

**PROJET DE NOTE ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ**



**EN RÉPONSE**

**AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ  
AGROGENERATION SA INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ NOVAAGRO UKRAINE LLC**



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 26 août 2025, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

**Le projet d'offre publique d'achat, le projet de note d'information et le projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.**

**AVIS IMPORTANT**

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet SORGEM EVALUATION, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent Projet de Note en Réponse.

Le Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites Internet d'AgroGeneration (<https://agrogeneration.com/fr>) et de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et mis à la disposition du public sans frais au siège social de AGROGENERATION, 19 boulevard Malesherbes, 75008 Paris.

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'AgroGeneration seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, selon les mêmes modalités, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique.

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

## **TABLE DES MATIERES**

<b>1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE .....</b>	<b>3</b>
<b>2. CONTEXTE ET CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE.....</b>	<b>4</b>
<b>3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ .....</b>	<b>10</b>
<b>4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ</b>	<b>15</b>
<b>5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES.....</b>	<b>15</b>
<b>6. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....</b>	<b>15</b>
<b>7. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE</b> <b>15</b>	
<b>8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT.....</b>	<b>19</b>
<b>9. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ .....</b>	<b>20</b>
<b>10. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE .....</b>	<b>20</b>

## 1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1, 2° et 234-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), la société Novaagro Ukraine LLC, société de droit ukrainien au capital de 284 923 000 UAH (soit environ 5,8 millions d'euros à la date du présent Projet de Note d'Information), dont le siège social est situé 66 Chernyshevskya Street, 62002 Kharkiv, Ukraine, immatriculée au Registre national unifié des personnes morales, des entrepreneurs individuels et des organisations publiques d'Ukraine sous le numéro 34631027 (« **Novaagro** » ou l'« **Initiateur** ») s'engage de manière irrévocable auprès de l'ensemble des actionnaires de la société AgroGeneration, société anonyme à conseil d'administration au capital social de 11 079 319,35 €, dont le siège social est situé 19 Boulevard Malesherbes, 75008 Paris, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 494 765 951 et dont les actions sont admises aux négociations Euronext Growth à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le Code ISIN FR0010641449 (mnémonique : ALAGR) (« **AgroGeneration** » ou la « **Société** » et, ensemble avec ses filiales directes ou indirectes, le « **Groupe AgroGeneration** » ou le « **Groupe** »), à acquérir la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur (les « **Actions** » et chacune une « **Action** »), à la date du projet de note d'information préparé par l'Initiateur et déposé auprès de l'AMF (le « **Projet de Note d'Information** ») au prix unitaire de 0,033 euro par Action de la Société (le « **Prix de l'Offre** »), dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée dont les conditions sont décrites de manière plus détaillée dans le Projet de Note d'Information et ci-après (l'« **Offre** »).

Le dépôt de l'Offre fait suite à l'acquisition, par l'Initiateur, au Prix de l'Offre, le 30 octobre 2024, de 126 084 106 Actions, représentant 56,90% du capital social et des droits de vote de la Société<sup>1</sup>, auprès de Konkur Investments Limited (l'« **Acquisition du Bloc de Contrôle** »). Conformément aux dispositions des articles 234-2 et 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions composant le capital social de la Société non détenues par l'Initiateur à la date du présent Projet de Note en Réponse, soit, à la connaissance de l'Initiateur, 95 502 281 Actions représentant 43,10% du capital et des droits de vote de la Société<sup>1</sup>.

À la date de dépôt du Projet de Note en Réponse, il n'existe, à la connaissance de l'Initiateur, aucun titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'Offre sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation et sera réalisée par achats sur le marché conformément à l'article 233-2 du règlement général de l'AMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les modalités de l'Offre et son calendrier.

L'Initiateur s'est réservé la possibilité de réaliser, sur le marché ou hors marché, au Prix de l'Offre, toute acquisition d'Actions conformément aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par ODDO BHF SCA, agissant en qualité d'établissement présentateur de l'Offre (l'« **Établissement Présentateur** »). L'Établissement Présentateur garantit également la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

---

<sup>1</sup> Sur la base d'un capital de la Société composé de 221 586 387 actions représentant autant de droits de vote, en application du 2<sup>ème</sup> alinéa de l'article 223-11 du règlement général.

## **2. CONTEXTE ET CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE**

### **2.1. Contexte de l'Offre**

#### **2.1.1 Présentation de l'Initiateur et de la Société**

AgroGeneration est un producteur de matières premières agricoles, créée en 2007, qui exploite actuellement près de 30 000 hectares en Ukraine.

L'activité principale de la Société est la production de céréales et d'oléagineux. Dotée des engins et infrastructures agricoles les plus modernes, l'entreprise est dirigée par une solide équipe de management composée de professionnels de l'agriculture expérimentés et de managers au parcours confirmé dans le domaine agricole.

Une guerre en Ukraine a débuté le 24 février 2022, lorsque la Russie a lancé une invasion militaire à grande échelle sur l'ensemble du territoire ukrainien, ce qui a eu des répercussions importantes sur la Société.

Novaagro est une société de droit ukrainien et l'une des principales entreprises agricoles de la région de Kharkiv en Ukraine.

#### **2.1.2 Acquisition du Bloc de Contrôle**

Le 25 juillet 2023, SigmaBleyzer, un investisseur en capital-investissement en Ukraine, a annoncé que sa filiale, Konkur Investments Limited (« **Konkur** »), avait conclu un accord conditionnel portant sur la cession de ses 126 084 106 actions AgroGeneration détenues, représentant 56,90% du capital de la Société, au profit de l'Initiateur<sup>2</sup>.

Cet accord prévoyait, d'une part, l'acquisition des actions AgroGeneration détenues par Konkur à un prix de USD 0,036 par action (soit 0,033 € par action sur la base du taux de change au jour de l'acquisition) et, d'autre part, le remboursement de la créance en compte courant d'actionnaire détenue par Konkur sur AgroGeneration.

La réalisation de l'opération était soumise à deux conditions suspensives principales :

- l'approbation de l'acquisition par l'autorité de la concurrence ukrainienne (Comité « anti-monopole ») et ;
- l'obtention par l'acheteur des financements nécessaires dans le cadre de l'acquisition.

Le 23 octobre 2024, le Conseil d'administration de AgroGeneration a pris connaissance de la levée des conditions suspensives et de la finalisation de la transaction préalablement annoncée<sup>3</sup>.

Le 31 octobre 2024, la société AgroGeneration a annoncé l'acquisition, par la société Novaagro Ukraine LLC, le 30 octobre 2024 de 126 084 106 actions AgroGeneration, représentant 56,90% du capital de cette Société<sup>4</sup> et a franchi en hausse, les seuils de 50% du capital et des droits de vote de la Société, soit des seuils déclencheurs d'une obligation de dépôt d'une offre publique obligatoire.

Le 17 décembre 2024, l'Initiateur a été informée de la décision de l'AMF, publiée sur son site internet, de refus d'octroi d'une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique visant les Actions<sup>5</sup>. Par cette même décision, l'AMF a octroyé un délai maximal de six (6) mois pour déposer un projet d'offre publique.

---

<sup>2</sup> Cf. communiqué AgroGeneration en date du 25 juillet 2023.

<sup>3</sup> Cf. communiqué AgroGeneration en date du 23 octobre 2024.

<sup>4</sup> Cf. communiqué AgroGeneration en date du 31 octobre 2024.

<sup>5</sup> Cf. D&I 224C2719 du 17 décembre 2024.

Le 20 mars 2025, le Conseil d'administration de AgroGeneration a nommé le cabinet Sorgem Evaluation (« **Sorgem** ») représenté par Monsieur Maurice Nussembaum, en qualité d'expert indépendant, chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre en application des dispositions de l'article 261-1 I 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF.

Par ailleurs, l'Initiateur a rencontré des difficultés importantes dans ses recherches d'une banque présentatrice et du financement nécessaire au dépôt du projet d'offre publique en raison principalement de risques accrus et des restrictions réglementaires liés au contexte géopolitique ainsi qu'à la localisation de Novaagro et des actifs d'AgroGeneration en Ukraine. Ces contraintes ont entravé la structuration rapide de l'opération<sup>6</sup>.

## **2.2. Motifs de l'Offre**

L'Initiateur a indiqué que l'Offre présente un caractère obligatoire en application de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, dans la mesure où elle résulte de l'Acquisition du Bloc de Contrôle par l'Initiateur. Elle vise également à créer un groupe entièrement dédié à et s'inscrit dans la logique et dans la continuité de l'histoire d'un groupe intrinsèquement dédié au développement agraire en Ukraine et répond à l'objectif de l'Initiateur de détenir la grande majorité du capital et des droits de vote de la Société, tout en offrant aux actionnaires de la Société une liquidité leur permettant de céder leurs Actions.

L'Offre n'a pas pour objectif de sortir AgroGeneration de la cote.

Enfin, l'Initiateur a déclaré son intention, même si les conditions sont remplies, de ne mettre pas en œuvre la procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société non apportées à l'Offre, à l'issue de l'Offre, en application des dispositions de l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF afin de consacrer les finances au développement de la Société.

## **2.3. Termes de l'Offre**

### **2.3.1 Principaux termes de l'Offre**

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la Banque Présentatrice, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF, le 18 août 2025, le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée obligatoire portant sur la totalité des Actions non encore détenues au jour du dépôt du Projet de Note d'Information par l'Initiateur.

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Établissement Présentateur garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre revêt un caractère obligatoire et sera réalisée selon la procédure simplifiée en application des dispositions des articles 233-1, 2° et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir, auprès des actionnaires de la Société, toutes les Actions qui seront apportées à l'Offre, au prix de 0,033 euro par Action, pendant une période de dix (10) jours de négociation.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait qu'étant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas réouverte à la suite de la publication par l'AMF du résultat de l'Offre.

L'Initiateur n'a pas l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions de l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du

---

<sup>6</sup> Cf. communiqué AgroGeneration en date du 18 juin 2025.

règlement général de l'AMF, afin de se voir transférer les Actions qui ne seraient pas apportées à l'Offre.

### **2.3.2 Modalités de l'Offre**

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, le présent projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 18 août 2025. Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site internet ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) le même jour.

Conformément à l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le Projet de Note d'Information tel que déposé auprès de l'AMF a été mis en ligne sur les sites internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de la Société (<https://agrogeneration.com/fr>). Il est également tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société, de l'Initiateur et auprès de l'Établissement Présentateur. Un communiqué de presse comportant les principaux éléments du Projet de Note d'Information a été diffusé par l'Initiateur le 18 août 2025.

La Société a déposé le Projet de Note en Réponse auprès de l'AMF le 26 août 2025. Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site internet ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)).

Le Projet de Note en Réponse est tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société et sera mis en ligne sur les sites Internet d'AgroGeneration (<https://agrogeneration.com/fr>) et de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)).

Conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse et précisant les modalités de sa mise à disposition sera diffusé par la Société.

Le projet d'Offre, le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF publiera sur son site internet ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) une déclaration de conformité concernant l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. En application de l'article 231-23 du règlement général de l'AMF, cette déclaration de conformité emportera visa du Projet de Note en Réponse par l'AMF.

La note en réponse, après avoir reçu le visa de l'AMF sera, conformément aux dispositions de l'article 231-27 du règlement général de l'AMF sera, déposés auprès de l'AMF et tenue gratuitement à la disposition du public auprès de l'Initiateur, de la Société et de l'Établissement Présentateur avant l'ouverture de l'Offre et au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la déclaration de conformité ; un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de cette note d'information sera publié avant l'ouverture de l'Offre et au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la déclaration de conformité.

Ces documents seront également disponibles sur les sites internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de la Société (<https://agrogeneration.com/fr>).

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et annonçant le calendrier et les principales caractéristiques de l'Offre.

### **2.3.3 Ajustement des termes de l'Offre**

Dans l'hypothèse où, entre la date du Projet de Note d'Information et la date de clôture de l'Offre (inclusive), la Société procéderait sous quelque forme que ce soit à (i) la distribution d'un dividende, d'un acompte, d'une réserve, d'une prime ou de toute autre distribution (en numéraire ou en nature), ou (ii) au rachat ou à la réduction de son capital social, où, dans les deux cas, la date de détachement ou la date de référence à laquelle il est nécessaire d'être actionnaire pour y avoir droit est fixée avant la date de clôture de l'Offre, le Prix d'Offre par Action sera ajusté pour tenir compte de cette opération. Il est précisé qu'à la date du Présent Projet de Note en Réponse, la Société n'envisage aucune de ces opérations.

### **2.3.4 Nombre et nature des titres visés par l'Offre**

À la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur détient 126 084 106 actions, représentant 56,90% du capital social et des droits de vote de la Société<sup>7</sup>.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions de la Société existantes à ce jour et non détenues par l'Initiateur, soit, à la connaissance de la Société et à la date du Projet de Note d'Information, un nombre d'Actions visées par l'Offre de 95 502 281 Actions représentant 43,10% du capital et des droits de vote de la Société<sup>8</sup>. Il n'existe, à la date du Projet de Note en Réponse, aucun titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société autre que les Actions.

### **2.3.5 Intentions de l'Initiateur concernant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire et le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre**

Le Projet de Note d'Information indique que, conformément aux dispositions de l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur n'a pas l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre, d'une procédure de retrait obligatoire dans la mesure où les Actions de la Société non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société (autres que les Actions auto-détenues, et qui sont assimilées en application de l'article L. 233-9 I, 4° du code de commerce aux Actions détenues par l'Initiateur), représenteraient plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société.

### **2.4. Procédure d'apport à l'Offre**

Le Projet de Note d'Information indique que l'Offre serait ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation conformément aux dispositions de l'article 233-2 du règlement général de l'AMF. L'AMF pourra, après avoir fixé la date de clôture de l'Offre, la reporter conformément aux dispositions de son règlement général.

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, elle ne sera pas réouverte à la suite de la publication par l'AMF du résultat de l'Offre.

Les Actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, ou toute autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute Action apportée à l'Offre qui ne répondrait pas à cette condition.

Les actionnaires dont les Actions sont inscrites en compte sous la forme « nominatif pur » dans le registre de la Société devront demander leur inscription sous la forme « nominatif administré » pour apporter leurs titres à l'Offre à moins qu'ils n'en aient demandé au préalable la conversion au porteur. Il est précisé que la conversion au porteur d'Actions inscrites au nominatif entraînera la perte pour ces actionnaires des avantages liés à la détention de ces Actions sous la forme nominative.

Les actionnaires dont les Actions sont inscrites sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions un ordre d'apport ou de vente irrévocable au Prix de l'Offre, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire en temps utile afin que leur ordre puisse être exécuté et au plus tard le jour de la clôture de l'Offre. Les actionnaires devront se rapprocher de leurs intermédiaires financiers respectifs afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de chacun de ces intermédiaires, ainsi que sur leurs procédures propres de prise en compte des ordres afin d'être en mesure d'apporter

<sup>7</sup> Sur la base d'un nombre total de 221 586 387 actions et droits de vote de la Société au 31 juillet 2025. Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les Actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce compris les Actions privées de droit de vote.

<sup>8</sup> Sur la base d'un capital de la Société composé de 221 586 387 actions représentant autant de droits de vote, en application du 2ème alinéa de l'article 223-11 du règlement général.

leurs titres à l'Offre dès l'ouverture de l'Offre et au plus tard à la date de clôture de l'Offre (incluse).

Les actionnaires de AgroGeneration souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre leur ordre de vente au plus tard le dernier jour de l'Offre, selon la procédure habituelle prévue par leur intermédiaire financier. Le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution des ordres, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et TVA afférents) resteront à la charge de l'actionnaire vendeur sur le marché.

ODD BHF SCA (adhérent Euroclear n°585), prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, des Actions qui seront cédées sur le marché, conformément à la réglementation applicable.

## 2.5. Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et l'ouverture de l'Offre.

Un calendrier indicatif de l'Offre a été intégré dans le projet de Note d'Information et est reproduit ci-dessous à titre purement informatif :

Date	Principales étapes de l'Offre
18 août 2025	Dépôt du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information de l'Initiateur auprès de l'AMF. Mise à disposition du public aux sièges de NOVAAGRO et de la Banque Présentatrice et mise en ligne sur le site Internet de l'Initiateur ( <a href="https://agrogeneration.com/fr">https://agrogeneration.com/fr</a> ) et de l'AMF ( <a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a> ) du Projet de Note d'Information. Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note d'Information.
26 août 2025	Dépôt du projet de note en réponse de la Société auprès de l'AMF, comprenant l'avis motivé du Conseil d'administration de la Société et le rapport de l'expert indépendant. Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société ( <a href="https://agrogeneration.com/fr">https://agrogeneration.com/fr</a> ) et de l'AMF ( <a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a> ) du projet de note en réponse de la Société. Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note en réponse de la Société.
11 septembre 2025	Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société. Mise à disposition du public aux sièges de NOVAAGRO et de la Banque Présentatrice et mise en ligne sur le site Internet de l'Initiateur ( <a href="https://agrogeneration.com/fr">https://agrogeneration.com/fr</a> ) et de l'AMF ( <a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a> ) de la note d'information visée. Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société ( <a href="http://www.agrogeneration.fr">www.agrogeneration.fr</a> ) et de l'AMF ( <a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a> ) de la note en réponse visée.
12 septembre 2025	Mise à disposition du public aux sièges de NOVAAGRO et de la Banque Présentatrice et mise en ligne sur le site Internet de l'Initiateur ( <a href="https://agrogeneration.com/fr">https://agrogeneration.com/fr</a> ) et de l'AMF ( <a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a> ) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur.

	Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.agrogeneration.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société.
12 septembre 2025	Diffusion par l'Initiateur du communiqué de mise à disposition de la note d'information visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur. Diffusion par la Société du communiqué de mise à disposition de la note en réponse visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société.
12 septembre 2025	Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre.
15 septembre 2025	Ouverture de l'Offre pour une durée de dix (10) jours de négociation.
26 septembre 2025	Clôture de l'Offre.
29 septembre 2025	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre.

## **2.6. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger**

La Section 2.10 du Projet de Note d'Information indique que :

L'Offre est faite exclusivement en France.

- Aucun document relatif à l'Offre n'est destiné à être diffusé dans les pays autres que la France.
- le Projet de Note d'Information et tout autre document relatif à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre, d'échanger ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale ou à l'adresse de quelqu'un envers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite.
- les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis, sans qu'aucune formalité ou publicité ne soit requise de la part de l'Initiateur.

L'Offre n'est pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra d'aucune façon faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel l'Offre fait l'objet de restrictions. En conséquence, les personnes venant à entrer en possession du Projet de Note d'Information ou de tout autre document relatif à l'Offre et/ou du Projet de Note en Réponse doivent se tenir informées des restrictions légales ou réglementaires applicables et les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certains pays.

La Société et l'Initiateur déclinent toute responsabilité en cas de violation par toute personne située hors de France des restrictions légales ou réglementaires étrangères qui lui sont applicables.

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger décrites à la section 2.10 du Projet de Note d'Information s'appliquent au Projet de Note en Réponse.

### **États-Unis d'Amérique**

Aucun document relatif à l'Offre, y compris le Projet de Note d'Information, ne constitue une extension de l'Offre aux États-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis, à des personnes résidant aux États-Unis ou « *US persons* » (au sens du Règlement S pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933 tel que modifié), par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des États-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du Projet de Note d'Information, et aucun autre document relatif à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé

par un intermédiaire ou toute autre personne aux États-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun détenteur d'Action ne pourra apporter ses Actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'est pas une « US Person », (ii) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis de copie du Projet de Note d'Information ou de tout autre document relatif à l'Offre et/ou du Projet de Note en Réponse, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux États-Unis, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des États-Unis en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (v) qu'il n'est ni agent, ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des États-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

Le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse ne constituent ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux États-Unis et n'ont pas été soumis à la *Securities and Exchange Commission* des États-Unis.

Pour les besoins des deux paragraphes précédents, on entend par États-Unis, les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces États et le District de Columbia.

### **3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ**

#### **3.1 Composition du Conseil d'administration**

À la date du Projet de Note en Réponse, le Conseil d'administration de la Société est composé comme suit :

<b>Identité</b>	<b>Mandat</b>
Viktor Shkarban	Administrateur et Président du Conseil d'administration
Sergii Polumysnyi	Administrateur
Volodymyr Krasovskyi	Administrateur

#### **3.2 Avis motivé du Conseil d'administration**

Les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis en Conseil le 26 août 2025 pour prendre connaissance du projet d'Offre initié par l'Initiateur. Les trois (3) membres du Conseil d'administration étaient présents.

Le Conseil d'administration de la Société, lors de sa réunion du 26 août 2025 a rendu l'avis motivé suivant :

*« Le Président rappelle aux membres du Conseil d'administration qu'ils ont été convoqués ce jour à l'effet notamment, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente, ainsi que sur les conséquences qu'aurait pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, le projet d'offre publique d'acquisition (l'« Offre ») visant les actions de la Société à un prix de 0,033 euro par action, initiée par la société NOVAAGRO UKRAINE LLC (l'« Initiateur ») à la suite du changement de contrôle de la société et sans retrait obligatoire.*

*Le Président rappelle que le projet d'Offre a été déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 18 août 2025. Il rappelle qu'il n'a pas pu être mise en place un comité ad hoc.*

*Préalablement à la réunion de ce jour, les membres du Conseil d'administration ont pu prendre connaissance des documents suivants, afin de leur permettre d'émettre un avis motivé :*

- *le projet de note d'information de l'Initiateur, déposé auprès de l'AMF le 18 août 2025,*

*contenant notamment les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les termes et modalités de l'Offre (dont un calendrier indicatif), ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par les établissements présentateurs de l'Offre ;*

- *le projet de note en réponse de la Société, destiné à être déposé auprès de l'AMF le 26 août 2025 ;*
- *le rapport du cabinet SORGEM EVALUATION, agissant en qualité d'expert indépendant, qui conclut au caractère équitable des conditions financières de l'Offre, et à l'absence de dispositions dans les accords et opérations connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires minoritaires.*

*Les membres du Conseil d'administration ont également eu communication du projet de note relative aux autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société.*

### **1. Travaux du Conseil d'administration**

*Le Président, résume ensuite succinctement les travaux accomplis par le Conseil d'administration dans ce cadre.*

#### **(i) Désignation de l'expert indépendant**

*Le Président rappelle que, lors de sa réunion du 20 mars 2025 et conformément au Règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration n'a pas mis en place en son sein un comité ad hoc.*

*Monsieur Viktor Shkarban rappelle que le Conseil a examiné les profils et l'expérience de plusieurs cabinets identifiés comme pouvant répondre aux critères de compétence et d'indépendance requis par la réglementation applicable.*

*Le Conseil a porté une attention particulière à l'expérience récente des experts envisagés dans le cadre d'opérations d'offre publiques non suivies de retrait obligatoire et plus généralement de la réputation professionnelle et les moyens humains et matériels de ces experts.*

*À l'issue de cette revue, ayant pris connaissance de l'expérience du cabinet, de la composition et des compétences des équipes susceptibles d'intervenir ainsi que des moyens matériels, le Conseil d'administration a désigné lors de sa réunion du 20 mars 2025, après autorisation de l'AMF, le cabinet SORGEM EVALUATION, représenté par Monsieur Maurice Nussembaum, en qualité d'expert indépendant en application de l'article 261-1 I, 1°, 2° et 4° et II du Règlement général de l'AMF, afin qu'il émette un rapport sur les conditions financières de l'Offre.*

#### **(ii) Travaux du Conseil et suivi des travaux de l'expert indépendant**

*A la suite de sa nomination intervenue le 20 mars 2025, l'expert indépendant a été informé de l'Offre envisagée le 18 juin 2025. L'expert indépendant a débuté ses travaux le 13 juin 2025 et les a achevés le 25 août 2025, date à laquelle il a remis la version définitive de son rapport. Plus spécifiquement, l'expert indépendant, le Conseil d'Administration et le management de la Société ont interagi de la façon suivante :*

- *entre janvier et mars 2025, le Conseil d'administration a pris connaissance des profils et des offres de services de plusieurs cabinets d'experts indépendants et, après étude de leurs profils, de leurs expériences et de leurs offres, a décidé de recommander la désignation du cabinet SORGEM EVALUATION ;*
- *le 20 mars 2025, le Conseil d'administration a procédé à la nomination du cabinet SORGEM EVALUATION en qualité d'expert indépendant ;*

