

13 janvier 2016

## Un plat plus épicé

### Agro-Alimentaire

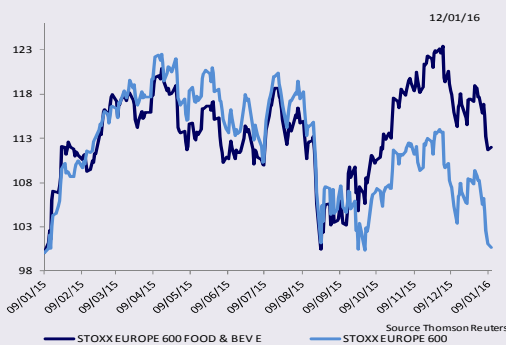
<b>DANONE</b>	<b>ACHAT</b>	<b>74EUR vs. 69</b>
Bloomberg	BN FP	Reuters
Cours	58.74EUR	+Haut/+Bas
Capi boursière	38 472 MEUR	Val. Entreprise
PE (2015e)	20,0x	EV/EBIT (2015e)
		15,6x

<b>NESTLE</b>	<b>NEUTRE initiation</b>	<b>76CHF</b>
Bloomberg	NESN VX	Reuters
Cours	70.25CHF	+Haut/+Bas
Capi boursière	223 985 MCHF	Val. Entreprise
PE (2015e)	21,2x	EV/EBIT (2015e)
		17,3x

■ **L'environnement s'est détérioré pour les grands groupes de l'agroalimentaire. Ils subissent l'intervention constante des politiques et l'accumulation des réglementations. De plus, ils sont dépassés par des mutations sociologiques:** la montée du e-commerce et de l'e-publicité, l'augmentation de la consommation hors foyer, et surtout l'émergence de la génération du Millénaire. **A l'opposé, des marques nouvellement nées ont su tirer parti de ces évolutions.** Afin de faire face à ces défis, les grands groupes ont deux options aux résultats mitigés: la reformulation ou l'acquisition de petites structures dynamiques.

■ **Danone ne génère que 16% de ses ventes sur des catégories à risque, c'est-à-dire impactées négativement par les évolutions de l'industrie agroalimentaire que nous avons décrites ci-dessus. Il s'agit des yaourts vendus en Europe (hors CEI). Pour restaurer leur performance, le groupe a établi un plan précis dont les objectifs sont crédibles. Les premiers résultats sont positifs:** retour en croissance d'Actimel, stabilisation de la tendance d'Activia et progression de la marge brute des produits laitiers frais en Europe (+140bps au S1 2015 hors effet du prix du lait). **A l'inverse, non seulement Nestlé est exposé à hauteur de 25% mais les mesures fortes mises en place par la société suisse ne concernent que 8% de ses ventes.**

■ **Cette analyse renforce notre conviction positive sur Danone. Nous réitérons notre recommandation à l'Achat et nous augmentons notre Fair Value à 74 EUR pour tenir compte du roll-over de nos estimations et du relèvement de nos BPA (+1%) sur les trois prochaines années. Le groupe suisse nous paraît avoir davantage de défis à relever. En outre, son upside théorique est limité (+8%; Fair Value: 76 CHF). Nous initions donc sa couverture en Neutre.** En dépit de la très bonne performance des trois derniers mois, le P/E 12-month forward de Danone n'est que de 20,1x (sur la base d'un consensus qui est 2,5% en-dessous de nos estimations) contre 20,4x pour Unilever et 21,2x pour Nestlé (nos estimations se situant 1,6% en-dessous du consensus).



**Analyst:**  
**Virginie Roumage**  
 33(0) 1.56.68.75.22  
 vroumage@bryangarnier.com

**Sector Analyst Team:**  
 Nikolaas Faes  
 Loïc Morvan  
 Antoine Parison  
 Cédric Rossi

## Sommaire

1. Résumé de la thèse d'investissement.....	3
2. Des groupes agroalimentaires sous pression .....	4
2.1. La nourriture: un sujet trop sérieux pour être laissé à la seule discrétion des groupes .....	4
2.1.1. Pression politique.....	4
2.1.2. Pression des régulateurs.....	6
2.1.3. Pression de la société.....	7
2.2. Vive les petits!.....	9
3. Des solutions aux résultats mitigés.....	12
3.1. Reformuler les produits .....	12
3.1.1. Réduire la taille des portions .....	12
3.1.2. Limiter les ingrédients "néfastes" .....	13
3.1.3. Ajouter des ingrédients bénéfiques.....	15
3.1.4. Les limites de cette approche.....	16
3.2. Procéder à des acquisitions .....	18
4. Danone est le mieux positionné.....	20
4.1. Seulement 16% du portefeuille est à risque .....	20
4.2. Des mesures fortes .....	22
4.2.1. Une croissance possible .....	22
4.2.2. Une position de <i>leadership</i> .....	23
4.2.3. Des objectifs précis et un plan pour les atteindre .....	23
4.3. Des premiers résultats positifs.....	26
4.4. Une vision optimiste .....	28
5. Nestlé est plus à risque .....	30
5.1. 25% du portefeuille est à risque .....	30
5.1.1. Les produits surgelés et réfrigérés et les aides culinaires: 10% .....	30
5.1.2. Les boissons liquides/en poudre: 7% .....	32
5.1.3. La confiserie: 5%.....	32
5.1.4. Les glaces: 3%.....	33
5.2. Des mesures fortes qui concernent 8% du portefeuille.....	33
5.2.1. Le redressement des produits surgelés aux Etats-Unis (5%) .....	33
5.2.2. Les produits surgelés et les crèmes glacées en Europe (3%) : cession et partenariat .....	35
5.2.3. Des initiatives à l'impact minimal ou incertain.....	36
6. Privilégier Danone.....	38
6.1. Un secteur Food & Beverage bien valorisé.....	38
6.2. Valorisation comparée des acteurs de l'agroalimentaire .....	39
6.3. Notre valeur préférée .....	40
<b>Nestlé</b> (Neutre, initiation de couverture, FV 76CHF).....	41
La belle endormie .....	41
<b>Danone</b> (Achat, 74EUR vs.69).....	65
Le meilleur est à venir!.....	65
Bryan Garnier stock rating system.....	75

# 1. Résumé de la thèse d'investissement

## Des groupes agroalimentaires sous pression

**L'industrie agroalimentaire concentre beaucoup d'attentions, celles des politiques d'abord** qui font de la lutte contre l'obésité une priorité et montent au créneau contre l'insécurité alimentaire face à la multiplication des scandales. **Les réglementations s'accumulent** : taxes sur les produits caloriques, normes plus strictes en matière d'étiquetage des produits, de publicité... **L'environnement est moins favorable pour les grands groupes. Parallèlement, ils sont mis sous pression par certaines évolutions sociologiques**: la montée du e-commerce et de l'e-publicité, l'augmentation de la consommation hors foyer, et surtout l'émergence de la génération du Millénaire. **A l'opposé, des marques nouvellement nées sont très dynamiques.** Elles ont su tirer parti des nouvelles technologies pour se faire connaître et distribuer à moindre frais. Leur taille réduite leur permet de s'adapter plus facilement aux nouvelles réglementations. Surtout, elles ont proposé des produits qui répondaient à des désirs des consommateurs que les grands groupes n'avaient pas su combler.

## Des solutions aux résultats mitigés

**Les grands groupes reformulent leurs produits** : diminution de la taille des portions, réduction du sel, du sucre, des acides gras saturés ou au contraire ajout d'ingrédients bénéfiques (vitamines, minéraux...). Cette démarche présente des inconvénients: coûts supplémentaires, obstacles techniques et surtout rejet possible des consommateurs déçus du goût ou inquiets des ingrédients utilisés comme substituts. **Une solution alternative pour les groupes est d'acquérir une petite marque (ex: rachat de Annie's par General Mills en septembre 2014).** Elle renforce leur capacité d'innovation et leur efficacité, améliore leur réputation... Mais la stratégie n'est pas dénuée de risques: perte de confiance de la clientèle, mesures de rétorsion de la part de la grande distribution... En outre, ces acquisitions sont de taille trop réduite pour faire la différence.

## Danone est le mieux positionné

**Le groupe français ne génère que 16% de ses ventes sur des catégories à risque**, c'est-à-dire impactées négativement par les évolutions de l'industrie agroalimentaire que nous avons décrites ci-dessus. **Il s'agit des yaourts vendus en Europe (hors CEI). Pour restaurer leur performance, le groupe a établi un plan précis dont les objectifs sont crédibles. Les premiers résultats sont positifs**: retour en croissance d'Actimel, stabilisation de la tendance d'Activia et progression de la marge brute (+130bps au S1 2015 hors effet du prix du lait). **Nestlé est plus exposé. Nous estimons que 25% de son portefeuille est à risque**, ce qui correspond aux ventes dans les pays développés de produits surgelés et réfrigérés, d'aides culinaires, de boissons liquides et en poudre, de confiserie et de glaces. **Les mesures fortes mises en place par la société suisse ne concernent que 8% de ses ventes**: les produits surgelés aux Etats-Unis (5%) et les crèmes glacées/produits surgelés en Europe (3%). D'autres initiatives vont dans le bon sens mais leur impact est minimal (lancement du chocolat Cailler) ou incertain (reformulation).

**Cette analyse renforce notre conviction positive sur Danone. Nous réitérons notre recommandation à l'Achat et augmentons notre Fair Value à 74 EUR** pour tenir compte du roll-over de nos estimations et du relèvement de nos BPA (+1%) sur les trois prochaines années. **Nous initions par ailleurs la couverture de Nestlé en Neutre avec une Fair Value de 76 CHF.**

## 2. Des groupes agroalimentaires sous pression

L'industrie agroalimentaire concentre beaucoup d'attentions (2.1), celles des politiques d'abord qui font de la lutte contre l'obésité une priorité et montent au créneau contre l'insécurité alimentaire face à la multiplication des scandales (2.1.1). Les réglementations s'accumulent (2.1.2): taxes sur les produits caloriques, normes plus strictes en matière d'étiquetage des produits, de publicité...L'environnement est moins favorable pour les grands groupes. Parallèlement, ils sont mis sous pression par certaines évolutions sociologiques (2.1.3): la montée du e-commerce et de l'e-publicité, l'augmentation de la consommation hors foyer, et surtout l'émergence de la génération du Millénaire. A l'opposé, des marques nouvellement nées sont très dynamiques (2.2).

### 2.1. La nourriture: un sujet trop sérieux pour être laissé à la seule discrétion des groupes

#### 2.1.1. Pression politique

Un certain nombre d'organisations et de personnalités publiques interviennent dans l'arène de l'industrie agroalimentaire pour remédier à des **problèmes de santé publique et en premier lieu la lutte contre l'obésité et le renforcement des exigences en matière de sécurité alimentaire.**

#### L'obésité : une pandémie mondiale qui concentre l'attention des politiques

La prévalence de l'obésité a plus que doublé au niveau mondial entre 1980 et 2014. 13% de la population adulte mondiale est aujourd'hui obèse. Le pourcentage de personnes adultes étant en surpoids atteint 39%.

L'augmentation de l'obésité résulte d'un certain nombre de changements sociétaux :

- Un manque d'activité physique en raison de la nature de plus en plus sédentaire de nombreuses formes de travail, de l'évolution des modes de transport et de l'urbanisation.
- Mais surtout un changement dans les habitudes alimentaires:
  - ✓ Moins de fait maison et plus de plats préparés/snacks. Aux Etats-Unis, les enfants mangent environ trois snacks par jour contre un seul trente ans auparavant.
  - ✓ Augmentation de la taille des portions.
  - ✓ Hausse des apports caloriques contenus dans les produits

Face à ce fléau, les politiques montent au créneau. On fête ainsi le 5<sup>ème</sup> anniversaire du programme « **Let's move** » de Mme **Michelle Obama** qui vise à lutter contre l'obésité des enfants. La première dame a déclaré: « *The physical and emotional health of an entire generation and the economic health and security of our nation is at stake* ». Selon le site consacré à cette campagne, sur les trois dernières décennies le taux d'obésité aux Etats-Unis a triplé de telle sorte qu'aujourd'hui un enfant sur trois est obèse ou en surpoids. « Let's move » cherche à développer des habitudes alimentaires plus saines en fournissant

des conseils alimentaires aux parents, en améliorant la qualité des plats servis dans les écoles et en encourageant l'activité physique.

**L'organisation panaméricaine de la santé** a également accentué ses efforts en matière de lutte contre l'obésité. Cette organisation interpelle les gouvernements, la communauté scientifique et les organisations de la société civile sur la nécessité de mettre en place des politiques visant à promouvoir des habitudes alimentaires plus saines. Les ventes en volume d'aliments/boissons transformés ont augmenté de 48% entre 2000 et 2013 en Amérique latine.

