l'Ukraine de faire face à la récession économique et à l'insurrection séparatiste dans le Donbass (financement des opérations militaires et perte du contrôle des régions industrielles de l'est). Cette aide est conditionnée à la mise en œuvre de réformes économiques et de mesures de lutte contre la corruption. Il s'agit de la troisième ligne de crédits. Les deux plans précédents de 16,4Mds\$ (2008) et de 15,1Mds\$ (2010) avaient été interrompus justement parce que les réformes exigées par le FMI n'avaient pas été mises en œuvre.

6,7Mds€ de ce plan ont été payés par le FMI en 2015. Fin 2015, le FMI est passé outre la règle lui interdisant d'assister financièrement un état ayant fait défaut vis-à-vis d'un autre pays (l'Ukraine n'a pas remboursé 3Mds\$ de dettes qu'elle devait à la Russie).

Mais, en février 2016, la directrice du FMI, Christine Lagarde a prévenu qu'il serait difficile de continuer à financer l'Ukraine sans « efforts significatifs » de Kiev pour combattre la corruption et réformer la gouvernance.

Après de longues discussions et l'arrivée d'un nouveau gouvernement, le premier ministre démissionnaire Arseni Iatsenouk étant remplacé par Volodymyr Hroïman, le FMI a annoncé en mai avoir conclu un pré-accord avec les autorités sur une feuille de route conduisant à la reprise de l'aide (déblocage d'un nouveau prêt de 1,6Mds\$ en juillet 2016).

1.1.3 ... et sur AgroGeneration

L'évolution de la situation en Ukraine impacte AgroGeneration à deux niveaux : le risque géopolitique qui peut peser sur l'activité opérationnelle quotidienne de la société dans le cas aujourd'hui très hypothétique où des fermes se retrouveraient en zone de conflit et surtout l'effet de la crise économique qui découle de cette situation politique dégradée.

▪ Un impact nul sur l'activité opérationnelle au quotidien

Comme nous l'avons mentionné dans notre précédente étude, AgroGeneration est présent dans des zones éloignées du conflit, même si début 2014, certaines fermes proches du cluster Est (Kharkiv) ont été temporairement proches de zone des combats. Les risques sont aujourd'hui écartés et l'ensemble des fermes d'AgroGeneration poursuit son activité normalement.

La crise n'a pas d'impact sur l'activité opérationnelle d'AgroGeneration....

1 – Deux risques toujours présents mais limités

▪ Différents impacts de la variation des taux de change

L'impact des variations des taux de change se reflète à plusieurs niveaux:

- ✓ Au niveau de la dette qui est essentiellement en dollars, ce qui a conduit à des pertes de change significatives en 2014 et 2015. Une partie de ces pertes n'aura aucun impact sur le cash. Il s'agit notamment des prêts inter-compagnie qui n'ont pas vocation à être remboursés. Par contre, les pertes liées à des prêts bancaires engendreront une perte en cash au moment de leur remboursement si la hryvnia n'est pas remontée, ce qui semble peu probable. Les crédits accordés par Alfa-Bank étant revolving, il n'y a pas eu d'impact cash de la perte enregistrée au compte de résultat en 2015.

La baisse de la hryvnia a eu un impact négatif sur les résultats 2015

Pertes de change d'AgroGeneration en 2014 et 2015

k€	2014	2015
Pertes liées aux prêts bancaires et autres dettes	9 086	5 502
Pertes liées à des prêts intercompagnies et à des intérêts	5 774	3 716
Perte liée au remboursement des obligations Konkur par des OSRANE		1 641
Total des pertes de change non réalisées	14 860	10 859
Pertes de change réalisées	12 316	2 491
Total pertes de change	27 176	13 350

Source : Société

- ✓ Au niveau de l'exploitation, une baisse de la hryvnia a un impact favorable. En effet, les ventes sont libellées en dollars mais certains coûts sont en payés en hryvnias (majorité des salaires et location des sols) même si d'autres, comme les intrants (produits phytosanitaires, graines, engrais) sont en partie réglés en dollars. Les ventes à l'export se faisant à des cours supérieurs, la volonté de les développer devraient avoir un impact positif. Il est intéressant de noter qu'il existe une sorte de « hedge » naturel qui fait que l'impact de change favorable sur l'EBITDA d'une baisse de la hryvnia compense la perte « cash » sur la dette;
- ✓ Au niveau de l'exploitation, il faut également tenir compte de l'impact de la variation du dollar par rapport à l'euro. En effet, l'essentiel des facturations se faisant en dollar, s'il s'apprécie par rapport à l'euro, cela a un impact positif sur le CA (alors que les coûts sont en hryvnia), ce qui a été le cas en 2015 pour 2,9m€ mais ce phénomène ne devrait pas se reproduire en 2016 où l'on pourrait même constater un léger impact négatif.

1 – Deux risques toujours présents mais limités

▪ Des mesures pour limiter le risque de liquidité

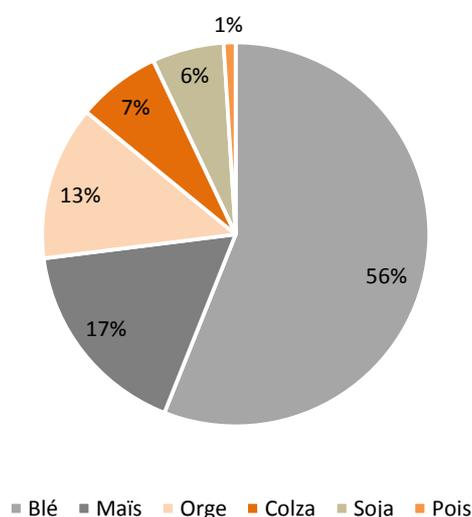
Une des caractéristiques de la production agricole est sa saisonnalité. Les coûts et le BFR atteignent leur pic au printemps, en amont de la récolte. Les rentrées de trésorerie se concentrent sur le second semestre, après la récolte. Pour les deux dernières campagnes, il a fallu trouver 35m\$ pour financer ce BFR.

Pour faire face à ce problème, AgroGeneration a recours à plusieurs solutions.

- ✓ Aujourd'hui, une banque ukrainienne, Alfa-Bank finance l'essentiel de ses crédits de campagne en prêtant 35m\$ alloués par tranches successives à 15% via un crédit revolving;
- ✓ La volonté de recourir à d'autres banques, notamment des filiales de banques françaises. Le Crédit Agricole recommence à prêter à AgroGeneration même si les montants en jeu restent limités (de l'ordre de 3m€).
- ✓ L'augmentation des ventes à l'export permet d'accroître les ventes à terme. Sur les récoltes 2016, 35% devraient être réalisés à l'export dont 10m\$ ont déjà été vendus à Quadra Commodities et 2,5m\$ à Kernel. Les contrats à terme permettent d'optimiser les conditions de marché et de prix. Les subventions de l'Ukraine via la TVA sur les récoltes non exportées sont supprimées ce qui explique également une volonté de plus exporter. Le groupe souhaiterait réaliser à terme 50% de ses ventes à l'export.

Pour limiter ses problèmes de liquidité, AgroGeneration réalise des ventes à terme

Répartitions des exportations 2015 par type de culture (tonnes en%)



Source : Société

- ✓ En dernier lieu, augmenter les capitaux et le fonds de roulement. Ceci a déjà été réalisé via l'émission d'OSRANE et devrait se poursuivre grâce à la mise en réserve de résultats positifs.

1 – Deux risques toujours présents mais limités

Le prix des matières premières agricoles a continué à chuter en 2015

1.2 Des matières premières proches d'un plancher

Sur le long terme, l'ensemble des fondamentaux militent en faveur d'une hausse de la demande de matières premières agricoles et donc d'une progression de leurs prix, l'offre n'étant pas suffisante pour y répondre. Mais, à court terme, ces derniers restent déprimés et ont fortement chuté du fait d'un fort accroissement de l'offre, soutenu par de très bonnes récoltes au niveau mondial. Nous estimons cependant qu'après deux ans de forte baisse, les prix sont proches d'un point bas et devraient progressivement se redresser à un rythme différent suivant les cultures.

1.2.1 Des tendances de long terme en faveur d'une hausse de la demande et des prix....

Les prix des matières premières agricoles résultent d'un équilibre entre l'offre et la demande. Or, plusieurs tendances de fond militent en faveur d'une progression de la demande de matières agricoles.

- **La croissance de la population**

La population mondiale devrait atteindre plus de 9 milliards d'habitants d'ici 2050 contre 7 milliards aujourd'hui. En outre, il sera nécessaire de mieux nourrir plus d'un dixième de la population actuelle qui est sous-alimentée. Au total, au cours des prochaines décennies, il sera nécessaire de nourrir une population supplémentaire équivalente à huit fois la population actuelle des Etats-Unis.

- **L'augmentation du revenu par habitant**

Si aujourd'hui, les pays en développement sont les principaux acteurs de la croissance de la consommation par habitant, la croissance du revenu par habitant des économies émergentes sera trois fois plus élevée que celle des nations développées et conduira à un accroissement de leur demande en viandes, produits laitiers et légumes, ce qui nécessite une utilisation plus intensive de la terre.

- **Une urbanisation à grande vitesse**

La population urbaine mondiale devrait augmenter de 20% sur la prochaine décennie, principalement en raison de l'expansion des villes dans les pays en voie de développement. Le style de vie des populations urbaines dynamise la consommation alimentaire par habitant. De plus, un détournement des eaux et de la terre à des fins d'urbanisation affecte la durabilité des méthodes d'exploitation agricole traditionnelles.

1.2.2et une baisse attendue de l'offre.....