- *le 13 juin 2025, la Directrice Générale de la Société a ouvert une data room à l'attention du cabinet SORGEM EVALUATION afin de lui partager les éléments financiers ;*
- *le 16 juin 2025, la Directrice Générale de la Société a partagé avec l'expert indépendant les éléments de business plan de la Société ;*
- *Le 18 juin 2025, l'expert indépendant a été informé de l'Offre;*
- *le 30 juin 2025, la Directrice Générale de la Société a communiqué les comptes sociaux annuels et consolidés de l'exercice 2024 de la Société ;*
- *au cours du mois de juillet, différents échanges ont eu lieu entre la Société et l'expert indépendant afin de répondre à ses demandes de clarification ;*
- *le 29 juillet 2025, l'expert indépendant a pu présenter au Président ses recommandations préliminaires lors d'une séance de questions-réponses ;*
- *le 26 août 2025, l'expert indépendant a pu présenter au Président ses recommandations définitives et son projet d'avis motivé ;*
- *le 26 août 2025, le Conseil d'Administration a pris connaissance du projet de note d'information à déposer le 26 août 2025 par l'Initiateur auprès de l'AMF, ainsi que le rapport de l'expert indépendant et a arrêté la version définitive de ses recommandations et du projet d'avis motivé au Conseil d'Administration.*

*Lors de ses réunions ou de ses échanges informels, le Conseil s'est assuré que l'expert indépendant disposait de l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il était à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes et dans le calendrier envisagé.*

*Le Conseil indique ne pas avoir été informé, et ne pas avoir relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'expert indépendant.*

*Les réunions et interactions entre le Conseil, le management, la banque présentatrice et l'expert indépendant sont mentionnées dans le rapport du cabinet SORGEM EVALUATION.*

## **2. Conclusions du rapport de l'expert indépendant**

*Le Président du Conseil d'administration présente les conclusions du rapport établi par le cabinet SORGEM EVALUATION conformément aux dispositions de l'article 261-I du règlement général de l'AMF et de l'instruction de l'AMF n°2006-15 sur l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières :*

### **« VIII. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE**

*Nous avons été désignés par le Conseil d'administration d'AgroGeneration en application de l'article 261-I I du Règlement général de l'AMF.*

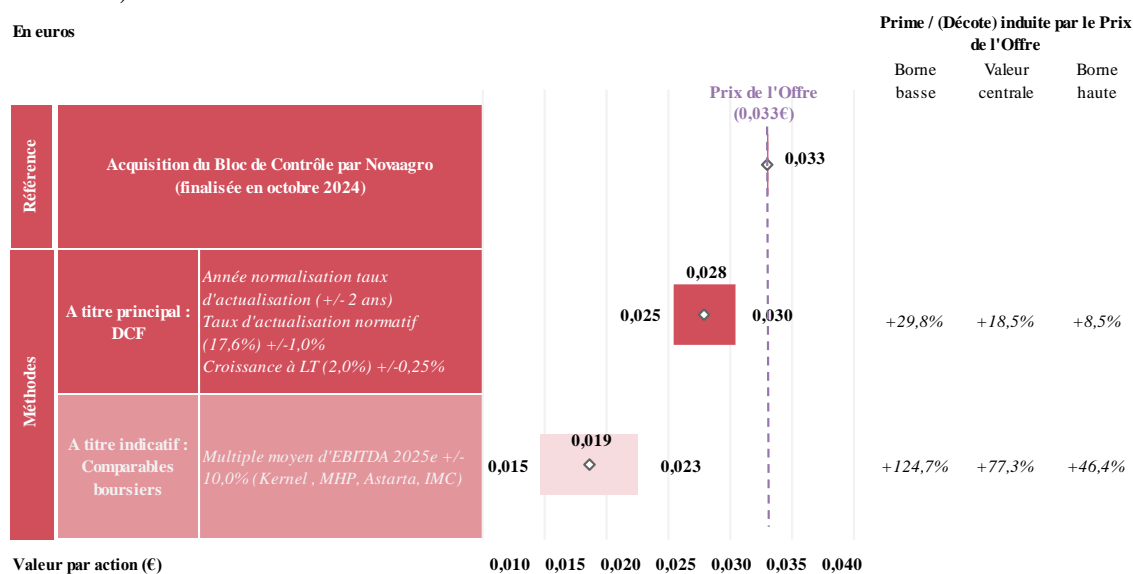
*Au regard du contexte de l'Offre, du profil de l'Initiateur et de ses intentions annoncées vis-à-vis de la Société, notre conclusion est rendue au regard des considérations suivantes :*

- *l'actionnaire minoritaire est libre d'apporter ou non ses actions à l'Offre publique d'achat simplifiée. L'intention de l'Initiateur n'est pas d'aboutir à un retrait obligatoire ;*
- *aucun autre accord, hormis (i) ceux relatifs à l'acquisition du Bloc Majoritaire décrits au § IV.2 et (ii) au remboursement du prêt d'actionnaire par la Société au cours du deuxième semestre 2024, avant la finalisation de de la cession du Bloc Majoritaire, n'est de nature à influencer l'appréciation ou l'issue de l'Offre ;*

- nous notons que, si l'Initiateur identifie d'éventuelles synergies opérationnelles (optimisation des coûts, consolidation de fonctions, rationalisation logistique) et a d'ores et déjà mis en œuvre des économies d'administration après la prise de contrôle fin 2024, l'Offre n'a pas pour objet principal de réaliser un gain économique significatif via une fusion-intégration, en raison notamment de l'incertitude macroéconomique liée au conflit, mais vise avant tout à assurer la stabilité de la Société, le contrôle de sa gestion et son développement à long terme. De ce fait, aucune synergie matérielle supplémentaire ne peut être quantifiée à ce stade, en dehors de celles déjà réalisées fin 2024, à la suite du changement de contrôle et à l'optimisation du siège social, dont les effets sont déjà reflétés dans les résultats annuels 2024.

La synthèse des résultats de nos travaux d'évaluation d'AgroGeneration est présentée ci-après (en €/ action).

En euros



Ainsi, le prix d'Offre de 0,033 € :

- est en ligne avec le prix d'acquisition du bloc de contrôle par Novaagro ;
- est supérieur de 9% à la borne haute de notre analyse DCF (0,030 €) menée à titre principal ;
- est significativement supérieur à la fourchette ressortant de notre analyse des comparables boursiers (présentée à titre indicatif).

**Dans ces conditions, nous considérons que les conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée sont équitables pour les actionnaires de la Société.**

**Cette offre permet également aux actionnaire minoritaires d'accéder à une liquidité sur un titre particulièrement illiquide. »**

### 3. Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre mises en place par la Société

Le Président du Conseil d'administration indique que la Société n'a pas pris de décisions pouvant être qualifiées de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre.

### 4. Conclusion et avis du Conseil d'administration

Le Conseil d'administration, après en avoir délibéré, et connaissance prise de l'ensemble des éléments mis à la disposition de ses membres et, notamment, les objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, les éléments de valorisation préparés par l'établissement présentateur de l'Offre, les conclusions du rapport de l'expert indépendant, à savoir le cabinet SORGEM EVALUATION, représenté par Monsieur

*Maurice Nussembaum, à l'unanimité des trois (3) membres présents :*

- *prend acte :*
  - *des termes de l'Offre et des éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant dans le projet de note d'information de l'Initiateur ;*
  - *des motifs et intentions de l'Initiateur tels que figurant dans le projet de note d'information de l'Initiateur ;*
  - *des conclusions de l'expert indépendant sur les conditions financières de l'Offre considérant que le prix de l'Offre proposé par l'Initiateur est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société ;*
- *considère à ce titre, après avoir effectué toutes ses constatations, que :*
  - *l'Offre et ses conséquences sont conformes aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;*
  - *les conditions financières de l'Offre sont équitables pour les actionnaires ;*
  - *les conditions financières de l'Offre constituent une opportunité de cession à des conditions satisfaisantes pour les actionnaires minoritaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale de leur participation au capital de la Société ;*
- *recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;*
- *approuve le projet de note en réponse de la Société ;*
- *approuve le projet de note relative aux autres informations notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;*
- *autorise, en tant que de besoin, la Directrice Générale, avec faculté de subdélégation, à l'effet de :*
  - *finaliser le projet de note en réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre et, notamment, la note relative aux autres informations notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;*
  - *préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;*
  - *signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et*
  - *plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, notamment tout communiqué de presse. »*

#### **4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ**

Conformément aux dispositions de l'article 9 des statuts de la Société, il n'est plus nécessaire pour les administrateurs d'être titulaires d'actions de la Société.

Les membres du Conseil d'administration de la Société ayant participé à la réunion au cours de laquelle le Conseil d'administration a émis son avis motivé reproduit à la Section 3 ci-dessus ont fait part de leurs intentions comme suit :

<b>Identité</b>	<b>Mandat</b>	<b>Nombre d'Actions détenues au nominatif à la date de l'avis motivé</b>	<b>Intention</b>
<b>Viktor Shkarban</b>	Administrateur et Président du Conseil d'administration	---	---
<b>Sergii Polumysnyi</b>	Administrateur	---	---
<b>Volodymyr Krasovskyi</b>	Administrateur	---	---

#### **5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES**

À la date du Projet de Note en Réponse, la Société ne détient pas ses propres actions.

#### **6. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE**

À la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

#### **7. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE**

##### **7.1 Structure et répartition du capital de la Société**

A la date du présent Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 11 079 319,35 euros, divisé en 221 586 387 Actions de 0,05 euro de valeur nominale chacune.

À la connaissance de la Société, au 31 juillet 2025, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

<b>Actionnaires</b>	<b>Actions et droits de vote</b>	<b>% capital et droits de vote</b>
Novaagro	126 084 106	56,90
Public	95 502 281	43,10
<b>Total</b>	<b>221 586 387</b>	<b>100,00</b>

## **7.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce**

### **7.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions**

#### *Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils*

Les obligations légales prévues à l'article L. 233-7 du code de commerce sont applicables.

En plus de franchissements de seuils légaux décrits ci-dessus, l'article 8.3 des statuts de la Société impose une obligation d'informer la Société par lettre recommandée adressée au siège social de la Société, dans un délai de cinq (5) jours ouvrés à compter du franchissement, à la hausse ou à la baisse, du seuil de participation, du nombre total d'actions ou de droits de vote qu'elle possède.

La personne tenue à l'information prévue ci-dessus précise en outre dans sa déclaration :

- (i) le nombre de titres qu'elle possède donnant accès à terme aux actions à émettre et les droits de vote qui y seront attachés ;
- (ii) les actions déjà émises et les droits de vote que cette personne peut acquérir, en vertu d'un accord ou d'un instrument financier tel que défini à l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier ;
- (iii) les actions déjà émises sur lesquelles porte tout accord ou instrument financier mentionné à l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier, réglé exclusivement en espèces et ayant pour cette personne un effet économique similaire à la possession desdites actions. Il en va de même pour les droits de vote sur lesquels porte dans les mêmes conditions tout accord ou instrument financier.

#### *Transfert d'Actions et exercice des droits de vote*

Aucune clause des statuts de la Société n'a pour effet de restreindre les transferts d'Actions ou l'exercice des droits de vote de la Société.

## **7.3 Clause des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société**

À la connaissance de la Société, il n'existe aucune convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société.

## **7.4 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du code de commerce**

Au 31 juillet 2025 et à la connaissance de la Société, le capital social est réparti ainsi qu'il est indiqué à la Section 7.1 ci-dessus.

A la date du présent Projet de Note en Réponse et au cours des douze (12) derniers mois, la Société a reçu les déclarations de franchissement suivantes en application des articles 233-11 et suivants du règlement général de l'AMF et des articles L. 233-7 et suivants du code de commerce :

- le 1<sup>er</sup> novembre 2024, la société à responsabilité limitée par actions de droit chypriote Konkur Investments Limited<sup>9</sup> a déclaré, à la suite d'une cession d'actions, avoir franchi en baisse, le 30

<sup>9</sup> Société contrôlée par M. Lev Bleyzer.

octobre 2024, les seuils de 50% du capital et des droits de vote de la société AgroGeneration, par suite d'une cession d'actions et ne plus détenir aucune action de la Société ; et

- le 1<sup>er</sup> novembre 2024, la société Novaagro Ukraine<sup>10</sup> a déclaré, à la suite d'une acquisition d'actions, avoir franchi en hausse, le 30 octobre 2024, les seuils de 50% du capital et des droits de vote de la société AgroGeneration et détenir 126 084 106 actions AgroGeneration représentant autant de droits de vote, soit 56,90% du capital et des droits de vote de la Société.

En outre, comme indiqué à la Section 2.6 du Projet de Note d'Information, l'Initiateur s'est réservé la possibilité de réaliser toute acquisition d'Actions conformément aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du règlement général de l'AMF.

## **7.5 Liste des détenteurs de tout titre AGROGENERATION comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci**

Le capital de la Société est exclusivement composé d'actions ordinaires.

La Société n'a émis aucune action de préférence au sens des articles L. 228-111 et suivants du code de commerce.

L'article 7 des statuts de la Société stipule la faculté de bénéficier de droit de vote double pour les actionnaires dont les titres sont inscrits au nominatif depuis deux ans ou tout autre période définie par la loi au nom du même actionnaire, est expressément exclue aux termes des présents statuts.

## **7.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier**

A la date du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe pas de mécanisme de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel.

## **7.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote**

A la date du présent Projet de Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord en vigueur pouvant entraîner des restrictions au transfert des Actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

## **7.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société**

### **7.8.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration**

Conformément à l'article 9 des statuts de la Société, la Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois (3) membres au moins et dix-huit (18) membres au plus.

Les règles de nomination et de révocation des membres du Conseil d'administration résultent des dispositions légales applicables aux sociétés anonymes ainsi que de l'article 9 des statuts de la Société.

Les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire pour une durée de six (6) ans. Tout membre sortant du Conseil d'administration est rééligible.

Le mandat d'un membre du Conseil d'administration prend fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires statuant sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

L'article 9.1 des statuts de la Société prévoit, en outre, que les personnes âgées de plus de 80 ans, ne

---

<sup>10</sup> Société contrôlée par M. Sergii Polumysnyi.

peuvent être administrateurs ; lorsqu'elles dépassent cet âge en cours de mandat, elles sont réputées démissionnaires d'office lors de la plus prochaine assemblée générale.

Par ailleurs, le Conseil d'administration ne comprend pas d'administrateur représentant les salariés du groupe et n'est pas soumis à cette obligation conformément à l'article L. 225-27-1 du Code de commerce.

### **7.8.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société**

Conformément à l'article 13 des statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société dans toutes leurs dispositions, étant précisé qu'elle peut déléguer sa compétence au conseil d'administration de la Société en matière de mise en conformité des statuts avec les dispositions légales et réglementaires applicables, conformément aux dispositions de l'article L. 225-36 du code de commerce.

L'article 4 des statuts de la Société prévoit également que le siège social de la Société peut être transféré en tout endroit du territoire français, par simple décision du Conseil d'administration sous réserve de la ratification de cette décision par la plus prochaine assemblée générale ordinaire des actionnaires.

L'assemblée générale extraordinaire, réunie sur première convocation, ne délibère valablement que si les actionnaires présents, représentés ou ayant voté à distance possèdent au moins le quart des actions ayant le droit de vote.

L'assemblée générale extraordinaire, réunie sur deuxième convocation, ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le cinquième des actions ayant le droit de vote.

Les délibérations de l'assemblée générale extraordinaire sont prises à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents, représentés ou ayant voté à distance.

### **7.9 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions**

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires de la Société et dans la limite de l'objet social, le Conseil d'administration se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. Le Conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du Conseil d'administration qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet ou qu'il ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances.

La direction générale de la Société doit s'assurer de l'autorisation préalable du Conseil d'administration pour les opérations visées par la loi et les règlements en vigueur.

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, le Conseil d'administration bénéficie des autorisations suivantes, accordées par l'assemblée générale des actionnaires :

Date de l'assemblée générale	Objet de la délégation ou de l'autorisation accordée par l'assemblée générale au Conseil d'administration	Plafond	Durée	Utilisation
28 juin 2024 (5 <sup>ème</sup> résolution)	Autorisation à donner au Conseil d'administration à l'effet de faire racheter par la société ses propres actions dans le cadre du dispositif de l'article L22-10-62 du code de commerce	Dans la limite de 10% du nombre d'actions composant le capital social	18 mois	Néant
28 juin 2024 (6 <sup>ème</sup> résolution)	Autorisation à donner au Conseil d'administration en vue d'annuler les actions propres détenues par la société, rachetées dans le cadre du dispositif de l'article L22-10-62 du code de commerce	Dans la limite de 10% du capital calculé au jour de la décision d'annulation	18 mois	Néant

Le Conseil d'administration ne bénéficie d'aucune délégation de compétence ou de pouvoirs accordée par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'augmentation de capital relevant des articles L. 225-129-1 et L. 225-129-2 du code de commerce.

#### **7.10 Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société**

A la connaissance de la Société, aucune convention significative conclue par la Société :

- ne contient une obligation d'information des cocontractants en cas de projets de modification significative de son actionnariat, notamment ceux qui auraient pour conséquence un changement de contrôle de la Société ;
- ne sera résiliée du fait de la réalisation de l'Offre, qui n'aura, de plus, pas pour conséquence un changement de contrôle au niveau de la Société dans la mesure où cette dernière est déjà contrôlée par l'Initiateur à la date de dépôt de la Note d'Information.

#### **7.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique**

Il n'existe pas d'accord prévoyant le versement d'une indemnité aux dirigeants, aux salariés ou aux administrateurs s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leurs fonctions prennent fin en raison d'une offre publique.

### **8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT**

En application de l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF, le cabinet SORGEM EVALUATION, représenté par Monsieur Maurice Nussembaum, a été désigné en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de la Société le 20 mars 2025 afin d'établir un rapport sur

les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, en date du 25 août 2025, est reproduit dans son intégralité ci-dessous et fait partie intégrante du Projet de Note en Réponse.

**9. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ**

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur le site Internet de la Société (<https://agrogeneration.com/fr>) et sur le site Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais au siège social de AGROGENERATION SA, 19 boulevard Malesherbes, 75008 Paris.

**10. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE**

*« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les informations figurant dans le présent projet de note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »*

**AgroGeneration**

Représentée par Madame Olga Shantyr,  
agissant en qualité de Directrice Générale de AGROGENERATION SA.



ATTESTATION D'EQUITE  
CONCERNANT L'OFFRE PUBLIQUE  
D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES  
ACTIONS DE LA SOCIETE  
AGROGENERATION

**Paris, le 25 août 2025**

*Consultation réalisée à la demande  
du Conseil d'administration d'AgroGeneration*

## Sommaire

<b>LIMINAIRE .....</b>	<b>4</b>
<b>I. PRESENTATION DE L'OFFRE .....</b>	<b>6</b>
1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre .....	6
2. Présentation de la Société cible de l'Offre .....	6
3. Présentation du contexte, des motifs et des termes de l'Offre .....	7
3.1 L'actionnariat à la date du dépôt du projet d'Offre .....	7
3.2 Modalités de l'OPAS .....	7
3.3 Motifs de l'Offre.....	7
4. Fondement de la désignation de l'expert indépendant .....	8
5. Définition du caractère équitable de l'Offre .....	10
<b>II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION .....</b>	<b>11</b>
1. Présentation de Sorgem Evaluation .....	11
2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission .....	13
3. Déclaration d'indépendance.....	14
4. Réserves .....	14
<b>III. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHE.....</b>	<b>15</b>
1. Historique .....	15
2. Présentation des activités de la Société et de l'impact du conflit militaire avec la Russie .....	16
3. Présentation du marché dans lequel la Société intervient.....	19
3.1 Contexte général et place de l'Ukraine sur les marchés agricoles mondiaux .....	19
3.2 L'agriculture ukrainienne face à la guerre : contraction des superficies et de la production .....	19
3.3 Exportations agricoles et logistique commerciale en temps de guerre .....	21
3.4 Évolution des prix des matières premières agricoles.....	22
3.5 Évolution des coûts des intrants agricoles.....	23
3.6 Positionnement d'AgroGeneration sur son marché .....	23
4. Principales caractéristiques financières de la Société .....	25
4.1 Compte de résultat et investissements .....	26
4.2 Bilan économique .....	31
5. Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces .....	33
<b>IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE .....</b>	<b>34</b>
1. Méthodes et références écartées .....	34
1.1 Référence à l'actif net comptable.....	34
1.2 Méthode des transactions comparables .....	35
1.3 Méthode de l'actualisation des dividendes .....	35
1.4 Méthode de l'actif net réévalué .....	36
1.5 Référence aux objectifs de cours des analystes.....	36
1.6 Référence au cours de bourse .....	36
1.6.1. Analyse de la liquidité du titre .....	36
1.6.2. Analyse du cours de bourse .....	44
2. Référence à l'acquisition du Bloc de Contrôle .....	46

3.	Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF).....	48
3.1	Principe.....	48
3.2	Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action .....	49
3.2.1.	Nombre d'actions pris en compte .....	49
3.2.2.	Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions.....	49
3.3	Présentation des prévisions retenues.....	50
3.3.1.	Sources d'informations utilisées .....	50
3.3.2.	Synthèse des hypothèses structurantes .....	51
3.4	Détermination du taux d'actualisation .....	55
3.4.1.	Principe de détermination du taux.....	55
3.4.2.	Taux sans risque .....	56
3.4.3.	Bêta.....	56
3.4.4.	Prime de risque marché.....	57
3.4.5.	Prime de taille.....	57
3.4.6.	Prime de risque pays.....	58
3.4.7.	Taux d'actualisation retenu .....	59
3.5	Conclusion sur la valeur .....	60
4.	Méthode des comparables boursiers .....	62
4.1	Principe et présentation des sociétés retenues .....	62
4.2	Présentation des multiples retenus.....	64
4.3	Conclusion sur la valeur .....	64
<b>V.</b>	<b>ACCORDS CONNEXES A L'OFFRE.....</b>	<b>65</b>
<b>VI.</b>	<b>SYNERGIES LIEES A L'OFFRE ET CONSEQUENCES DE L'OPERATION ....</b>	<b>65</b>
<b>VII.</b>	<b>ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE DES ACTIONS PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR .....</b>	<b>67</b>
1.	Méthodes et références retenues .....	67
2.	Méthode DCF.....	67
3.	Référence à l'acquisition du Bloc de Contrôle .....	68
<b>VIII.</b>	<b>CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE.....</b>	<b>69</b>
<b>ANNEXES .....</b>	<b>72</b>	
1.	Programme de travail.....	72
2.	Liste des personnes rencontrées ou contactées .....	73
3.	Informations et documents utilisés.....	74
4.	Calendrier de la mission.....	74
5.	Rémunération.....	74
6.	Lettre de mission .....	75
7.	Lettres d'affirmation.....	76

## Liminaire

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1, 2° et 234-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »), la société Novaagro Ukraine LLC, société de droit ukrainien au capital de 284 923 000 UAH (soit environ 5,8 M€), dont le siège social est 66 Chernyshevskya Street, 61002 Kharkiv, Ukraine, immatriculée au Registre unifié des personnes morales, des entrepreneurs individuels et des organisations publiques d'Ukraine sous le numéro 34631027 (« Novaagro » ou l'« Initiateur ») s'engage de manière irrévocable auprès de l'ensemble des actionnaires de la société AgroGeneration, société anonyme à conseil d'administration au capital social de 11 079 319,35 € (221 586 387 actions), dont le siège social est situé 19 boulevard Malesherbes, 75008 Paris, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 494 765 951 et dont les actions sont admises aux négociations Euronext Growth à Paris (« Euronext Paris ») sous le Code ISIN FR0010641449 (mnémonique : ALAGR) (« AgroGeneration » ou la « Société » et, ensemble avec ses filiales directes ou indirectes, le « Groupe AgroGeneration » ou le « Groupe »), à acquérir la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur (les « Actions » et chacune, une « Action »), au prix unitaire de **0,033 euro** par Action de la Société (le « Prix de l'Offre ») dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« OPAS »).