**Fig. 1: L'organisation panaméricaine de la santé et sa lutte contre la « malbouffe »**



Source: Danone

### Face au nombre de scandales alimentaires, les pouvoirs publics agissent

**Les scandales alimentaires sont légion. Parmi les plus marquants:**

- **La vache folle (1986-1996).** La maladie apparaît en 1986 mais c'est en 1996 que sont détectés les premiers cas de contamination à l'homme par le biais de la consommation de la viande.
- **L'épidémie de grippe aviaire (2003).** Apparue en Asie, la grippe aviaire se répand au Moyen-Orient, en Europe et en Afrique entre 2003 et 2006. Elle fait 240 morts et oblige à abattre des millions d'animaux d'élevage.
- **Le lait maternel frelaté (2008).** Le scandale éclabousse l'entreprise chinoise Sanlu, accusée d'avoir ajouté de la mélamine dans le lait afin de simuler la richesse en protéines du produit. Le mélange tue au moins six enfants et fait 300 000 malades.
- **La contamination à la dioxine (2008 et 2010).** Les dioxines sont des polluants classés cancérigènes qui proviennent pour la plupart des procédés industriels. En 2008, de la viande de porc irlandaise est rappelée à cause d'une concentration de dioxine jusqu'à 200 fois trop élevée. De la mozzarella italienne est également infectée à cause de la contamination du lait

des bufflonnes de la région de Naples dont l'environnement est pollué par les déchets. En 2010, ce sont des œufs allemands qui sont contaminés.

- **Les graines germées contaminées (2011).** La bactérie E.coli fait une quarantaine de morts et près de 4000 malades en Europe. Des graines germées produites dans le nord de l'Allemagne seraient en cause.
- **L'affaire Spanghero (2013).** Le scandale de la viande chevaline vendue à la place de la viande de bœuf éclate en Irlande en juin 2013 avant de toucher plusieurs pays européens et plus particulièrement la France. De nombreuses sociétés telles que Picard, Findus ou des marques de distributeur sont impliqués. L'entreprise française Spanghero qui fournit la viande est mise en accusation. Presque un an après cette affaire, les autorités mettent en lumière une fraude consistant à réintroduire des chevaux de laboratoires dans la filière alimentaire après avoir falsifié leurs carnets de traçabilité.

### 2.1.2. Pression des régulateurs

Pour partie du fait de cette plus grande préoccupation des pouvoirs publics, la réglementation se durcit.

**Des taxes sur les produits caloriques.** Le Danemark a imposé en octobre 2011 une taxe sur les aliments dont le contenu en graisses trans (produites à partir d'huiles insaturées par le biais d'un procédé industriel appelé l'hydrogénation, elles visent à remplacer les graisses saturées) excédait 2,3%, ce qui a abouti à une hausse de 10% environ de leurs prix. Elle a finalement été abandonnée suite à la pression des industriels. Mais un certain nombre de pays ont suivi l'exemple du Danemark. Fin 2013, le Mexique a adopté une taxe de 8% sur les aliments comportant plus de 275 calories par 100 grammes et un impôt de 1 peso par litre sur les sodas.

**Des exigences plus fortes en termes d'étiquetage des produits.** Au sein de l'Union Européenne, le règlement INCO est entré en application en décembre 2014:

- Les mentions obligatoires doivent avoir une taille de caractère minimum de 1,2mm.
- Les substances allergènes présentes dans les produits préemballés doivent être mises en évidence dans la liste des ingrédients, par l'utilisation de caractères gras ou italiques par exemple. L'obligation de mentionner la présence d'allergènes s'applique également aux produits qui ne sont pas pré-emballés mais le mode de présentation de ces informations est laissé à la discrétion des états membres.
- L'origine de certains produits tels que la viande de bœuf, le miel, l'huile d'olive, les fruits et légumes frais doit déjà être mentionnée sur l'étiquette. Elle est aussi obligatoire pour les denrées alimentaires qui, à défaut d'une telle mention, pourrait induire le consommateur en erreur. En outre, depuis avril 2015, l'indication obligatoire de l'origine a été étendue à d'autres catégories alimentaires: les viandes (fraîches et surgelées) de porc, de mouton, de chèvre et de volaille.
- La déclaration nutritionnelle sera obligatoire à partir de 2016 au sein de l'Union Européenne. La valeur énergétique et les quantités de lipides, d'acides gras saturés, de glucides, de sucres, de protéines et de sel doivent apparaître ensemble dans le même champ de vision, dans un tableau lisible placé sur l'emballage.

**Une plus grande régulation des publicités sur les boissons et aliments transformés.** En France, elles doivent être accompagnées d'un message sur les bienfaits d'une nourriture équilibrée (« mangez au moins cinq fruits et légumes par jour »). Au Mexique, les publicités pour certains produits (chocolat, bonbons, chips, soda, cookies) sont interdits à la télévision à des horaires où la majorité des spectateurs ont moins de 12 ans et au cinéma si le film projeté est destiné aux enfants.

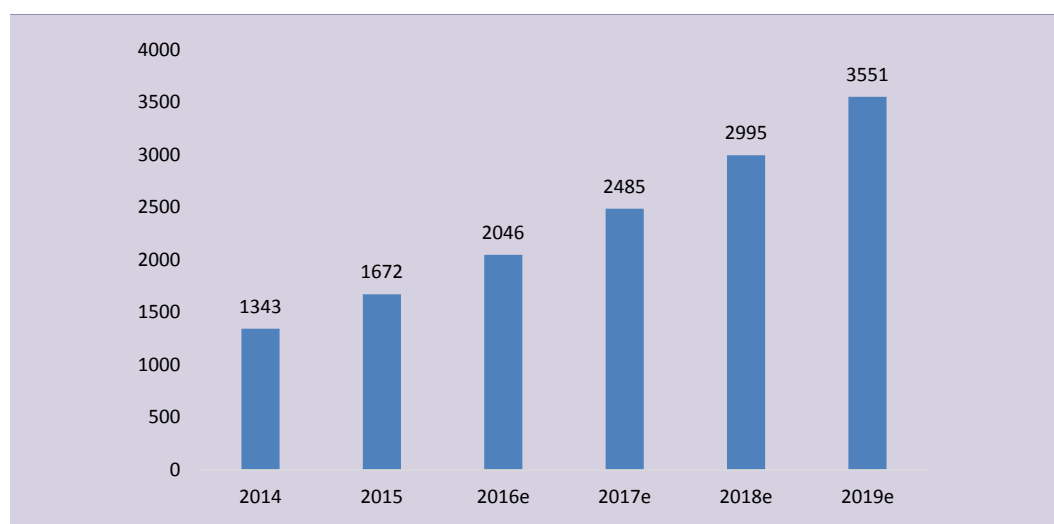
### 2.1.3. Pression de la société

#### La montée du e-commerce/e-publicité

Les ventes au détail sur Internet devraient croître de 21% en moyenne sur les quatre prochaines années.

Des évolutions sociétales telles que le vieillissement de la population et l'urbanisation favorisent la montée du e-commerce. Les ventes au détail sur Internet devraient croître de 21% en moyenne sur les quatre prochaines années. L'internet est également un circuit de plus en plus privilégié pour faire la promotion des produits.

**Fig. 2: Ventés mondiales au détail dans le commerce en ligne (B\$)**

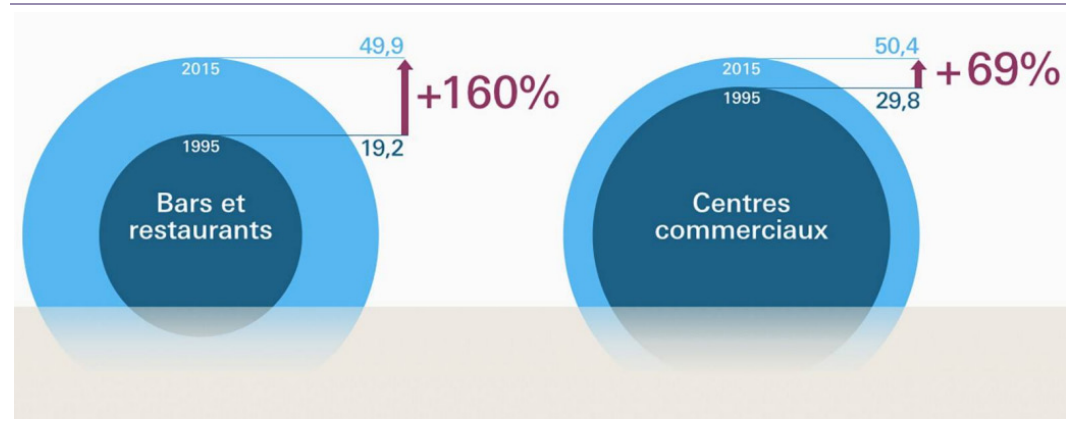


Source: Statista

#### L'augmentation de la consommation hors-foyer

L'augmentation du revenu disponible dans les pays développés explique cette évolution. Or, contrairement à d'autres segments de l'industrie des biens de consommation tels que les boissons, le tabac ou les produits cosmétiques, un grand nombre de produits alimentaires ne se consomment pas hors de la maison.

**Fig. 3: Dépenses mensuelles aux Etats-Unis (Mds\$)**

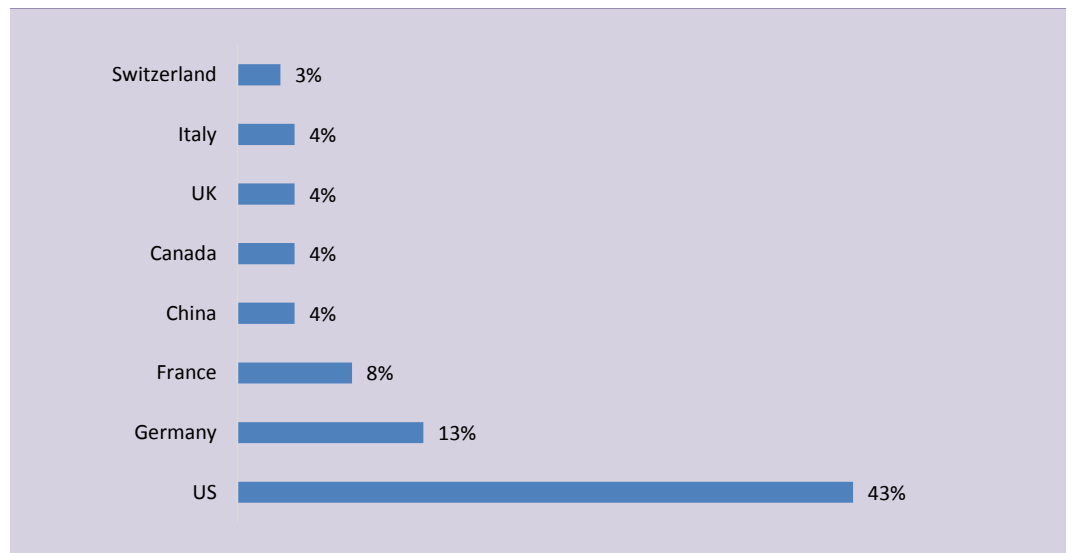


Source: Nestlé

**L'émergence de la génération du millénaire**

Cette génération privilégie davantage la qualité que l'image de marque. Sensible aux enjeux éthiques et environnementaux, elle accorde une grande importance à la provenance des produits, au commerce équitable, au libre pâturage. Soucieuse de sa santé, elle privilégie une nourriture saine et équilibrée, d'où le succès des produits qui contiennent moins d'ingrédients « nuisibles » (sucre, sel, graisse...), du fait maison et des aliments biologiques. **Aux Etats-Unis, le premier marché mondial de produits biologiques (43% des ventes mondiales), les ventes devraient croître de 14% chaque année en moyenne jusqu'en 2018.**

**Fig. 4: Les principaux marchés de produits biologiques (en % des ventes globales)**



Source: Statista 2015



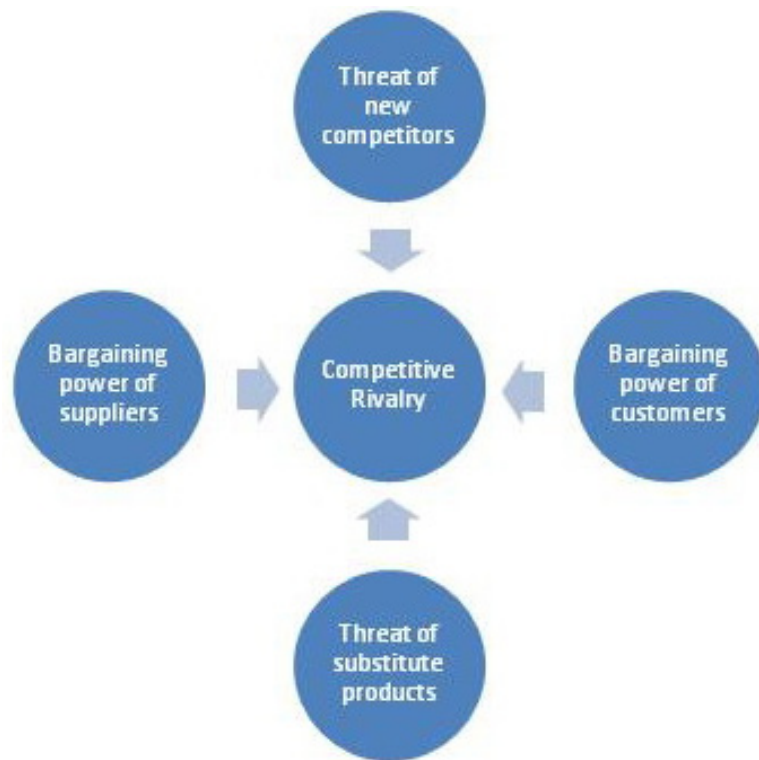
## 2.2. Vive les petits!