L'offre de matières premières agricoles devrait quant à elle diminuer du fait :

- **De la pénurie mondiale de terre arable**

Elle est liée à la croissance de la population et à la hausse de l'urbanisation. Selon les estimations de la FAO, la disponibilité mondiale de terre arable par habitant a baissé d'environ 0,4 hectare en 1962 à moins de 0,2 hectare actuellement. Ces restrictions de terre signifient que l'accroissement de l'offre agricole à venir proviendra principalement de la hausse de la productivité;

Les habitudes alimentaires ne sont pas les mêmes dans les villes

1 – Deux risques toujours présents mais limités

▪ Du ralentissement de la croissance de la productivité agricole

Si elle va continuer à être un élément moteur de la production de matière première agricole, elle est déjà en phase de ralentissement du fait :

- ✓ du manque de terre fertile, les terres mises en culture offrant une productivité moindre ;
- ✓ d'une concurrence accrue pour l'eau, les villes en demandant de plus en plus avec la hausse de l'urbanisation ;
- ✓ du changement climatique qui sera selon l'IPFRI un défi majeur pour la croissance durable de la productivité et les rendements dans le secteur agricole.

▪ La dégradation de l'environnement

La pollution et l'érosion limitent le potentiel de hausse de rendement et de gains dans l'agriculture.

Etant donné qu'il existe peu de potentiel de croissance de l'offre dans les pays développés, une majorité de la nouvelle demande pour les matières premières agricoles dépendra des fournisseurs des marchés émergents. Selon la FAO, alors que la production agricole mondiale nette devrait augmenter de près de 2% par an jusqu'en 2019, il est prévu que la production dans l'OCDE ne progresse que de 1%.

La croissance de la production agricole annuelle en Ukraine est, quant à elle, estimée à 3%, deuxième taux de croissance le plus élevé au niveau mondial après le Brésil.

1.2.3 les prix des matières premières agricoles sont très volatils à court terme

Malgré des perspectives favorables à long terme, les prix des matières premières agricoles résultent à court terme d'un équilibre entre l'offre et la demande sur un marché étroit, une partie très limitée de celles-ci faisant l'objet d'échanges sur les marchés mondiaux. Dès qu'il y a le moindre incident qui provoque une variation minime de l'offre, les prix fluctuent fortement (loi de King).

- **L'offre est déterminée par la saisonnalité de la production** : cette saisonnalité implique un décalage entre la demande et l'offre. Le producteur agricole ne peut adapter qu'avec retard son niveau de production à la demande du marché ;
- **Les marchés agricoles mondiaux sont étroits** : moins de 20% de la production mondiale de céréales (blé, riz, maïs) est l'objet d'échanges sur les marchés mondiaux, le reste étant consommé dans les pays producteurs. En comparaison, la proportion serait d'environ 66% pour le pétrole. En cas de baisse de 5% de la production mondiale de céréales, les pays producteurs privilégient leur marché intérieur et prélèvent ces 5% sur les quantités destinées à l'exportation, ce qui a un effet important sur les prix fixés sur les marchés d'échanges mondiaux. A l'inverse si l'offre d'un pays dépasse sa consommation intérieure comme en ce moment, notamment aux Etats-Unis, les prix baissent. Cette étroitesse décuple les effets d'une variation de la production d'un grand pays exportateur sur le prix de la matière première agricole concernée ;

L'offre de matières premières agricoles devrait diminuer

1 – Deux risques toujours présents mais limités

- **La demande est inélastique par rapport au prix** car les produits alimentaires de base sont des produits de première nécessité non substituables. A contrario, l'offre peut connaître de fortes variations liées aux conditions climatiques et aux maladies des plantes ou à l'inverse, comme depuis 2013, à de très bonnes récoltes partout dans le monde ;
- **La financiarisation des matières premières agricoles s'est accélérée** ces dix dernières années (contrats à terme, produits dérivés, options) et a accru la volatilité des prix depuis le milieu des années 2000.

Le prix des matières premières agricoles résulte d'un équilibre entre l'offre et la demande sur un marché étroit

Or, depuis mi-2013 plusieurs facteurs ont contribué au recul du prix des matières premières agricoles :

- **Une augmentation de l'offre**

Aucun aléa climatique n'a affecté les cultures et les récoltes sont très fortes aux Etats-Unis. Les exploitants agricoles, attirés par les prix très élevés atteints en 2011-2012, ont accru les surfaces plantées. Les récoltes ont été plus qu'abondantes et les stocks sont importants à fin 2015 notamment en ce qui concerne le blé et le maïs;

- **Une croissance économique mondiale en baisse**

La croissance mondiale a été de 3% en moyenne depuis 7 ans, soit 1 point de moins que durant les années précédentes, ce qui se traduit par une hausse de la demande de produits agricoles plus lente, même si les pays d'Asie, en expansion rapide, continueront de représenter la plus grande part de la consommation additionnelle, tandis qu'en Afrique, le croissance démographique et la hausse des niveaux de revenu se traduiront par une hausse de la consommation totale. La forte progression de la demande en provenance de la Chine au début des années 2000 s'est ralentie, la production intérieure venant prendre le relais;

- **Une demande de biocarburants stagnante**

L'émergence des biocarburants et d'autres utilisations industrielles a joué un rôle important dans la croissance de la demande de céréales au cours de la dernière décennie. L'utilisation de céréales comme le maïs pour fabriquer des biocarburants a presque triplé entre 2004 et 2014. La quantité de céréales autres que le blé utilisée pour produire des biocarburants a augmenté de près de 40% au cours de cette décennie. La baisse du prix du pétrole a impliqué une chute de la progression des biocarburants. Elle se limite essentiellement à la part d'éthanol (fabriqué à partir de maïs) dans les carburants E10.

1 – Deux risques toujours présents mais limités

▪ Evolution attendue par type de culture

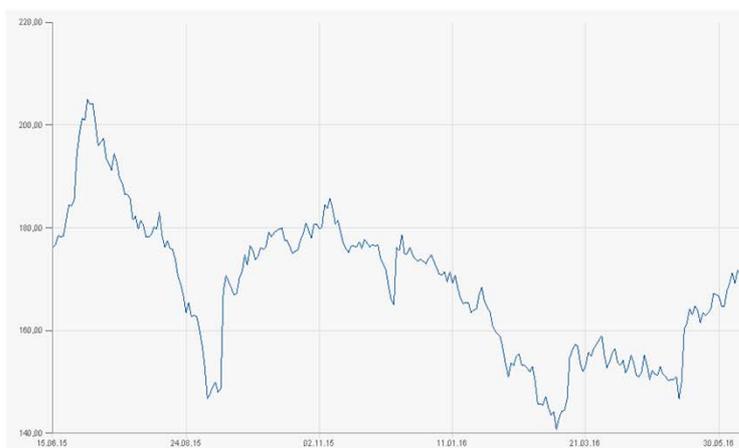
✓ Les céréales

Le cours des céréales a significativement baissé

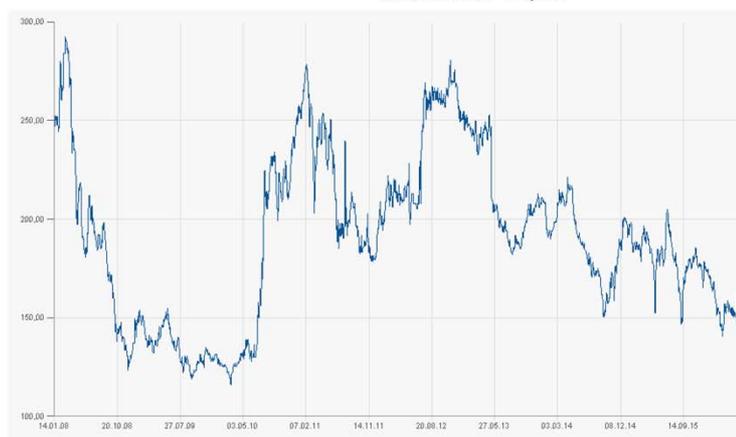
Les campagnes de 2014 et 2015 se sont caractérisées par des offres abondantes. Des récoltes records successives aux Etats-Unis et des rendements supérieurs à la moyenne ont hissé les stocks de céréales à des niveaux inégalés, ce qui a fait baisser les prix qui ont atteint début 2016 les niveaux les plus faibles de ces dernières années.

Evolution des cours du blé et du maïs sur 1 et 5 ans

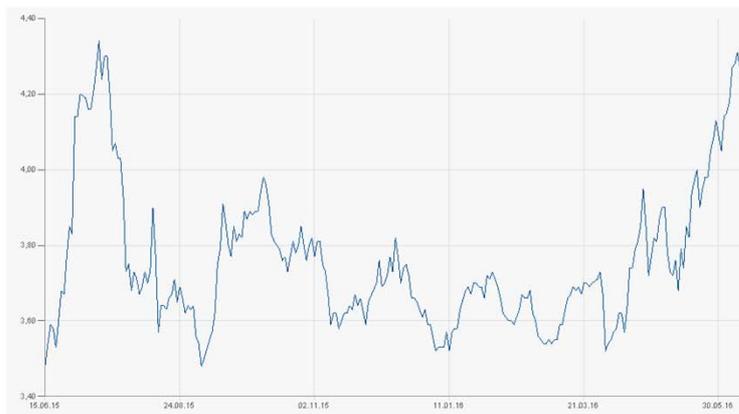
Cours du blé sur un an



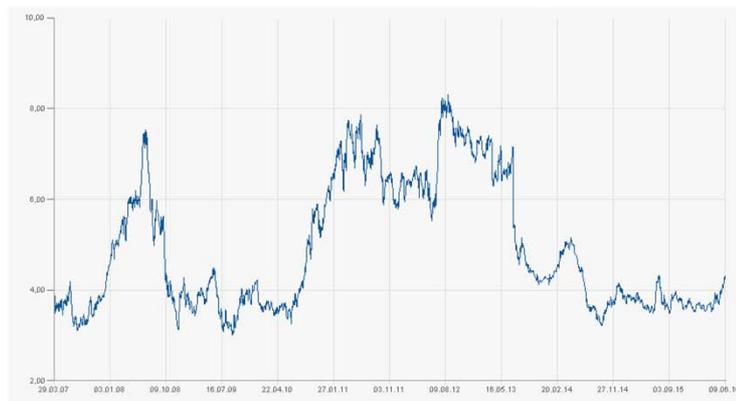
Cours du blé sur cinq ans



Cours du maïs sur un an



Cours du maïs sur cinq ans



Source : finances.net

Les prix du blé devraient rester sous pression, les très bonnes récoltes attendues aux Etats-Unis, en Europe et en Russie compensant les baisses au Brésil et au Mexique. Les stocks de fin d'années sont revus à la hausse de 21 millions de boisseaux à 1050 millions, stock le plus important en 29 ans.