Le dépôt de l'Offre fait suite à l'acquisition, par l'Initiateur, au Prix de l'Offre, le 30 octobre 2024, de 126 084 106 Actions, représentant 56,90% du capital social et des droits de vote de la Société, auprès de Konkur Investments Limited (l'« Acquisition du Bloc de Contrôle »). Conformément aux dispositions des articles 234-2 et 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions composant le capital social de la Société non détenues par l'Initiateur à la date du présent Projet de Note d'Information, soit, à la connaissance de l'Initiateur, 95 502 281 Actions représentant 43,10% du capital et des droits de vote de la Société<sup>1</sup>.

L'Offre n'a pas pour objectif de sortir AgroGeneration de la cote.

L'Initiateur a déclaré son intention, même si les conditions sont remplies, de ne pas mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société non apportées à l'Offre, à l'issue de l'Offre, en application des dispositions de l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF afin de consacrer les finances au développement de la Société.

---

<sup>1</sup> Sur la base d'un capital de la Société composé de 221 586 387 actions représentant autant de droits de vote, en application du 2° alinéa de l'article 223-11 du règlement général.

Le conseil d'administration d'AgroGeneration, lors de sa réunion du 20 mars 2025, en application de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF et après accord préalable de l'AMF (conformément à l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF, et dans la mesure où la Société cible, AgroGeneration, n'est pas en mesure de constituer le comité ad hoc), a désigné en qualité d'expert indépendant le cabinet Sorgem Evaluation, sis 11, rue Leroux - 75116 Paris, représenté par M. Maurice Nussenbaum.

## **I. PRESENTATION DE L'OFFRE**

### **1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre**

La société Novaagro Ukraine LLC, l'Initiateur, est une société de droit ukrainien au capital de 284 923 000 UAH (soit environ 5,8 M€), dont le siège social est 66 Chernyshevskya Street, 61002 Kharkiv, Ukraine, immatriculée au Registre unifié des personnes morales, des entrepreneurs individuels et des organisations publiques d'Ukraine sous le numéro 34631027.

Créé en 2009, le groupe d'entreprises Novaagro est l'une des principales entreprises agricoles de la région de Kharkiv en Ukraine.

Le Groupe s'approvisionne professionnellement en produits agricoles directement auprès des producteurs, les entrepose et les transforme en aliments de haute qualité (farine, céréales et huile de tournesol), en aliments pour animaux, oiseaux et poissons, produit des engrais minéraux et des granulés de combustible, élève des poulets et livre des produits agricoles à ses clients dans le monde entier.

### **2. Présentation de la Société cible de l'Offre**

Fondée en 2007, AgroGeneration est une société anonyme à conseil d'administration au capital social de 11 079 319,35 €, dont le siège social est situé 19 boulevard Malesherbes, 75008 Paris, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 494 765 951 et dont les actions sont admises aux négociations Euronext Growth à Paris depuis 2010.

AgroGeneration est un producteur international de céréales et oléagineux. L'activité principale de la Société est l'agriculture céréalière, exploitant près de 28 000 hectares de terres agricoles dans l'Est de l'Ukraine.

Le Groupe a réalisé, sur l'exercice clôturé le 31 décembre 2024, un chiffre d'affaires consolidé de 22,7 M€ pour un résultat avant intérêts et impôts de 0,7 M€.

En moyenne, au cours de l'exercice 2024 le Groupe comptait 352 salariés.

### 3. Présentation du contexte, des motifs et des termes de l'Offre

#### 3.1 L'actionnariat à la date du dépôt du projet d'Offre

Actionnariat à la date du dépôt du projet d'Offre

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Novaagro Ukraine LLC	126 084 106	56,9%	126 084 106	56,9%
Public	95 502 281	43,1%	95 502 281	43,1%
<b>Total</b>	<b>221 586 387</b>	<b>100,0%</b>	<b>221 586 387</b>	<b>100,0%</b>

Source : Projet de note en réponse ;

Note : il n'existe aucun titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société autre que les Actions.

#### 3.2 Modalités de l'OPAS

L'Offre porte sur la totalité des Actions de la Société existantes à ce jour et non détenues par l'Initiateur, soit un nombre d'Actions visées par l'Offre de 95 502 281 Actions représentant 43,10% du capital et des droits de vote de la Société.

Le Prix de l'Offre proposé par l'Initiateur s'élève à 0,033 euro en numéraire par Action.

#### 3.3 Motifs de l'Offre

Le Projet de Note d'Information indique que :

- l'Offre présente un caractère obligatoire en application de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, dans la mesure où elle résulte de l'Acquisition du Bloc de Contrôle par l'Initiateur ;
- l'Offre vise également à créer un groupe entièrement dédié au développement agricole en Ukraine et s'inscrit dans la logique et dans la continuité de l'histoire d'un groupe intrinsèquement dédié au développement agricole en Ukraine et répond à l'objectif de l'Initiateur de détenir la grande majorité du capital et des droits de vote de la Société, tout en offrant aux actionnaires de la Société une liquidité leur permettant de céder leurs actions ;
- l'Offre n'a pas pour objectif de sortir AgroGeneration de la cote ;
- l'Initiateur a déclaré son intention, même si les conditions sont remplies, de ne pas mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société non apportées à l'Offre, à l'issue de l'Offre, en application des dispositions de l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants

du règlement général de l'AMF afin de consacrer les finances au développement de la Société.

#### 4. Fondement de la désignation de l'expert indépendant

Au titre du 261-1 I du Règlement Général de l'AMF :

- 1° : « Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre » : applicable en l'espèce ;
- 2° : « Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance » : applicable en l'espèce ;

À la suite de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, le 30 octobre 2024, deux administrateurs exécutifs représentant NOVAAGRO, M. Sergiy Polumysnyi et M. Volodymyr Krasovskyi, ont été nommés.

- 3° : « Lorsque l'actionnaire qui la contrôle au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce n'apporte pas ses titres à une offre publique de rachat lancée par la société sur ses propres titres » : non applicable au cas d'espèce ;
- 4° : « Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée » : applicable en l'espèce ;

S'il n'a pas été identifié d'« accord connexe » au sens strict (*i.e.* extérieur à la vente des titres et au remboursement du prêt d'actionnaire Konkur avant la finalisation la vente du Bloc Majoritaire), l'AMF nous a toutefois expressément demandé, au titre de ce 4°, d'étendre notre examen à la totalité des actes afférents à l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

- 5° : « Lorsque l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre » : non applicable en l'espèce ;
- 6° : « Lorsque l'acquisition de la société visée est rémunérée par des instruments financiers mentionnés au 1° du II de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier donnant accès ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou

*aux droits de vote de l'initiateur ou d'une société appartenant au groupe de l'initiateur, autres que des actions. » : non applicable en l'espèce.*

Au titre du 261-1 II du Règlement Général de l'AMF : non applicable en l'espèce (l'intention de l'Initiateur n'est pas d'aboutir à un retrait obligatoire).

## **5. Définition du caractère équitable de l'Offre**

Le Transfert du Bloc de Contrôle rend l'Offre obligatoire pour l'Initiateur.

L'actionnaire minoritaire est libre d'apporter ou non ses actions à l'Offre. L'Initiateur a déclaré son intention, même si les conditions sont remplies, de ne pas mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société non apportées à l'Offre

Ainsi, la présente attestation a pour objet d'indiquer si le Prix de l'Offre peut être considéré comme équitable, en indiquant comment se situe le Prix de l'Offre par rapport à la valeur intrinsèque de la Société.

Enfin, nous avons questionné la Société sur d'éventuels accords connexes afin de nous assurer de l'absence de rupture d'égalité de traitement des actionnaires.

## **II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION**

### **1. Présentation de Sorgem Evaluation**

Sorgem Evaluation est une société de conseil en finance, qui effectue des interventions dans les trois domaines suivants : évaluations financières, support aux contentieux (litiges devant les tribunaux et arbitrages) et conseil en ingénierie financière.

Sorgem Evaluation dispose d'une équipe de près de trente collaborateurs et effectue régulièrement des missions d'évaluation d'entreprises dans différents contextes (transactionnel, fiscal, comptable, boursier, contentieux).

La société comprend quatre associés (Maurice Nussenbaum, Claire Karsenti, Thomas Hachette et Blanche Feauveaux) et est présidée par Maurice Nussenbaum.

Au cours des dernières années, Sorgem Evaluation a notamment produit les attestations d'équité listées en page suivante.

Date	Opération	Cible	Initiateur	Banque présentatrice
Nov-19	OPR-RO	SIPH	MICHELIN / SIFCA	ODDO
Déc-19	OPR-RO	AFONE PARTICIPATIONS	FL FINANCE / AWYS	SODICA
Nov-20	OPAS-RO	ADVENIS	INOVALIS	KEPLER CHEUVREUX
Jan-21	OPAS-RO	AMPLITUDE SURGICAL	AURORALUX (PAI)	ROTHSCHILD & CO
Avr-21	OPAS-RO	SOCIETE FRANÇAISE DE CASINOS	CASIGRANGI	ODDO
Oct-21	OPR-RO	TESSI	PIXEL HOLDING	SOCIETE GENERALE
Fév-22	OPR-RO	MUSEE GREVIN	COMPAGNIE DES ALPES	SODICA
Mai-22	OPAS-RO	HIOLLE INDUSTRIES	HIOLLE DEV.	LCL
Déc-22	OPA	ATARI	IRATA LLC	ROTHSCHILD&Co
Mars-23	(1)	EDITIS	NA	NA
Juin-23	(2)	ORPEA	NA	NA
Jan-24	OPR-RO	EURO RESSOURCES	IAMGOLD FRANCE	NATIXIS
Jan-24	(3)	CASINO	NA	NA
Jun-24	OPAS-RO	TTI	CITIZEN PLANE	ODDO
Sept-24	(4)	ATOS	NA	NA
Oct-24	OPA	LEXIBOOK	DOODLE	GILBERT DUPONT
Nov-24	OPR-RO	ALPHA MOS	AMBROSIA / JOLT	ODDO BHF
Dec-24	Augmentation de capital réservé & OPAS-RO	UTI GROUP	EEKEM GROUP	SOCIETE GENERALE
Fev-25	Rachat hors marché d'un bloc d'action	ICAPE	N.A	N.A
En cours	OPAS	ENTREPRENDRE	DANAE	SWISS LIFE BANQUE PRIVE
En cours	Offre publique mixte	VOGO	ABEO	CIC

(1) : Expertise indépendante dans le cadre de la cotation envisagée d'EDITIS, finalement annulée

(2) : Expertise indépendante dans le cadre de la restructuration financière du groupe ORPEA

(3) : Expertise indépendante dans le cadre de la restructuration financière du groupe CASINO

(4) : Expertise indépendante dans le cadre de la restructuration financière du groupe ATOS

Sorgem Evaluation est adhérente de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et 2 de son Règlement général.

Les Associés de Sorgem Evaluation sont également adhérents à des associations professionnelles dans les domaines de l'expertise indépendante (APEI), de l'évaluation (SFEV) et de l'expertise judiciaire (CNEJEF). A ce titre, ils respectent leur déontologie et leurs normes de travail.

## 2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée par :

- Maurice Nussenbaum, Associé fondateur et Président de Sorgem Evaluation. Il est diplômé d'HEC, Agrégé des Facultés de Droit et de Sciences économiques, professeur Emérite à l'Université Paris Dauphine, fondateur du Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière ». Il est expert financier près les Cours administratives d'Appel de Paris et de Versailles, expert financier près la Cour d'appel de Paris (h), agrégé par la Cour de cassation (h), expert du Club des juristes, ex-président de la section Finance de la Compagnie Nationale des Experts Agréés par la Cour de cassation, et Président d'honneur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), dont Sorgem Evaluation est membre ;
- Simon Aglaghanian, Directeur de mission. Il est diplômé de l'Université Paris Dauphine (Master 225) et enseigne au sein du Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière » de l'Université Paris-Dauphine. Il dispose d'une expérience professionnelle de dix ans dans le domaine de l'évaluation financière et du conseil en fusions et acquisitions ;
- Clémentin Domagala, Consultant junior, diplômé de l'Université Paris-Dauphine.

Ce rapport a fait l'objet d'une revue indépendante réalisée par Thomas Hachette, Associé de Sorgem Evaluation. Il est expert en économie et finance près la cour d'appel de Paris et auprès des Cours administratives d'appel de Paris et Versailles. Il est diplômé de l'EDHEC. Il enseigne à l'EDHEC, à Kedge, à la DFCG et a enseigné à HEC. Il dispose d'une longue expérience en évaluation acquise chez ING, Allianz (Munich), KPMG Corporate Finance et Sorgem Evaluation. Il est membre de la SFEV (Société Française des Evaluateurs), de la CNEJEF (Compagnie Nationale des Experts de Justice En Finance) et de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants).

Nous précisons que le contrôleur qualité :

- n'a pas pris part directement à la réalisation de la mission et est intervenu en totale indépendance à l'égard du signataire du rapport ainsi que des autres membres de l'équipe Sorgem Evaluation ;
- a été consulté lors de l'acceptation de la mission sur l'indépendance de Sorgem Evaluation et sa propre indépendance ;
- a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiées au cours de la mission jusqu'à l'émission du rapport. Son rôle a été de s'assurer de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'attestation d'équité. Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec les Associés signataires.

### **3. Déclaration d'indépendance**

En application de l'article 261-4 II du règlement général de l'AMF, Sorgem Evaluation atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission. Sorgem Evaluation n'a pas réalisé de missions pour le compte de la Société au cours des dix-huit derniers mois.

### **4. Réserves**

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations de nature économique, juridique, comptable et financière qui nous ont été communiqués par la Société et ses conseils.

Nous avons considéré que ces documents étaient fiables et transmis de bonne foi et ne les avons donc ni validés ni audités.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ou validé les données prévisionnelles utilisées. Nous avons néanmoins cherché à en apprécier le caractère raisonnable au regard notamment des performances historiques, des données disponibles sur les marchés sous-jacents et des explications orales et écrites obtenues auprès du management de la Société.

En outre, nous précisons que nos travaux d'évaluation s'inscrivent dans l'optique d'apporter un avis sur la valeur de marché de la Société à la Date d'Evaluation. Cette valeur repose sur des paramètres de marché susceptibles de varier dans le temps en fonction des conditions économiques et des anticipations des agents économiques.

### III. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHE

#### 1. Historique<sup>2</sup>

Les principaux faits marquants depuis la création de la Société sont résumés ci-après :

- 2007 : création de la Société par Charles Beigbeder ;
- 2010 : introduction des actions sur Alternext / Euronext Growth Paris ;
- 2013 : Harmelia Limited réalise l'acquisition d'AgroGeneration auprès d'Aloe Private Equity SAS, A Plus Finance SA, Vivescia, Gravitation SAS, GreenAlliance SAS et d'autres actionnaires, dans le cadre d'une opération de fusion inversée. Aux termes de l'accord, AgroGeneration a émis 57,26 millions d'actions au profit de SigmaBleyzer Investment, maison mère de Harmelia Limited, représentant environ 62 % du capital de la nouvelle entité ;
- 2021 : signature d'un General Agreement entre Konkur Investments Ltd (filiale de SigmaBleyzer Investment) et Novaagro Ukraine LLC prévoyant la cession de 56,9 % du capital pour 22,0 M\$, fondé sur l'hypothèse d'une superficie exploitée de 56 000 hectares ;
- 2022 : invasion de l'Ukraine par la Russie et début d'un risque majeur de continuité d'exploitation pour le groupe. Les pertes sont estimées à 19 M\$, avec des perturbation majeure des sites et environ 45% des terres exploitées par AgroGeneration ne peuvent plus être utilisées (occupation russe, localisation proche des frontières, etc.) ;
- 2023 : nouvel accord entre Konkur Investments Ltd et Novaagro Ukraine LLC visant à abaisser le prix du bloc de 56,9 % du capital d'AgroGeneration à 4,6 M\$ ;
- 2024 : transfert effectif de 56,9 % du capital à Novaagro Ukraine LLC ; recomposition complète du conseil et nomination de Mme Olga Shantyr comme Directrice Générale.

---

<sup>2</sup> Source : Société.

## 2. Présentation des activités de la Société et de l'impact du conflit militaire avec la Russie<sup>3</sup>

Fondé en 2007, AgroGeneration est un producteur ukrainien de grande culture opérant dans la région de Kharkiv en Ukraine avec trois fermes de production et un centre opérationnel à Kharkiv. Le siège social d'AgroGeneration se situe à Paris.

En moyenne, au cours de l'exercice 2024 le Groupe comptait 352 salariés.

Le Groupe loue ~28 000 ha de terres fertiles sous baux de long terme<sup>4</sup> et applique un système de culture « semi-intensif » : usage raisonné d'intrants, sélection de semences performantes et parc de machines pour limiter le recours à la sous-traitance.

La rotation repose principalement sur du blé d'hiver (~60% du volume récolté en 2024), du tournesol (~25% du volume récolté en 2024), du maïs, soja & pois (~15% du volume récolté en 2024).

La production est écoulee (i) sur le marché domestique, vers des transformateurs et négociants (environ 70% du volume) (ii) à l'export, dès que les couloirs logistiques (ports du Danube, frontières UE) le permettent (environ 30% du volume).

L'ensemble des actifs agricoles d'AgroGeneration est situé dans l'oblast de Kharkiv, l'une des quatre régions les plus durement touchées par le conflit entre l'Ukraine et la Russie.

En effet, à elles seules, Kharkiv, Luhansk, Zaporizhzhya et Kherson concentrent 77% des dommages directs subis par l'agriculture ukrainienne.

Depuis février 2022, la zone est soumise à des bombardements récurrents, coupures d'électricité prolongées (jusqu'à 11 h/jour en 2024) et alertes aériennes, perturbant tous les processus de culture et de logistique.

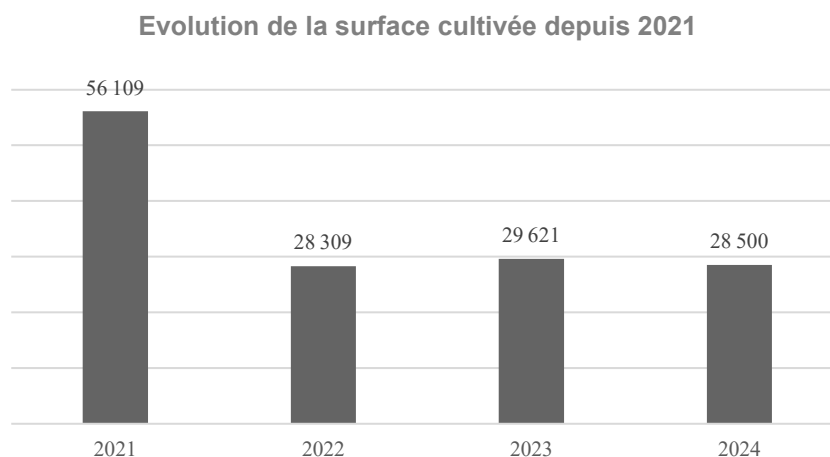
---

<sup>3</sup> Source : Société.

<sup>4</sup> À ce jour, AgroGeneration exploite plus de 28 000 hectares de terres agricoles dans le cadre d'environ 5 000 contrats de bail avec trois catégories de bailleurs : (i) des particuliers (principalement des résidents ruraux locaux des villages où AgroGeneration opère) ; (ii) l'État (représenté par les conseils de village ou municipaux) ; (iii) d'autres personnes morales. Les propriétaires individuels représentent environ 85 % de la superficie totale louée, avec près de 4 400 contrats en place. En moyenne, chaque parcelle louée dans ce cadre s'étend sur 3 à 5 hectares. Les terres appartenant à l'État représentent environ 10 % du total, couvertes par environ 250 contrats. La part restante, soit jusqu'à 300 contrats, concerne d'autres personnes morales.

Début 2022, environ 25 000 ha (près de la moitié des 56 000 ha exploités avant l'invasion) se trouvaient sur la ligne de front ou dans des zones minées.

Le graphique ci-après présente l'évolution de la surface cultivée depuis 2021 (*i.e.*, avant l'invasion de la Russie).



Source : Société.

La direction a qualifié ces surfaces, ainsi que les actifs qui y étaient attachés, d'actifs « toxiques » car (i) inaccessibles ou détruites, (ii) générant encore des loyers d'environ 2 M\$ par an alors qu'aucune culture n'était possible, (iii) nécessitant des coûts de remise en état (déménagement, re-cultivation, renouvellement du parc machines) estimés à plus 50 M\$.

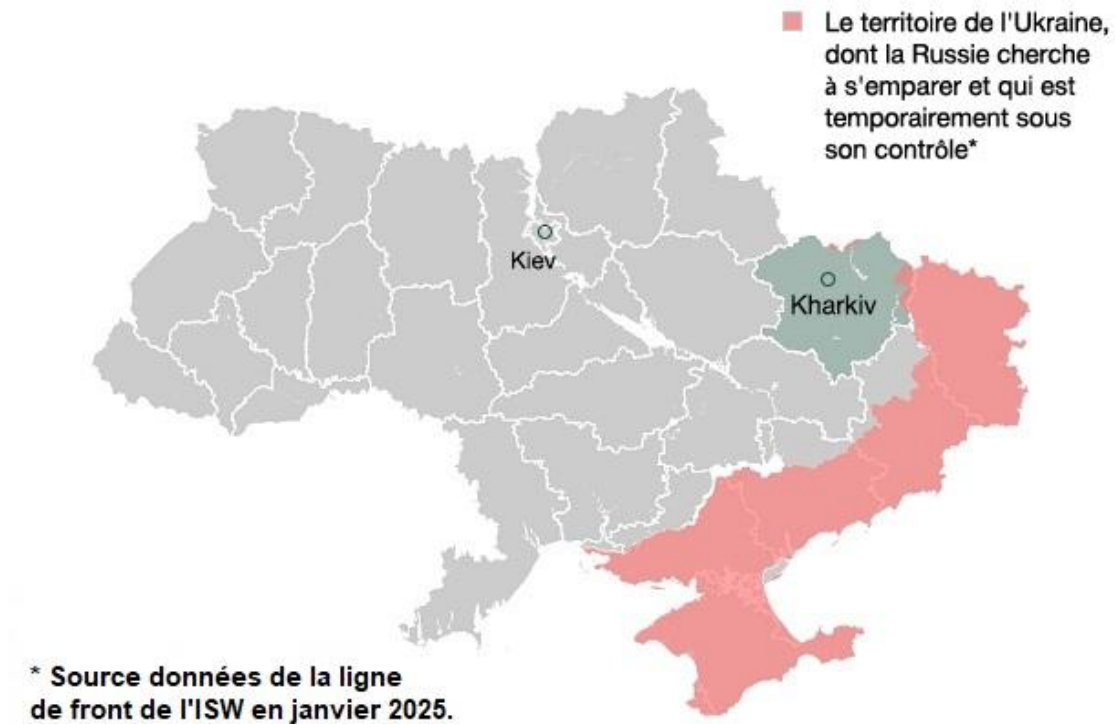
Quatre fermes (Donets, Burlutske, Barvinkivska Agro et Podolivska Agro) ont donc été placées en liquidation volontaire.

En 2022, les actifs toxiques ont été radiés du bilan, ce qui a représenté une perte nette totale causée par la guerre de 15,4 M€<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Pertes et coûts matériels directs causés par la guerre (immobilisations, actifs biologiques et travaux en cours, stocks d'inventaire, action caritative) : 15,5 M€ ; coûts liés à la procédure de liquidation : 1,1 M€ ; effet positif de la réduction des passifs de loyers pour droits d'utilisation d'actifs, nets : 1,2 M€.

### Présence de AgroGeneration et ligne de front



Source : Société.

Dans un communiqué du 3 avril 2025, la Société indiquait que la situation en matière de sécurité restait difficile, avec de fréquents tirs de missiles et d'artillerie. En 2024, la région a été confrontée à une moyenne de six alertes aériennes par jour, chacune pouvant durer jusqu'à onze heures. La situation s'est encore détériorée en janvier-mars 2025, avec des durées d'alerte quotidienne atteignant en moyenne douze heures par jour.

Dans un communiqué du 15 mai 2025, la Société rappelle qu'il y a une augmentation significative des attaques de missiles, d'artillerie et de drones sur le territoire ukrainien depuis le début de l'année 2025, en particulier dans les régions situées près de la frontière de l'Ukraine avec la Russie et directement dans la zone active de combat. Au cours du début de l'année, deux incidents distincts ont été constatés au cours desquels des infrastructures de production des sociétés du Groupe ont été endommagées.