Les travaux de Michael Porter offrent un éclairage théorique intéressant sur l'évolution de l'industrie agroalimentaire. Il existe cinq forces qui déterminent la structure concurrentielle d'une industrie de biens ou de services:

Les travaux de Michael Porter fournissent un éclairage théorique intéressant

1. Le pouvoir de négociation des clients
2. Le pouvoir de négociation des fournisseurs
3. La menace des produits ou services de substitution
4. La menace d'entrants potentiels sur le marché
5. L'intensité de la rivalité entre les concurrents

**Fig. 5: Les cinq forces de Porter**



Source: Porter

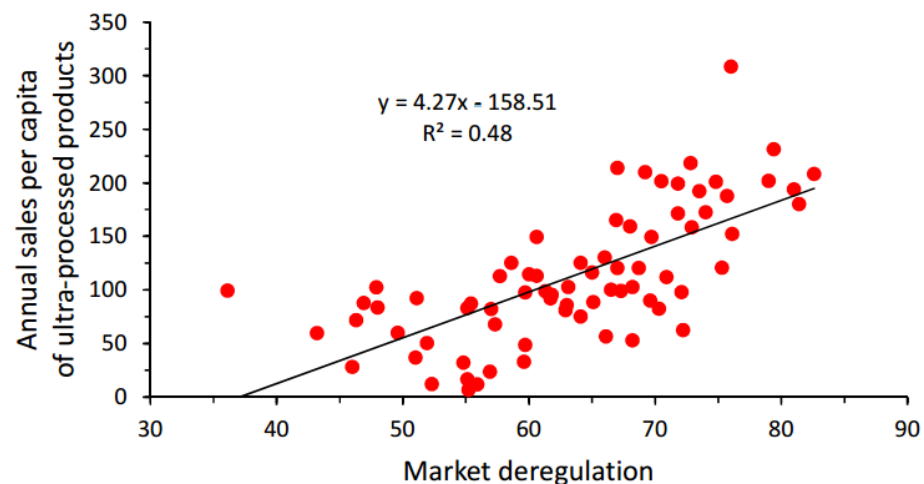
L'industrie agroalimentaire s'est toujours caractérisée par une intensité concurrentielle élevée:

- **La menace de produits de substitution est forte** à cause de la fragmentation des acteurs.
- **Le pouvoir de négociation des clients est important** du fait de l'existence de sources d'approvisionnement alternatives mais aussi du faible coût de transfert et de la possible intégration vers l'amont (fabrication à la maison d'un certain nombre de produits).

Les évolutions que nous avons décrites ci-dessus ont fragilisé la structure de l'industrie et créé pour les grands groupes des difficultés supplémentaires sur lesquelles ont prospéré un certain nombre de petites marques:

- **La menace de nouveaux entrants s'est accrue avec l'internet.** Les nouvelles technologies les aident. **Le e-commerce** leur offre un réseau de distribution étendu et facilement accessible (à l'inverse des référencements auprès des distributeurs classiques) et la possibilité de faire de **la publicité par internet** leur permet d'élargir sans frais importants leur base de consommateurs.
- **Le pouvoir de négociation des clients s'est renforcé avec la génération du Millénaire.** Plus exigeants que leurs aînés, ils ne font pas preuve de la même fidélité à l'égard des marques. Ils n'hésitent ainsi pas à sanctionner les sociétés qui ne répondent pas à leur désir d'une nourriture plus saine, plus équilibrée, avec plus d'ingrédients biologiques mais moins de sucre, de sel... Conscients de cette opportunité, des petites marques confectionnent des produits en résonance directe avec les attentes des consommateurs (sous-traitance possible de la production). Dans le même temps, les grands groupes peinent à s'adapter, pénalisés par la taille (parfois mondiale) de leur outil de production et de leur chaîne logistique.
- **Le durcissement de l'environnement réglementaire pénalise les entreprises agroalimentaires.** Bien que Porter n'ait à l'origine pas évoqué le rôle des pouvoirs publics, il ne fait aucun doute à nos yeux qu'ils impactent directement la structure d'une industrie. Des exigences réglementaires accrues freinent les ventes. L'organisation panaméricaine de la santé a étudié dans 74 pays la corrélation entre la dérégulation du marché et le chiffre d'affaires par tête de produits transformés.

**Fig. 6: Corrélation entre la dérégulation du marché et les ventes par tête de produits transformés**

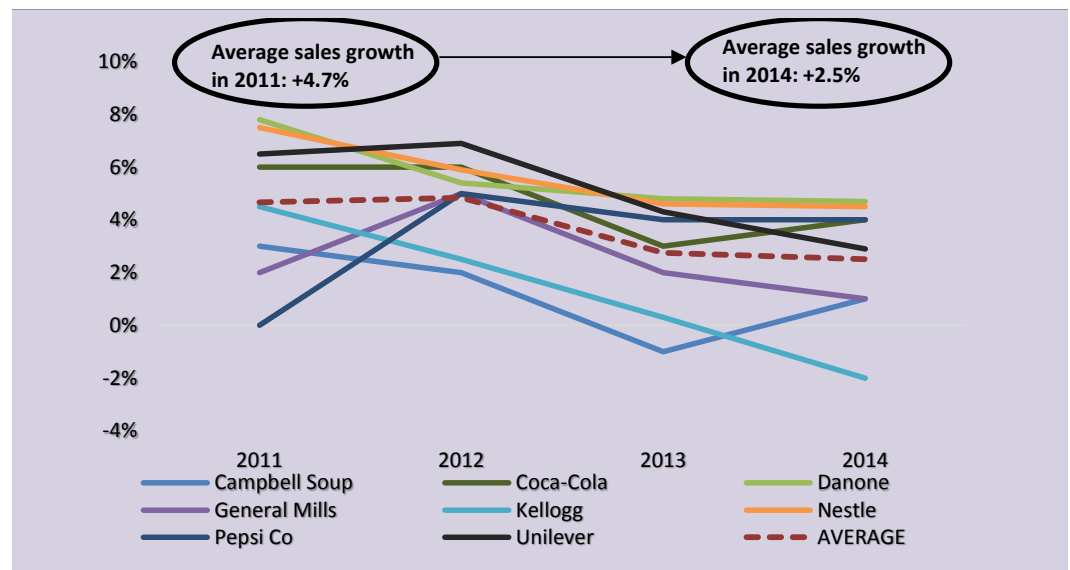


Source: Organisation panaméricaine de la santé

Mais les marques nouvellement nées sont avantagées par leur taille réduite qui leur permet d'adapter plus aisément leur organisation aux nouvelles réglementations.

Ainsi, le nombre d'entreprises présentes au *Natural Products Expo West*, une exposition américaine où les fabricants de produits alimentaires discutent avec les distributeurs en vue d'un référencement, a augmenté de plus de 70% depuis 2005. Aux Etats-Unis, le taux de croissance des petites marques sur les trois dernières années a été élevé: Chobani (yaourt grec) +80%, Quest (barres protéinées) +57%, Wright Foods (aliments emballés sans conservateurs) +12%, SweetFrog (yaourts glacés) +10% ou Artie Zero (glaces allégées sans gluten et sans lactose) +175%! Sur la même période, les grands groupes (voir l'échantillon ci-dessous) ont enregistré une croissance organique moyenne de leurs ventes de seulement 3,5%.

**Fig. 7: Evolution de la croissance organique des ventes**



Source: Sociétés, Bryan, Garnier & Co

Ces différences de dynamique ne seraient pas préoccupantes (facilement explicables par un effet de taille) si elles ne s'accompagnaient pas de pertes de parts de marché. Le marché des barres céréalières est un bon exemple. Selon Euromonitor, General Mills et Kellogg's ont enregistré des pertes de parts de marché respectives de 0,3 point et 1,9 point en 2014 alors que les entreprises privées Clif Bar & Co et Kind ont gagné respectivement 1 et 2,1 points. Cela dépasse le cadre de l'industrie agroalimentaire. Selon un rapport publié en mars 2015 et réalisé conjointement par IRI et le Boston Consulting Group, les petites et moyennes sociétés de l'industrie des biens de consommation ont amputé depuis 2009 le chiffre d'affaires aux Etats-Unis des grands groupes de 18Mds\$, équivalant à 2% de parts de marché.

## 3. Des solutions aux résultats mitigés

Afin de résoudre leurs problèmes, les grands groupes ont deux solutions imparfaites:

- Reformuler leurs produits (3.1) en réduisant la taille des portions, en éliminant les ingrédients « néfastes » pour la santé ou au contraire en rajoutant des ingrédients bénéfiques.
- Acquérir des petites marques (3.2) faisant preuve de dynamisme et bien positionnées sur les dernières tendances de consommation.

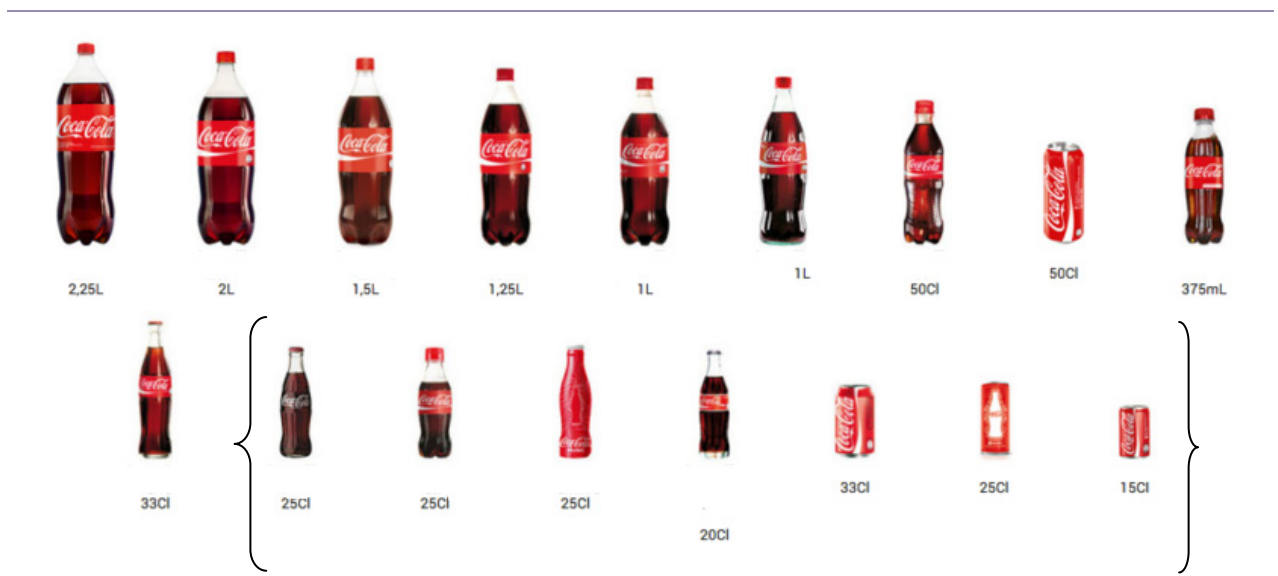
### 3.1. Reformuler les produits

#### 3.1.1. Réduire la taille des portions

Les grands groupes ont pris acte de leurs propres déficiences et formulent ou reformulent les produits afin qu'ils répondent davantage aux attentes de leurs consommateurs. **Ils s'efforcent tout particulièrement de diminuer la taille des portions.** Ci-dessous quelques exemples de leurs réalisations:

- Mac Donald's a supprimé l'option « Supersize » de ses menus aux Etats-Unis et au Royaume-Uni
- Mars a remplacé certaines grandes barres de chocolat en format individuel par des produits plus petits et à partager
- Coca-Cola propose dorénavant dans plus de 125 pays des bouteilles de 250ml ou moins.