Par contre, le maïs devrait bénéficier des perspectives défavorables au Brésil du fait de la sécheresse qui a affecté certaines zones et du froid qui s'est installé dans la région du Parana. En France, les conditions de développement végétatif restent perturbées par le mauvais temps. Aux Etats-Unis, les opérateurs restent vigilants quant au développement de la Niña.

L'orge reste stable alors que les conditions météorologiques en Europe ne sont pas favorables.

1 – Deux risques toujours présents mais limités

Selon la FAO, à l'horizon 2024, la consommation mondiale de céréales devrait progresser de 388 millions de tonnes pour atteindre 2 786 millions. La consommation de blé devrait s'accroître de 13% en continuant à être utilisée essentiellement pour l'alimentation humaine. L'utilisation du blé dans l'alimentation animale devrait augmenter en Chine, en Russie et dans l'Union Européenne. Les autres céréales sont essentiellement destinées à l'alimentation animale et représentent plus des deux tiers de la hausse de la consommation mondiale. Au total l'expansion des échanges céréaliers devrait être légèrement plus rapide que celle de la production (1,6% par an contre 1,3%).

En définitive, l'évolution des prix sera déterminée par la survenance ou non d'événements climatiques défavorables dans les régions productrices.

✓ Les oléagineux

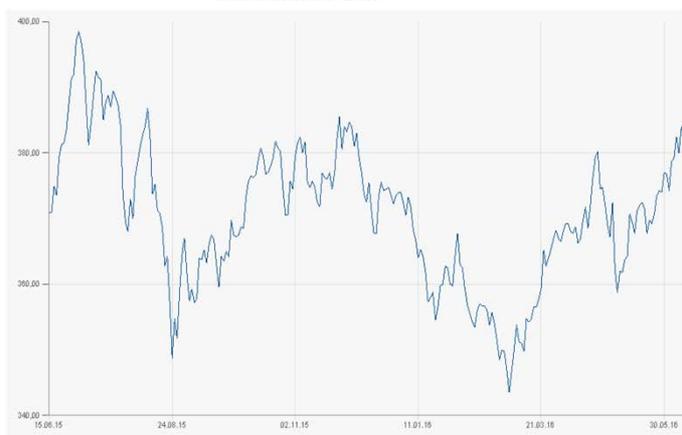
Comme pour les céréales, les campagnes 2014 et 2015 ont été favorables à la production mondiale d'oléagineux, ce qui a conduit à des niveaux records provoquant une chute des prix. La production de soja a augmenté plus vite que celle de colza et de tournesol.

Les tendances sont plus favorables sur 2016. Le colza bénéficie d'un repli au Canada. Le soja est favorisé par de moindres productions au Brésil, aux USA, en Uruguay et en Chine. Par ailleurs, la forte hausse des prix de l'huile de palme affectée par El Niño, a favorisé la hausse des oléagineux. L'Inde fait face actuellement à des difficultés dans la culture de ses oléagineux et pourrait devenir un importateur majeur.

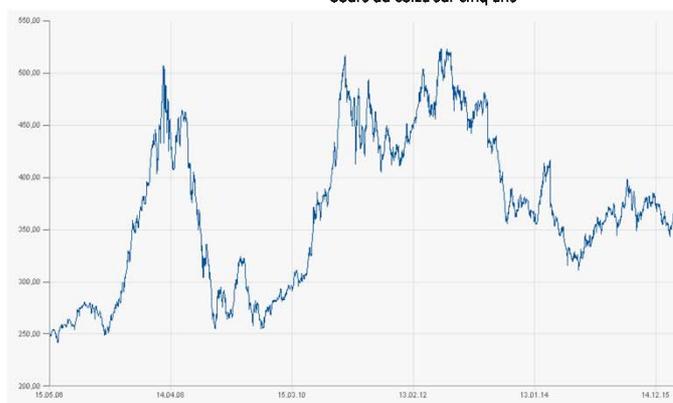
Le cours des oléagineux a également baissé en 2014 et 2015

Evolution des cours du colza et du soja sur 1 et 5 ans

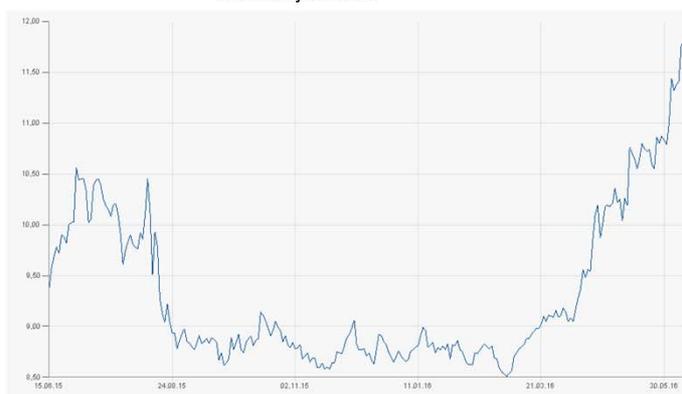
Cours du colza sur un an



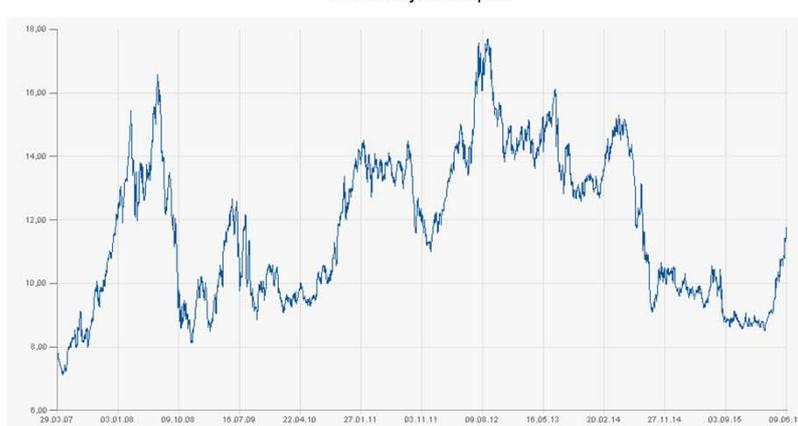
Cours du colza sur cinq ans



Cours du soja sur un an



Cours du soja sur cinq ans



Source : finances.net

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION

Invest Securities, 73 boulevard Haussmann 75008 PARIS, France

Tel : + 33 (0) 1 44 88 77 88

1 – Deux risques toujours présents mais limités

Etant donnés les faibles niveaux de stocks, les prix pourraient remonter rapidement en cas de conditions météorologiques défavorables.

AgroGeneration a été impacté depuis 2013 par la baisse du prix des matières premières agricoles

1.2.4 Impact sur AgroGeneration

AgroGeneration a été impacté par la baisse des prix des matières premières essentiellement en 2013, au moment de la fusion, 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 en 2014 et en 2015, tendance qui devrait se prolonger en 2016.

Pour se protéger contre les fluctuations des cours des matières premières, AgroGeneration couvre une partie de sa production en faisant des ventes forward, la seule manière fiable existant en Ukraine. 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 cherchent à profiter de toute hausse des cours. Comme nous l'avons mentionné en 1.1.2, AgroGeneration a déjà prévenu 12,5m\$ de sa récolte 2015/2016.

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 pousse la société à ne pas constituer de stocks. En 2014 comme en 2015, une grande partie de la récolte a été vendue même si en 2015, une partie avait été conservée pour les propres besoins en semences de la société.

2– Des coûts sous contrôle pour préparer l’avenir

2.1 Quels sont les principaux coûts ?	p.18
2.1.1 Location de la terre	p.18
2.1.2 Intrants	p.19
2.1.3 Les coûts de personnel	p.20
2.1.4 Autres coûts	p.20
2.1.5 Evolution attendue des coûts	p.20
2.1.6 Des investissements limités aux machines	p.21
2.2 Une gestion rigoureuse	p.21
2.2.1 Une formalisation de la politique de gestion	p.21
2.2.2 Des rendements élevés	p.22
2.3 Des projets ambitieux	p.23

2– Des coûts sous contrôle pour préparer l'avenir

Pour faire face aux éléments exogènes mentionnés en première partie, AgroGeneration a mis en place un strict contrôle de ses coûts. Ceci lui a permis de publier des résultats satisfaisants au niveau opérationnel en 2015, dans une conjoncture particulièrement défavorable. Par ailleurs, en ayant optimisé l'ensemble des coûts qu'il contrôle, le groupe bénéficiera d'un effet de levier favorable significatif dès que les prix des matières premières agricoles se redresseront.

2.1 Quels sont les principaux coûts ?

Pour rappel, 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, les salaires et les intrants.

2.1.1 Location de la terre

AgroGeneration s'occupe de l'exploitation de terres louées. La société loue les terres qu'elle exploite à des individus et, dans une moindre mesure, à l'Etat. Les champs sont très grands et peuvent appartenir à 100 propriétaires. La société 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.