### 3. Présentation du marché dans lequel la Société intervient

AgroGeneration est un acteur du secteur céréalier et oléagineux ukrainien.

#### 3.1 Contexte général et place de l'Ukraine sur les marchés agricoles mondiaux<sup>6</sup>

L'Ukraine figure historiquement parmi les principaux greniers à grains du monde, souvent qualifiée de « breadbasket » de l'Europe. Avant la guerre, le pays occupait un rang de leader mondial pour plusieurs cultures stratégiques : 1<sup>er</sup> exportateur mondial d'huile de tournesol (environ 50 % des exportations mondiales), 3<sup>e</sup> en orge (~18 %), 4<sup>e</sup> en maïs (~16 %) et 5<sup>e</sup> en blé (~12 %). En 2021, les exportations agricoles ukrainiennes ont atteint près de 29 Md\$, représentant 41 % des exportations totales du pays.

Plusieurs facteurs expliquent cette place prépondérante de l'Ukraine. D'abord, le pays bénéficie de conditions agro-climatiques exceptionnelles : environ un tiers des sols fertiles de type tchernoziom de la planète s'y trouvent (près de 28 Mha de « terre noire » riche en humus). Ensuite, l'héritage de la collectivisation soviétique a conduit à la formation de très grandes exploitations privées intégrées après les années 1990.

#### 3.2 L'agriculture ukrainienne face à la guerre : contraction des superficies et de la production<sup>7</sup>

L'invasion russe de février 2022 a bouleversé l'agriculture ukrainienne. Les combats, l'occupation et la pollution par les mines ont rendu de vastes zones impropres à la culture (en 2023, jusqu'à 174 000 km<sup>2</sup> nécessitaient un déminage). La surface effectivement cultivable est ainsi passée de 32,7 à 26,5 Mha, soit une perte d'environ 20 % des terres arables.

---

<sup>6</sup> Sources : Sources : IGC Grain Market Report 2021; USDA (US Department of Agriculture) – World Agricultural Supply and Demand Estimates (WASDE) 2021 ; OCDE-FAO Agricultural Outlook 2022; FAOSTAT ; European Parliamentary Research Service (2024) ; International Trade Administration ; articles de presse.

<sup>7</sup> Sources : Rapport conjoint World Bank/UN (RDNA 4 – Rapid Damage and Needs Assessment, décembre 2023) ; Rapport conjoint Programme alimentaire mondial (WFP) / Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement (UNCTAD) — Market Perspectives (2023) ; Banque mondiale Ukraine (2023); FAO-AMIS Market Monitor ; Ukrainian Grain Association ; KSE Ukraine Economic Report (2023) ; European Parliamentary Research Service ; Centre for Eastern Studies (OSW).

Les principaux impacts sont les suivants :

- Les terres arables se rétrécissent : l'Ukraine a perdu le contrôle d'un cinquième de ses sols agricoles, ce qui oblige les agriculteurs à réorganiser leurs assolements et à abandonner les zones trop dangereuses ;
- Les semis de printemps 2022 ont fortement reculé : les exploitants n'ont semé que 13,1 Mha, soit 22 % de moins qu'en 2021, car ils ont dû laisser 2,8 Mha en jachère forcée près de la ligne de front ou dans les territoires fraîchement libérés ;
- La production céréalière s'est effondrée : la récolte totale est passée de 87 Mt en 2021/22 à 62 Mt en 2022/23. La production de blé a particulièrement chuté car les emblavements diminuent et les rendements se dégradent dans les zones de conflit ;
- Le maïs et le tournesol subissent également la guerre : de larges surfaces de maïs restent non récoltées dans le sud, tandis que l'occupation de Kherson et de Zaporizhzhia réduit sévèrement l'offre de graines et d'huile de tournesol ;
- Les prix intérieurs s'effondrent malgré la flambée mondiale : le blé et le maïs perdent environ 45 % de leur valeur en 2022, car les ports bloqués et les silos saturés ont empêché les ventes à l'export et ont tiré les prix vers le bas en créant une surabondance sur le marché intérieur ;
- Les pertes économiques s'accroissent : les revenus agricoles reculent de près de 70 Md\$ selon la KSE, et les destructions (20 % des capacités de stockage anéanties, équipements brûlés ou volés) portent le préjudice total du secteur à quelque 80 Md\$ à fin 2023.

En somme, la guerre combine perte de terres, déclin des semis, réduction des rendements et effondrement des prix intérieurs. Elle inflige ainsi au secteur agricole ukrainien un choc structurel d'une ampleur inédite.

### 3.3 Exportations agricoles et logistique commerciale en temps de guerre<sup>8</sup>

Avant l'invasion russe, l'Ukraine expédiait jusqu'à 70% de sa récolte céréalière, environ 52 Mt en 2021/22, dont 90 % par les ports de la mer Noire. Le blocus lancé en février 2022 a fait chuter les exportations de blé, alimentant la flambée des prix alimentaires mondiaux.

Pour rétablir les flux, trois dispositifs se sont succédé :

- Corridors de solidarité de l'UE (mai 2022) : transport ferroviaire, routier et fluvial vers les ports européens, accompagné de la suspension des droits de douane. De mai 2022 à juillet 2025, environ 90 Mt de céréales, d'oléagineux et de produits connexes ont transité ainsi ;
- Black Sea Grain Initiative (juillet 2022 – juillet 2023) : accord ONU-Turquie ayant permis la réouverture d'un corridor maritime sécurisé. En un an, 33 Mt de céréales ont été expédiées, dont 65 % de blé à destination des pays en développement. La Russie s'est retirée de l'accord en juillet 2023, mettant fin à cet axe ;
- Corridor maritime ukrainien (depuis août 2023) : itinéraire national contournant la Crimée, protégé par des opérations militaires et des assurances nouvelles. Entre août 2023 et février 2024, 700 navires ont acheminé 23 Mt de marchandises (dont deux tiers de produits agricoles).

Malgré ces efforts, les capacités restent limitées : pour la campagne 2023/24, les exportations ukrainiennes de céréales devraient s'établir autour de 32 Mt, soit un tiers de moins que la moyenne pré-guerre (47 Mt). La place de l'Ukraine sur le marché mondial se contracte tandis que d'autres grands producteurs (Brésil, États-Unis, Russie, UE) comblent une partie du déficit. La pérennité des corridors terrestres et la sécurisation durable du trafic maritime demeurent donc cruciales pour maintenir l'Ukraine parmi les exportateurs clés.

---

<sup>8</sup> Sources : IGC Grain Market Report ; Commission Européenne ; Black Sea Grain Initiative (ONU/FAO, 2023) ; Ministère ukrainien des infrastructures (2024).

### 3.4 Évolution des prix des matières premières agricoles<sup>9</sup>

Depuis le début de l'invasion russe, les marchés céréaliers ont connu des soubresauts inédits. Déjà tendus par la reprise post-Covid, ils ont littéralement explosé au printemps 2022 : en mars, l'indice international du blé bondissait de près de 60 % sur un an, tandis que les contrats de blé tendre à Paris (Euronext) franchissaient brièvement les 450 €/t, un sommet jamais vu depuis plusieurs décennies. Le choc a été amplifié par la flambée concomitante du maïs, du colza et des huiles végétales, le tournesol étant directement touché par la pénurie d'huile ukrainienne.

L'ouverture progressive des « corridors de solidarité » de l'UE en mai 2022, puis de l'accord maritime ONU-Turquie en juillet 2022, a détendu les cours. Entre mai et décembre 2022, l'indice FAO des céréales est retombé d'environ 15 %. Mais chaque menace de fermeture de ces routes, ou la fin brutale du Black Sea Grain Initiative en juillet 2023, a réveillé la nervosité, provoquant des rebonds immédiats de 8 à 10% sur le blé.

Aujourd'hui, la tendance demeure plus clémente sans pour autant revenir aux niveaux « normaux » d'avant-pandémie. Le 25 juillet 2025, le contrat meunier Euronext septembre 2025 se traitait à 196 €/t. Ces valeurs se situent en dessous des pics de 2022, mais restent nettement supérieures à la fourchette 170-180 €/t qui prévalait avant la crise sanitaire.

La modération actuelle tient à trois éléments : des récoltes mondiales annoncées abondantes pour 2025/26, une détente du coût de l'énergie et le repli de l'indice FAO des céréales (107,4 points en juin 2025, soit -7 % sur un an)

Pour autant, la volatilité n'a pas disparu car toute dégradation sécuritaire dans les ports ukrainiens, un retour de la taxe russe à l'export ou des aléas climatiques dans la « ceinture de blé » russe et nord-américaine suffiraient à relancer la hausse. Autrement dit, le marché a perdu le vertige de 2022, mais il évolue toujours sur un plateau élevé (en termes de prix), sous la menace permanente des chocs géopolitiques, climatiques et logistiques.

---

<sup>9</sup> Sources : FAO Food Price Index ; Euronext; Bloomberg Commodities (2022-2023) ; FAO (2023) ; Reuters (juillet 2023).

### 3.5 Évolution des coûts des intrants agricoles<sup>10</sup>

La flambée des intrants a suivi la courbe du conflit. En 2021, les engrais azotés avaient déjà bondi, puis ils ont encore progressé au premier semestre 2022, lorsque la Russie, grand fournisseur de gaz et de fertilisants, a vu ses exportations perturbées. Sur le marché spot, l'urée atteignait alors presque 900 \$/t (novembre 2021), tandis que le Brent était proche des 120 \$/baril en juin 2022, propulsant le diesel agricole européen 50-70 % plus haut qu'un an auparavant.

Le choc a écrasé les marges des exploitations, tout particulièrement en Ukraine, où les intrants sont payés en devises fortes et où l'accès aux stocks restait aléatoire. La situation s'est partiellement détendue en 2023 : sous l'effet du reflux du gaz et du ralentissement économique mondial, la Banque mondiale a mesuré la plus forte baisse annuelle des engrais depuis 1976 (-37 % sur l'année). L'urée est brièvement retombée autour de 400 \$/t et le gasoil agricole européen à près de 1,20 €/L.

Mais la parenthèse a été courte car tiré par la reprise de la demande et les restrictions à l'exportation russes et chinoises, l'indice mondial des engrais est remonté de ~20 % au premier semestre 2025.

Ainsi, malgré le répit de 2023, les engrais et le carburant restent à un plateau historiquement élevé, maintenant une pression constante sur les coûts de production ukrainiens, d'autant que les chaînes logistiques intérieures restent fragilisées par la guerre.

### 3.6 Positionnement d'AgroGeneration sur son marché<sup>11</sup>

AgroGeneration est représentatif du secteur céréalière et oléagineux ukrainien. Le Groupe exploite actuellement environ 28 000 hectares de terres agricoles dans l'est de l'Ukraine (région de Kharkiv), après la perte des surfaces devenues impropres à l'agriculture. Cette zone, réputée pour ses sols noirs fertiles, était avant-guerre l'un des greniers à blé du pays. Cependant, la région de Kharkiv fait partie des territoires ayant subi les plus lourds dommages depuis 2022. Les activités d'AgroGeneration ont donc été directement impactées : les terres proches du front ont dû être abandonnées temporairement, certaines parcelles ont été endommagées ou minées, et les campagnes culturales se sont déroulées sous la menace constante (interruptions pour cause d'alertes, coupures d'électricité, etc.).

---

<sup>10</sup> Sources : International Fertilizer Association (2022) ; Banque mondiale Commodities Price Data (2021-2023) ; Eurostat ; IEA Oil Market Report (2022).

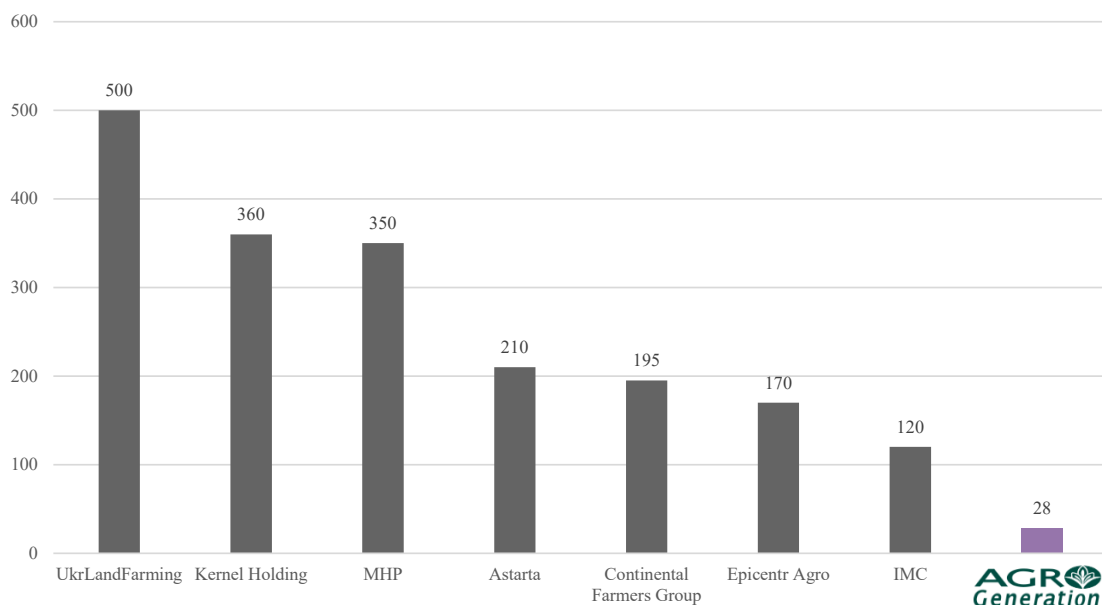
<sup>11</sup> Sources : Société (comptes, rapports de gestion) ; comptes et publications des sociétés citées.

Sur le plan commercial, AgroGeneration s'inscrit dans le schéma classique des producteurs-exportateurs ukrainiens. Il vend sa production à la fois sur le marché intérieur ukrainien et à l'export, en s'adossant à des acheteurs de premier plan (négociants internationaux, industriels). Avant la guerre, la majeure partie des volumes d'AgroGeneration était exportée via les ports de la mer Noire. Depuis 2022, le Groupe s'appuie sur les corridors terrestres et, lorsque possible, sur le corridor maritime sécurisé mis en place par l'Ukraine, pour expédier son grain vers l'Union européenne ou d'autres destinations.

En termes de modèle opérationnel, AgroGeneration fonctionne comme une agro-holding intégrée : il exploite les terres sous bail de long terme, emploie directement la main-d'œuvre locale et possède son propre parc de machines agricoles conséquent. Ce modèle l'expose directement aux risques du terrain, avec pertes d'actifs et de stocks du fait des combats, qu'AgroGeneration a subies lourdement en 2022.

Le graphique ci-après permet de mettre en perspective la surface cultivée par AgroGeneration avec une sélection d'acteurs concurrents opérant en Ukraine.

Comparaison de la surface cultivée par AgroGeneration  
avec une sélection d'acteurs opérant en Ukraine (k)



Sources : sites des sociétés, rapports annuels.

Les grands agro-holdings ukrainiens affichent une taille et une diversification nettement supérieures. Kernel, par exemple, cultive environ 360 000 ha répartis en cinq clusters dans le centre et le nord du pays et s'appuie sur une logistique intégrée. MHP contrôle environ 350 000 ha dans douze oblasts et son modèle repose principalement sur

l'aviculture, la production végétale servant surtout d'aliment à ses élevages, ce qui amortit la volatilité des cours céréaliers. Astarta exploite quelque 210 000 ha sur sept à huit régions et complète ses cultures par des sucreries. Même les acteurs « *mid-cap* » comme Continental Farmers Group (195 000 ha sur cinq régions occidentales) ou Epicentr Agro (environ 170 000) bénéficient d'une dispersion géographique qui réduit fortement leur exposition aux chocs locaux.

À l'inverse, AgroGeneration concentre l'ensemble de ses quelque 28 000 ha dans l'oblast de Kharkiv, zone frontalière où l'activité agricole reste entravée par les frappes et les alertes aériennes quotidiennes.

En conséquence, le profil de risque d'AgroGeneration ressort sensiblement plus élevé en comparaison des autres acteurs : exposition géographique maximale à la ligne de front, aucune intégration aval ni activités de transformation pour lisser les marges, et un effet d'échelle limité qui restreint son accès aux financements et aux couvertures logistiques.

À ce stade, l'issue du conflit reste profondément incertaine, avec différentes trajectoires envisagées : une impasse prolongée sans véritable cessez-le-feu, un règlement négocié rendu aléatoire par les rapports de force, une percée militaire ukrainienne dépendant d'un soutien extérieur soutenu, une percée russe susceptible de modifier radicalement l'équilibre des forces sur le terrain, ou un effondrement interne du régime russe. Toutes ces trajectoires sont caractérisées par des horizons temporels longs et difficilement prévisibles.

En tout état de cause, la Société nous a précisé que les terres cédées sont définitivement exclues de la base d'actifs de la Société, sans possibilité de rachat futur.

#### **4. Principales caractéristiques financières de la Société**

Depuis l'exercice 2021, les commissaires aux comptes ont systématiquement émis une impossibilité de certifier les comptes consolidés d'AgroGeneration. Dans leurs rapports sur les exercices 2021 à 2024, ils expliquent que l'invasion militaire russe déclenchée le 24 février 2022 a rendu l'audit matériellement impossible : accès aux sites dangereux ou interdit, destruction ou inaccessibilité des pièces justificatives et concentration de l'essentiel des actifs du groupe dans la zone de conflit de Kharkiv. Faute d'éléments suffisants et appropriés, ils ont indiqué qu'ils ne pouvaient pas se prononcer sur la régularité, la sincérité et l'image fidèle des états financiers du groupe.

Les commissaires aux comptes attirent également l'attention sur une incertitude significative liée à la continuité d'exploitation : la poursuite des hostilités, les restrictions logistiques et financières en Ukraine, ainsi que la dépendance du groupe à son

financement de campagne agricole pourraient remettre en cause sa capacité à poursuivre ses activités dans un horizon de douze mois. Cette réserve, rappelée chaque année dans la note 2.1 des annexes (« Invasion militaire de l'Ukraine et risques de continuité d'exploitation »), souligne que la viabilité du modèle économique d'AgroGeneration dépend de facteurs hors de son contrôle tant que le contexte géopolitique reste instable.

#### **4.1 Compte de résultat et investissements**

Le tableau ci-après synthétise les principaux agrégats du compte de résultat consolidé, ainsi que les investissements corporels d'AgroGeneration.

Nous présentons sur la période 2017-2024 afin d'avoir une période (i) pré-invasion russe (début 2022) et pré Covid-19 (début 2020).

Néanmoins, il convient de rappeler que depuis 2022, la Société n'exploite que la moitié des surfaces qu'elle exploitait avant l'invasion, ce qui rend peu comparable la période 2017-2021.

### Compte de résultat consolidé et investissements – 2017 à 2024

M€ - Clôture au 31/12	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>54,2</b>	<b>41,0</b>	<b>30,6</b>	<b>39,1</b>	<b>43,9</b>	<b>25,9</b>	<b>16,9</b>	<b>22,7</b>
<i>% variation</i>	<i>(10,1%)</i>	<i>(24,3%)</i>	<i>(25,4%)</i>	<i>+28,0%</i>	<i>+12,1%</i>	<i>(41,1%)</i>	<i>(34,6%)</i>	<i>+33,9%</i>
Écarts de juste valeur des actifs biologiques et produits finis	14,8	9,8	(2,0)	10,4	20,0	(10,3)	(4,8)	(0,1)
Coût des ventes	(52,9)	(39,6)	(30,6)	(32,7)	(31,5)	(21,2)	(13,3)	(16,9)
<b>Marge brute</b>	<b>16,0</b>	<b>11,3</b>	<b>(2,0)</b>	<b>16,8</b>	<b>32,4</b>	<b>(5,6)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>5,6</b>
<i>% chiffre d'affaires</i>	<i>29,6%</i>	<i>27,5%</i>	<i>(6,4%)</i>	<i>42,9%</i>	<i>73,7%</i>	<i>(21,7%)</i>	<i>(6,7%)</i>	<i>24,7%</i>
Frais commerciaux, généraux et administratifs	(12,7)	(9,6)	(9,0)	(4,9)	(4,5)	(6,2)	(3,0)	(1,8)
Autres produits et charges	(2,5)	(0,2)	(8,9)	(0,4)	(11,1)	(0,3)	(0,8)	(3,1)
Pertes, dépenses et autres effets résultant de la guerre	-	-	-	-	-	(15,4)	-	-
<b>Résultat avant intérêts et impôts</b>	<b>0,8</b>	<b>1,5</b>	<b>(19,9)</b>	<b>11,5</b>	<b>16,7</b>	<b>(27,5)</b>	<b>(4,9)</b>	<b>0,7</b>
<i>% chiffre d'affaires</i>	<i>1,6%</i>	<i>3,6%</i>	<i>(64,9%)</i>	<i>29,5%</i>	<i>38,1%</i>	<i>(106,4%)</i>	<i>(28,9%)</i>	<i>2,9%</i>
Résultat financier net	(14,1)	(7,8)	2,1	(9,8)	(2,7)	(3,7)	(3,0)	(2,2)
Impôt sur les bénéfices	0,1	0,1	0,5	0,6	0,1	(0,4)	0,0	-
<b>Résultat net part du Groupe - Activités poursuivies</b>	<b>(13,2)</b>	<b>(6,3)</b>	<b>(17,4)</b>	<b>2,3</b>	<b>14,2</b>	<b>(31,6)</b>	<b>(7,9)</b>	<b>(1,5)</b>
Résultat net des activités cédées	-	(4,4)	(10,3)	-	-	-	-	-
<b>Résultat net part du Groupe</b>	<b>(13,2)</b>	<b>(10,6)</b>	<b>(27,7)</b>	<b>2,3</b>	<b>14,2</b>	<b>(31,6)</b>	<b>(7,9)</b>	<b>(1,5)</b>
<b>Autres informations :</b>								
Dotations aux amortissements et provisions pré IFRS-16	6,2	5,3	5,8	3,9	3,5	3,0	2,5	3,1
<i>% chiffre d'affaires</i>	<i>11,5%</i>	<i>12,9%</i>	<i>19,1%</i>	<i>9,9%</i>	<i>7,9%</i>	<i>11,4%</i>	<i>14,8%</i>	<i>13,7%</i>
EBITDA ajusté pré IFRS-16	9,1	3,6	(7,0)	13,2	28,4	(11,1)	(3,2)	2,9
<i>% chiffre d'affaires</i>	<i>16,8%</i>	<i>8,8%</i>	<i>(23,0%)</i>	<i>33,7%</i>	<i>64,7%</i>	<i>(43,0%)</i>	<i>(19,2%)</i>	<i>12,6%</i>
Investissements corporels nets des cessions pré IFRS-16	(7,1)	(0,7)	(0,8)	(0,8)	(2,8)	(0,8)	(0,6)	(1,1)
<i>% chiffre d'affaires</i>	<i>(13,1%)</i>	<i>(1,8%)</i>	<i>(2,7%)</i>	<i>(2,1%)</i>	<i>(6,3%)</i>	<i>(3,2%)</i>	<i>(3,7%)</i>	<i>(4,7%)</i>

Source : rapports annuels de la Société.

Notes : les « Dotations aux amortissements et provisions pré-IFRS 16 » et « l'EBITDA ajusté pré-IFRS 16 » ont été calculés à partir des comptes et des rapports de gestion de la Société, dont notamment l'EBITDA ajusté des éléments non récurrents communiqué par la Société (l'EBITDA 2024 pré-IFRS 16 ajusté a été calculé à partir des charges de loyer communiquées par la Société).

### Données opérationnelles – 2021 à 2024

Donnée opérationnelle	2021	2022	2023	2024
<b>Surface cultivée (hectares)</b>	<b>56 109</b>	<b>28 309</b>	<b>29 621</b>	<b>28 500</b>
<i>évolution (en %)</i>	<i>+0,2%</i>	<i>(49,5%)</i>	<i>+4,6%</i>	<i>(3,8%)</i>
<b>Volume récolté (tonnes)</b>	<b>166 000</b>	<b>75 512</b>	<b>72 445</b>	<b>62 000</b>
<i>évolution (en %)</i>	<i>(1,9%)</i>	<i>(54,5%)</i>	<i>(4,1%)</i>	<i>(14,4%)</i>
dont Blé d'Hiver & méunier	56 100	47 000	23 000	36 000
dont Tourmesol	51 000	24 000	43 000	16 000
dont Autres cultures (maïs, soja et pois)	6 000	5 000	6 000	10 000
Rendement (tonne/ha)				
Blé d'Hiver	3,9	3,0	3,9	2,5
Tourmesol	2,0	2,0	1,9	1,9
Autres cultures (maïs, soja et pois)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Source : Rapports annuels de la Société.