**Fig. 8: Elargissement de la gamme de Coca-Cola vers des formats plus petits**



Source: Coca-Cola

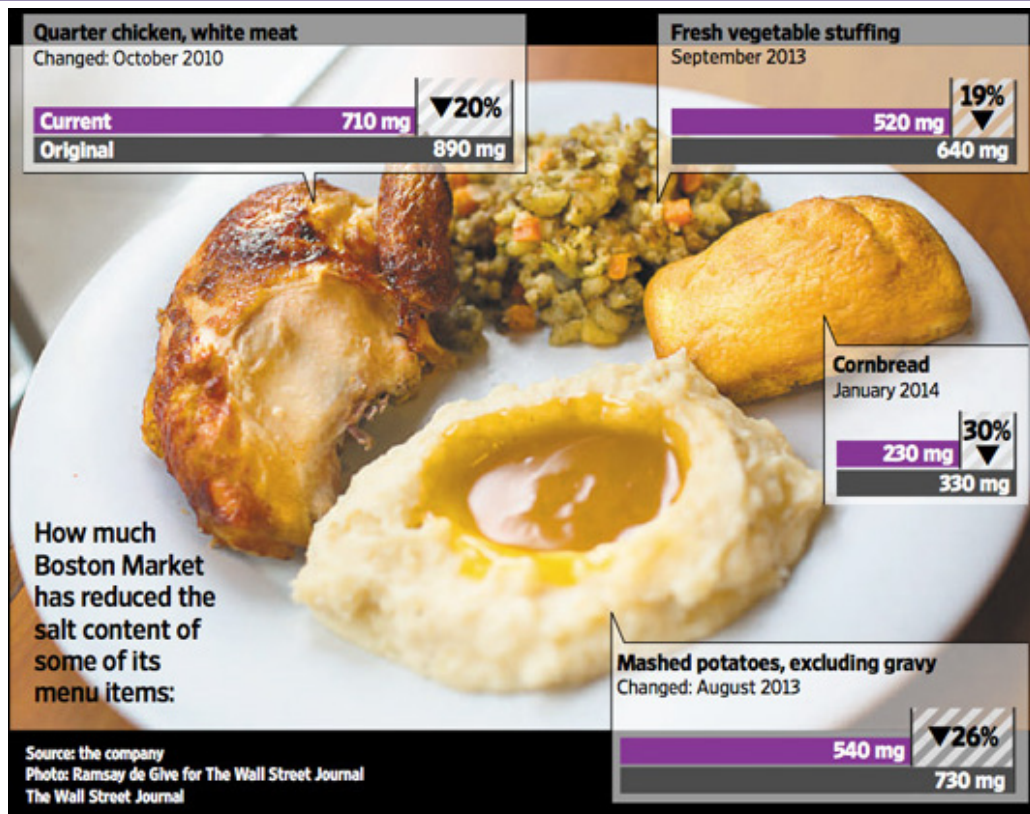
### 3.1.2. Limiter les ingrédients “néfastes”

Il existe trois grands chantiers: le sel, la graisse (trans et saturée) et le sucre. L’essentiel des efforts des sociétés a porté sur les deux premiers.

#### Réduire le sel

- Nestlé poursuit la réduction de la quantité de sodium contenue dans ses produits. En 2025, il vise une consommation moyenne par personne et par jour inférieure à 5 grammes, ce qui correspond à la dose journalière recommandée. En 2012, il a rapporté que ses préparations culinaires et ses céréales pour le petit-déjeuner contenait 14 043 tonnes de sodium de moins qu’en 2005.
- Unilever a également pour but de permettre aux consommateurs de ne pas dépasser les 5g de sodium par jour. Le groupe se montre toutefois plus ambitieux concernant la date butoir et la fixe à 2020. En 2013, il a rapporté que 55% de son portefeuille de produits alimentaires répondait déjà à cette exigence.
- General Mills a réduit le sodium de 10% à 50% dans plus de 27 variétés de sa marque Helper en l’espace de six ans.
- Boston Market, une chaîne de restauration rapide aux Etats-Unis, a fait des progrès substantiels concernant la diminution de la quantité de sodium. Un plat type en contient à présent 2g contre 2,59g précédemment.

**Fig. 9: L’exemple Boston Market**



Source: Boston Market

Please see the section headed “Important information” on the back page of this report.

**Réduire les acides gras saturés et éliminer les acides gras trans**

Les acides gras trans sont omniprésents dans les aliments transformés et contribuent à leur texture fondante. Produits à partir d'huiles insaturées par le biais d'un procédé industriel appelé l'hydrogénation, ils sont accusés de présenter pour la santé un risque cardiovasculaire encore supérieur à celui des acides gras saturés. De ce fait, les groupes s'efforcent aujourd'hui d'éliminer les acides gras trans tout en réduisant les acides gras saturés. Nestlé s'est engagé à supprimer les graisses trans (issues d'huiles partiellement hydrogénées) de ses produits d'ici 2016 et a diminué les graisses saturées de 10%. Pour diminuer les acides gras saturés, Unilever cherche à promouvoir la consommation de margarine par rapport à celle de beurre. Depuis 2012, seulement 33% de la graisse contenue dans 92% de ses marques phares de margarine (Flora, Becel, Rama et Blue Band) est saturée. La société a en outre complètement éliminé les acides gras trans de son portefeuille. En Septembre 2015, Nestlé et Unilever ont apporté leur soutien au Bureau européen des unions de consommateurs pour sa campagne visant à interdire les acides gras trans dans l'Union européenne.

**Réduire le sucre**

Unilever a déjà réduit le sucre dans ses thés prêt-à-boire et en éliminera encore 25% d'ici 2020. Depuis 2014, ses glaces pour enfants contiennent 110 kilocalories ou moins par portion. De son côté, Grupo Bimbo s'est fixé comme échéance 2015 pour diminuer de 10% la teneur en sucre de ses grandes marques. Coca-Cola a été précurseur dans ce domaine: 25% de ses boissons sont allégées ou sans sucre.

Dans les prochaines années, les groupes devraient intensifier leurs efforts pour réduire le sucre dans leurs produits

**Fig. 10: Les produits allégés de Coca-Cola en France: des choix multiples**



Source: Coca-Cola France



### 3.1.3. Ajouter des ingrédients bénéfiques

La reformulation des produits consiste également à ajouter des ingrédients bénéfiques pour la santé. Coca-Cola lance régulièrement des produits enrichis en vitamines, minéraux et autres, comme par exemple Minute Maid Antiox (multi-fruit vendu en Espagne qui contient des antioxydants) ou Minute Maid Kids+ (jus d'orange avec vitamine A, C, D, E et calcium qui est proposé à la vente aux Etats-Unis). Kellogg's a commencé à enrichir ses céréales avec de la vitamine D en 2011 au Royaume-Uni et a étendu cette initiative dans un certain nombre de pays européens. Unilever propose des produits comme les margarines enrichies en vitamine A et D, les bouillons avec du sel iodé ou du sel iodé en tant que tel.

Le tableau ci-dessous présente les ajouts et réductions de nutriment faits par l'industrie agroalimentaire en fonction du type de produit.

**Fig. 11: Reformulations de l'industrie**

Food category	Food items	1. Trans fatty acids (TFA)	2. Saturated fatty acids (SFA)	3. Salt	4. Sugar	5. Fibre
Cereals and cereal products	Bread			Reduced by 25%		
	Breakfast cereals			Reduced by 15-38%		Whole grain ranging from 15-100%
Meat	Processed meat			Reported reductions		
Milk and milk products	Milk		Reported reductions			
	Cheese		Reported reductions	Reported reductions		
	Yoghurt				Reported reductions	
Fats and oils	Margarines	Elimination				
	Fats	Elimination	Reduced by 20 to 80%			
Beverages	Sugary drinks				Reduced by 10-40% in light products	
Other foods	Snacks		Reduced by 30-70% in chips	Reduced by 25% in chips		
	Sweets					
	Soups			Reduced by 10-30%		
	Sauces			Reduced by 30%		
	Cakes and biscuits	Reduced below 1g/100g	Reduced by 15-18% in biscuits	Reduced by 20-40%		

Source: Van Raaij et al.

### 3.1.4. Les limites de cette approche

Les limites de la reformulation tiennent à l'acceptation des consommateurs, aux coûts générés par l'industrie et aux obstacles techniques.

#### L'acceptation des consommateurs

Le produit reformulé peut être refusé par le consommateur car:

- Il n'aime pas le produit. Le palais a notamment du mal à s'habituer à de faibles concentrations en sel. Il est possible de changer les habitudes de la population mais cela nécessite la coopération de tous les acteurs de l'industrie.
- Il pense qu'il n'aime pas le produit. C'est une barrière psychologique: le consommateur sait que le produit contient moins de sucre ou de sel et pense que cela se ressent sur le goût.
- Il s'inquiète des produits de substitution. Le consommateur préfère les produits naturels et rejette donc les produits à faible teneur en graisse/sucre/sel car il subodore la présence d'ingrédients artificiels.
- Il refuse de payer plus cher. Les produits proposés en format plus petit sont bien souvent plus onéreux relativement à leur poids. C'est aussi souvent le cas pour ceux dont la teneur en graisse/sel/sucre a été réduite.

#### Coûts générés pour l'industrie

Afin de s'assurer que la réduction du sodium, de la graisse ou du sucre ne compromette pas le goût, la texture ou la sécurité du produit, les groupes ont recours à un certain nombre d'ingrédients: sel iodé, herbes, épices... Ils réalisent aussi plusieurs tests gustatifs. Enfin, ils doivent changer les machines, former le personnel, et modifier l'étiquetage. La reformulation implique donc bien souvent des coûts supplémentaires.

#### Les obstacles techniques

L'ingrédient qui se substitue au sel, au sucre ou à la graisse doit satisfaire plusieurs conditions: 1/ améliorer les qualités nutritionnelles du produit, 2/ remplir le même rôle fonctionnel (le sel par exemple est un conservateur) et 3/ être autorisé dans tous les pays où le produit est vendu. Le tableau ci-dessous illustre la complexité de la tâche en montrant les différentes approches employées pour réduire le sel selon la catégorie alimentaire.



**Fig. 12: Stratégie pour réduire le sel selon la catégorie alimentaire**

Food category	Approaches
Bread	<ul style="list-style-type: none"> <li>Small stepwise reduction of sodium (5% per week until 25%)</li> <li>Substitution of sodium chloride by potassium chloride (up to 10%)</li> <li>Use of magnesium salt mixtures</li> <li>Inhomogeneous distribution of salt increases saltiness perception</li> <li>Encapsulated salt enables a reduction of up to 50%</li> <li>Use of organic acids such as acetic and lactic acid</li> <li>Use of soy sauce</li> </ul>
Meat	<ul style="list-style-type: none"> <li>Replacement of sodium chloride up to 50% by other salts/salt mixtures (potassium chloride, magnesium chloride, potassium lactate, sodium diacetate)</li> <li>Substitution of salt by naturally brewed soy sauce</li> <li>Use of phosphates to promote water binding capacity of the proteins</li> <li>Use of flake salt in dry-cured meat products</li> </ul>
Cheese	<ul style="list-style-type: none"> <li>Salt reduction by increasing the moisture content and decreasing the fat content</li> <li>Use of potassium chloride</li> <li>1:1 mixture of sodium chloride with potassium chloride</li> <li>Use of potassium based emulsifying salts (DPP, TPC) in processed cheese</li> <li>Saltiness enhancement by specific odors (cheese/sardine aroma)</li> </ul>
Soups	<ul style="list-style-type: none"> <li>General reduction of sodium by almost 50% without affecting consumer acceptance</li> <li>Sodium reduction of 17%–33% by the use of naturally brewed soy sauce</li> <li>Salt reduction of 15% can be compensated by savory aroma compounds (beef/chicken flavor)</li> <li>Water-in-oil-in-water emulsions</li> </ul>
Ready meals	<ul style="list-style-type: none"> <li>Reduction of sodium by 30–40% without affecting consumer preference</li> <li>Use of salt substitutes (e.g. potassium chloride) and flavor enhancers (e.g. yeast extract)</li> <li>Natural flavor enhancers such as garlic, rosemary, oregano and sage</li> </ul>
Snacks	<ul style="list-style-type: none"> <li>Alteration of crystal size: smaller salt particles induce an increased initial perception of saltiness</li> <li>Use of spices</li> <li>Replacement of salt by starch in extruded snacks</li> </ul>

Source: NFS Journal.

Les sociétés peuvent choisir d'introduire un nouveau produit plutôt que d'opérer une reformulation qui requiert beaucoup de temps et d'investissements. Mais le succès est loin d'être garanti. Selon un rapport récent de Nielsen, plus de trois quarts des innovations faites par les sociétés de l'industrie des biens de consommation échouent à réaliser 100 000m£ la première année et finissent par être déréférencées par les distributeurs.