Situation d'enregistrement des baux d'AgroGeneration (2014)

	Nombre de baux	Superficie (ha)	% (en ha)
Enregistrement achevé	36 306	106 640	89%
dont terres de l'Etat	675	11 575	10%
dont terres privées	35 631	95 065	79%
En cours d'enregistrement	1 556	13 360	11%
Total	37 862	120 000	100%

Source : Société

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. Elle prend en permanence des mesures pour attirer de nouveaux propriétaires terriens individuels, en consultant les baux enregistrés au cadastre et en regardant si les terres sont proches de ses fermes.

La société porte une attention particulière aux terres qu'elle cultivera. Chaque nouvelle ferme doit permettre l'exploitation d'au moins 5 000 à 10 000 hectares à moins qu'elle soit proche d'une des exploitations d'AgroGeneration. Afin d'obtenir des structures de gestion performantes, les exploitations situées dans une même région sont regroupées en clusters. Ceci permet de créer des plate-formes régionales pour favoriser la poursuite de l'expansion et la reproduction du modèle.

Au sein d'un cluster, les terres les plus intéressantes en vue d'une expansion sont les terres voisines car elles constituent le moyen le plus efficace et le moins cher d'étendre ses activités. Pour le faire, AgroGeneration acquiert des exploitations se trouvant à proximité immédiate les unes des autres, les restructure pour les exploiter sous la forme d'une entité opérationnelle unique et réduire les coûts d'exploitation grâce notamment à la mise en commun des machines agricoles. Les terres doivent être facilement desservies par la route ou le train et un audit systématique de la qualité du sol est réalisé.

Les exploitations agricoles sont regroupées de manière optimale en un ou plusieurs centres opérationnels servant de points d'administration centraux pour l'entreposage des intrants et des pièces de rechange, la maintenance, les services contractuels, les transports et les services logistiques.

Les principaux coûts sont la location de la terre, les salaires et les intrants

Le renouvellement des baux se fait sur une base régulière

2– Des coûts sous contrôle pour préparer l'avenir

Le regroupement des terres en clusters favorise des économies d'échelle et réduit les coûts moyens d'exploitation. Une fois un seuil critique atteint, il est possible de développer ou d'acquérir un centre de stockage doté de bonnes liaisons routières et ferroviaires et un centre de maintenance pour l'entretien de toutes les exploitations et machines. Ceci se fait dans un rayon de 50km à 100km, selon les accès routiers.

Le coût des leases a progressé de 20% en 2015 et devrait évoluer de la même façon que l'inflation sur les exercices à venir.

2.1.2 Les intrants

Les intrants 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. Il s'agit principalement :

- Des semences : AgroGeneration utilise à 80% des semences certifiées achetées auprès des grandes sociétés comme Limagrain, Pioneer, Syngenta et Monsanto. Toutes ces semences sont génétiquement non modifiées. Pour le blé, l'orge et le pois qui ne sont pas des hybrides, il est possible de réutiliser une partie des semences provenant de ses parcelles (ce qu'a fait AgroGeneration en 2015) où des semences achetées l'année d'avant. A contrario, le maïs et le colza sont des hybrides (obligation de faire des croisements) et cela n'est pas possible.
- Des produits phytosanitaires : herbicides, insecticides, fongicides. AgroGeneration utilise des produits génériques pour les basiques comme les herbicides, les insecticides, mais pas pour les fongicides qui coûteraient moins mais seraient moins efficaces et laisseraient des traces dans le sol. Le vrai savoir-faire pour obtenir de bons rendements réside dans le choix de la période d'application.
- Des engrais : substances organiques ou minérales, souvent utilisées en mélanges, destinées à apporter aux plantes des compléments d'éléments nutritifs, de façon à améliorer leur croissance, et à augmenter le rendement et la qualité des cultures. Ils sont composés principalement d'azote (N), de phosphore (P) et de potassium (K). On parle d'engrais NPK. Le facteur différenciant réside dans les dosages.

Le modèle de coûts associé à une ferme ukrainienne est principalement un modèle de coûts directs (entre 40% et 50% du chiffre d'affaires moyen d'une ferme) composés principalement des intrants. Le coût des intrants est dorénavant à peu près similaire à l'est et à l'ouest.

L'évolution du poste intrants d'AgroGeneration dépend de plusieurs facteurs :

- Le nombre d'hectares cultivés.
- Le 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 à l'évolution des revenus de leurs clients.
- Du choix 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. Pour la récolte 2014/2015, très peu d'intrants ont été utilisés. La récolte en cours devrait voir un recours à plus d'intrants.

Les intrants comprennent tout ce qui est utilisé pour les récoltes....

... leur coût est corrélé au nombre d'hectares cultivés et au prix des matières premières agricoles

2– Des coûts sous contrôle pour préparer l'avenir

2.1.3 Les coûts de personnel

AgroGeneration comptait 1431 salariés à fin 2015. Ce nombre a été réduit en 2015 et en 2016 mais peut paraître élevé. Il faut savoir que, au niveau de ses fermes, AgroGeneration a besoin de personnel non seulement pour cultiver ses terres mais également pour les surveiller. Ceci est indispensable en Ukraine où des voleurs subtilisent une partie des récoltes au milieu des champs afin que cela passe inaperçu.

Les coûts de personnel représentent de l'ordre de 11% du CA d'AgroGeneration. Leur évolution est liée :

Les coûts de personnel sont liés à l'évolution de la hryvnia

- A l'évolution du nombre d'hectares cultivés.
- A l'évolution de la hryvnia par rapport à l'euro, les salaires étant payés en hryvnia. La chute de cette monnaie explique en grande partie la baisse du poste coût de personnel qui figure en euros dans les comptes de la société. La stabilisation de la monnaie locale ne permettra plus une telle baisse.
- A l'inflation en Ukraine qui diminue mais reste encore élevés (12% attendu en 2016).

Evolution des coûts de personnel

	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Nombre de salariés	1 479	1 431	1 431	1 534	1 598	1 663	1 727
Hectare/salarié	67	74	77	79	78	78	78
Euros/salarié	41 948	41 267	43 625	46 679	49 013	50 974	53 013
Salaires/employé	5 390	4 560	4 788	5 314	5 527	5 748	5 978
Salaires totaux (m€)	8,0	6,6	7,4	8,7	9,5	10,2	11,0

Source : Société, Invest securities

2.1.4 Autres coûts

Les autres coûts supportés par AgroGeneration sont :

- L'essence dont les coûts sont liés à l'évolution des cours du pétrole, des devises et du nombre d'hectares cultivés.
- La maintenance liée à l'évolution du nombre d'hectares cultivés et à l'évolution de la hryvnia.

2.1.5 Evolution attendue des coûts

Sur la base de nos estimations de la répartition des coûts, nous estimons que leur évolution devrait être la suivante:

Evolution des coûts d'AgroGeneration

m€	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Graines et phytosanitaires	-9,1	-8,2	-9,0	-10,4	-11,5	-12,6	-13,6
Engrais	-13,7	-11,2	-12,5	-14,4	-16,2	-17,9	-19,5
Loyers	-5,1	-4,0	-4,8	-5,0	-5,3	-5,6	-6,0
Pétrole	-7,1	-6,8	-5,8	-6,1	-6,4	-6,7	-7,1
Maintenance	-5,2	-5,0	-5,1	-5,4	-5,7	-6,0	-6,4
Total	-40,2	-35,2	-37,1	-41,3	-45,1	-48,9	-52,6

Source : Invest Securities

2– Des coûts sous contrôle pour préparer l'avenir

2.1.6 Des investissements limités aux machines

Les capex d'AgroGeneration sont essentiellement constitués des investissements en machines. Ces machines sont de bonne qualité et pour la plupart d'origine occidentale et équipées de capteurs GPS permettant l'enregistrement et le suivi des paramètres de travail sur une base en temps réel. Elles sont extrêmement sollicitées, moissonnant de 1200 à 1500 hectares contre 500 en France.

Les capex sont limités aux machines

Les capex ont été très limités en 2015, de gros investissements ayant été réalisés en 2011 et la durée de vie des machines étant autour de 10 ans.

Lorsque les prix des matières premières agricoles progresseront à nouveau, AgroGeneration investira dans des unités de stockage, ce qui permettra d'optimiser les ventes en période de hausse des prix.

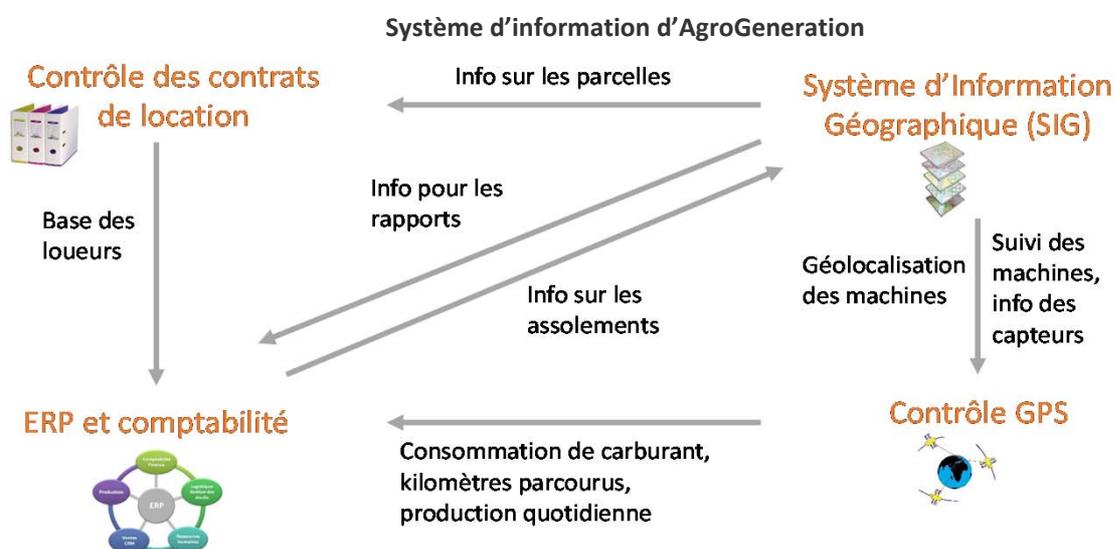
2.2 Une gestion rigoureuse

Etant donné les aléas liés à l'activité d'exploitation de terres agricoles et aux prix de matières premières agricoles qui restent très bas, AgroGeneration a mis en place des processus de gestion rigoureux.