Après avoir atteint un pic de chiffre d'affaires à 54,2 M€ en 2017, fruit de la fusion Harmelia et de conditions de marché favorables, AgroGeneration a engagé dès 2018 une phase de consolidation, marquée par des cessions d'actifs et un plan de préservation de trésorerie, puis a dû s'adapter, à partir de 2022, à l'environnement de guerre

### KPIs opérationnels et CA

En 2021, avant l'invasion, AgroGeneration cultivait encore environ 56 000 ha et récoltait près de 166 000 t de grains.

Le conflit a aussitôt amputé le périmètre exploitable car la surface est tombée à 28 300 ha en 2022, divisant presque par deux le volume récolté (75 500 t). Depuis, elle ne se redresse pas, si bien que les volumes restent comprimés, très loin de la physionomie pré-guerre.

Pour préserver la fertilité des sols, le Groupe alterne chaque année blé d'hiver et tournesol. Cette rotation explique la prédominance du tournesol en 2023 (environ 60 % des volumes) puis le retour du blé en 2024 (environ 60 %).

Côté rendements, le blé passe de 3,9 t/ha en 2021 à 3,0 t/ha en 2022 (intrants restreints et champs minés), rebondit à 4,0 t/ha en 2023 grâce à un ciblage des meilleures parcelles, puis retombe à 2,5 t/ha en 2024 sous l'effet d'une sécheresse prolongée. Le tournesol reste plus stable, autour de 2,0 t/ha avant-guerre et 1,9 t/ha sur les deux derniers exercices.

Le chiffre d'affaires, composé presque exclusivement de la vente de céréales et d'oléagineux, s'était effondré à 16,9 M€ en 2023, année de blocage portuaire.

La progression du chiffre d'affaires en 2024 (22,7 M€, +34 %) résulte de la vente quasi intégrale de la récolte 2024 et d'une part des stocks 2023, opération accélérée pour libérer la trésorerie nécessaire au remboursement total du prêt Konkur<sup>12</sup>. Historiquement, environ 30% à 40% de la récolte est vendue au cours du premier semestre de l'année suivante.

### Marge brute

En 2024, les écarts de juste valeur des actifs biologiques et des produits finis, ont quasiment cessé de peser sur le résultat : après une charge de -4,8 M€ en 2023, la décote n'est plus que -0,1 M€ en 2024. La remontée des prix internationaux et la baisse des stocks en zone à risque (susceptible d'être impactés par les ajustements de juste valeur) réduisent l'ajustement négatif qui avait impacté les exercices précédents (au cours des exercices précédents, la baisse des prix entraînait des ajustements à la baisse).

---

<sup>12</sup> Plus d'un tiers de ce CA est réalisé avec Novaagro.

L'amélioration de la marge brute<sup>13</sup> d'AgroGeneration, qui passe de -1,1 M€ en 2023 à 5,6 M€ en 2024, est principalement due à l'amélioration des performances de la récolte 2024 (par rapport à la récolte 2023), grâce à des prix de marché favorables, à une baisse des coûts d'exploitation et à une augmentation substantielle des volumes de vente (l'ensemble de la récolte ayant été vendu au cours de l'année).

### Frais généraux et autres coûts opérationnels

La centralisation des fonctions support et la baisse des effectifs (352 salariés en moyenne) limitent la charge à 1,8 M€ en 2024, près de deux fois moins qu'en 2023.

Le groupe récolte ainsi les fruits d'une restructuration amorcée en 2019 et accélérée par le conflit.

Le poste « Autres produits et charges », négatif à hauteur de 3,1 M€ en 2024 se rattache à des provisions de 2,5 M€ pour créances douteuses et par diverses charges opérationnelles. Ce poste illustre la fragilité du profil de risque clients dans un pays en guerre.

En 2024, aucune dépense n'est inscrite au poste « Pertes, dépenses et autres effets résultant de la guerre », contrairement aux 15,4 M€ enregistrés en 2022.

### EBITDA pré-IFRS 16

Sur la période 2017-2024, l'EBITDA pré-IFRS 16 d'AgroGeneration a suivi une trajectoire très volatile.

Après un niveau encore robuste en 2017 (9,1 M€), porté par des prix céréaliers favorables, la rentabilité se contracte en 2018 (3,6 M€) puis bascule dans le rouge en 2019 (-7,0 M€) sous l'effet conjugué de la cession de fermes et d'une mauvaise campagne climatique.

2020 marque un fort rebond car la bonne disponibilité en humidité et la remontée des cours internationaux font bondir l'EBITDA pré-IFRS 16 à 13,2 M€. Le pic est atteint en 2021, à 28,4 M€, grâce à des rendements solides, à une discipline de coûts retrouvée et, surtout, à la valorisation d'un important stock de blé et de tournesol placé à l'export avant la flambée des frets.

L'invasion russe de février 2022 renverse brutalement la tendance avec des pertes liées à la guerre, réduction de périmètre et inflation logistique, qui font plonger l'EBITDA pré-

---

<sup>13</sup> CA après déduction du coût des ventes, qui agrège intrants agricoles, main-d'œuvre, amortissements et variations de stock.

IFRS 16 (-11,1 M€) en 2022. En 2023, l'EBITDA, toujours négatif, passe à -3,2 M€, grâce au redressement partiel des rendements et à des efforts massifs de réduction des charges. La réouverture partielle de la voie maritime d'Odessa et la liquidation accélérée des stocks permettent de dégager 2,9 M€ d'EBITDA pré-IFRS 16 en 2024, malgré une nouvelle sécheresse estivale.

La rentabilité de la Société est donc extrêmement sensible au couple volumes/prix et aux chocs exogènes (météo ou géopolitique).

### Résultat financier et impôt sur les sociétés

En 2024, le résultat financier net se rattache principalement (i) aux charges d'intérêts liées à la mise en œuvre de la norme IFRS 16 et (ii) des gains et pertes de change.

Hormis un prélèvement foncier agricole intégré aux coûts d'exploitation, AgroGeneration n'est pas redevable d'impôt sur les sociétés en Ukraine et ses holdings françaises ne dégagent pas de bénéfice imposable<sup>14</sup>.

### Investissements nets des cessions (immobilisations corporels)

Le profil d'investissement matériel reflète les cycles décrits ci-avant : en 2017, le Groupe engage un programme de modernisation majeur (~7,1 M€) ciblé sur la flotte d'engins et les silos, financé pour partie par crédit-bail. Dès 2018, la priorité passe à la préservation de la trésorerie et les décaissements se limitent à de la maintenance courante (~0,7 M€), puis restent inférieurs à 1 M€ par an jusqu'en 2020. Le léger sursaut de 2021 visait surtout à sécuriser la mise en œuvre du plan « no-till »<sup>15</sup>. Avec la guerre, les capex sont ramenés au strict minimum : 0,8 M€ en 2022 et 0,6 M€ en 2023, principalement pour des réparations d'urgence. La reprise ne s'esquisse qu'en 2024 avec des investissements de 1,1 M€.

---

<sup>14</sup> En mai 2024, les deux dernières holdings chypriotes (Harmelia Investment Ltd et Mairmore Holdings Ltd) ont été cédées à un tiers. Elles ne figurent donc plus dans le périmètre consolidé.

<sup>15</sup> Le « plan no-till » d'AgroGeneration est la déclinaison locale d'une technique agronomique de semis direct : au lieu de labourer, on plante la graine dans un sol laissé intact. L'absence de retournement préserve la structure et la vie biologique des sols, limite l'érosion éolienne ou hydraulique, retient mieux l'humidité.

## 4.2 Bilan économique

Le tableau ci-après présente le bilan économique consolidé simplifié de la Société pour les exercices 2021 à 2024.

### Bilan économique consolidé – 2021 à 2024

MC - Clôture au 31/12	2021	2022	2023	2024
Goodwill, immobilisations incorporelles et corporelles	19,4	8,5	12,2	10,1
<i>Goodwill</i>	-	-	-	-
<i>Immobilisations incorporelles</i>	0,1	0,1	0,1	0,1
<i>Immobilisations corporelles</i>	19,3	8,5	12,2	10,0
Droit d'usage immobilisations corporelles (IFRS 16)	13,4	6,7	7,0	7,0
Immobilisations financières	2,7	0,1	0,0	-
Impôts différés actifs	-	-	-	-
Besoin en fonds de roulement	34,8	11,6	8,8	3,2
<b>Total capitaux employés</b>	<b>70,4</b>	<b>27,0</b>	<b>28,0</b>	<b>20,3</b>
Capitaux propres Part du Groupe	50,1	14,0	13,2	11,1
Intérêts minoritaires	-	-	-	-
<b>Capitaux propres totaux</b>	<b>50,1</b>	<b>14,0</b>	<b>13,2</b>	<b>11,1</b>
Provisions	0,0	-	-	-
<b>Dette financière nette hors IFRS-16</b>	<b>3,3</b>	<b>2,3</b>	<b>5,9</b>	<b>0,6</b>
Dette financière - IFRS 16	16,9	10,7	8,8	8,6
Autres dettes hors exploitation	-	-	-	-
Impôts différés passifs	-	-	-	-
<b>Total capitaux investis</b>	<b>70,4</b>	<b>27,0</b>	<b>28,0</b>	<b>20,3</b>

Source : Rapports annuels de la Société.

L'analyse du bilan économique de la Société fait apparaître les principaux éléments suivants :

### Capitaux employés

- Les immobilisations corporelles du Groupe regroupent :
  - > d'une part, les actifs détenus, c'est-à-dire les bâtiments et installations techniques fixes (séchoirs, nettoyeurs), la flotte de machines et véhicules agricoles mobiles (tracteurs, moissonneuses-batteuses, semoirs, camions) ;
  - > et, d'autre part, les droits sur les actifs loués enregistrés en droits d'utilisation (principalement constitués des baux sur les terres agricoles), l'ensemble constituant le socle matériel de l'activité céréalière d'AgroGeneration. La baisse entre 2021 et 2022 résulte de la dé comptabilisation d'actifs « toxiques ».
- Le besoin en fonds de roulement d'AgroGeneration découle directement du cycle céréalière : l'entreprise finance d'abord les intrants (semences, engrais, carburant) puis immobilise, après la récolte, d'importants stocks de céréales et des cultures en cours

(actifs biologiques) qu'elle écoule tout au long de l'année. Cette saisonnalité est rappelée par la direction : « les coûts et le BFR culminent au printemps, alors que les encaissements se concentrent après la moisson ». S'y ajoutent des créances d'exploitation, principalement crédits de TVA et acomptes versés, partiellement compensées par les dettes fournisseurs, de sorte que le BFR reste structurellement positif et, hors événements exceptionnels, représente autour de la moitié du chiffre d'affaires :

- > Fin 2021, avant l'invasion, un record de récolte conjugué aux premières tensions logistiques sur la mer Noire fait gonfler les stocks à 26,5 M€ et les cultures en terre à 12,3 M€. Les dettes fournisseurs (7,3 M€) n'en compensent qu'une fraction. Le BFR atteint alors 34,8 M€, soit 79% du CA ;
- > En 2022, la liquidation forcée de récoltes et la réduction de surface ramènent les stocks à 11,4 M€. Avec des créances et dettes revues à la baisse, le BFR retombe à 11,6 M€ (45 % du CA) ;
- > En 2023, les contraintes ferroviaires retardent à nouveau la commercialisation : stocks (7,7 M€) et actifs biologiques (3,0 M€) maintiennent le BFR à 8,8 M€, soit 52 % du CA ;
- > En 2024, le BFR chute à 3,2 M€, un ratio exceptionnellement bas de 14% du chiffre d'affaires, sous l'effet de la liquidation accélérée des stocks visant à sécuriser le remboursement de la dette Konkur ;
- > En résumé, hors pics (2021) ou déstockages de crise (2024), le BFR d'AgroGeneration oscille autour de 50% du chiffre d'affaires, reflet du poids dominant des stocks et des cultures en cours dans un modèle agricole fortement saisonnier.

#### Concernant le capital financier

- L'évolution des capitaux propres, en baisse depuis 2021, est la conséquence des pertes enregistrées par le Groupe ;
- La dette financière nette hors IFRS 16 s'élevait à 0,6 M€ au 31 décembre 2024, en baisse comparativement à 2023, grâce au désendettement vis-à-vis de l'ancien actionnaire majoritaire.

## 5. Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"><li>✓ Expérience de gestion en contexte de crise : maintien de la production et des ventes malgré la pandémie et le conflit, adaptabilité prouvée par des mesures sanitaires et logistiques adaptées.</li><li>✓ Modèle semi-intensif éprouvé : usage maîtrisé d'intrants et semences de qualité.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ Dépendance géographique et risque de continuité d'exploitation : l'intégralité des actifs agricoles est concentrée dans la région de Kharkiv, zone de conflit actif depuis février 2022.</li><li>✓ Acteur de petite taille et non diversifié en comparaison de la concurrence (qui a de surcroît perdu l'exploitation de près de la moitié des terres exploitées pré guerre).</li><li>✓ Situation financière fragilisée : depuis 2022, pertes nettes cumulées importantes et incapacité des commissaires à certifier les comptes en raison de l'impossibilité d'auditer les filiales ukrainiennes.</li><li>✓ Endettement et pression de trésorerie : endettement net élevé (~ 5 M€ à juin 2025).</li></ul>
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"><li>✓ Marché foncier ukrainien ouvert : la réforme de juillet 2021 a levé le moratoire sur la vente des terres, ouvrant potentiellement la possibilité de nouveaux partenariats ou acquisitions pour renforcer l'assise foncière.</li><li>✓ Fort potentiel d'exportation : demande mondiale soutenue pour céréales/oléagineux ukrainiens, développement de logistiques alternatives malgré le blocus maritime.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ Conflit armé et risques géopolitiques : risque de destruction des infrastructures, vol ou endommagement de machines, et interruption des exportations.</li><li>✓ Blocages logistiques et sanctions : fermeture des ports maritimes, embouteillages ferroviaires, restrictions sur le transport routier et sur les opérations de change, impactant les exportations et rapatriement des recettes.</li><li>✓ Volatilité des prix et des coûts : fluctuations extrêmes des prix des matières premières agricoles et des intrants, inflation locale.</li></ul>

## IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE

Afin d'apprécier l'équité du Prix de l'Offre, nous avons estimé la valeur des actions de la Société au 14 août 2025 (ci-après la « Date d'Evaluation »), sur la base notamment de données de marché retenues à cette date.

Pour ce faire, nous avons retenu :

- à titre principal (i) la référence à l'Acquisition du Bloc de Contrôle (2.) et (ii) la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (ou « DCF ») (3.) ;
- à titre indicatif, la méthode des comparables boursiers (4.) ;

Nous exposons au préalable les raisons pour lesquelles nous avons écarté certaines méthodes et références (1.), dont la référence au cours de bourse (1.6.).

### 1. Méthodes et références écartées

#### 1.1 Référence à l'actif net comptable

Cette approche consiste à estimer la Valeur des Fonds Propres d'une société à partir de la référence à son actif net comptable. A titre d'information, l'actif net comptable de 11,1 M€ au 31 décembre 2024 représentait une valeur par action de 0,050 €.

Il convient de souligner que l'actif net comptable au 31 décembre 2024 intègre (i) des valeurs comptables particulièrement sensibles à la guerre et aux hypothèses retenues et (ii) ne faisant plus l'objet de dépréciation (notamment sur les droits d'utilisation de terres) qui incluait notamment dans le passé la mise en œuvre d'une approche DCF.

Par ailleurs, nous rappellerons que depuis l'exercice 2021, les commissaires aux comptes ont systématiquement émis une impossibilité de certifier les comptes consolidés d'AgroGeneration.

En conséquence, la valeur comptable est très incertaine et l'actif net comptable n'est donc pas un indicateur pertinent pour apprécier l'équité de l'Offre, car il repose sur des actifs dont la recouvrabilité n'est plus vérifiable.

C'est pourquoi cette référence a été écartée.

## 1.2 Méthode des transactions comparables

Cette méthode consiste à appliquer à la Société les multiples observés lors de transactions impliquant des sociétés comparables.

Après avoir analysé les transactions intervenues sur le secteur céréalière et oléagineux ukrainien, nous avons écarté cette méthode en raison de l'impossibilité de constituer un échantillon suffisamment représentatif correspondant à des transactions post 2022 (*i.e.*, depuis l'invasion Russe) et tenant compte du contexte spécifique d'AgroGeneration (en particulier son exposition à la zone de guerre).

A titre purement indicatif, nous pouvons néanmoins citer les transactions suivantes<sup>16</sup> :

- acquisition en mai 2023 par la société Namsen d'une participation de 36% au sein de la société Kernel Holding (le plus grand producteur d'huile de tournesol d'Ukraine), pour un multiple d'EBITDA pré-IFRS 16<sup>17</sup> de **4,2x** (valeur d'entreprise implicite d'environ 0,9 Md\$) ;
- acquisition en avril 2024 par le biais d'une procédure de retrait obligatoire, d'un concert d'actionnaires, des actions non détenues au sein de la société Ovestar Union (producteur d'œufs ukrainien), pour un multiple d'EBITDA pré-IFRS 16<sup>18</sup> de **0,6x** (valeur d'entreprise implicite d'environ 34 M\$).

Nous rappellerons que ces sociétés présentent des caractéristiques (taille, diversification, exposition à la zone de guerre, etc.) qui les rendent non comparables à AgroGeneration.

A titre d'information, le Prix de l'Offre fait ressortir un multiple de **4,1x** l'EBITDA ajusté pré-IFRS 16 2024.

## 1.3 Méthode de l'actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à actualiser les flux de dividendes attendus. Elle s'envisage généralement pour les sociétés matures qui mettent en œuvre une politique de dividendes réguliers et représentative de leur capacité de distribution.

La méthode de l'actualisation des dividendes a été considérée comme non pertinente au cas d'espèce, notamment parce que la Société n'a distribué aucun dividende ces dernières années.

---

<sup>16</sup> Sources : Mergermarket, communications et rapports annuels des sociétés.

<sup>17</sup> Multiple calculé sur la base d'un EBITDA pré IFRS 16 calculé à mars 2023.

<sup>18</sup> Multiple calculé sur la base d'un EBITDA pré IFRS 16 calculé à mars 2024.

#### **1.4 Méthode de l'actif net réévalué**

Cette méthode consiste à ajuster les capitaux propres de la mise en valeur de marché des actifs et passifs apparaissant au bilan. Elle est souvent utilisée pour évaluer les sociétés dont les principaux actifs disposent d'une valeur de marché indépendamment de leur utilisation dans un processus d'exploitation.

S'agissant d'AgroGeneration, la méthode de l'actif net réévalué se heurte aux mêmes obstacles qui conduisent depuis quatre exercices à l'« impossibilité de certifier » formulée par les commissaires aux comptes. Il n'est donc pas possible d'estimer des valeurs par actif permettant de réaliser une somme des parties.

Dans le cas présent, cette méthode n'apparaît donc pas pertinente.

#### **1.5 Référence aux objectifs de cours des analystes**

La Société n'est pas suivie par des analystes.

#### **1.6 Référence au cours de bourse**

Le recours à la référence au cours de bourse nécessite de s'assurer que le titre dispose d'une liquidité suffisante, sans quoi il ne peut être considéré que son cours vérifie l'hypothèse d'efficience des marchés, en vertu de laquelle un titre s'échange en permanence à sa juste valeur.

La liquidité d'un titre correspond à la capacité d'acquérir ou de vendre, dans un délai limité, une assez grande quantité du titre correspondant sans provoquer de modification significative de son cours. Elle dépend à la fois de la taille relative du flottant par rapport au nombre de titres de la société, mais aussi de la fréquence des transactions.

##### **1.6.1. Analyse de la liquidité du titre**

Il existe différents moyens de mesurer la liquidité d'un titre, de sorte que son appréciation repose sur un faisceau d'indices et non un unique critère.

Les développements qui suivent analysent les indicateurs couramment retenus.

## a) Taille du flottant

La taille du flottant d'AgroGeneration était la suivante au cours des deux derniers exercices clôturés :

### Taille du flottant au 31 décembre 2023 et au 31 décembre 2024

Répartition capital	31/12/2023	31/12/2024
Flottant	33%	33%
Autres	67%	67%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Flottant M€</b>	<b>2,1</b>	<b>4,1</b>

Source : S&P Capital IQ, rapports annuels de la Société.

Notes :

- Flottant en M€ calculé sur la base d'une moyenne du cours de bourse de l'action pondérée par les volumes, sur un mois au 31 décembre ;
- Le flottant exclu les actionnaires « stables » : Konkur, Libyan Foreign Bank, Novaagro.

On observe ainsi qu'en pourcentage du nombre d'actions, le flottant représente un niveau satisfaisant, mais qu'en montant (entre 2 M€ et 4 M€), celui est très faible.

En effet, à titre d'exemple, pour le segment « Small Cap » des indices MSCI, le flottant minimum par société (part de la capitalisation boursière) est de l'ordre de ~900 M\$ pour les marchés développés, et de ~400 M\$ pour les pays émergents<sup>19</sup>.

Un niveau de flottant trop faible présente plusieurs risques pour la liquidité du titre :

- d'une part, les investisseurs institutionnels ne peuvent pas se positionner de manière significative sans engendrer un impact de marché excessif ;
- d'autre part, l'univers d'investisseurs se limite essentiellement à de petits porteurs, peu sensibles aux exigences de volumétrie et de couverture financière.

Cette situation dissuade les *brokers* et *market makers* de proposer une animation de marché ou une recherche d'analyse (à ce titre, on rappellera qu'AgroGeneration n'est pas suivie par des *brokers*), absence qui renforce encore la faible profondeur des carnets d'ordres et accroît le risque de défaillance de cotation (absence de contreparties, *bid-ask spread* excessif, etc.).

---

<sup>19</sup> MSCI Global Investable Market Indexes Methodology, Mai 2025, page 26.

## b) Activité sur le titre et ratios de rotation

Le tableau ci-après présente des indications sur le cours de l'action et les volumes échangés sur plusieurs périodes entre le 25 juillet 2022 et le 24 juillet 2023, soit le dernier jour de négociation précédant l'annonce par l'Initiateur d'un accord conditionnel pour l'achat du bloc de contrôle de Konkur Investments Limited.

### Volume échangé sur un an et activité sur le titre d'AgroGeneration

	Spot	1 mois	3 mois	6 mois	12 mois
<i>Date de début d'analyse (incluse)</i>	24/07/2023	25/06/2023	25/04/2023	25/01/2023	25/07/2022
<i>Date de fin d'analyse (incluse)</i>		24/07/2023	24/07/2023	24/07/2023	24/07/2023
<b>Cours moyen (EUR)</b>	<b>0,049</b>	<b>0,046</b>	<b>0,052</b>	<b>0,063</b>	<b>0,087</b>
Cours le plus haut (€)	-	0,050	0,065	0,088	0,130
Cours le plus bas (€)	-	0,041	0,041	0,041	0,041
Volume cumulé	124 505	1 218 693	4 110 913	10 906 228	29 324 194
<i>En % du flottant</i>		1,7%	5,6%	14,8%	39,8%
<i>En % du capital</i>		0,5%	1,9%	4,9%	13,2%
Volume moyen	124 505	58 033	64 233	86 557	114 102
Volume annualisé		14 914 481	16 507 885	22 245 243	29 324 194
<i>En % du flottant</i>		20,3%	22,4%	30,2%	39,8%
<i>En % du capital</i>		6,7%	7,4%	10,0%	13,2%
Nb de jours avec échanges	-	21	63	125	256
Nb de jours de bourse	-	21	64	124	257

Sources : S&P Capital IQ, analyses Sorgem Evaluation ;

Notes :

- Cours moyens pondérés par les volumes ;
- Flottant correspondant aux 73 590 281 actions non détenues par les actionnaires stables (Konkur, Libyan Foreign Bank, Novaagro) ;
- Le cours moyen est calculé à partir des cours moyens pondérés par les volumes.