## 3.2. Procéder à des acquisitions

Toutes les sociétés n'ont pas le désir ou les ressources pour faire des changements en interne. Certaines préfèrent acquérir ou fusionner avec des entreprises petites et moyennes à forte croissance. Mr Brian Todd, président et directeur général du Food Institute, a ainsi déclaré dans le New Hope 360 : "Companies find it more economical to purchase existing entities in these markets than start new ones. It is viewed as a much more cost-effective entry point and one that has already been vetted." Les petites marques présentent un certain nombre d'atouts pour les grands groupes agroalimentaires:

- **Elles leur permettent de se renforcer sur les segments diététique et artisanal.** Même si les grands groupes réussissent la reformulation de leurs produits, ils échouent bien souvent à changer leur image. L'acquisition de petites marques populaires auprès d'une clientèle soucieuse de consommer plus sain peut être une solution.
- **Elles leurs apportent la capacité innovatrice qui leur fait défaut.** Les grands groupes manquent de dynamisme et tendent à se reposer sur leurs acquis. A l'inverse, les petites structures sont agiles, ont une bonne compréhension des dernières tendances et proposent des produits en résonance avec la génération du Millénaire.
- **Elles contribuent à améliorer leur réputation.** La responsabilité sociale d'une entreprise a acquis davantage d'importance: la qualité des ingrédients, le salaire des employés, la transparence...Les consommateurs ne veulent pas seulement consommer des produits qui ont bon goût, et sont bons pour leur santé, ils souhaitent également que leurs dépenses reflètent leurs valeurs. En acquérant des petites structures socialement engagées, les grands groupes espèrent que leur bonne réputation déteindra sur la leur.
- **Elles renforcent leur efficacité.** Les petites marques ont souvent été créées ex-nihilo avec un budget réduit et soumis à l'obligation de réussir. Elles font donc souvent preuve de bien plus d'efficacité que les grands groupes, notamment en termes de circuits de distribution (e-commerce) et de méthodes marketing (utilisation des réseaux sociaux).
- **Elles leur permettent de mieux interagir avec les consommateurs.** Les petites sociétés parviennent à établir une intimité avec leurs consommateurs qui ont le sentiment de bien connaître la marque, son histoire et les gens derrière. Les grands groupes cherchent à s'inspirer de leurs techniques afin d'améliorer l'engagement des consommateurs.

Voici quelques exemples récents:

- **General Mills acquiert Annie's en septembre 2014.** Spécialisé dans les produits naturels et biologiques, la marque est notamment connue pour ses alternatives plus saines du Mac and Cheese et des assaisonnements pour salade. Sa croissance est très soutenue grâce à son portefeuille parfaitement en adéquation avec les attentes des consommateurs, à sa position concurrentielle solide et à son bon pipeline d'innovations. La transaction a atteint un montant de 820M\$.
- **Mondelez International a racheté Enjoy Life en février 2015.** Enjoy Life propose des produits sans allergènes (par exemple sans gluten et sans caséine). Aux Etats-Unis, le marché "free from" est valorisé à 12Mds\$ et croit à deux chiffres du fait de l'augmentation des allergies et des intolérances alimentaires ainsi que de la volonté des consommateurs de ne pas consommer certains produits dans le cadre d'un mode vie sain. Le directeur général de Mondelez, Mme Irène Rosenfeld, a déclaré: "We are certainly seeing that there is a pronounced consumer trend toward health and wellness initiatives. As the world's largest snacking company, it is our desire to be meeting those needs". Le montant de la transaction n'a pas été communiqué.

**Mais acquérir une petite marque n'est pas la solution miracle:**

- **La taille compte.** Les acquisitions sont trop petites pour faire la différence.
- **Une perte de confiance de la clientèle.** L'acquisition d'une petite marque bien positionnée peut échouer à changer la perception négative des consommateurs à l'égard du groupe acquéreur.
- **Une dissonance entre la philosophie de la petite marque et celle de la société mère.** Ainsi, alors que Applegate et Annie's n'utilisent pas d'ingrédients génétiquement modifiés et se prononcent en faveur de l'étiquetage de la nourriture OGM, leurs acquéreurs, respectivement Hershey et General Mills, s'y opposent vigoureusement.
- **Des mesures de rétorsion de la part de la grande distribution.** Le risque est d'autant plus grand dans le cas des distributeurs d'aliments biologiques. Ainsi, la coopérative Park Slope Food Coop a déréférencé en 2008 Honest Tea, une marque de thé biologique qui avait été rachetée par Coca Cola, accusé par l'enseigne de violer la liberté syndicale des travailleurs.
- **Une logique économique pas évidente.** L'approvisionnement en ingrédients (biologiques...), la fabrication des produits et les outils marketing particuliers d'une petite société entraîne des coûts supplémentaires pour un acquéreur, compromettant sa stratégie initiale de réduire les dépenses en ayant recours à de la croissance externe.

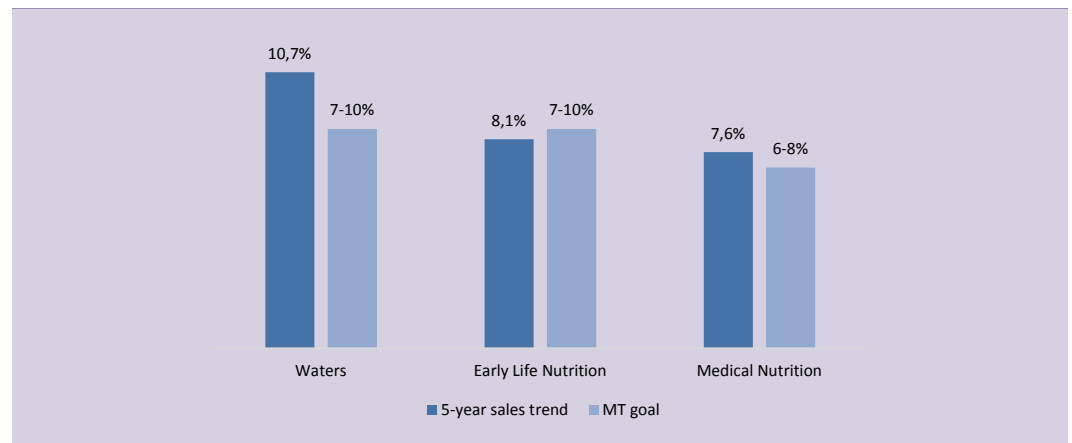
## 4. Danone est le mieux positionné

Face à ces défis, nous considérons que Danone est le mieux positionné. En effet, seulement 16% du portefeuille est à risque (4.1). En outre, le groupe met en œuvre des mesures fortes pour résoudre le problème (4.2) et les premiers résultats positifs se font jour (4.3). Cette analyse renforce notre conviction positive sur la société (4.4).

### 4.1. Seulement 16% du portefeuille est à risque

Trois des quatre catégories alimentaires sur lesquelles Danone est positionné ne sont pas impactées par les tendances décrites ci-dessus et conservent intact leur potentiel de croissance. Le groupe pense pouvoir faire croître à moyen terme l'Eau et la Nutrition Infantile de 7-10% et la Nutrition Médicale de 6-8%. Nous sommes confiants en ces objectifs qui sont globalement en ligne avec les tendances sur les cinq dernières années.

Fig. 13: Objectifs moyen terme et tendance sur les cinq dernières années

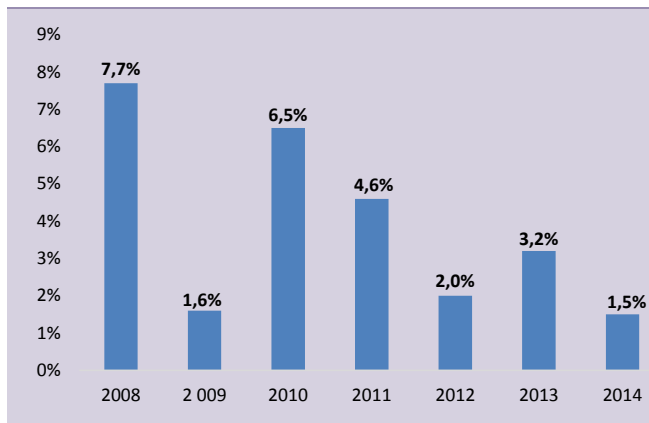


Source: Danone, Bryan, Garnier & Co

Les yaourts: une division en difficulté

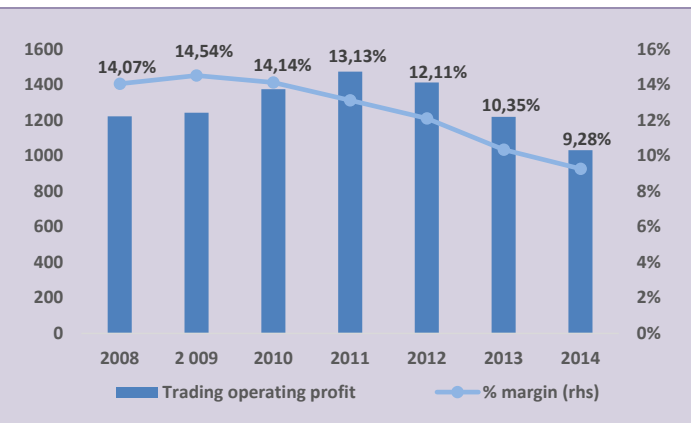
Mais les yaourts ont connu des difficultés majeures ces dernières années. C'est la première division du groupe. Elle représente 49% des ventes et 36% du ROP.

Fig. 14: Yaourts : taux de croissance organique des ventes



Source: Danone, Bryan, Garnier & Co

Fig. 15: Yaourts : marge opérationnelle courante

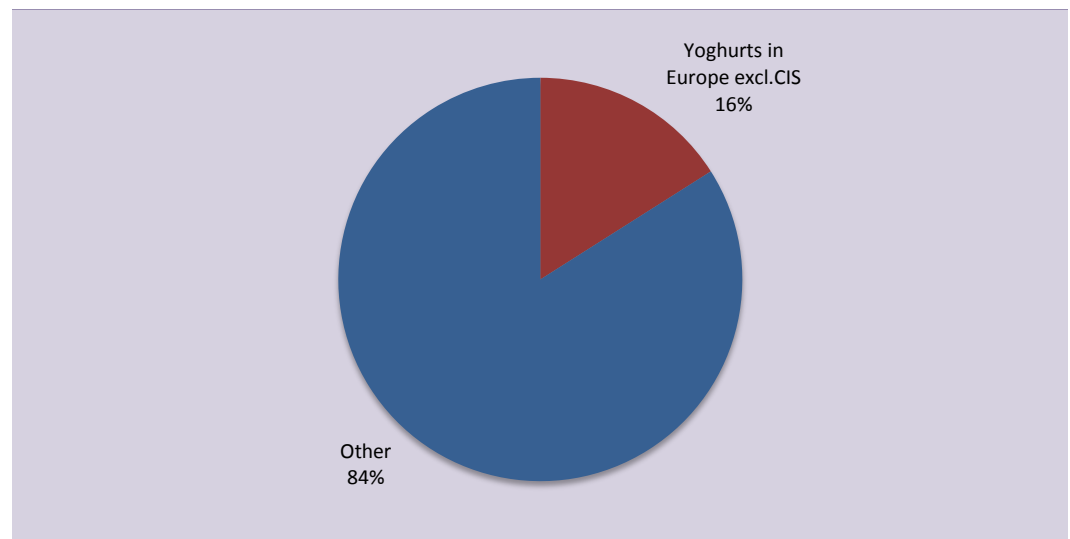


**Les Etats-Unis, l'Asie Pacifique/Amérique latine (ALMA), et la CEI sont en mesure de croître de 4-5% à moyen/long terme. Les problèmes actuels ne tiennent pas à l'évolution de l'industrie mais sont davantage circonstanciels:**

- Le segment grec est en train de se stabiliser mais son succès a fait connaître les yaourts aux Etats-Unis et leur consommation devrait augmenter. Danone a multiplié les innovations (Oikos Triple Zero) et a renforcé la segmentation de la catégorie en développant les segments *Light & Fit* et *Kids*. Sa part de marché a continué d'augmenter pour atteindre 27,9% et elle est à présent supérieure de respectivement 5 points et 10 points à celles de son premier et second concurrent.
- La consommation en Asie Pacifique et Amérique latine devrait être soutenue par les fondamentaux économiques et la faible pénétration de la catégorie. En 2015, l'Amérique latine a ralenti du fait du Brésil et de l'Argentine. Mais la croissance est restée très forte dans la zone asiatique (>20% au S1).
- La situation en CEI reste difficile mais la restructuration se poursuit. La stratégie de Danone de sortir des produits à faible valeur ajoutée reste inchangée. Le poids des marques modernes a ainsi augmenté de plus de 150bps par an entre 2012 et 2015. Le groupe cherche également à améliorer l'efficacité opérationnelle en adaptant l'outil manufacturier et la logistique et en simplifiant la structure organisationnelle. Depuis l'intégration d'Unimilk, le taux de croissance annuel moyen a été de 7% en organique et la marge opérationnelle courante a augmenté de 60bps par an en moyenne.