2.2.1 Une formalisation de la politique de gestion

La formalisation de la politique de gestion repose sur :

- La mise en place de deux clusters à partir desquels les activités sont gérées.
- Des méthodes très performantes de traitement du sol et des technologies de tests d'optimisation de la fertilité des sols.
- Des machines modernes (John Deere, Case, New Holland, etc).
- Des systèmes de contrôle centraux au sein de chaque groupe de fermes avec :
 - ✓ le management des champs au quotidien;
 - ✓ une cartographie au DGP de l'ensemble des terres cultivées;
 - ✓ un équipement en GPS de l'ensemble des machines;
 - ✓ un ensemble d'outils et de processus de prévision, d'analyse et de contrôle des opérations sur chacune des exploitations.



Source : Société

2– Des coûts sous contrôle pour préparer l'avenir

Afin de limiter l'impact négatif de la baisse des prix des matières premières agricoles, AgroGeneration :

- a réduit le coût des achats notamment des intrants qui doit être parfaitement maîtrisé pour préserver l'EBITDA;
- analyse la répartition des récoltes afin d'avoir le maximum de cultures avec un EBITDA élevé. Ainsi, dans l'Ouest, le maïs dont le prix a fortement chuté a été en partie remplacé par du soja et du tournesol. La culture de pois qui permet de fixer l'azote et a également un niveau d'EBITDA élevé est également privilégiée. Pour réaliser la répartition de ses cultures, AgroGeneration peut s'appuyer sur une expertise à la fois locale et occidentale. La société centralise certaines fonctions administratives et, sur le terrain, introduit de nouvelles techniques agricoles en s'appuyant sur des spécialistes techniques et des agronomes. Une rotation des cultures sur cinq ans, accompagnée du meilleur système de travail du sol a été mise en œuvre dans les exploitations d'AgroGeneration sur la base de calculs des rendements potentiels des cultures.

Les principales améliorations opérationnelles en termes de gestion déjà réalisées sont :

- Des améliorations sur le plan comptable afin de mettre les méthodes existantes en conformité avec les obligations légales et de déclaration fiscale locales.
- Des améliorations budgétaires et la mise en œuvre d'un processus standardisé d'approbation du budget.
- Des progrès significatifs en termes de centralisation des achats et des ventes.
- Un aménagement foncier progressif et la mise en œuvre de technologies agricoles modernes.
- La mise en place d'un système centralisé de comptabilité, d'opérations intégrées et de surveillance des machines (suivi GPS et capteurs de niveau de carburant).

De nombreuses améliorations ont été réalisées pour améliorer la gestion

2.2.2 Des rendements élevés

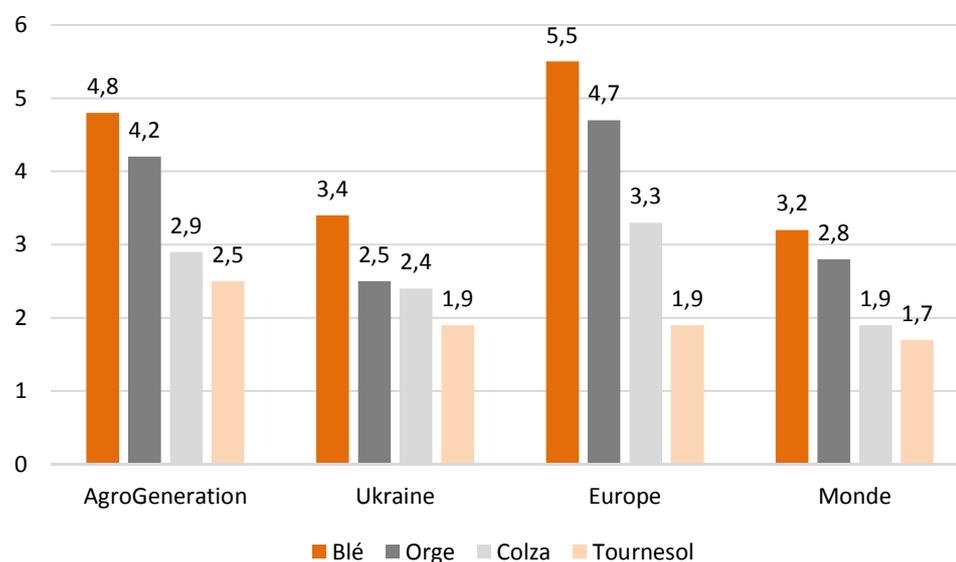
AgroGeneration a des rendements supérieurs aux rendements moyens en Ukraine après seulement quelques années d'exploitation : de 30 à 40% pour les céréales et de 10 à 40% pour les autres cultures.

Ces rendements ne sont pas comparables à ceux observés en France où la PAC versait des subventions par tonne de produits, ce qui poussait les agriculteurs à avoir des rendements élevés à 10-11 tonne/hectare. Ces derniers sont en train de diminuer, les subventions étant dorénavant données par hectare.

Les rendements ukrainiens sont compris entre 1,5 et 8 tonnes par hectare selon les cultures. Le risque climatique est plus important. En France, la variation des rendements ne dépasse pas 15% au maximum alors qu'en Ukraine cela peut aller jusqu'à 60%. Il n'est donc pas utile de chercher des rendements trop élevés car la récolte peut ne pas être bonne.

2– Des coûts sous contrôle pour préparer l'avenir

Comparaison des rendements historiques moyens sur 3 ans (tonne/hectare)



Source : Société

L'EBITDA (ou le cash/hectare) sont privilégiés par rapport aux rendements

L'objectif d'AgroGeneration est plus centré sur l'EBITDA par hectare (ou le cash par hectare) que sur les rendements. Si le coût additionnel des intrants est trop élevé pour atteindre un rendement donné, c'est le cash par hectare qui sera privilégié.

2.3 Des projets ambitieux

AgroGeneration a des objectifs ambitieux à un horizon de 2 à 5 ans, suivant l'évolution des prix des matières premières agricoles. Le groupe souhaite devenir l'un des acteurs les plus importants et les plus efficaces d'Ukraine disposant d'actifs de stockage et d'infrastructures de qualité. Son but est d'avoir les moyens financiers pour financer le BFR lié à ses récoltes sans dépendre comme à l'heure actuelle d'établissements bancaires.

Grâce à l'amélioration progressive de sa situation financière, AgroGeneration commence à envisager prudemment des opportunités d'expansion en Ukraine. La crise ukrainienne et le bas prix des matières premières agricoles ont créé des opportunités en affaiblissant de nombreuses sociétés du secteur moins bien gérées.

Néanmoins, à court terme, la marge de manœuvre du groupe reste limitée (cf 3.3), mais elle pourrait s'améliorer significativement dès que les prix des matières premières agricoles progresseront.

Les investissements additionnels que cherche à faire le groupe sont dans des domaines connexes. Il s'agit d'intégration verticale et horizontale au travers d'investissements dans :

- De nouvelles fermes déjà opérationnelles et leurs infrastructures dédiées, incluant leur portefeuille de baux.
- La modernisation et le développement des infrastructures de stockage pour accompagner l'activité. Ces acquisitions seront importantes lorsque les prix des matières premières agricoles monteront afin d'optimiser les prix de vente.
- D'autres activités agricoles connexes comme la transformation, le négoce ou la logistique.

3– Des résultats dépendant du prix des matières premières

3.1 Un chiffre d'affaires qui se redresse	p.25
3.2 Des marges qui progresseront avec les prix des matières premières agricoles	p.28
3.3 Une génération de cash favorable à l'amélioration de la situation financière	p.29
3.3.1 Un impact positif de l'émission d'OSRANE.....	p.29
3.3.2 ...conforté par une génération de cash positive	p.30

3– Des résultats dépendant du prix des matières premières

La situation financière d'AgroGeneration a été fortement impactée par la crise économique en Ukraine et la baisse des prix des matières premières. A cela est venu s'ajouter un endettement élevé qui explique la restructuration financière réalisée début 2015. L'exercice 2015 a conforté la capacité d'AgroGeneration à publier des résultats solides dans un contexte difficile. Si aucune amélioration significative n'est à attendre sur l'exercice en cours, toute embellie des prix des matières premières agricoles permettrait un fort rebond des résultats du fait de l'effet de levier important créé par un strict contrôle des coûts. Nous avons retenu l'hypothèse que les prix des matières premières agricoles retrouveraient au bout de 4 ans les niveaux de cours de 2013 avant leur chute. Ceci nous paraît raisonnable car, après 3 années de bonnes récoltes partout dans le monde, des aléas climatiques impactant l'offre sont probables dans les années à venir.