Sur douze mois au 24 juillet 2023, la rotation de flottant ressort à 40%, et le taux de rotation du capital à 13%, soit des niveaux très faibles.

De plus, le montant quotidien échangé en valeur s'élève seulement à 10 k€ sur un an au 24 juillet 2023.

A titre de comparaison, les taux de rotation du flottant et du capital sont en moyenne respectivement de ~80% et ~40% pour les sociétés faisant partie de l'indice CAC Mid & Small<sup>20</sup>.

En considérant le volume quotidien moyen d'échanges sur l'année au 24 juillet 2023, il faudrait près de deux ans et demi pour effectuer une rotation complète du flottant et sept ans et demi pour effectuer une rotation de l'ensemble des actions en circulation.

---

<sup>20</sup> Source : S&P Capital IQ au 25/07/2025.

Le titre AgroGeneration affiche donc un ratio de rotation du capital très insuffisant ne correspondant pas à la notion de titre liquide.

### c) Ratio ILLIQ

Les analyses qui précèdent n'indiquent pas quelle aurait été l'influence d'une mise sur le marché secondaire d'un nombre important de titres sur le cours de l'action.

Ainsi, une autre analyse souvent utilisée pour rendre spécifiquement compte de l'impact du volume des titres échangés sur le cours est le ratio ILLIQ<sup>21</sup> qui rapporte la valeur absolue de la rentabilité quotidienne d'un titre au volume échangé (en monnaie) ce même jour :

$$ILLIQ = \frac{1}{D} \sum_{i=1}^D \frac{|R_i|}{VOL_i}$$

Où :

- D représente le nombre de jours composant la période d'analyse,
- $|R_i|$  représente la valeur absolue de rentabilité du titre le jour i
- $VOL_i$  représente le volume échangé en équivalent monétaire<sup>22</sup> le jour i

L'intuition de cette mesure est que l'une des facettes de la liquidité est la possibilité de vendre ses actions sans subir de coûts liés au fait que cette cession fasse baisser le cours du titre. Un titre est d'autant plus liquide que ce ratio est faible, dans la mesure où cela signifie que la cession d'un montant important de titres entraîne une variation très faible du cours.

Pour plus de lisibilité, ce ratio peut être multiplié par 1 000 000, ce qui a été fait ci-dessous.

---

<sup>21</sup> Amihud Yakov, Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects, Journal of Financial Markets, N°5 2002, pp 31-56.

Acharya Viral, Lasse Heje Pedersen, Asset Pricing with liquidity risk, Journal of Financial Economics, Vol.77 2005, pp 375-410.

Amihud Yakov, Haim Mendelson, Lasse Heje Pedersen, Liquidity and Asset Prices, Foundations and Trends in Finance, Vol. N°4 2005, pp296-364.

Rico Von Wyss (2004), « « Measuring and Predicting Liquidity in the Stock Market », Dissertation der Universität St. Gallen, Hochschule für Wirtschafts, Rechts und Sozialwissenschaften (HSG) zur Erlangung der Würde eines Doktors der Wirtschaftswissenschaften ».

<sup>22</sup> Soit le produit des volumes de transactions par les prix de transaction.

En l'espèce, nous avons calculé le ratio ILLIQ moyen de la société AgroGeneration entre le 25 juillet 2022 et le 24 juillet 2023. Pour rappel, plus le ratio est élevé, plus le titre est illiquide (cf. supra). Celui-ci ressort à un niveau assez élevé de 10,88, ce qui signifierait théoriquement une variation de prix d'environ 1 088% pour une valeur échangée de 1 M€. Une telle variation n'étant, en pratique, pas supportable pour un vendeur, elle conduit dans les faits l'impossibilité de céder une quantité significative de titres sur un tel marché, *a fortiori* au cours du jour.

A titre de comparaison, les 40 sociétés membres du CAC 40 présentaient un ratio moyen de 0,02% et un ratio maximum de 0,06% sur la même période.

Le ratio élevé affiché par AgroGeneration signifie qu'un faible volume de transaction peut avoir un impact très important sur le cours, ce qui s'explique par une faible profondeur du marché du titre.

#### d) Analyse des séances de plus forte variation du titre

Afin d'illustrer les analyses qui précèdent, nous avons analysé les 60 plus fortes variations journalières du cours de bourse d'AgroGeneration entre le 25 juillet 2022 et le 24 juillet 2023, soit 257 séances de bourse dont 256 ayant donné lieu à des échanges sur le titre AgroGeneration.

**Tableau des 60 plus fortes variations du cours de bourse d'AgroGeneration observées  
entre le 25 juillet 2022 et le 24 juillet 2023**

Hausse	Volume	Date	Baisse	Volume	Date
23,3%	1 310 157	12-sept.-22	-17,3%	812 304	20-mars-23
17,3%	254 610	21-mars-23	-15,7%	314 988	21-juin-23
14,6%	102 447	23-juin-23	-12,6%	44 099	5-juil.-23
12,9%	575 965	11-nov.-22	-9,4%	1 012 671	10-oct.-22
9,6%	165 851	24-août-22	-9,2%	103 698	2-juin-23
8,8%	7 719	27-juin-23	-8,9%	185 187	22-juin-23
8,3%	43 880	17-nov.-22	-8,7%	207 617	30-nov.-22
7,5%	90 191	10-juil.-23	-8,6%	292 254	16-nov.-22
7,3%	28 298	18-janv.-23	-8,4%	183 078	1-sept.-22
7,2%	6 121	3-juil.-23	-8,2%	92 544	17-févr.-23
6,8%	151 297	20-févr.-23	-7,8%	176 284	19-sept.-22
6,7%	685 436	26-juil.-22	-7,7%	271 888	13-sept.-22
6,1%	27 234	3-mai-23	-7,6%	35 846	29-juin-23
5,3%	35 481	23-mars-23	-7,3%	170 727	28-sept.-22
5,3%	42 704	9-janv.-23	-6,9%	332 741	1-juin-23
4,8%	54 108	8-mars-23	-6,3%	134 067	27-mars-23
4,7%	30 438	7-nov.-22	-6,2%	73 027	26-juin-23
4,6%	54 347	2-sept.-22	-5,9%	28 554	2-mai-23
4,6%	70 210	5-mai-23	-5,7%	285 971	23-août-22
4,5%	16 045	15-mai-23	-5,6%	136 325	18-oct.-22
4,3%	76 784	23-janv.-23	-5,6%	81 143	21-nov.-22
4,2%	148 504	30-sept.-22	-5,6%	2 905	4-mai-23
4,1%	166 720	1-août-22	-5,3%	108 310	5-déc.-22
4,0%	134 725	22-nov.-22	-5,2%	62 644	1-mars-23
4,0%	51 015	28-nov.-22	-5,1%	209 984	15-sept.-22
4,0%	121 716	4-oct.-22	-5,0%	180 195	29-juil.-22
3,9%	123 957	19-oct.-22	-5,0%	108 168	6-mars-23
3,8%	176 878	6-sept.-22	-4,9%	536 008	11-oct.-22
3,8%	81 648	31-janv.-23	-4,9%	72 263	4-juil.-23
3,7%	94 304	28-juin-23	-4,8%	102 208	3-oct.-22

Source : S&P Capital IQ , Analyses Sorgem Evaluation.

Cette analyse met en évidence les éléments suivants :

- près d'une séance sur six (6) dans laquelle un échange a eu lieu a donné lieu à une variation du cours d'une ampleur supérieure à +/- 5% ;
- d'importantes variations du cours peuvent survenir dans des volumes d'échanges marginaux (inférieurs à 220 000 titres soit 0,1% du capital). À titre d'illustration :
  - > le cours a augmenté de +14,6% le 23 juin 2023 avec un volume d'échange de 102 447 titres ;
  - > le cours a progressé de +9,6% le 24 août 2022 pour 165 851 titres échangés ;
  - > le cours a chuté de -12,6% le 5 juillet 2023 avec seulement 44 099 titres échangés ;
  - > le cours a enregistré une baisse de -9,2% le 2 juin 2023 sur 103 698 titres échangés ;
- le cours de bourse peut ainsi connaître des variations importantes sans qu'aucune information particulière nouvelle ne soit publiée.

L'ampleur des variations observées dans des volumes d'échanges limités est caractéristique d'un titre assez peu liquide.

#### e) Analyse de la fourchette bid-ask

La liquidité d'un titre peut enfin s'apprécier à partir de l'écart entre cours acheteur et vendeur (le « *bid – ask spread* »).

Un titre peu liquide se caractérise en effet par une fourchette de cotation large compte tenu d'un nombre restreint d'acheteurs et de vendeurs.

Le recours à cet indicateur se heurte cependant à la contrainte de la disponibilité des informations de marché. A ce titre, nous avons retenu les données S&P Capital IQ relatives au spread moyen bid/ask<sup>23</sup>.

L'analyse a été effectuée sur la période du 25 juillet 2022 au 24 juillet 2023.

Sur cette base, la fourchette bid/ask d'AgroGeneration ressort à 3,3% en moyenne, soit un niveau environ 40 fois plus élevé que la fourchette constatée à la même époque sur les 40 sociétés composant l'indice CAC 40.

---

<sup>23</sup> Moyenne de tous les spreads bid-ask quotidiens pris comme un pourcentage du prix mid.

### Fourchette Bid/Ask du titre d'AgroGeneration

	Fourchette Bid/Ask (en % du milieu de fourchette)
AgroGeneration SA	3,29%
Moyenne indice CAC 40	0,08%
Min indice CAC 40	0,04%
Max indice CAC 40	0,13%

Source : S&P Capital IQ.

## f) Synthèse sur la liquidité du titre AgroGeneration

### Récapitulatif des critères de liquidité étudiés

Critère analysé	Niveau	Commentaire
1. Taille du flottant	très insuffisant	Le flottant représente plus de 33% du capital mais est très faible en valeur (~2 – 4 M€).
2. Activité sur le titre et ratios de rotation	insuffisant	Il faudrait ~7,5 ans pour effectuer une rotation de l'ensemble des actions en circulation.
3. Ratio ILLIQ	très insuffisant	Le ratio élevé d'AgroGeneration signifie qu'un faible volume de transactions peut impacter significativement le cours de bourse.
4. Variations quotidiennes sur le cours	insuffisant	Le cours de bourse connaît fréquemment des variations importantes qui peuvent survenir dans des volumes d'échanges marginaux.
5. Fourchette Bid/Ask	très insuffisant	La fourchette de cotation est environ 40 fois supérieure à celle des valeurs du CAC 40.

**Les développements qui précèdent montrent que le titre AgroGeneration bénéficie d'une liquidité très restreinte, de sorte que l'analyse du cours de bourse ci-après est présentée à titre d'information seulement mais ne peut servir de référence pertinente pour évaluer les actions de la Société.**

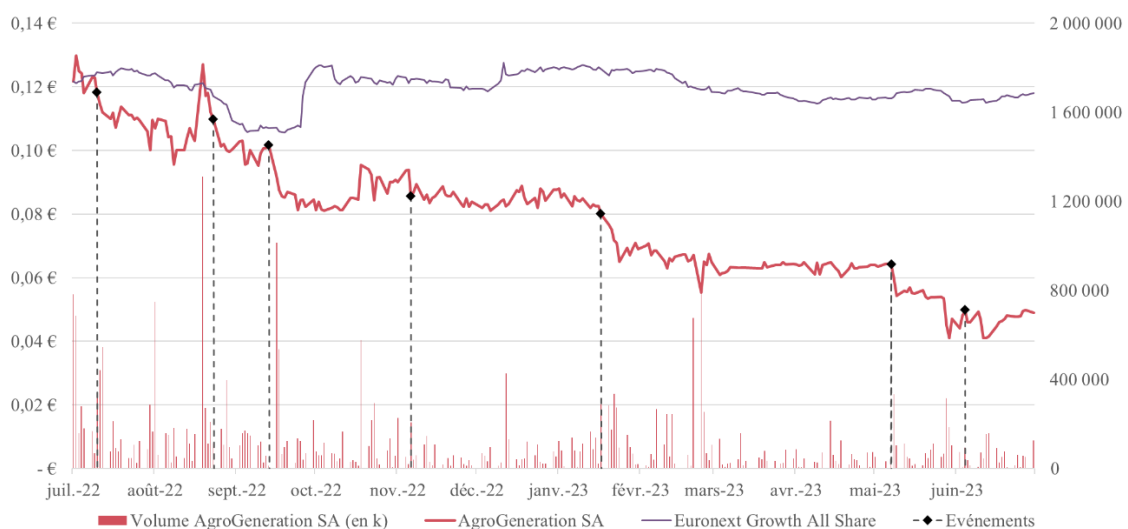
**Dans ces conditions, la référence au cours de bourse n'a pas été retenue pour évaluer les actions de la Société.**

## 1.6.2. Analyse du cours de bourse

### a) Avant l'annonce de l'acquisition du Bloc de Contrôle

Consécutivement à sa faible liquidité (cf. supra), le cours de bourse de la Société présente une volatilité importante, marquée par des mouvements décorrés (i) de la communication des fondamentaux d'AgroGeneration et (ii) des mouvements généraux des marchés financiers.

Cours de l'action AgroGeneration sur un an (arrêté au 24 juillet 2023)



Source : S&P Capital IQ, analyses Sorgem Evaluation.

Nous listons ci-après, à titre d'information, les communications de la Société sur cette période :

- 3 août 2022 : Publication des résultats annuels 2021 ;
- 16 septembre 2022 : Point intermédiaire sur la récolte 2022 ;
- 7 octobre 2022 : Annonce de la procédure de liquidation partielle de certains actifs et infrastructures du Groupe ;
- 30 novembre 2022 : Publication des résultats semestriels 2022 ;
- 10 février 2023 : Information sur la situation en Ukraine, notamment l'estimation de la production agricole sur 2022 ;
- 31 mai 2023 : Annonce du report de la publication des comptes annuels 2022 en raison de la proximité des combats ;
- 28 juin 2023 : Publication des résultats annuels 2022.

Le tableau ci-après présente des indications sur le cours de l'action et les volumes échangés sur plusieurs périodes entre le 25 juillet 2022 et 24 juillet 2023 :

	Spot	1 mois	3 mois	6 mois	12 mois
Date de début d'analyse (incluse)	24/07/2023	25/06/2023	25/04/2023	25/01/2023	25/07/2022
Date de fin d'analyse (incluse)		24/07/2023	24/07/2023	24/07/2023	24/07/2023
<b>Cours moyen (EUR)</b>	<b>0,049</b>	<b>0,046</b>	<b>0,052</b>	<b>0,063</b>	<b>0,087</b>
Cours le plus haut (€)	-	0,050	0,065	0,088	0,130
Cours le plus bas (€)	-	0,041	0,041	0,041	0,041
Volume cumulé	124 505	1 218 693	4 110 913	10 906 228	29 324 194

Source : S&P Capital IQ, analyses Sorgem Evaluation ;

Note : le cours moyen est calculé à partir des cours moyens pondérés par les volumes.

On remarque également que, sur la période, le cours a été extrêmement volatil, avec un maximum à 0,130 € (168% supérieur au cours moyen du 24 juillet 2023) et un minimum à 0,041 € (11% inférieur au cours moyen au 24 juillet 2023).

La faible liquidité du titre est un élément pouvant expliquer la forte variation constatée sur la période.

#### b) Après l'annonce de l'acquisition du Bloc de Contrôle

Nous présentons, à titre d'information, l'évolution de cours de bourse entre le 25 juillet 2023 (*i.e.*, après l'annonce de l'acquisition du Bloc de Contrôle) et le 14 août 2025.

**Cours de l'action AgroGeneration entre le 25 juillet 2023 et le 14 août 2025**



Source : S&P Capital IQ, Analyses Sorgem Evaluation.

	Spot	1 mois	3 mois	6 mois	Depuis 25/07/2023
Date de début d'analyse (incluse)	14/08/2025	15/07/2025	15/05/2025	15/02/2025	25/07/2023
Date de fin d'analyse (incluse)		14/08/2025	14/08/2025	14/08/2025	14/08/2025
Cours moyen (EUR)	<b>0,049</b>	<b>0,046</b>	<b>0,054</b>	<b>0,066</b>	<b>0,059</b>
Cours le plus haut (€)	-	0,049	0,078	0,087	0,087
Cours le plus bas (€)	-	0,042	0,039	0,039	0,024
Volume cumulé	87 850	2 127 710	11 089 010	27 084 880	112 837 050

Source : S&P Capital IQ, analyses Sorgem Evaluation ;

Note : le cours moyen est calculé à partir des cours moyens pondérés par les volumes.

Après l'annonce de l'acquisition du Bloc de Contrôle, le cours de l'action a conservé une forte volatilité.

Il s'établit au 14 août 2025 à 0,049 €, soit un cours supérieur au Prix de l'Offre. Nous rappelons qu'en raison d'une liquidité extrêmement restreinte et des inefficiences d'un marché peu profond (cf. analyses supra), le cours de bourse ne constitue pas un indicateur fiable de la valeur intrinsèque de la Société.

## 2. Référence à l'acquisition du Bloc de Contrôle

L'acquisition par Novaagro du bloc de contrôle a été réalisée au Prix de l'Offre de 0,033 €.

Cette transaction sur le capital d'AgroGeneration portant sur une proportion significative du capital de la Société (56,9 % du capital), nous considérons qu'elle constitue une référence pertinente de la valeur par action du Groupe, que nous retenons à titre principal.

Nous présentons ci-après la chronologie des événements relatifs à l'acquisition du Bloc de Contrôle, avec les documents analysés.

### Genèse du projet (août-septembre 2021)

- **31 août 2021 (« General Agreement »)** : signature entre Konkur Investments Ltd et Novaagro Ukraine LLC d'un General Agreement portant sur la cession du bloc majoritaire de 56,9 % du capital d'AgroGeneration pour 22 M\$ (pour ~56 077 hectares exploités à ce moment) et sur la reprise, par l'Acheteur, du compte-courant d'actionnaire détenu par Konkur (~6,9 M\$). L'accord prévoit également un acompte de 5 M\$ pour sécuriser l'opération ;
- **14 septembre 2021 (« Supplementary Agreement n° 1 »)** : acompte réduit à 4,6 M\$ en 2 tranches : 2,3 M\$ (25 sept.) + 2,3 M\$ (20 janv. 2022) ;
- **21 septembre 2021 (« Supplementary Agreement n° 2 »)** : ajustement du calendrier de l'acompte.

### Financements anticipés & premiers règlements (octobre 2021 – janvier 2022)

- **13 octobre 2021 (« OTP Bank, réf. E-limit 103810 »)** : Novaagro effectue un premier pré-paiement de 2,30 M\$ au profit de Konkur ;
- **19 janvier 2022 (« OTP Bank, réf. E-limit 141387 »)** : second pré-paiement de 2,28 M\$.

### Révision contractuelle en contexte de guerre (mars-avril 2023)

- **31 mars 2023 (« Supplementary Agreement »)** : signature d'une nouvelle édition intégrale du General Agreement pour tenir compte de l'invasion russe ; le texte insère notamment une condition de due-diligence et prévoit le protocole d'ajustement de valeur. Il prévoit également un remboursement partiel du prêt de l'actionnaire Konkur pour 3,6 M\$ (sur les ~6,9 M\$), et le solde cédé à l'Acheteur dans les 30 jours<sup>24</sup> ;
- **02 avril 2023 (« Supplementary Agreement 2-1 »)** : ramène le montant du remboursement de la dette d'actionnaire à 3,2 M\$ ;
- **28 avril 2023 (« Protocol of Approval of Value »)** : les parties arrêtent la valeur finale de l'objet de la transaction à 4,6 M\$ pour un périmètre foncier de 30 000 ha (*i.e.*, prix correspondant à l'acompte ayant déjà été versé).

### Annonce au marché, obtention des autorisations et closing (juillet 2023 – octobre 2024)

- **25 juillet 2023 (Communiqué SigmaBleyzer / Konkur)** :
  - > annonce publique de l'accord conditionnel,
  - > prix indicatif 0,036 USD par action (~ 0,033 €) et rappel du remboursement du compte-courant pour ~3,2 M\$ ;
  - > deux conditions suspensives : feu vert antimonopole et financement acheteur.
- **Décembre 2023 (communiqué AgroGeneration)** : le Comité antimonopole ukrainien valide la prise de contrôle par Novaagro ;
- **Octobre 2024 (communiqué AgroGeneration)** : Novaagro prend officiellement le contrôle d'AgroGeneration.

---

<sup>24</sup> La Société nous a précisé qu'*in fine*, c'est la Société qui a remboursé l'intégralité du prêt dû à Konkur (*i.e.*, ~6,9 M\$, cf. infra).

Nous apportons les précisions suivantes sur la créance de ~6,9 M\$ de Konkur qui était détenue sur AgroGeneration.

La Société nous a précisé que les entités d'AgroGeneration, tant la maison-mère française que ses filiales ukrainiennes, ont intégralement acquitté la créance due à Konkur et à ses affiliés lors du deuxième semestre 2024, avant la finalisation de l'acquisition du Bloc de Contrôle, en effectuant le remboursement à deux niveaux :

- au niveau français (AgroGeneration SA), pour un montant d'environ 2,9 M\$ ;
- au niveau des filiales ukrainiennes, pour le solde restant, soit environ 4,0 M\$.

Nous rappelons que cette dette de 6,9 M\$ avait été gelée depuis juin 2022, ce qui a conduit Konkur à renoncer définitivement à percevoir les intérêts (au taux de 12 % par an) pour la période allant de juin 2022 jusqu'à l'extinction définitive de la dette en 2024<sup>25</sup>.

In fine, nous pouvons donc noter, entre les négociations pré et post-guerre :

- (i) pour le prix des actions, une diminution de près de 80% (de 22,0 M\$ à 4,5 M\$), qui s'explique à la fois par la diminution des surfaces exploitées et l'augmentation du risque ;
- (ii) le gel de la dette de 6,9 M\$ à juin 2022 (abandon des intérêts à 12% par an).

Depuis la finalisation de l'acquisition du Bloc de Contrôle le 31 octobre 2024, AgroGeneration SA n'a plus aucune obligation envers Konkur.

### **3. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)**

#### **3.1 Principe**

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs consiste à déterminer la valeur d'une société à partir de l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation futurs qu'elle est susceptible de générer, nets d'impôts, après financement des investissements et du besoin en fonds de roulement.

La valeur actualisée des flux de trésorerie opérationnels générés par les actifs d'exploitation des activités valorisées sur la période couverte par les prévisions et, le cas échéant, la valeur actualisée de la valeur terminale constituent la Valeur d'Entreprise (ou valeur de l'actif économique) de la société évaluée (ci-après la « Valeur d'Entreprise »).

---

<sup>25</sup> Rapport de gestion 2022 AgroGeneration, page 34 et Rapport de gestion 2021.

La Valeur d'Entreprise obtenue doit ensuite être ajustée de l'endettement financier net et des actifs et passifs hors exploitation pour obtenir la valeur des fonds propres de la société évaluée.

Cette méthode requiert donc de déterminer les éléments suivants :

- les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres puis à la valeur par action (3.2) ;
- les hypothèses prévisionnelles et les hypothèses normatives concernant les résultats nets d'impôt, les investissements et le besoin en fonds de roulement (3.3) ;
- le taux d'actualisation, qui correspond au taux de rendement exigé par les pourvoyeurs de capitaux de l'entreprise (3.4).

### **3.2 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action**

#### **3.2.1. Nombre d'actions pris en compte**

Nous avons retenu un nombre total de 221 586 387 correspondant aux actions composant le capital au 30 juin 2025.

#### **3.2.2. Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des actions**

Sur la base des comptes au 31 décembre 2024, de la trésorerie estimée au 30 juin 2025 par la Société, et d'une nouvelle dette contractée par la Société au cours du premier semestre 2025, le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres de la Société nécessite de prendre en compte un ajustement négatif d'un montant de - 4,6 M€.

### Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres

En M€	
(a) Dette financière brute	4,6
dont dette existante au 31/12/2024	0,6
dont dette nouvelle au 30/06/2025	4,0
(b) Trésorerie et équivalents de trésorerie au 30/06/2025	0,02
<b>Total (a) - (b)</b>	<b>4,6</b>

Sources : Rapport annuel 2024 de la Société, Société.