**Mais en Europe (hors CEI) la crise que connaît Danone est davantage structurelle et trouve ses fondations dans le malaise des consommateurs par rapport à la catégorie.** Le retrait sous la pression de l'Union Européenne en 2010 des allégations santé sur Activia et Actimel y a sans doute grandement contribué. Bien sûr, la situation a été aggravée par la dégradation de l'environnement: hausse des prix du lait à la fin des années 2000, détérioration de l'environnement macroéconomique en 2012...**Au total, l'activité de yaourts en Europe hors CEI représente 16% des ventes du groupe (40% des ventes de produits laitiers frais).**

**Fig. 16: 16% du portefeuille de Danone est à risque**



Source: Danone, Bryan, Garnier & Co

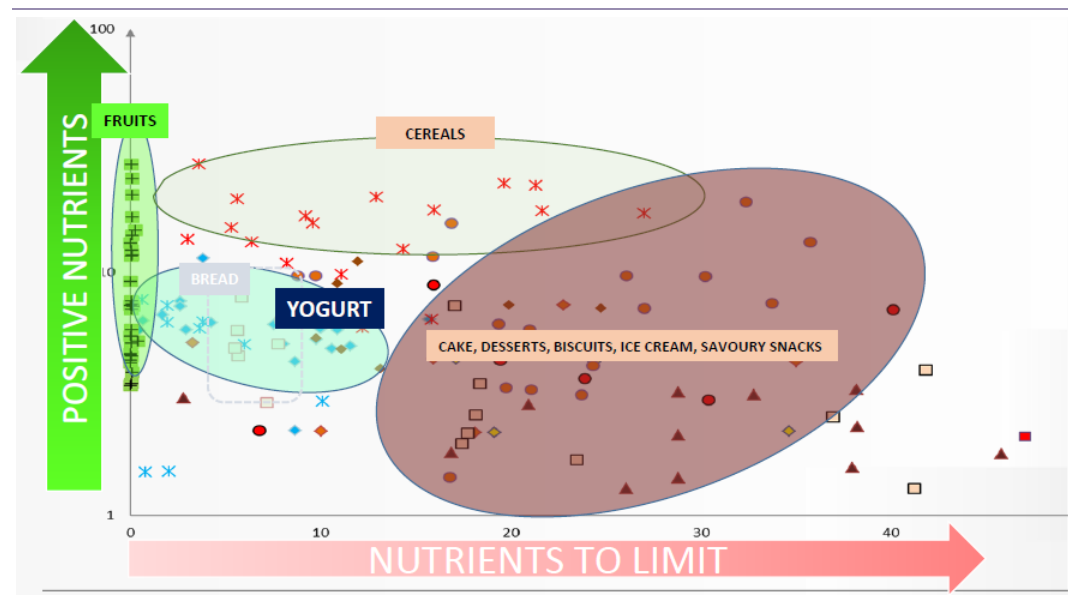
## 4.2. Des mesures fortes

### 4.2.1. Une croissance possible

Il est toujours plus facile pour une société d'améliorer une exécution défailante que de générer de la croissance sur une catégorie qui en est dépourvue. Or nous pensons que la catégorie a du potentiel pour deux raisons:

- Le yaourt répond aux désirs des consommateurs d'une nourriture équilibrée. Il participe en effet à un régime alimentaire plus sain et réduit les risques de diabète et d'obésité.

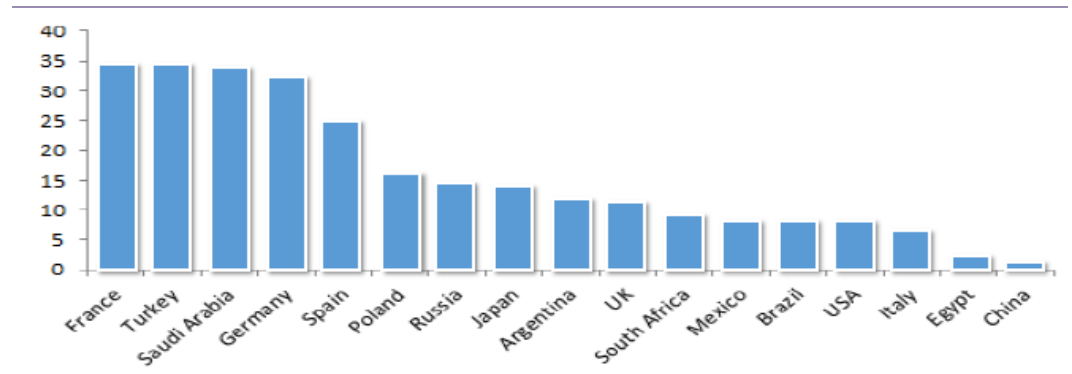
Fig. 17: Les apports nutritionnels du yaourt par rapport à ceux d'autres en-cas



Source: Danone

- Le taux de pénétration reste faible dans certains pays européens. Le yaourt est consommé à la fin des repas en Espagne et en France mais ce n'est pas le cas en Italie et au Royaume-Uni par exemple.

Fig. 18: Consommation par habitant de produits laitiers frais en kg, 2014

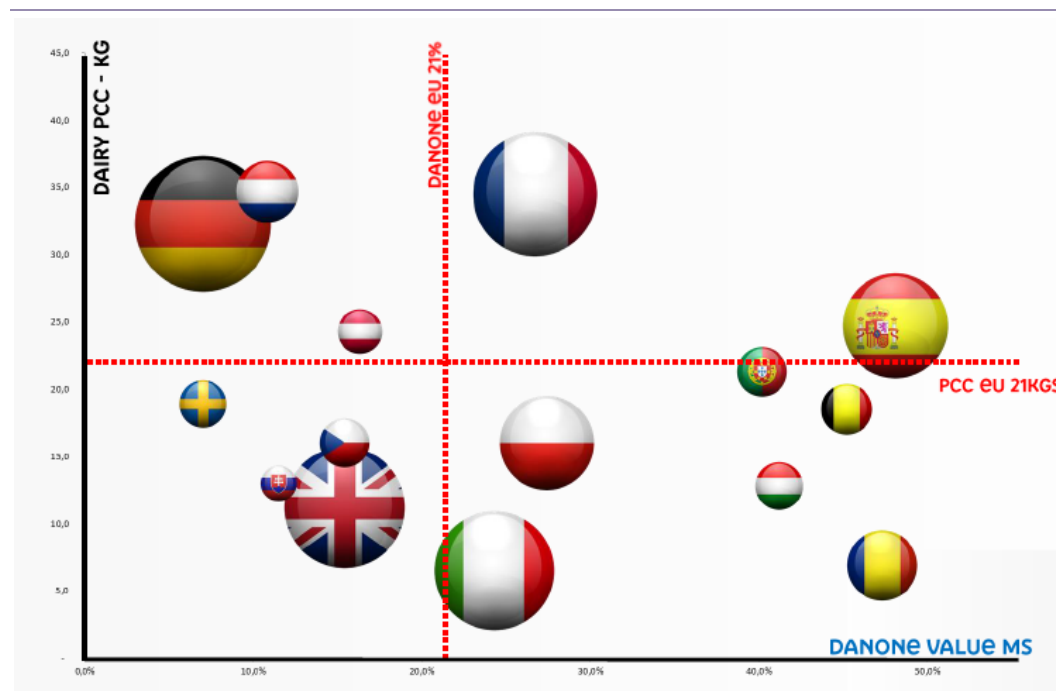


Source: Danone

### 4.2.2. Une position de *leadership*

Danone a les moyens de redresser la situation. Il bénéficie en effet d'une position de *leader*. Sa part de marché mondiale atteint 26% alors que celle de son premier et second concurrent ne dépasse pas 5%. Les pays où il est n°1 représentent 84% de ses ventes, contre 78% en 2011. En Europe, sa part de marché est particulièrement élevée dans les géographies qui recèlent le plus de potentiel compte tenu de la faible consommation par habitant (voir graphique ci-dessous).

**Fig. 19: Part de marché du groupe et consommation de yaourts par habitant**



Source: Danone

### 4.2.3. Des objectifs précis et un plan pour les atteindre

Lors de sa journée Investisseurs, Danone a révisé à la hausse sa guidance non-officielle d'une croissance à moyen terme des Produits Laitiers Frais de 2-4%. Il anticipe à présent que **les ventes de la division peuvent progresser de 3-5% en organique d'ici 2020**. Le groupe a par ailleurs indiqué qu'il prévoit d'**améliorer la marge opérationnelle courante de la division de 200pbs (hors effets de change) entre 2015 et 2020**.

#### Pour relancer la croissance, Danone...

- ...change intelligemment son modèle marketing

Si les consommateurs souhaitent manger sain, ils ne veulent pas pour autant d'un yaourt qui soit présenté comme un médicament. Danone a donc décidé de recentrer ses campagnes de publicité de la raison vers l'émotion. Actimel en est un très bon exemple. Au lieu de communiquer sur la présence de L.Casei, une bactérie qui renforce le système immunitaire, le groupe met à présent l'accent sur la manière dont la consommation d'Actimel aide à rester fort quelles que soient les circonstances.

Objectifs à horizon 2020 pour la division yaourts:

- Une croissance organique des ventes de 3-5%
- Une progression de la marge opérationnelle courante de 200bps (hors change)

**Fig. 20: Recentrage de la campagne marketing d'Actimel sur l'émotion**



Source: Danone

- ...a recours aux innovations

Le groupe a notamment rénové l'emballage d'Actimel et a cherché à saisir de nouvelles occasions de consommation avec la pochette pour grignoter Danonino.

**Fig. 21: Le nouvel emballage d'Actimel**



**Fig. 22: La pochette pour grignoter Danonino**



Source: Danone

- ...concentre ses ressources sur huit de ses marques

Le portefeuille de produits laitiers frais de Danone compte environ 65 marques mais huit d'entre elles génèrent plus de 80% des ventes et du profit: Danone, Activia, Actimel, Vitalinea, Danio, Oikos, Danette, Danonino. Le groupe a exprimé sa volonté de concentrer ses efforts sur ces marques. Elles devraient notamment bénéficier de davantage de dépenses de publicité.



Fig. 23: Les marques du portefeuille

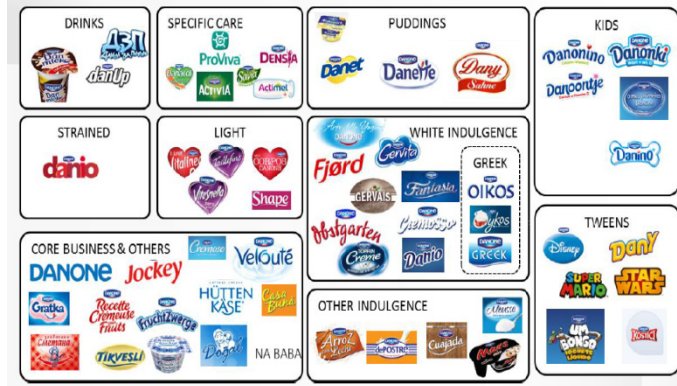


Fig. 24: Accent mis sur huit d'entre elles



Source : Danone, Bryan, Garnier & Co

### Pour accroître sa marge, Danone...

- ...met en place une rationalisation du portefeuille

Le groupe a eu recours à certains procédés afin de stimuler la demande: il a joué sur les prix, eu recours aux promotions et lancé des formats/assortiments dilutifs. Danone a donc passé en revue son portefeuille et éliminé un certain nombre de référencements dans le cadre de ce qu'il a appelé son « product revenue growth management » (PRGM).

- ...optimise ses opérations

Le groupe a rationalisé son outil manufacturier en Europe en mettant un terme à son modèle « un pays, une usine ». Depuis 2013, il a ainsi réduit son nombre d'usines dans la région de 24 à 15. Les fonctions support ont été consolidées et le réseau de distribution (six sites ont fermés en 2015) et la force de vente réorganisées.

- ...réalise des économies d'approvisionnement

Le groupe a mis en place de nouvelles mesures d'approvisionnement et a identifié 100MEUR d'économies d'ici 2020.

Danone devrait être aidé dans son projet d'amélioration de la marge par un environnement prix plus favorable. La baisse des prix du lait ne s'est pas encore répercutée sur les prix au détail. En outre, la croissance des marques de distributeurs a fortement ralenti, ce qui allège la pression à la baisse qu'elles exerçaient.