Le CA dépend de la quantité de matières premières agricoles produite et de leur prix

3.1 Un chiffre d'affaires qui se redresse

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 de 2% à 5% des terres. AgroGeneration maîtrise cette dernière donnée qui diminue. Par ailleurs, le groupe peut signer de nouveaux baux dont le principal impact sur les comptes se retrouve dans la variation de BFR. Nous avons chiffré ces signatures à 5 000 hectares/an.
- La répartition par culture des terres cultivées, sachant qu'une rotation est effectuée chaque année afin de ne pas appauvrir les terres. Ceci dépend du choix d'AgroGeneration qui cherche à optimiser ses marges. Etant données les évolutions très défavorables des cours du maïs et du blé, le groupe a baissé leur part dans les récoltes au profit des oléagineux (soja et surtout tournesol). Les cultures de tournesol ne peuvent pas être réalisées plusieurs années consécutives sur le même terrain mais qu'une année sur trois ou quatre, ce qui signifie que le pourcentage de terres qui leur est alloué devrait se situer entre 25% et 30% maintenant que la rotation des terres suite à la fusion d'Harmelia et d'AgroGeneration est normalisée.
- Les rendements par hectare des terres qui ont progressé ces dernières années, mais qui ne sont pas trop poussés pour éviter d'engendrer des coûts d'intrants supplémentaires importants. Cet élément est en partie dépendant des choix d'AgroGeneration mais varie également en fonction des aléas climatiques. Le groupe 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. Ils ont fortement chuté depuis 2013 et il est très difficile de faire des prédictions sur ces marchés d'offre où une petite variation des quantités produites peut entraîner une forte volatilité des prix. Si des phénomènes comme le Niño et la Niña devraient avoir une influence sur les prix, ceci ne s'est pas réellement matérialisé jusqu'à présent.

Les principales hypothèses retenues pour notre modèle sont :

- Après un exercice 2016 où ils seront encore en recul, des prix des matières premières agricoles qui vont progressivement se redresser pour atteindre en 2020 le niveau qu'ils avaient avant la chute des prix de 2013, ce qui représente une croissance de l'ordre de 12% par an. Ceci nous semble raisonnable dans la mesure où la poursuite de récoltes favorables dans l'ensemble du monde semble peu probable sur le moyen terme. Cette hypothèse reste aléatoire et dépend de facteurs exogènes non maîtrisés comme les aléas climatiques.

3– Des résultats dépendant du prix des matières premières

A partir de 2016, la société devrait signer de nouveaux baux

- Pas d'évolution notable de la répartition des cultures en 2016 par rapport à 2015 hormis une progression du tournesol et du soja qui vont remplacer en partie le blé et surtout le maïs faiblement margés.
- Une légère progression des rendements pour le blé, le maïs, l'orge, le tournesol et le soja en 2016. Par la suite nous avons retenu de légères hausses uniquement pour le blé, le maïs et le soja avec des chiffres qui pour le blé et le soja restent en-dessous des niveaux de 2014.
- Un change euro/dollar stable par rapport aux niveaux actuels, les prix étant libellés en dollars.

En 2016, nous attendons une hausse du chiffre d'affaires (+6,1%) liée à l'optimisation des cultures et notamment à l'augmentation du tournesol dont le rendement est plus élevé. L'évolution des prix reste plutôt défavorable même si ceux du colza et de l'orge peuvent se redresser légèrement.

A partir de 2017, nous attendons un redémarrage du prix des matières premières agricoles, ce qui, couplé à des surfaces cultivées qui augmentent un peu devrait favoriser une progression du CA.

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

3– Des résultats dépendant du prix des matières premières

Estimation du chiffre d'affaire d'AgroGeneration

	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Hectares contrôlés	120 000	120 000	120 000	125 000	130 000	135 000	140 000
Croissance	0%	0%	0%	4%	4%	4%	4%
Hectares exploités	103 366	108 000	110 000	117 500	122 200	126 900	131 600
Répartition/culture (ha)							
Blé	27 144	45 360	36 300	38 775	40 326	41 877	41 877
Colza	6 485	8 640	5 500	5 875	6 110	6 345	6 345
Orge	12 729	10 800	11 000	11 750	12 220	12 690	12 690
Maïs	8 400	5 400	5 500	5 875	6 110	6 345	6 345
Tournesol	32 043	19 440	29 700	31 725	32 994	34 263	34 263
Pois	11 452	9 720	11 000	11 750	12 220	12 690	12 690
Soja	4 018	7 560	8 800	9 400	9 776	10 152	10 152
Autres	1 094	1 080	2 200	2 350	2 444	2 538	2 538
En pourcentage							
Blé	26%	42%	33%	33%	33%	33%	33%
Colza	6%	8%	5%	5%	5%	5%	5%
Orge	12%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Maïs	8%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Tournesol	31%	18%	27%	27%	27%	27%	27%
Pois	11%	9%	10%	10%	10%	10%	10%
Soja	4%	7%	8%	8%	8%	8%	8%
Autres	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%
Rendements (t/ha)							
Blé	5,2	4,1	4,3	4,5	4,7	4,8	4,8
Colza	2,9	2,6	2,5	2,7	2,7	2,7	2,7
Orge	4,7	4,2	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
Maïs	6,5	4,9	5,6	5,7	5,9	6,0	6,1
Tournesol	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Pois	2,2	1,9	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Soja	1,8	1,5	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9
Autres	11,6	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
Production (tonnes)							
Blé	142 054	188 000	156 090	174 488	189 532	201 010	201 010
Colza	18 682	22 560	13 750	15 863	16 497	17 132	17 132
Orge	60 248	45 120	52 800	56 400	58 656	60 912	60 912
Maïs	54 571	26 320	30 800	33 488	36 049	38 070	38 705
Tournesol	79 840	48 880	74 250	79 313	82 485	85 658	85 658
Pois	25 640	18 800	24 200	25 850	26 884	27 918	27 918
Soja	7 287	11 280	14 960	16 920	17 597	19 289	19 289
Autres	12 642	15 040	30 637	32 726	34 035	35 344	35 344
Total	400 964	376 000	397 487	435 046	461 735	485 331	485 966
Prix moyen TTC (€/t)							
Blé	164	130	104	125	149	179	215
Colza	322	310	329	355	384	414	447
Orge	145	115	118	136	157	182	209
Maïs	135	110	110	126	145	166	191
Tournesol	312	385	363	391	422	455	490
Pois	200	254	249	262	275	289	303
Soja	416	400	396	416	438	460	483
Autres	200	200	185	200	200	200	201
Valeur de la production TTC (m€)							
Blé	23,3	24,4	16,2	21,7	28,3	36,0	43,2
Colza	6,0	7,0	4,5	5,6	6,3	7,1	7,7
Orge	8,8	5,2	6,2	7,7	9,2	11,1	12,8
Maïs	7,4	2,9	3,4	4,2	5,2	6,3	7,4
Tournesol	24,9	18,8	26,9	31,0	34,8	39,0	42,0
Légumes	5,1	4,8	6,0	6,8	7,4	8,1	8,5
Soja	3,0	4,5	5,9	7,0	7,7	8,9	9,3
Autres	2,5	3,0	5,7	6,5	6,8	7,1	7,1
Production TTC	81,1	70,6	74,9	90,7	105,8	123,4	137,9
Production HT	64,6	58,9	62,4	75,6	88,1	102,9	114,9
TVA (20%)	16,5	11,8	12,5	15,1	17,6	20,6	23,0

Source : Société, Invest Securities

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION

Invest Securities, 73 boulevard Haussmann 75008 PARIS, France

Tel : + 33 (0) 1 44 88 77 88

3– Des résultats dépendant du prix des matières premières

3.2 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 que nous avons prise en compte dans notre prévision de chiffre d'affaires.
- L'évolution 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. Au 31 décembre 2015, si les hypothèses réalisées par AgroGeneration avaient varié de 10%, l'impact sur la juste valeur des actifs biologiques et donc sur la marge brute du groupe aurait été de 2 715k€.
- La disparition des subventions d'exploitation liées à la TVA. Jusqu'en 2014, la TVA perçue était conservée par l'entreprise pour en déduire les montants de la TVA payés à ses fournisseurs et 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 devrait être très faible en 2016 (0,5m€ estimé) pour disparaître en 2017. AgroGeneration compense partiellement ce manque à gagner en réalisant plus d'exportations dont les prix sont plus élevés.
- Des amortissements qui diminuent peu malgré la baisse des capex à court terme du fait de période d'amortissements longues (aux alentours de 10 ans) pour les machines agricoles qui ont été renouvelées pour une large partie en 2011.

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 évoquées en 1.1.3, la dette étant principalement libellée en dollars et en euros. En 2014 et 2015, elles ont été très élevées mais une grande partie n'a pas d'impact sur le cash. Elles devraient être beaucoup moins importantes en 2016, la hryvnia étant en baisse de seulement 9% par rapport à l'euro depuis le début de l'année et s'étant réappréciée depuis ses plus bas de février et mars. La situation financière d'AgroGeneration étant stabilisée, les pertes de change porteront essentiellement sur le prêt d'Alfa-Bank (35m\$) s'il n'est pas reconduit en crédit « revolving ». La baisse de la hryvnia par rapport au dollar est quant à elle d'un peu moins de 8% depuis le 1^{er} janvier.