## 3.3 Présentation des prévisions retenues

### 3.3.1. Sources d'informations utilisées

Notre évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie futurs se fonde sur les prévisions établies par la Société, en euros.

Elles ont été établies sur la base d'un horizon limité à deux ans (2025 et 2026), en raison de la visibilité limitée de la Société au-delà de cet horizon. Le plan d'affaires utilise, pour l'année 2025, les prévisions du budget validé par le Conseil d'administration de la Société.

### 3.3.2. Synthèse des hypothèses structurantes

#### a) Prévisions 2025 et 2026 – Principales tendances

##### Production et chiffre d'affaires

Le plan d'affaires d'AgroGeneration pour 2025 et 2026 repose sur une surface agricole stabilisée autour de 28 k hectares, soit environ la moitié du périmètre d'avant-guerre.

Sur ce socle foncier constant, la composition culturale évolue sensiblement d'une année à l'autre : en 2025, le tournesol prédomine, tandis que le plan 2026 réoriente le mix vers le blé d'hiver, aux dépens notamment du tournesol et du soja. Ce basculement stratégique, retour vers les céréales d'hiver, s'accompagne d'hypothèses de rendements en net redressement par rapport aux années de guerre.

Le budget 2025 table sur un rendement moyen en blé d'environ 4,0 tonnes/ha, déjà supérieur aux niveaux réalisés en 2021 (3,9 t/ha), puis 4,35 t/ha en 2026.

De même, le tournesol atteindrait 2,2 t/ha en 2025-2026, à comparer aux 1,9 t/ha observés sur les deux derniers exercices perturbés.

Ces hypothèses ambitieuses traduisent l'effet de rattrapage post-crise. Après la sécheresse de 2024 (blé limité à 2,5 t/ha), le Groupe anticipe un retour à des conditions agronomiques plus favorables, aidé par la concentration des moyens sur les meilleures terres.

Le Groupe anticipe un retour à des conditions agronomiques normales, aidé par la concentration des moyens sur les meilleures terres.

En conséquence, la production consolidée rebondirait fortement pour approcher 84 k tonnes dès 2025, puis ~100 k tonnes en 2026, contre seulement 62 000 tonnes récoltées en 2024. La productivité moyenne atteindrait ~3,6 t/ha en 2026, niveau supérieur à celui de 2021 (~3,0).

Cette montée en régime des volumes, conjuguée à des prix de vente retenus prudents, soutient le redressement du chiffre d'affaires.

Le plan intègre des cours moyens proches des récents réalisés, sans extrapoler de hausse marquée.

Au global, le CA 2025 devrait être en forte baisse, sous l'effet d'un effet mécanique lié à l'absence, cette année-là, de stocks historiques à écouler, mais doit retrouver un niveau comparable à celui de 2024 en 2026.

À l'inverse, 2026 additionne la liquidation de ces stocks reportés avec la quasi-totalité de la récolte de l'année, permettant de retrouver un niveau de CA comparable à celui de 2024.

#### *Marge brute (CA après déduction du coût des ventes)*

La reconstruction du chiffre d'affaires s'accompagne d'une amélioration progressive de la marge brute, bien que celle-ci demeure à des niveaux prudents comparés à l'avant-guerre.

En pourcentage du chiffre d'affaires, la marge brute s'établit à ~20 % en 2025 et 2026, en baisse comparativement à 2024 (~25%), principalement sous l'effet notamment du poids accru du blé, culture moins rentable.

#### *Frais commerciaux, généraux et administratifs, loyers*

Le plan 2025-2026 met en avant la poursuite de la discipline de coûts opérée par AgroGeneration depuis 2019.

Les fonctions support ont été centralisées et rationalisées, ce qui avait déjà permis de réduire les frais généraux à 1,8 M€ en 2024, près de deux fois moins qu'en 2023.

Les budgets prévisionnels poussent cet effort encore plus loin avec des frais commerciaux, généraux et administratifs de nouveau en forte baisse.

L'organisation prévue opère avec une structure très allégée, conséquence des restructurations successives et de la contraction du périmètre.

Les loyers se rattachant aux terres exploitées (et liés à l'application de la norme IFRS 16) se situent à des niveaux comparables à ceux de la période 2022-2024.

### EBITDA pré-IFRS 16

Sous l'effet des évolutions décrites supra au niveau du chiffre d'affaires, l'EBITDA pré-IFRS 16 devrait rester stable en 2025 comparativement à 2024, puis augmenter de l'ordre de ~40% en 2026.

Le taux de marge d'EBITDA pré-IFRS 16 des années 2025 et 2026 en pourcentage du chiffre d'affaires s'établirait à environ 20%, soit un niveau correspondant à près du double de celui de 2024.

L'EBITDA 2026 est à mettre en perspective avec historique long (2017-2024) : il est proche de l'EBITDA moyen de toute la période 2017-2024 (4,5 M€), alors même que cette période intègre pour les années 2017 à 2021 une superficie exploitée représentant plus de double de celle exploitée aujourd'hui.

### Investissements et des dotations aux amortissements et provisions (hors IFRS 16)

La Société ne prévoit aucun investissement majeur à court terme, compte tenu des risques toujours présents liés à la guerre en Ukraine.

Cependant, en raison de l'usure critique et des pannes fréquentes touchant une part importante du parc de machines d'AgroGeneration, la Société envisage de lancer, à partir de 2026, un programme minimal de renouvellement d'équipement.

En pourcentage du chiffre d'affaires, les investissements demeurent inférieurs aux niveaux constatés avant la guerre, et sont très inférieurs aux dépréciations prévisionnelles et historiques.

### Autres éléments

- Besoin en fonds de roulement : les prévisions n'intégrant pas l'évolution du besoin en fonds de roulement, celui a été construit sur la base des ratios historiques, excluant celui de l'année 2024 qui retranscrivait un niveau non normatif.  
La variation de BFR a été considérée comme nulle pour le 2<sup>e</sup> semestre 2025, dans la mesure où nous disposons d'une position de dette financière nette au 30 juin 2025 et où la majeure partie de la variation (en lien avec la saisonnalité) a lieu au cours du premier semestre (cette hypothèse permet d'éviter le risque de double-comptage de la consommation de trésorerie liée au BFR qui a lieu au cours du premier semestre).
- Impôt sur les sociétés : la Société ne paie pas d'impôt sur les sociétés (cf. § III. 4.1) ;

- Taux de change : la devise fonctionnelle des filiales du Groupe est la hryvnia et le dollar pilote la formation des prix des cultures et des intrants. Les conversions ont été effectuées sur la base des données de marché connues par la Société au moment de l'établissement des prévisions (premier semestre 2025).

## b) Période d'extrapolation, hypothèses normatives et Valeur Terminale

Nous avons retenu une période d'extrapolation de cinq ans afin de pouvoir dissocier le taux d'actualisation retenu sur la période 2025-2031 de celui retenu pour le calcul de la valeur terminale (cf. § 3.4 Détermination du taux d'actualisation) et, dans une moindre mesure, pour faire converger le niveau d'investissements (*capex*) vers celui retenu dans le flux normatif.

Le flux normatif a été construit à partir des hypothèses suivantes :

- Chiffre d'affaires : croissance de 2,0% sur la période d'extrapolation, en ligne avec les anticipations de la Société et le niveau normatif retenu. Le taux de croissance normatif est également identique à celui qui était retenu dans les impairment tests de la Société avant que ces derniers ne soient arrêtés par les commissaires aux comptes ;
- Taux de marge d'EBITDA pré-IFRS 16 : stable par rapport à l'année 2026 ;
- Dotations aux amortissements et provisions en pourcentage du chiffre d'affaires : constant par rapport l'année 2026 ;
- Investissements en pourcentage du chiffre d'affaires : croissance linéaire vers le niveau retenu pour les dotations aux amortissements et provisions. Le pourcentage retenu se situe entre (i) le niveau d'investissement sur un historique long (2017-2024)<sup>26</sup> et (ii) le niveau de Dotations aux amortissements et provisions sur le même historique (2017-2024). Il est par ailleurs cohérent avec celui observables sur des sociétés cotées présentes sur des secteurs proches en Ukraine (cf. sociétés listées dans la partie IV. § 1.3) ;
- Besoin en fonds de roulement en pourcentage du chiffre d'affaires : taux stable par rapport à celui retenu pour l'année 2026.

---

<sup>26</sup> Nous comprenons que les niveaux sur cet historique long sont biaisés par les contraintes de trésorerie qu'a eues la Société, notamment à partir de 2018. Le niveau retenu dans le flux normatif est néanmoins proche de celui sur la période précédant 2018 (2012-2017).

Il convient de souligner que le flux normatif est calculé sur la base d'un EBITDA pré-IFRS 16 proche de l'EBITDA pré-IFRS 16 moyen de la période 2017-2024 incluant la période pré guerre (compte tenu de la très forte volatilité de l'EBITDA pré-IFRS 16), et ce alors même que la Société opère sur la base d'une superficie divisée par deux depuis 2022.

De la même manière, l'EBITDA pré-IFRS 16 après déduction des capex du flux normatif se situe à un niveau proche de la moyenne calculée sur la période 2017-2024.

Enfin, nous rappellerons que l'EBITDA 2026, qui sert de base à l'extrapolation et donc au flux normatif, suppose la réalisation simultanée de volumes record (~ 99 kt) et de rendements historiquement hauts (blé 4,35 t/ha et tournesol 2,2 t/ha).

La valeur de la Société à l'horizon 2032 a ensuite été déterminée à partir du taux de croissance à l'infini de 2,0% (cf. *supra*) et du taux d'actualisation de 17,6% (cf. *infra*).

### **3.4 Détermination du taux d'actualisation**

#### **3.4.1. Principe de détermination du taux**

Les flux nets de trésorerie doivent être actualisés au coût des capitaux investis dans l'actif de l'entreprise, c'est-à-dire au taux de rendement des capitaux exigé par les investisseurs, compte tenu du risque intrinsèque de l'activité.

Nous avons retenu une structure financière sans endettement. Le taux d'actualisation retenu correspond ainsi à un coût des fonds propres à dette nulle. Nous avons en effet considéré une absence de valeur attachée à la déduction fiscale des intérêts dans la mesure notamment où la Société ne paie pas d'impôt sur les sociétés.

Nous rappelons par ailleurs que l'impact de la dette financière sur le taux de rentabilité attendu de l'actif économique compte tenu de son risque peut être considéré d'autant plus marginal que l'effet positif (baisse du Coût Moyen Pondéré du Capital) généré par la déductibilité des intérêts financiers est notamment compensé par les coûts directs et indirects liés à l'endettement et à la probabilité de faillite.

Le taux d'actualisation retenu correspond donc au coût des fonds propres à dette nulle qui a été déterminé à partir du Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) où :

$$K_{FP} = R_f + \beta \times \text{prime de risque moyenne du marché action} + \text{prime de risque éventuelle}$$

Avec :

$K_{FP}$	<i>Coût des fonds propres</i>
$R_f$	<i>Taux sans risque</i>
$\beta$	<i>Bêta des actions de la société (en l'absence d'endettement)</i>
Prime de risque moyenne du marché	<i>Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché actions dans son ensemble et le taux sans risque</i>
Prime de risque éventuelle	<i>Elle peut correspondre par exemple à une prime de taille et / ou à une prime de risque pays</i>

### 3.4.2. Taux sans risque

Le taux sans risque est estimé sur la base des rendements offerts par des actifs considérés sans risque de défaut.

Nous avons retenu un taux sans risque égal à la moyenne sur 3 mois des taux d'obligations d'Etat françaises d'une maturité de 15 ans et 30 ans. Ce taux s'établit à **3,87%** à la Date d'Evaluation<sup>27</sup>.

Pour rappel, les prévisions de la Société ont été établies en euros.

### 3.4.3. Bêta

Compte tenu de la liquidité très limitée de l'action d'AgroGeneration, son bêta historique n'a pas été retenu dans les analyses<sup>28</sup>.

Nous avons estimé le bêta à partir de la base de données Damodaran pour le secteur « Farming/Agriculture », en analysant les bêta « Unlevered beta corrected for cash » sur calculés entre janvier 2021 et janvier 2025, pour les différentes régions disponibles (« Emerging Markets », « Global », « Western Europe »).

Sur la base de ces analyses, le bêta retenu est de **0,70**.

---

<sup>27</sup> Source : S&P Capital IQ au 14 août 2025.

<sup>28</sup> Nous précisons par ailleurs que les bêtas calculés sur les sociétés sélectionnées pour la méthodes non retenue des multiples boursiers présentent des coefficient  $R^2$  trop faibles pour être analysés.

Il est proche de la moyenne calculée sur cinq ans du bêta « Farming/Agriculture » de la géographie « Global ».

Un bêta de 0,7 s'explique notamment, en dehors d'un contexte de guerre, par la nature défensive de l'agriculture (notamment le caractère peu cyclique de la demande mondiale de céréales/oléagineux).

#### 3.4.4. Prime de risque marché

La prime de risque de marché peut être estimée à l'aide de primes de risque historiques, de primes de risque anticipées ou de consensus de primes de risque.

Dans le cadre de nos travaux, nous avons analysé chacune des références susmentionnées. Sorgem Evaluation suit régulièrement ces indicateurs et estime la prime de risque du marché Action en conséquence.

A la Date d'Evaluation, sur la base en particulier de notre analyse des primes de risque calculées en prenant en compte à la fois les primes calculées sur une base historique du rendement des actions et des obligations (permettant de prendre en considération des perspectives de long-terme) et des primes prospectives estimées à partir des valeurs boursières et des consensus, nous avons estimé la prime de risque du marché Actions applicable dans nos méthodes d'actualisation des flux de trésorerie à **5,50%**.

Cette prime de risque du marché Actions s'applique à des sociétés considérées comme des « *Mid Cap* » (sociétés dont la capitalisation boursière est comprise entre 3,9 Md\$ et 20,2 Md\$)<sup>29</sup>.

#### 3.4.5. Prime de taille

Plusieurs travaux académiques démontrent que le rendement attendu sur des entreprises de petite taille serait supérieur à celui exigé par le MEDAF<sup>30</sup>.

---

<sup>29</sup> « *2024 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital* » – Kroll.

<sup>30</sup> Plusieurs facteurs expliquent pourquoi le taux de rendement requis des fonds propres d'une entreprise de petite taille est supérieur à celui d'une entreprise de grande taille. Tout d'abord, compte tenu du manque de transactions sur les actions des sociétés de petite taille, le bêta calculé sur la base des méthodes économétriques usuelles sous-estime le bêta réel (Ibbotson, R.G., Kaplan, P.D., Peterson, J.D., Estimates of Small Stock Bêtas are Much Too Low, The Journal of Portfolio Management, vol.

L'analyse des rendements historiques des entreprises cotées américaines par le cabinet Duff & Phelps aboutit à une estimation de la prime de taille de **3,95%**<sup>31</sup>.

Dans le cas particulier d'AgroGeneration, l'application d'une prime de taille apparaît pleinement justifiée : la société reste un acteur de dimension modeste (environ 28 000 ha) dans une agriculture de grande culture qui récompense la masse critique. Une taille plus importante lui permettrait par exemple

- de mutualiser ses charges fixes (ingénierie agronomique, maintenance du parc machines, contrôle qualité) ;
- de négocier ses intrants (semences certifiées, engrais, carburant) et ses contrats logistiques à de meilleures conditions ;
- de diluer les coûts unitaires de ses infrastructures lourdes.

#### 3.4.6. Prime de risque pays

Compte tenu de l'invasion russe et de l'incertitude extrême qu'elle fait peser sur la continuité d'exploitation, nous appliquons une prime de risque pays Ukraine spécifique à nos flux projetés jusqu'en 2031.

Cette prime correspond à celle de la base de données Damodaran à juillet 2025, soit 16,9%.

---

23, 1997). Par ailleurs, les actionnaires des sociétés de petite taille supportent des coûts de liquidité (Amihud, Y., Mendelson, H., Asset Pricing and the bid-ask spread, Journal of Financial Economics, vol. 17, 1986) et un risque de liquidité plus importants (par exemple, Acharya, V.V., Pedersen, L.H., Asset Pricing with Liquidity Risk, Journal of Financial Economics, vol. 77, 2005). Enfin, les coûts d'accès à l'information ne peuvent être amortis que sur des montants investis plus limités (Lee, C.M.C., So, E.C., Alphanomics: The Informational Underpinnings of Market Efficiency, Foundations and Trends in Accounting, Vol. 9 n°2-3, 2015).

<sup>31</sup> Source : « 2024 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital » – Duff & Phelps – Prime moyenne associée aux entreprises du 10<sup>e</sup> décile (4,47%), diminuée de la prime *Mid Cap* (0,52%) intégrée à la prime de risque actions.

Au-delà de 2031, nous rétablissons la prime de risque pays qui prévalait avant le conflit, à savoir de la base de données Damodaran à janvier 2022, soit 5,9%.

Ce choix traduit l'idée qu'une évaluation ne peut retenir indéfiniment un contexte de guerre. Il intègre la probabilité d'un retour à une situation macro-financière plus normale une fois la période de reconstruction engagée.

Nous soulignons toutefois que les incertitudes sur la date de fin des hostilités, le calendrier de déminage et la levée des restrictions financières pourraient prolonger durablement la sur-prime actuelle.

Nous testerons la sensibilité de la valeur obtenue à l'année à partir de laquelle la prime de risque pays pré guerre est appliquée.

### 3.4.7. Taux d'actualisation retenu

Nous obtenons un taux d'actualisation de **28,5%**<sup>32</sup> pour l'actualisation des flux de trésorerie jusqu'en 2031, et de **17,6%**<sup>33</sup> pour l'actualisation des flux au-delà. Le taux constant équivalent à la prise en compte de ce taux « évolutif » ressort à 24,5%.

Nous précisons que 24,5% est cohérent avec les taux retenus par les sociétés cotées comparables identifiées dans leurs tests de dépréciation, alors même que celles-ci présentent un profil de risque nettement plus modéré. Nous pouvons citer les références suivantes parmi les sociétés cotées :

- 27,7% pour MHP pour ses flux libellés en USD (valeur des cultures dans les champs) ;
- 26,0% pour IMC pour ses flux libellés en USD (valeur des actifs corporels) ;
- 25,0% pour Kernel Holding pour ses flux libellés en USD (valeur de l'unité génératrice de trésorerie « Farming »).

---

<sup>32</sup>  $3,87\% + 0,70 \times 5,50\% + 4,0\% + 16,9\% = 28,53\%$ , arrondi à 28,50%.

<sup>33</sup>  $3,87\% + 0,70 \times 5,50\% + 4,0\% + 5,9\% = 17,61\%$ , arrondi à 17,60%.

### 3.5 Conclusion sur la valeur

Nos travaux font ressortir à partir des analyses de sensibilité (i) à partir de laquelle la prime de risque pays « pré-guerre » est appliquée et (ii) au taux d'actualisation (+/- 1,0%) et à la croissance perpétuelle (+/- 0,25%) une Valeur d'Entreprise de la Société comprise dans une fourchette allant de **10,2 M€ à 11,3 M€**, avec une valeur centrale de **10,7 M€**.

Après prise en compte des éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des fonds propres, la valeur des fonds propres ressort dans une fourchette allant de **5,6 M€ à 6,7 M€** (valeur centrale de **6,2 M€**), et la valeur par action ressort dans une fourchette allant de **0,025 € à 0,030 €**, avec une valeur centrale de **0,028 €**.

#### Sensibilité de la Valeur d'Entreprise aux taux d'actualisation (normatif) et de croissance à l'infini (k€)

		Taux d'actualisation normatif				
		15,6%	16,6%	17,6%	18,6%	19,6%
Taux de croissance	1,50%	11 146	10 883	10 653	10 449	10 269
	1,75%	11 181	10 911	10 675	<b>10 468</b>	10 283
	2,00%	11 217	10 940	<b>10 699</b>	10 486	10 298
	2,25%	11 254	<b>10 970</b>	10 723	10 506	10 314
	2,50%	11 293	11 001	10 748	10 526	10 330

#### Sensibilité de la Valeur d'Entreprise à l'année de prise en compte de la prime de risque pays « pré-guerre » (k€)

##### Positionnement de la prime de risque pays "pré-guerre"

2030	2032	2034
11 263	10 699	10 163

#### Sensibilité de la valeur par action aux taux d'actualisation et de croissance à l'infini (€)

		Taux d'actualisation normatif				
		15,6%	16,6%	17,6%	18,6%	19,6%
Taux de croissance	1,50%	0,030	0,029	0,028	0,027	0,026
	1,75%	0,030	0,029	0,028	<b>0,027</b>	0,026
	2,00%	0,030	0,029	<b>0,028</b>	0,027	0,026
	2,25%	0,030	<b>0,029</b>	0,028	0,027	0,026
	2,50%	0,031	0,029	0,028	0,027	0,026

**Sensibilité de la valeur par action à l'année de prise en compte  
de la prime de risque pays « pré-guerre » (€)**

**Positionnement de la prime de risque pays  
"pré-guerre"**

<b>2030</b>	<b>2032</b>	<b>2034</b>
<b>0,030</b>	0,028	<b>0,025</b>

## 4. Méthode des comparables boursiers

### 4.1 Principe et présentation des sociétés retenues

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Compte tenu des spécificités d'AgroGeneration (acteur régional, proximité avec la ligne de front, etc.), nous n'avons pas identifié de sociétés cotées comparables en termes d'activité, de marges et de profil de risque et dont le cours de bourse représente une liquidité suffisante pour être retenu en tant que référence pertinente.

A titre informatif, nous avons tout de même réalisé une analyse fondée sur la recherche de sociétés cotées (i) positionnées sur un secteur proche de celui d'AgroGeneration et (ii) opérant en Ukraine.

Sur la base de ces critères, nous avons identifié les sociétés Kernel Holding, MHP, Astarta Holding et IMC.

Nous présentons ci-dessous les principales caractéristiques des sociétés identifiées :

Société	Capitalisation boursière (M€)	CA 2024 (M€)	Description
Kernel Holding S.A.	1 271	3 610	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Premier producteur ukrainien d'huile de tournesol et grand exportateur de grains, avec logistique portuaire propre</li><li>▪ CA par activité : Transformation oléagineux 46,8% ; Infrastructure &amp; Trading 51,3% ; Farming 1,9%</li><li>▪ CA par géographie : Asie 51,0% ; Europe 45,8% ; Autres 3,1%</li></ul>
MHP SE	495	2 614	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Groupe verticalement intégré ; 1er producteur de volaille en Ukraine</li><li>▪ CA par activité : Volaille 53% ; Produits prêts-à-consommer 19% ; Huile végétale 15% ; Agriculture 13%</li><li>▪ CA par géographie : Export 60% ; Ukraine 40%</li></ul>
Astarta Holding PLC	285	547	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Groupe agro-industriel intégré ; production de sucre, grandes cultures, trituration de soja et élevage laitier</li><li>▪ CA par activité : Sucre 37% ; Agriculture 34% ; Trituration soja 17% ; Élevage laitier 9% ; Autres 3%</li><li>▪ CA par géographie : Export 66% ; Ukraine 34%</li></ul>
IMC S.A.	229	181	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Producteur céréalier ukrainien (maïs, tournesol, blé) disposant de silos et entrepôts intégrés</li><li>▪ CA par activité : Crop farming 99,9% ; Elevators &amp; warehouses 0,1%</li><li>▪ CA par géographie : n.d.</li></ul>

Sources : S&P Capital IQ au 14 août 2025, sociétés.

### Principales projections financières des sociétés considérées

Société	Pays (holding)	Cap. boursière M€	VE M€	Croissance CA		Marge EBITDA	
				2024a	2025e	2024a	2025e
Kernel Holding S.A.	Ukraine	1 271	1 107	+3,7%	+17,5%	13,9%	13,1%
MHP SE	Ukraine	495	1 639	+0,8%	+3,0%	18,6%	18,2%
Astarta Holding PLC	Cyprus	285	270	+8,5%	(9,6%)	20,9%	18,6%
IMC S.A.	Luxembourg	229	204	+51,5%	(5,3%)	32,3%	34,1%
<b>Moyenne</b>		<b>570</b>	<b>805</b>	<b>+16,1%</b>	<b>+1,4%</b>	<b>21,4%</b>	<b>21,0%</b>
<b>Médiane</b>		<b>390</b>	<b>688</b>	<b>+6,1%</b>	<b>(1,2%)</b>	<b>19,8%</b>	<b>18,4%</b>

Sources : S&P Capital IQ au 14 août 2025, sociétés, analyses Sorgem Evaluation.