### 4.3. Des premiers résultats positifs

Les ventes des Produits Laitiers Frais montrent des signes d'amélioration. Elles ont ainsi progressé de 0,6% en organique au T3 2015. **Au T4, nous estimons une nette accélération de la croissance organique à +2,5%**. La rationalisation du portefeuille en Europe (PRGM) est maintenant presque achevée et ne pèse plus significativement sur la performance de la division. **La tendance sous-jacente dans la région s'améliore séquentiellement. Les signes sont encourageants sur des marchés tels que l'Espagne, l'Italie (tous deux sont stables), l'Allemagne, la Pologne ou la Belgique.** En termes de marques, Actimel, Danette et Oikos enregistrent des progrès nets.

Fig. 25: Bilan par pays

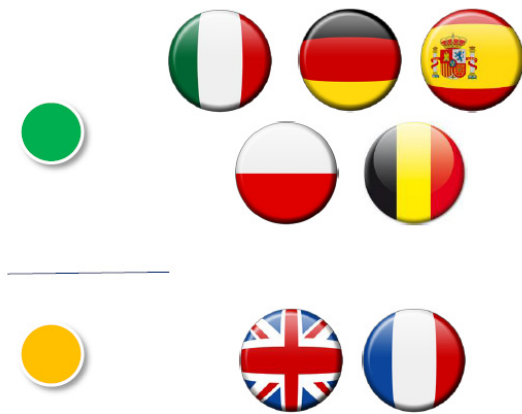


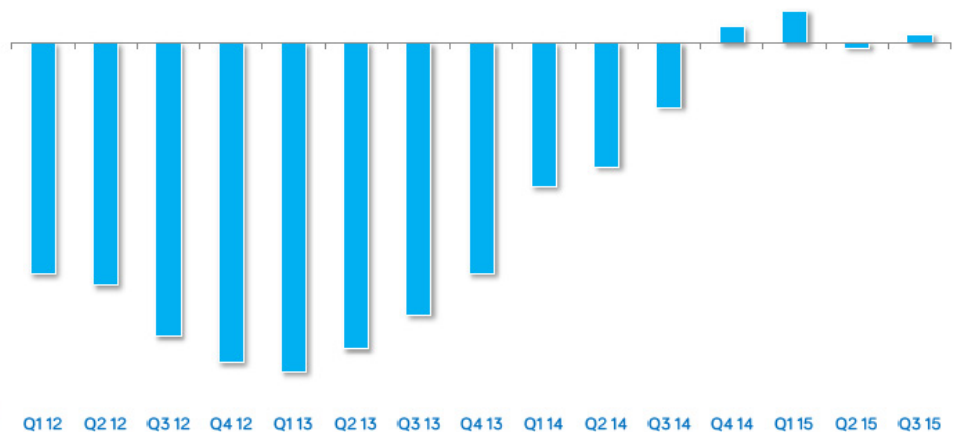
Fig. 26: Bilan par marque



Source: Danone

La reprise d'Actimel (15% des ventes de yaourts en Europe) se confirme. Le groupe affirme que les résultats dépassent ses attentes. Depuis le T4 2014, la marque a enregistré trois trimestres de croissance.

Fig. 27: Evolution des ventes d'Actimel

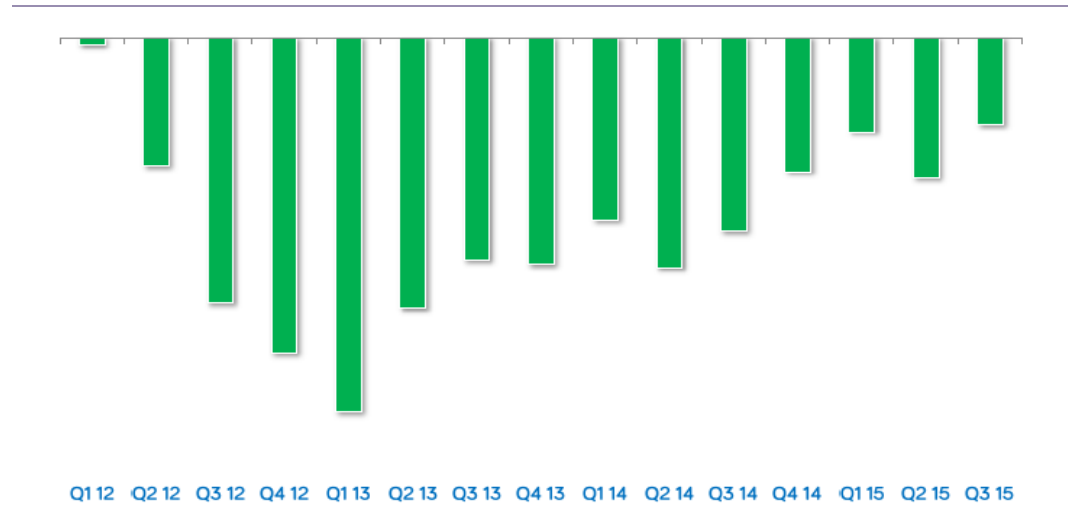


Source: Danone

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

**Activia affiche une stabilisation de tendance** mais demeure en territoire négatif. Le poids de la marque (30% des ventes de yaourts en Europe) ne laisse pas de place pour le laissez-faire. **Danone a déjà prévu plusieurs mesures: activation marketing en 2016, repositionnement, poursuite de la suppression de certaines références...**

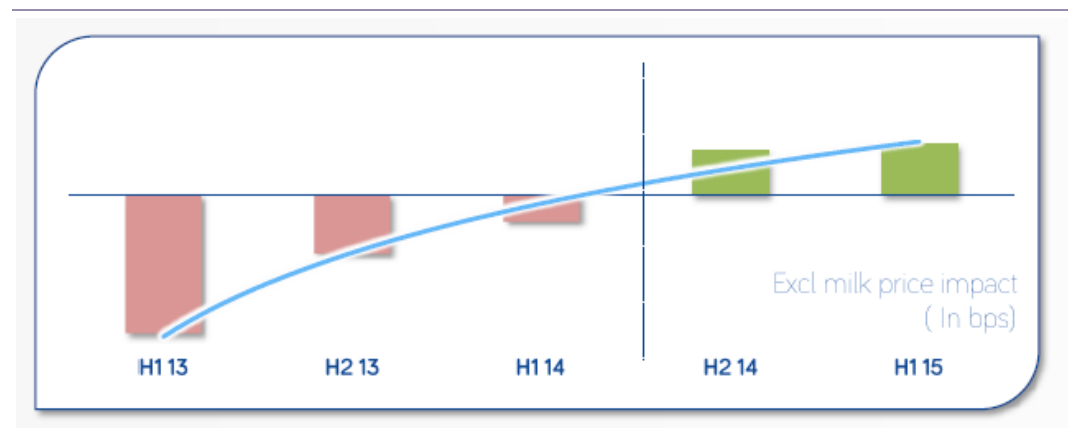
**Fig. 28: Evolution des ventes d'Activia**



Source: Danone

**La marge brute des Produits Laitiers Frais a enregistré une progression de 130pbs au S1 2015 hors effets des prix du lait ! C'est le résultat des initiatives prises en Europe: amélioration de l'efficacité opérationnelle** avec notamment la réduction du nombre d'usines de 24 à 15, et **rationalisation du portefeuille** dans une optique d'adéquation entre croissance des ventes et création de valeur. **Retraité de l'effet des prix du lait, la marge brute dans la région a ainsi augmenté de 140pbs sur le premier semestre.**

**Fig. 29: Evolution de la marge brute en Europe**



Source: Danone

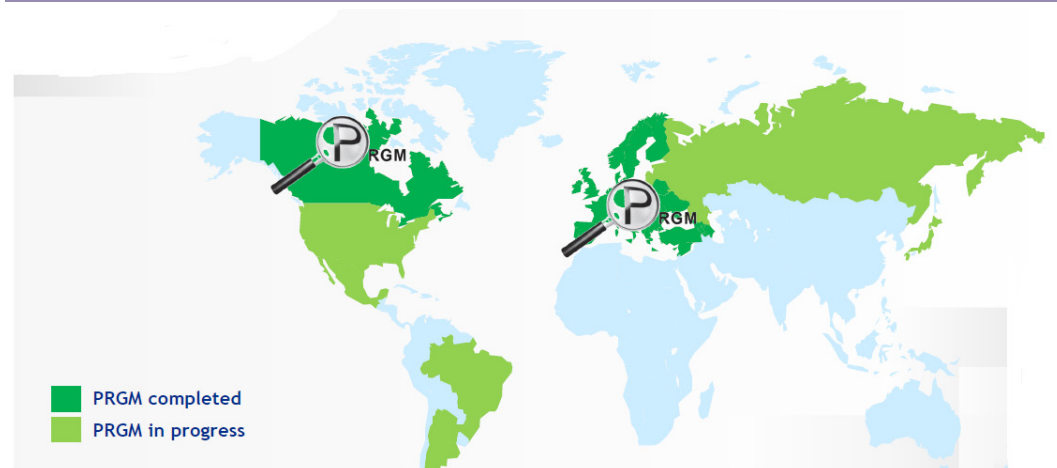
## 4.4. Une vision optimiste

Nous sommes optimistes concernant les perspectives de Danone pour plusieurs raisons:

- **Seulement 16% de son portefeuille qui correspond aux ventes de yaourts en Europe (hors CEI) est exposé à un rejet des consommateurs.**
- **Concernant cette partie du portefeuille qui connaît des difficultés, Danone a élaboré un plan précis qui devrait lui permettre d'atteindre des objectifs bien définis :** une croissance des ventes de la division yaourts de 3-5% et une progression de la marge opérationnelle courante de 200pbs (hors effets de change).
- **Les premiers résultats sont encourageants.** La tendance s'est nettement améliorée sur Actimel qui a enregistré trois trimestres de croissance depuis le T4 2014. Les progrès sur Activia sont plus lents mais on constate néanmoins une stabilisation de la baisse des ventes. Les efforts faits en termes de rentabilité commencent à porter leurs fruits : la marge brute des PLF en Europe a augmenté de 140pbs au S1 2015 hors effets des prix du lait.

**Nous notons également que la guidance du groupe est prudente.** En effet, afin d'atteindre le bas de fourchette de la guidance en termes de ventes (+3%), il suffit que l'Europe se stabilise et que les autres régions ALMA/CEI/EU enregistrent une croissance *mid single digit*. De plus, l'augmentation de la marge opérationnelle courante de 200pbs (hors effets de change) semble également très raisonnable compte tenu que les mesures de redressement de la division yaourts dépassent le cadre européen: 1/ des économies de coûts sont aussi réalisées en CEI et dans d'autres PEM tels que le Brésil, et 2/ une optimisation du portefeuille est à l'œuvre au niveau mondial.

**Fig. 30: Etat d'avancement mondial de la rationalisation du portefeuille**



Source: Danone

Nous ne pensons pas qu'une stabilisation de l'Europe soit possible l'année prochaine compte tenu des efforts qu'il reste à faire en termes de rationalisation du portefeuille (la majeure partie étant néanmoins achevée). Nous prévoyons une baisse de la région de 2%. En intégrant une progression de 3% aux EU et en CEI et de 5% en Asie-Pacifique/Amérique latine, nous estimons que la croissance organique des ventes de yaourts en 2016 devrait être de 2%. L'année suivante, les ventes de la division devraient augmenter de 3,5% grâce à la stabilisation de la zone européenne et à une croissance *mid single digit* dans les autres régions. Le groupe atteindra ainsi l'objectif qu'il s'était fixé pour 2020. Nous révisons à la hausse nos estimations de marge opérationnelle courante pour les PLF sur les trois prochaines années. Nous anticipons à présent une progression de 40pbs à 9,7% en 2015 (contre 9,5% précédemment). Sur les deux années suivantes, la marge devrait augmenter respectivement de 30pbs et de 50pbs à 10% et 10,5%. En 2020, elle atteindra 11,7%, soit une hausse de 200pbs (hors effets de change) par rapport à 2015, en ligne avec la guidance du groupe.