La hausse des coûts intègre l'inflation, la hausse du nombre d'hectares cultivés et du prix des matières premières

3– Des résultats dépendant du prix des matières premières

Ces éléments nous amènent au compte de résultat prévisionnel suivant :

Prévisions de résultats d'AgroGeneration

m€	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
CHIFFRE D'AFFAIRES	64,6	58,9	62,4	75,6	88,1	102,9	114,9
Var. de la juste valeur des PF et ajustement de JV des PF vendus	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Variation JV des actifs biologiques	0,7	4,8	5,1	5,9	6,2	6,5	6,5
Achats matières premières, service et location	-42,9	-35,2	-37,1	-41,3	-45,1	-48,9	-52,6
VALEUR AJOUTEE	23,9	29,7	31,6	41,3	50,4	61,7	70,0
Marge sur la VA	37,0%	50,5%	50,7%	54,7%	57,2%	60,0%	60,9%
Salaires & charges	-8,3	-6,6	-7,4	-8,7	-9,5	-10,2	-11,0
Subventions d'exploitation (TVA)	6,3	3,4	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres charges	-1,5	-6,4	-6,9	-7,2	-7,4	-7,7	-8,0
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBITDA)	20,4	20,0	17,8	25,5	33,5	43,7	51,9
Marge d'EBE	31,6%	34,0%	28,6%	33,7%	38,0%	42,5%	45,2%
Amortissements	-7,3	-8,6	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2
Dotations aux provisions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total DAP nettes	-7,3	-8,6	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2
RESULTAT OPERATIONNEL	13,1	11,4	11,7	19,3	27,4	37,6	45,8
Marge opérationnelle	20,3%	19,4%	18,7%	25,5%	31,0%	36,5%	39,8%
Produits financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Charges financières	-8,9	-7,9	-5,2	-5,1	-5,0	-4,9	-0,1
Autres charges financières & impact change	-27,3	-11,7	-2,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat financier	-36,2	-19,6	-8,0	-5,1	-5,0	-4,9	-0,1
RESULTAT COURANT	-23,1	-8,2	3,6	14,2	22,4	32,7	45,6
IS	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat des sociétés sortantes	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RESULTAT NET PART DU GROUPE	-21,7	-7,9	3,6	14,2	22,4	32,7	46,6
Marge nette	-33,5%	-13,5%	5,8%	18,8%	25,4%	31,8%	40,6%
Résultat net part du groupe ajusté	-21,7	-7,9	3,6	14,2	22,4	32,7	46,6

La marge d'EBITDA devrait dépasser 30% à partir de 2017

Nous estimons que la marge d'EBITDA devrait progresser à partir de 2017 grâce à l'augmentation des prix des matières premières agricoles pour atteindre 45,2% en 2020. La bonne maîtrise des coûts va conduire à un effet de levier important sur les marges dès que les prix remonteront.

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

3.3.1 Un impact positif de l'émission d'OSRANE...

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

La forte détérioration de la situation économique et la chute de la hryvnia ont contribué à une forte diminution des fonds propres de 51m€ fin 2013 à 6,6m€ à fin 2014, soit un gearing de 1175%.

La situation n'étant pas tenable, le groupe a entamé une restructuration financière en émettant pour 59,8m€ d'OSRANE. Les intérêts de cette émission sont comptabilisés en dettes et le principal en fonds propres. Trois millions d'OSRANE supplémentaires ont été émises fin 2015 auprès d'un investisseur américain afin de poursuivre la consolidation de la position financière d'AgroGeneration dans un environnement difficile.

L'émission d'OSRANE a redressé la situation financière du groupe

3– Des résultats dépendant du prix des matières premières

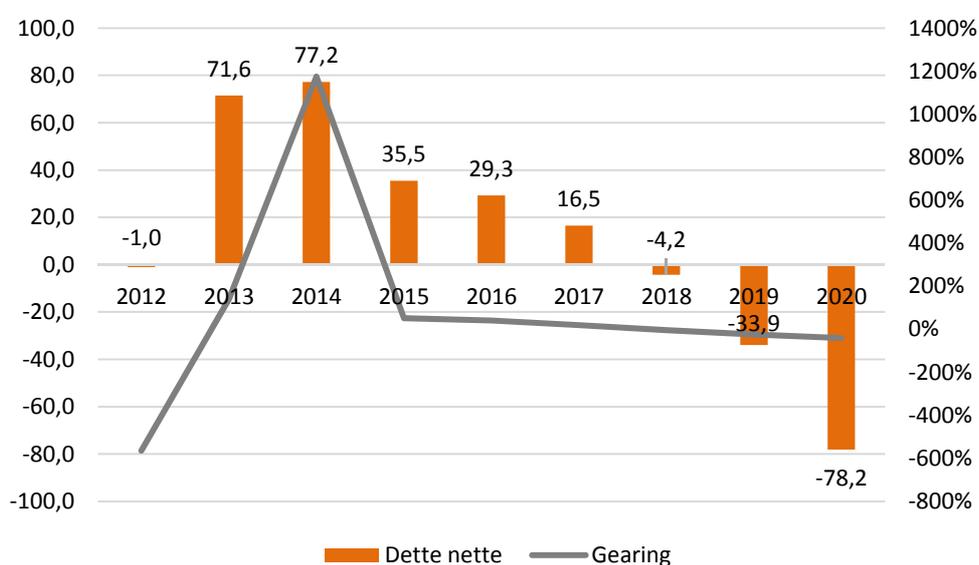
Par ailleurs, les actifs immobilisés de la société ont été dévalués de 44,9m€ en 2013 et de 22,2m€ en 2014, ce qui a eu un impact sur les capitaux propres du groupe. En 2015, elle a pu faire réévaluer ses actifs corporels par un expert indépendant pour 38,2m€, se décomposant en une augmentation de 39,9m€ 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 73% à fin 2015.

La dette avec la BERD (6,3m€) a également été renégociée avec un étalement des remboursements à partir de 2016 mais un taux qui passe de 8% à 8,5%.

Les actifs immobilisés ont été réévalués en 2015

Evolution de la dette nette et du gearing



3.3.2...conforté par une génération de cash positive

Si l'on inclut l'ensemble des frais financiers dans le calcul du FCF, celui-ci a été négatif en 2015. Par contre, si l'on n'y intègre que les frais financiers liés au financement du BFR (crédits de campagne principalement auprès de Alfa-Bank), soit 4,1m€, le FCF serait positif de 3,6m€.

La bonne tenue des performances opérationnelles du groupe va favoriser le retour à une génération de free cash flow positive dès 2016 grâce à :

- Une amélioration de la capacité d'autofinancement, le résultat étant positif et les pertes de change moins importantes qu'en 2015.
- Une variation de BFR qui devrait être inférieure à celle de 2015 qui a été marquée par une hausse importante des stocks (3,3m€), le groupe ayant conservé des graines pour ses semences à venir ;
- Des investissements (essentiellement le matériel agricole et les nouveaux baux) qui devraient rester limités à court terme, une grande partie du parc de machines ayant été renouvelé en 2011 et celles-ci ayant une durée de vie estimée à 10 ans.

3– Des résultats dépendant du prix des matières premières

Tableau de flux d'AgroGeneration

m€	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Résultat net	(23,1)	(7,9)	3,6	14,2	22,4	32,7	46,6
DAP nettes	(7,3)	(7,0)	(6,2)	(6,2)	(6,2)	(6,2)	(6,2)
Autres impacts non cash et pertes de change	27,0	6,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow Brut	11,2	5,6	9,8	20,4	28,5	38,9	52,8
Variation du BFR	0,9	(4,2)	(1,4)	(5,1)	(4,8)	(5,7)	(4,6)
Cash Flow opérationnel	12,1	1,4	8,4	15,3	23,7	33,2	48,2
Investissements	(2,4)	(1,6)	(1,7)	(2,5)	(3,0)	(3,5)	(3,9)
<i>dt investissements de maintenance</i>	(2,3)	(1,6)	(1,7)	(2,5)	(3,0)	(3,5)	(3,9)
Investissements financiers	(2,0)	(1,1)	(0,5)	0,0	0,0	0,0	0,0
Cessions immobilisations	1,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow lié aux investissements	(3,0)	(2,6)	(2,2)	(2,5)	(3,0)	(3,5)	(3,9)
Distribution	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,1	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emission de dettes	41,6	32,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Remboursement de dettes	(37,8)	(30,6)	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,2)
Gains/pertes de change	(14,9)	(3,5)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow financier	(10,9)	(0,3)	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,2)
Variation du cash	(1,81)	(1,5)	5,0	11,6	19,5	28,5	43,1

En prenant en compte ces différents éléments, nous arrivons à une génération de cash (yc le cash flow financier) positive de 5m€ en 2016.

La génération de cash devrait s'accroître sur les exercices suivant ce qui devrait 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. Le bilan devrait repasser en situation de trésorerie nette positive à partir 2018 hors opérations de croissance externe.

La génération de FCF devrait progresser sur les exercices à venir

4– Une valeur de 0,71€ par titre

4.1 Un DCF de 0,71€ par titre	p.33
4.1.1 Un WACC de 20,42%	p.33
4.1.2 Hypothèses retenues	p.33
4.1.3 Une valeur de 0,71€/titre	p.34
4.1.4 Analyse de sensibilité	p.35
4.2 Une valorisation de 0,47€ par la méthode des comparables	p.35
4.3 Une valorisation de 0,71€ par titre	p.36

4 – Une valeur de 0,71€ par titre

Notre évaluation est basée sur un DCF

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 objectif est calculé sur un scénario qui intègre des prix des matières premières agricoles qui reviennent en 2020 à leur niveau d'avant la chute de 2013. Sur cette base, notre objectif est de 0,71€

4.1 Un DCF de 0,71€ par titre

5.1.1 Un WACC de 20,42%

Les principales hypothèses retenues dans le calcul du WACC sont :

- ❖ un taux « sans risque » qui est celui des taux longs en Ukraine, soit de 16,5%, en baisse depuis notre dernière étude (18,8%). 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 a progressé depuis notre dernière étude (6,47% vs 5,49%) principalement du fait du Brexit;
- ❖ un Béta de 1 car, une nouvelle fois, la sensibilité par rapport au marché est intégrée dans le taux « sans risque ».

Le WACC retenu est de 20,42 %

Ces éléments nous donnent un WACC de 20,42%, supérieur à celui de notre dernière étude (19,75%) du fait de la hausse de la prime de risque.