Note : agrégats retraités des effets de la norme IFRS 16.

Après une analyse approfondie des quatre sociétés ukrainiennes identifiées, nous avons constaté plusieurs limites majeures qui rendent inopérante l'application de la méthode des comparables à titre principal :

- Risque géopolitique et de continuité d'exploitation significativement différencié :
  - > Les sociétés comparables sont diversifiées tant géographiquement qu'en termes d'activités, ce qui leur confère une résilience opérationnelle et un profil de risque global bien inférieur à celui d'AgroGeneration, dont l'intégralité des actifs agricoles est concentrée en zone de conflit (région de Kharkiv) ;
  - > Les prévisions prospectives prises en compte ne couvrent pas la période post-2025, or l'évolution de la dynamique de guerre et des sanctions peut fortement influencer sur les perspectives de valorisation au-delà de cette échéance.
  
- Taille et profil d'activité hétérogènes :
  - > Les capitalisations boursières des quatre sociétés varient de 229 M€ à 1 271 M€, contre ~7 M€ environ pour AgroGeneration (induite par le prix de l'Offre) : la différence d'échelle fausse les comparaisons de multiples (effet de taille, accès au financement, coûts de production) ;
  - > Les segments de revenus diffèrent sensiblement : certaines sociétés sont exposées à l'oléagineux, d'autres à la volaille ou au sucre, alors qu'AgroGeneration est exclusivement positionnée sur les grandes cultures et adapte peu sa rotation culturale.
  
- Sources prévisionnelles insuffisantes et peu consensuelles : les multiples prospectifs proposés reposent, pour la plupart, sur les estimations d'un seul broker (centrées sur l'année 2025), sans agrégation de consensus d'analystes. Cela réduit la robustesse statistique et l'objectivité des projections ;
  
- Hétérogénéité de profil financier :
  - > Les taux de marge d'EBITDA 2024 et 2025 varient de 13,1% (Kernel) à 34,1% (IMC) ;
  - > La croissance du CA 2025 projetée est très dispersée.

Au regard de ces multiples limites (profil de risque non comparable, absence de consensus prospectif, hétérogénéité de taille et d'activités), nous ne retenons pas cette méthode à titre principal, mais à titre indicatif.

#### 4.2 Présentation des multiples retenus

Nous n'avons pas retenu les multiples VE / CA qui semblent peu pertinents en raison des différences de structure de coûts et d'intensité capitalistique.

Nous présentons ci-dessous les multiples d'EBITDA (l'EBIT n'est pas disponible pour la plupart des sociétés) des sociétés identifiées :

Multiples d'EBITDA 2025e des sociétés retenues

Société	Pays (holding)	Cap. boursière	VE	Multiple EBITDA
		M€	M€	2025e
Kernel Holding S.A.	Ukraine	1 271	1 107	2,3x
MHP SE	Ukraine	495	1 639	3,3x
Astarta Holding PLC	Cyprus	285	270	2,9x
IMC S.A.	Luxembourg	229	204	3,5x
<b>Moyenne</b>		<b>684</b>	<b>1 005</b>	<b>3,0x</b>
<b>Médiane</b>		<b>495</b>	<b>1 107</b>	<b>3,1x</b>

Sources : S&P Capital IQ au 14 août 2025, sociétés, analyses Sorgem Evaluation ;

Notes :

- Agrégats retraités des effets de la norme IFRS 16 ;
- Capitalisations boursières calculées à partir d'une moyenne sur un mois du prix de l'action au 18 juillet 2025 ;
- EBITDA Kernel estimé au 30 juin 2025 (31 décembre 2025 pour les autres sociétés).

Nous retenons donc la moyenne des multiples d'EBITDA 2025e (**3,0x**) avec une fourchette de +/- 10,0% ce multiple. A titre conservateur, nous n'avons pas appliqué de décote (malgré les caractéristiques de la Société en comparaison des sociétés : petite taille, forte exposition au conflit, etc.).

A titre d'information, le Prix de l'Offre fait ressortir un multiple de 4,1x l'EBITDA 2025e attendu pour AgroGeneration.

#### 4.3 Conclusion sur la valeur

L'application des multiples, sans décote à l'EBITDA 2025e attendu de la Société conduit à une Valeur d'Entreprise de la Société comprise entre **7,8 M€** et **9,6 M€** (valeur centrale de **8,7 M€**), soit une valeur des fonds propres comprise entre **3,3 M€** et **5,0 M€** (valeur centrale de **4,1 M€**), et une valeur par action comprise entre **0,015 €** et **0,023 €** (valeur centrale de **0,019 €**).

## V. ACCORDS CONNEXES A L'OFFRE

À la connaissance de la Société et de l'Initiateur, aucun autre accord, hormis (i) ceux relatifs à l'acquisition du Bloc Majoritaire décrits au § IV.2 et (ii) au remboursement du prêt d'actionnaire par la Société au cours du deuxième semestre 2024, avant la finalisation de la cession du Bloc Majoritaire, n'est de nature à influencer l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

En outre, la Société nous a indiqué que la cession de ses silos, réalisée au cours du premier semestre 2025 au profit de Novaagro, ne constitue pas un accord connexe à l'Offre. Nous avons pris connaissance de la documentation afférente et retenu que cette opération visait principalement à générer des liquidités en contrepartie d'actifs non exploités et coûteux à entretenir. Pour Novaagro, elle permettait en outre d'apporter un financement à la Société sans qu'elle ait besoin de recourir à un prêt de la part de Novaagro qui se trouve ainsi sécurisé par l'acquisition des silos au lieu d'avoir une créance sur la Société. Le prix correspond à celui déterminé par un évaluateur indépendant<sup>34</sup>.

## VI. SYNERGIES LIEES A L'OFFRE ET CONSEQUENCES DE L'OPERATION

Nous notons que, si l'Initiateur identifie d'éventuelles synergies opérationnelles (optimisation des coûts, consolidation de fonctions, rationalisation logistique) et a d'ores et déjà mis en œuvre des économies d'administration après la prise de contrôle fin 2024, l'Offre n'a pas pour objet principal de réaliser un gain économique significatif via une fusion-intégration, en raison notamment de l'incertitude macroéconomique liée au conflit, mais vise avant tout à assurer la stabilité de la Société, le contrôle de sa gestion et son développement à long terme.

En effet, la Société nous a précisé que, compte tenu du contexte de guerre à court et moyen terme, Novaagro n'a pas l'intention de modifier de manière significative l'orientation stratégique d'AgroGeneration, mais cherche plutôt à soutenir son optimisation en cours et à identifier des opportunités d'amélioration de la performance.

De ce fait, aucune synergie matérielle supplémentaire ne peut être quantifiée à ce stade, en dehors de celles déjà réalisées fin 2024, à la suite du changement de contrôle et à

---

<sup>34</sup> Le rapport de gestion 2024 indique à ce titre : « Afin de garantir la transparence et un prix équitable, un évaluateur indépendant a été engagé au début de l'année 2025 pour évaluer la valeur marchande des actifs. Un appel d'offres concurrentiel a ensuite été lancé au début du mois d'avril afin d'obtenir le meilleur prix de vente possible. Cependant, l'appel d'offres, qui est resté ouvert pendant 20 jours, s'est conclu sans aucun participant et, par conséquent, sans aucune offre d'achat. En l'absence d'autres acheteurs, le groupe a conclu des accords de vente directe avec Novaagro Ukraine LLC pour les deux silos, au prix initialement fixé lors de l'appel d'offres public et conformément à l'évaluation fournie par l'expert indépendant ».

l'optimisation du siège social, dont les effets sont déjà reflétés dans les résultats annuels 2024.

## VII. ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE DES ACTIONS PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

### 1. Méthodes et références retenues

Comme nous, Oddo BHF (ci-après l'« Établissement Présentateur ») retient à titre principal :

- la référence à l'Acquisition du Bloc de Contrôle ;
- la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF).

L'Établissement Présentateur retient à titre indicatif :

- l'analyse du cours de bourse (i) sur 1 an au 24/07/2023, veille de l'annonce de l'accord conditionnel d'acquisition du bloc et (ii) du 25/07/2023 au 14/08/2025 ;
- les multiples de transactions comparables.

Nous avons écarté la référence au cours de bourse et la méthode des multiples de transactions comparables, en raison des limites évoquées dans le présent rapport (les mêmes raisons qui ont conduit l'Établissement Présentateur à ne pas les retenir à titre principal). Nous avons néanmoins présenté dans le corps du rapport nos analyses relatives aux multiples de transactions et au cours de bourse.

Enfin, s'agissant de la méthode des comparables boursiers, nous présentons les résultats uniquement à titre indicatif en raison des limites évoquées dans le présent rapport. La méthode a été écartée par l'Établissement Présentateur.

### 2. Méthode DCF

La mise en œuvre de la méthode DCF par l'Établissement Présentateur conduit à une valeur centrale de 0,021 €, contre une valeur centrale de 0,028 € dans nos travaux.

Cet écart de +0,007 € (+33%) s'explique essentiellement par l'hypothèse relative au flux de trésorerie 2025 :

- Variation du BFR : compte tenu de la saisonnalité qui implique qu'une part importante de la variation de BFR a lieu au cours du premier semestre, nous avons retenu une variation nulle pour le second semestre. L'Établissement Présentateur a conservé une variation pour le second semestre, mais moins importante en proportion que celle du premier semestre ;
- EBITDA : par prudence, nous supposons que l'intégralité de l'EBITDA sera générée au second semestre, tandis que l'Établissement Présentateur répartit l'EBITDA de manière linéaire sur l'ensemble de l'année 2025.

### **3. Référence à l'acquisition du Bloc de Contrôle**

L'Établissement Présentateur retient un prix identique à celui que nous retenons, soit 0,033 € par action.

## VIII. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE

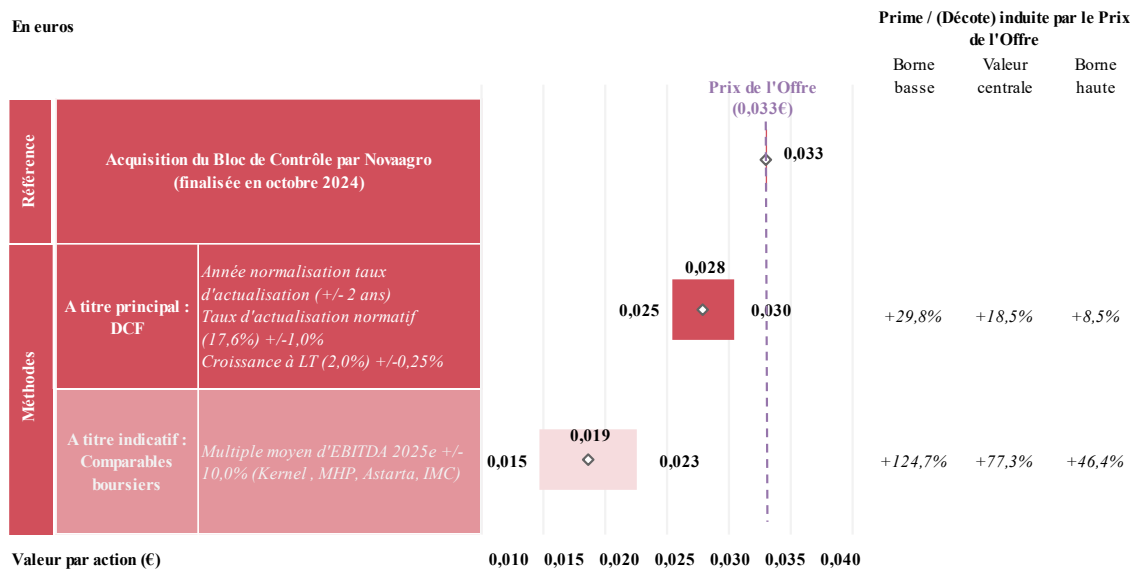
Nous avons été désignés par le Conseil d'administration d'AgroGeneration en application de l'article 261-1 I du Règlement général de l'AMF.

Au regard du contexte de l'Offre, du profil de l'Initiateur et de ses intentions annoncées vis-à-vis de la Société, notre conclusion est rendue au regard des considérations suivantes :

- l'actionnaire minoritaire est libre d'apporter ou non ses actions à l'Offre publique d'achat simplifiée. L'intention de l'Initiateur n'est pas d'aboutir à un retrait obligatoire ;
- aucun autre accord, hormis (i) ceux relatifs à l'acquisition du Bloc Majoritaire décrits au § IV.2 et (ii) au remboursement du prêt d'actionnaire par la Société au cours du deuxième semestre 2024, avant la finalisation de la cession du Bloc Majoritaire, n'est de nature à influencer l'appréciation ou l'issue de l'Offre ;
- nous notons que, si l'Initiateur identifie d'éventuelles synergies opérationnelles (optimisation des coûts, consolidation de fonctions, rationalisation logistique) et a d'ores et déjà mis en œuvre des économies d'administration après la prise de contrôle fin 2024, l'Offre n'a pas pour objet principal de réaliser un gain économique significatif via une fusion-intégration, en raison notamment de l'incertitude macroéconomique liée au conflit, mais vise avant tout à assurer la stabilité de la Société, le contrôle de sa gestion et son développement à long terme. De ce fait, aucune synergie matérielle supplémentaire ne peut être quantifiée à ce stade, en dehors de celles déjà réalisées fin 2024, à la suite du changement de contrôle et à l'optimisation du siège social, dont les effets sont déjà reflétés dans les résultats annuels 2024.

La synthèse des résultats de nos travaux d'évaluation d'AgroGeneration est présentée ci-après (en € / action).

En euros



Ainsi, le prix de l'Offre de 0,033 € :

- est en ligne avec le prix d'acquisition du bloc de contrôle par Novaagro ;
- est supérieur de 9% à la borne haute de notre analyse DCF (0,030 €) menée à titre principal ;
- est significativement supérieur à la fourchette ressortant de notre analyse des comparables boursiers (présentée à titre indicatif).

**Dans ces conditions, nous considérons que les conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée sont équitables pour les actionnaires de la Société.**

**Cette offre permet également aux actionnaire minoritaires d'accéder à une liquidité sur un titre particulièrement illiquide.**

Fait à Paris, le 25 août 2025

Pour Sorgem Evaluation



Maurice NUSSENBAUM  
*Managing Partner*  
SORGEM EVALUATION

## Annexes

### 1. Programme de travail

Sorgem Evaluation a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- Analyse du contexte de l'Offre et des éléments présentés dans le projet de note d'information ;
- Analyse de l'information publique disponible sur la Société, et notamment l'information financière (documents de référence depuis 2017, comptes semestriels, communiqués de presse, etc.) ;
- Recherche et analyse d'études sur les marchés dans lesquels intervient la Société ;
- Analyse financière à partir des comptes consolidés des 8 derniers exercices ;
- Revue de l'information juridique (Statuts, PV de CA, PV d'AG, etc.) ;
- Entretiens avec la Société sur les points suivants :
  - > description des activités de la Société, de ses marchés et de l'environnement concurrentiel ;
  - > présentation et explication de la performance historique.
- Mise en œuvre de l'évaluation des actions la Société à travers :
  - > la méthode DCF à titre principal (analyse du plan d'affaires, détermination des paramètres d'évaluation : taux d'actualisation, flux normatif, croissance à long-terme, passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des Fonds Propres) ;
  - > la référence au prix d'acquisition du Bloc de Contrôle ;
  - > la méthode des comparables boursiers présentée à titre indicatif (choix de l'échantillon, analyse de la croissance et des marges, calcul des multiples, analyse des résultats).
- Analyse des transactions intervenues historiquement sur le capital de sociétés du secteur ;

- Analyse des références d'évaluation non retenues (cours de bourse en particulier) ;
- Analyse du rapport d'évaluation établi par l'Etablissement Présentateur et échanges sur ce rapport ;
- Analyse des éventuels accords connexes à l'offre ;
- Obtention des lettres d'affirmation (Société et Initiateur) ;
- Rédaction d'un projet de rapport d'expertise indépendante ;
- Revue indépendante (en interne, par un associé extérieur au dossier).

## **2. Liste des personnes rencontrées ou contactées**

Dans le cadre de la mission qui nous a été confiée, nous avons été amenés à échanger avec les personnes suivantes :

### **AgroGeneration**

Olga SHANTYR : Directrice Générale

Viktor SHKARBAN : Président du Conseil d'Administration

Marta KUKHAR : Assistante de la Directrice

### **DWF (France) (Conseil juridique d'AgroGeneration)**

Ian OUAKNINE : Associé

### **Oddo BHF (Etablissement Présentateur)**

Marc ANTAO : Managing Director

François DALBIES : Vice President

Anthony PASSAREIRA : Analyst

### 3. Informations et documents utilisés

Documents	Source
Comptes consolidés d'AgroGeneration	AgroGeneration
Prévisions 2025 et 2026 d'AgroGeneration	AgroGeneration
Détail des hypothèses utilisées dans le cadre des tests de dépréciation d'AgroGeneration au 31 décembre 2020	AgroGeneration
Analyses de marché	AgroGeneration, sites internet
Données de marché (cours de bourse, consensus, etc.)	S&P Capital IQ
Informations financières des sociétés comparables	S&P Capital IQ, sites internet
Documentation juridique relative à l'acquisition du Bloc de Contrôle	AgroGeneration
Documentation relative à la cession des silos	AgroGeneration
Rapport d'évaluation de l'Etablissement Présentateur	Etablissement Présentateur
Projet de note en réponse	Etablissement Présentateur
Lettres d'affirmation	AgroGeneration

### 4. Calendrier de la mission

- Etablissement d'une lettre de mission : février 2025.
- Désignation de Sorgem Evaluation comme expert indépendant par le Conseil d'administration : 20 mars 2025.
- Recueil de l'information requise pour apprécier l'équité de l'opération, réalisation des travaux d'analyse, échanges avec la Société et l'Etablissement Présentateur et rédaction du projet de rapport : du 16 juin (première réception des documents de la Société) au 25 août 2025.
- Obtention de lettres d'affirmation et remise de la version finale de notre rapport : 25 août 2025.

### 5. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus à date par Sorgem Evaluation au titre de la présente mission s'élève à 53 000 euros hors taxes.

## 6. Lettre de mission



### LETTRE DE MISSION

SORGEM Evaluation  
A l'attention de M. Thomas Hachette  
11, rue LEROUX  
75016 PARIS

Paris, le 13 juin 2025

**Objet : Désignation de l'expert indépendant – Projet d'offre publique d'achat simplifiée (l'« Offre ») sur les actions AgroGeneration (la « Société ») initié par la société Novaagro Ukraine LLC (« Novaagro »).**

Monsieur,

Dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée à déposer auprès de l'Autorité des Marchés Financiers par notre actionnaire de référence Novaagro Ukraine LLC, qui détenait à la date du dépôt 56,90% du capital et des droits de vote théoriques (sur la base du nombre d'actions et de droits de vote de la Société au 30 juin 2025), le Conseil d'Administration d'AgroGeneration a l'obligation de désigner un expert indépendant en charge d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'offre en application de l'article 261-1 I 1°, 2° et 4° du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers.

Sur la base de votre proposition de service détaillée, le Conseil d'Administration a décidé, lors de sa réunion du 20 mars 2025 de vous désigner en qualité d'expert indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF, et sous réserve de l'absence d'opposition de l'AMF en application de l'article 261-1-1 I et III, aux fins :

- d'établir un rapport sur les conditions financières de l'offre publique d'achat ; et
- de se prononcer sur le caractère équitable de l'Offre.

Les termes et conditions de votre mission seront conformes à ceux figurant dans votre proposition annexée aux présentes et acceptée par le Conseil d'Administration de la Société lors de sa réunion du 20 mars 2025.

Par ailleurs, nous vous confirmons ne pas avoir identifié de situation de conflit d'intérêts au sens de l'article I de l'instruction AMF 2006-08 et prenons acte qu'il en est de même de votre côté.

Nous vous prions d'agréer, Monsieur, l'assurance de mes sentiments les meilleurs.

Olga Shantyr  
Directrice Générale

AGROGENERATION – 19 Boulevard Malesherbes - 75008 PARIS - FRANCE  
Téléphone : + 33 1 53 27 38 40 – email : contact@agrogeneration.com  
S.A. au capital de 11.079.319,35 euros – RCS Paris 484 765 951

## 7. Lettres d'affirmation



### LETTRE D’AFFIRMATION

Sorgem Evaluation  
11, rue Leroux  
75016 PARIS

Paris, le 25 août 2025

Monsieur,

Dans le cadre de la mission d'expert indépendant qui vous a été confiée par le Comité d'Administration de la société AgroGeneration (« la Société »), en application de l'article 261-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers, dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« OPAS » ou l'« Offre ») initiée par la société Novaagro Ukraine LLC sur les actions de la Société, sans intention de mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire si les conditions sont remplies, nous vous confirmons que :

1. Il n'existe pas d'accord connexe à l'Offre (article 261-1 du règlement général de l'AMF, alinéa 4), hormis ceux relatifs à l'acquisition du Bloc Majoritaire, dont nous avons eu connaissance et qui ne serait pas mentionné dans le projet de rapport Sorgem Evaluation du 25 août 2025 susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation des prix d'Offre ;
2. Le plan d'affaires 2025-2026 établi par la Société reflète correctement et de manière raisonnable les perspectives d'activité, de résultats, d'investissements, et plus généralement de génération de trésorerie du Groupe, sur l'horizon considéré (2025 à 2026) ;
3. L'ensemble des éléments significatifs intervenus depuis l'établissement du plan d'affaires et susceptibles d'avoir une influence sur la valeur de la Société vous ont été communiqués ;
4. D'une manière générale, toutes les informations utiles pour servir les objectifs de votre mission vous ont été communiquées.

Nous vous prions d'agréer, Monsieur, l'assurance de mes sentiments les meilleurs.

Olga Shantyr  
Directrice Générale

AGROGENERATION – 19 Boulevard Malesherbes - 75008 PARIS - FRANCE  
Téléphone : + 33 1 33 27 38 40 – email : [contact@agrogeneration.com](mailto:contact@agrogeneration.com)  
S.A. au capital de 11.079.319,33 euros – RCS Paris 494 763 931



**NOVAAGRO**  
Group of companies

«NOVAAGRO UKRAINE» LLC  
State reg. code: 34631027

66, Chernyshevska Str.,  
Kharkiv, 61002, Ukraine

#### LETTRÉ D'AFFIRMATION

Sorgem Evaluation  
11, rue LEROUX  
75016 PARIS

Paris, le 25 août 2025

Monsieur,

Dans le cadre de la mission d'expert indépendant qui vous a été confiée par le Comité d'Administration de la société AgroGeneration (« la Société »), en application de l'article 261-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers, dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« OPAS » ou l'« Offre ») initiée par la société Novuagro Ukraine LLC sur les actions de la Société, sans intention de mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire si les conditions sont remplies, nous vous confirmons que :

1. Il n'existe pas d'accord connexe à l'Offre (article 261-1 du règlement général de l'AMF, alinéa 4) qui ne serait pas mentionné dans le projet de rapport Sorgem Evaluation daté du 25 août 2025 susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation du prix d'Offre ;
2. L'ensemble des éléments significatifs intervenus depuis l'établissement du plan d'affaires qui vous a été transmis et susceptibles d'avoir une influence sur la valeur de la Société vous ont été communiqués ;
3. Si, nous identifions certaines synergies opérationnelles sont identifiables (optimisation des coûts, consolidation de fonctions, rationalisation logistique) et avons d'ores et déjà mis en œuvre des économies d'administration après la prise de contrôle fin 2024, l'Offre n'a pas pour objet principal de réaliser un gain économique significatif via une fusion-intégration, en raison notamment de l'incertitude macroéconomique liée au conflit, mais vise avant tout à assurer la stabilité de la Société, le contrôle de sa gestion et son développement à long terme. Les synergies futures ne sont pas quantifiables.
4. D'une manière générale, toutes les informations utiles pour servir les objectifs de votre mission vous ont été communiquées.

Nous vous prions d'agréer, Monsieur, l'assurance de mes sentiments les meilleurs.

Sergii Polumysnyi  
Président Directeur Général

novaagro.com.ua