Calcul du WACC	
Prime de Marché	6,47%
Taux sans risque	16,50%
Beta	1,00
Coût des fonds propres	22,97%
Coût de la dette	9,83%
Taux d'imposition	0,00%
Coût net de la dette	9,83%
Taux d'actualisation	20,42%

4.1 2. Hypothèses retenues

Nos calculs se basent sur nos prévisions jusqu'en 2025.

Pour le calcul de la valeur terminale, nous avons retenu le chiffre d'affaires de 2025 et lui avons appliqué une marge opérationnelle de 39,8% équivalente à celle atteinte en 2020.

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

Le groupe ne paie pas d'impôts.

4 – Une valeur de 0,71€ par titre

Ceci nous amène aux prévisions suivantes :

En m€	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	62,4	75,6	88,1	102,9	114,9	119,5	123,1	126,1	128,7	129,9
Croissance	+5,0%	+21,0%	+16,7%	+16,7%	+7,0%	+4,0%	+3,0%	+2,5%	+2,0%	+1,0%
Résultat d'Exploitation	11,7	19,3	27,4	37,6	45,8	47,6	49,0	50,2	51,3	51,8
Marge d'exploitation	18,7%	25,5%	31,0%	36,5%	39,8%	39,8%	39,8%	39,8%	39,8%	39,8%
DAP nettes	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2	-3,8	-4,5	-5,3	-6,0	-7,3
Excédent Brut d'Exploitation	17,8	25,5	33,5	43,7	51,9	51,4	53,6	55,5	57,2	59,1
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	17,8	25,5	33,5	43,7	51,9	51,4	53,6	55,5	57,2	59,1
Variation du BFR	-1,4	-5,1	-4,8	-5,7	-4,6	-4,8	-5,0	-5,1	-5,2	-5,2
% CA	2,2%	6,7%	5,5%	5,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Investissements	-1,7	-2,5	-3,0	-3,5	-3,9	-6,0	-6,3	-6,6	-6,9	-7,3
Free Cash Flow d'exploitation	14,8	18,0	25,7	34,6	43,4	40,6	42,3	43,9	45,1	46,6
Coefficient d'actualisation	0,93	0,77	0,64	0,53	0,44	0,37	0,30	0,25	0,21	0,17
Free Cash Flows d'exploitation actualisés	13,7	13,8	16,4	18,4	19,1	14,8	12,9	11,1	9,4	8,1

4.1.3 Une valeur de 0,71€/titre

A partir de ces différentes hypothèses, et en intégrant la dilution liée à la conversion à venir des OSRANE, notre valorisation ressort à 0,71€ par titre.

Notre DCF est de 0,71€/titre

Valorisation (m€)	
Somme des flux actualisés	137,6
Valeur terminale	47,5
Valeur d'entreprise	185,1
Endettement net estimé	35,5
Valeur des fonds propres (m€)	149,6
Nombre d'actions diluées	212 071 388
Valorisation DCF par action (€)	0,71

4 – Une valeur de 0,71€ par titre

4.1.4 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 0,62€ et 0,82€ par titre. La sensibilité assez élevée s'explique par la forte croissance du groupe avec des flux 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	18,92%	0,77	0,78	0,78	0,79	0,80	0,81	0,82
	19,42%	0,74	0,75	0,75	0,76	0,77	0,78	0,79
	19,92%	0,71	0,72	0,73	0,73	0,74	0,75	0,76
	20,42%	0,69	0,69	0,70	0,71	0,71	0,72	0,73
	20,92%	0,66	0,67	0,67	0,68	0,69	0,69	0,70
	21,42%	0,64	0,64	0,65	0,66	0,66	0,67	0,67
	21,92%	0,62	0,62	0,63	0,63	0,64	0,64	0,65

4.2 Une valorisation de 0,47€ par la méthode des comparables

Nous avons également réalisé une valorisation par la méthode des comparables. Nous avons tenté de trouver des comparables dont l'activité est centrée sur l'exploitation de terres agricoles. Beaucoup de sociétés sont intégrées verticalement, soit dans l'élevage de bovins ou de volaille (Linas), soit dans la fabrication d'huile de tournesol (Kernel) et de produits alimentaires (Linas). Elles peuvent également être présentes dans la logistique comme Linas. Par ailleurs, certaines opèrent dans plusieurs pays (Linas). Black Earth a la même activité qu'AgroGeneration, mais en Russie où la société possède 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 :

	Capitalisation	EV/EBITDA			EV/EBIT			PE		
	boursière (m€)	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
AdecoAgro	1 193	7,1 x	6,1 x	5,6 x	10,2 x	8,3 x	7,7 x	19,9 x	16,2 x	12,2 x
Black Earth Farming Ltd.	46	1,7 x	1,9 x	1,0 x	2,5 x	2,7 x	1,4 x	7,3 x	4,2 x	3,6 x
Linas Agrogroupe AB	105	9,5 x	8,2 x	6,5 x	18,4 x	15,0 x	10,6 x	14,7 x	12,0 x	9,5 x
Kernel	1 076	3,9 x	3,2 x	2,6 x	4,9 x	3,9 x	3,1 x	5,0 x	5,0 x	4,5 x
Médiane		5,5 x	4,7 x	4,1 x	7,6 x	6,1 x	5,4 x	11,0 x	8,5 x	7,0 x
VE AgroGénération (m€)		98,4	118,6	136,3	88,5	118,1	147,0			
Valeur des CP (m€)		69,1	102,1	140,5	59,2	101,6	151,2	40,2	121,2	155,9
Moyenne (m€)		104,0								
Valeur/action (€)		0,49								

Source : FactSet, Invest Securities

4 – Une valeur de 0,71€ par titre

Nous n'avons pas retenu les multiples de chiffre d'affaires car ils ne tiennent pas compte du fait que la plupart des sociétés sont présentes sur d'autres activités, dans des régions différentes et ont des marges différentes.

Nous avons fait la moyenne de l'ensemble des sociétés cotées qui travaillent dans la production agricole dans l'Est de l'Europe. Ceci nous donne une valorisation de 0,49€ par titre. Si l'on ne retient que les deux valeurs dont les capitalisations sont plus proches de celles d'AgroGeneration (Black Earth Farming et Linas Agrogroup AB), cette valorisation est abaissée à 0,47€.

La méthode des comparables donne une valorisation de 0,47€/titre

	Capitalisation boursière (m€)	EV/EBITDA			EV/EBIT			PE		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Black Earth Farming Ltd.	46	1,7 x	1,9 x	1,0 x	2,5 x	2,7 x	1,4 x	7,3 x	4,2 x	3,6 x
Linas Agrogroup AB	105	9,5 x	8,2 x	6,5 x	18,4 x	15,0 x	10,6 x	14,7 x	12,0 x	9,5 x
Moyenne		5,6 x	5,1 x	3,7 x	10,5 x	8,8 x	6,0 x	11,0 x	8,1 x	6,5 x
VE AgroGénération		99,7	128,6	124,8	122,6	170,0	162,9			
Valeur des CP		64,3	93,2	89,3	87,1	134,5	127,4	40,2	115,4	146,5
Moyenne (m€)		99,3								
Valeur/action (€)		0,47								

Ces multiples étant basés sur des sociétés qui ne sont pas directement comparables à AgroGeneration ni en termes d'activité, ni en termes de marges, certaines n'étant pas présentes en Ukraine, d'autres ne l'étant que pour une faible partie de leur activité, nous préférons ne pas la retenir.

4.3 Une valorisation de 0,71€/titre

Des deux méthodes utilisées, nous préférons la méthode intrinsèque qu'est le DCF qui prend mieux en compte les caractéristiques propres de la société. Les différents comparables ne présentent, en effet, pas des caractéristiques identiques à AgroGeneration.

Nous maintenons notre recommandation ACHAT avec un objectif de cours revu à la hausse de 0,71€/titre (vs 0,68€ précédemment).

Notes

Notes

Evolution du cours en absolu et en relatif depuis 5 ans



DETECTION DES CONFLITS D'INTERETS

	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
AgroGeneration	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui

AVERTISSEMENT

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation d'achat ou de vente des actions 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 articles 321-122 à 321-142 du Règlement général de l'AMF.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION

Invest Securities, 73 boulevard Haussmann 75008 PARIS, France

Tel : + 33 (0) 1 44 88 77 88

ANALYSE FINANCIERE

Claire Barbaret, Média / Stock-Picking

+33 1 44 88 77 73 cbarbaret@invest-securities.com

Johann Carrier, Stock-Picking

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

Martial Descoutures, Santé / Biotechs

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

Maxime Dubreil, Valeurs Technologiques

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

Benoit Faure-Jarrosson, Immobilier

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

Peter Farren, Biens de Consommation

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

Matthieu Lavillunière, Valeurs Technologiques

+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 jlsempe@invest-securities.com

Thibaut Voglimacci-Stephanopoli, Medtechs / Biotechs

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

Laurent Wilk, Cleantech

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

SALLE DES MARCHES

Eric d'Aillières

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

Claude Bouyer

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

Jean-Philippe Coulon

+33 1 55 35 55 64 jpcoulon@invest-securities.com

François Habrias

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

Pascal Hadjedj

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

Dominique Humbert

+33 1 55 35 55 64 dhumbert@invest-securities.com

Bertrand Le Mollé-Montanguon

+33 1 55 35 55 74 blmm@invest-securities.com

Nicolas Michaux

+33 1 55 35 55 73 nmichaux@invest-securities.com

Sylvain Navarro

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

Ralph Olmos

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

René Reymond

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

Thierry Roussilhe

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

Kaspar Stuart

+33 1 55 35 55 65 kstuart@invest-securities.com

Renaud Vallette Viallard

+33 6 29 48 42 32 rvv@invest-securities.com

Frédéric Vals

+33 1 55 35 55 71 fvals@invest-securities.com