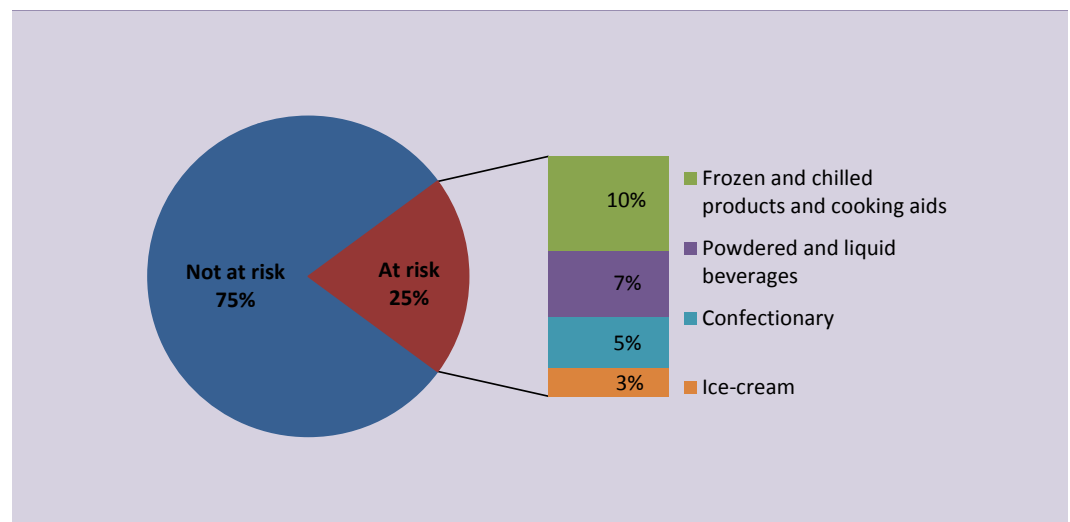
## 5. Nestlé est plus à risque

Nous estimons que 25% du portefeuille de Nestlé est à risque (5.1), ce qui correspond aux ventes dans les pays développés de certain(e)s: produits surgelés et réfrigérés et aides culinaires/boissons liquides et en poudre/confiserie/glaces. Les mesures fortes mises en place par la société ne concernent que 8% de ses ventes (5.2): les produits surgelés aux Etats-Unis (5%) et les crèmes glacés/produits surgelés en Europe (3%). D'autres initiatives vont dans le bon sens mais leur impact est minimal (lancement du chocolat Cailler) ou incertain (reformulation).

### 5.1. 25% du portefeuille est à risque

Selon nos estimations, les évolutions de l'industrie agroalimentaire impactent 25% des ventes de Nestlé. Il s'agit des ventes dans les pays développés de certain(e)s: produits surgelés et réfrigérés et aides culinaires (10% des ventes du groupe)/boissons liquides et en poudre (7%)/confiserie (5%)/crèmes glacées (3%).

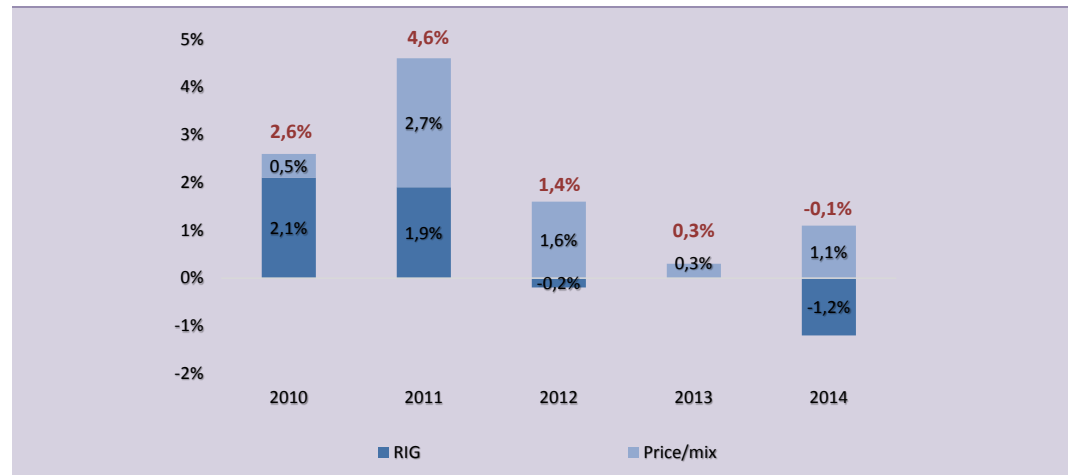
Fig. 31: Le portefeuille de Nestlé



Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

#### 5.1.1. Les produits surgelés et réfrigérés et les aides culinaires: 10%

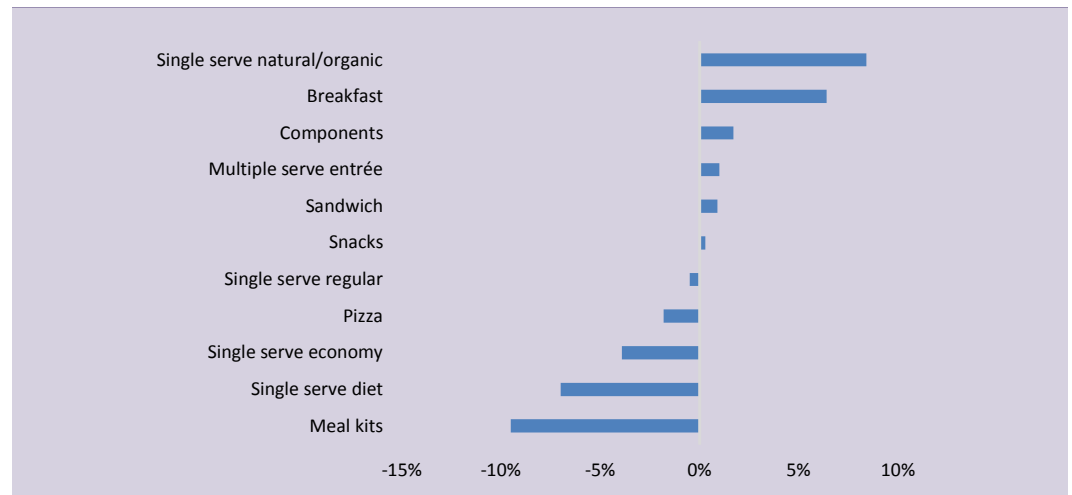
Cette catégorie souffre de l'augmentation de la consommation hors maison mais surtout des changements dans les goûts des consommateurs. Privilégiant la qualité de la nourriture à son aspect pratique, ces derniers préfèrent les produits frais aux plats transformés qui contiennent souvent des conservateurs, sont plus caloriques... En 2014, les ventes de Nestlé de plats préparés et aides culinaires ont baissé de 0,1% sur une base organique.

**Fig. 32: Evolution des ventes en organique de la division plats préparés et aides culinaires**


Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

Le ralentissement de cette division est dû aux difficultés dans les pays développés des segments de la nourriture réfrigérée (en Europe de l'Ouest, principalement Herta) et des aides culinaires qui représentent chacun 2% des ventes du groupe. Mais il provient surtout des surgelés dont le poids dans le portefeuille atteint 6%.

En moyenne, le marché des produits surgelés aux Etats-Unis a affiché une baisse annuelle *low single digit* ces dernières années. Dans ce pays, le premier en termes de ventes du groupe (26%), Nestlé dérive 17% de son CA de la catégorie et voit ses difficultés renforcées par son positionnement produits. Les pizzas (Di Giorno, Tombstone...) représentent 38% de ses ventes de surgelés aux EU, un segment en recul de 2% en moyenne entre 2012 et 2014. Ses autres plats tout prêts (47% de ses ventes) comprennent des formats standards (marque : Stouffer's) et des plats diététiques (marque : Lean Cuisine) qui ont enregistré des baisses de marché de respectivement 0,5% et 7%. A l'inverse, le groupe est sous-exposé au segment des en-cas qui fait preuve de davantage de résilience et son portefeuille ne comprend pas de plats biologiques/petits déjeuners, deux segments en hausse de respectivement 8,4% et 6,4% en moyenne sur la période 2012-2014.

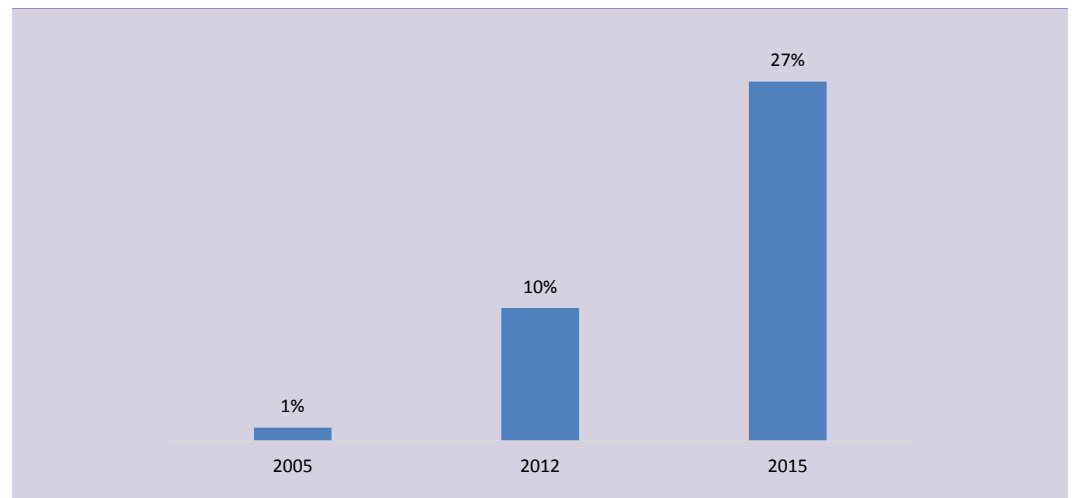
**Fig. 33: Marché : évolution des ventes de produits surgelés (TCAM 2012-2014)**


Source: Bryan, Garnier & Co

### 5.1.2. Les boissons liquides/en poudre: 7%

Dans les pays développés, les consommateurs se détournent des boissons prêtes à l'emploi telles que Nesquik, Milo et Nestea. Ils privilégient également les dosettes au café soluble et en poudre. En 2015, 27% de la population américaine possède une machine à capsules (1% en 2005). Aux Etats-Unis, les ventes de capsules devraient augmenter de 25% d'ici 2019, alors que le marché du café dans son ensemble est attendu en hausse de 9%. Nous estimons donc que 7% des ventes de Nestlé sont à risque. Ce chiffre exclut bien entendu Nespresso et Dolce Gusto.

**Fig. 34: Pourcentage des consommateurs américains qui possèdent une machine à dosettes**

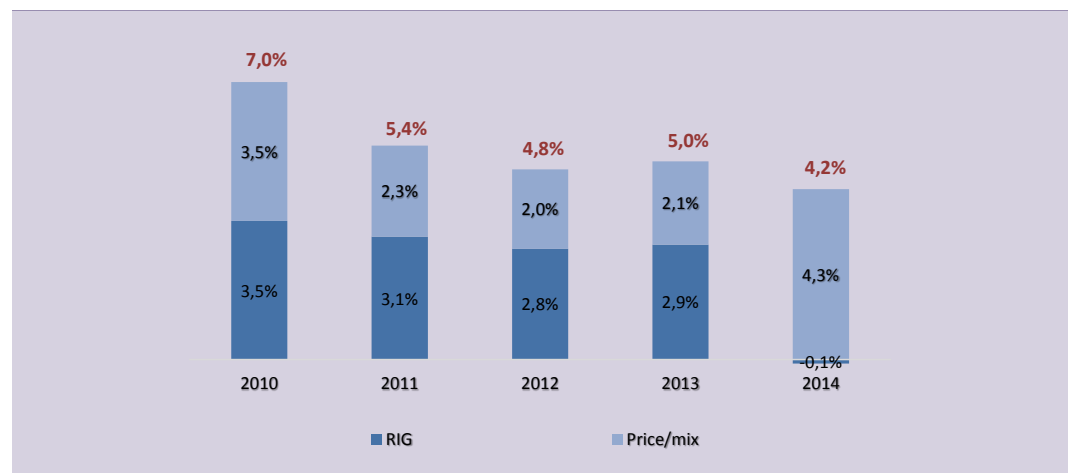


Source: Statista 2015

### 5.1.3. La confiserie: 5%

Si les hausses de prix ont permis au groupe de maintenir un rythme de progression des ventes relativement sain, les volumes de confiserie de Nestlé décélèrent de manière quasi-constante depuis 2010.

**Fig. 35: Evolution en organique des ventes de la division confiserie**



Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co



La performance des bonbons dans les pays développés (1% des ventes du groupe) est médiocre pour des raisons évidentes d'inadéquation avec les goûts des consommateurs qui recherchent une nourriture plus saine et équilibrée. Mais c'est principalement le chocolat aux Etats-Unis et surtout en Europe qui pèse (4% des ventes du groupe). Nestlé a manqué l'émergence du segment premium qui répond à une plus grande exigence des consommateurs. La qualité, la diversité des origines, et l'originalité des saveurs (chia, grenade...) sont devenues des critères de choix importants. Le chocolat premium affiche une croissance de 10%, très nettement supérieure à celle du segment milieu de gamme (+5%) auquel Nestlé reste très largement dépendant, principalement par le biais de sa marque KitKat (40% des ventes de chocolat du groupe). A l'inverse, le chocolatier Lindt qui bénéficie d'un portefeuille fourni de produits premium enregistre de très bonnes performances sur ces principaux marchés. Au S1 2015, ses ventes en organique ont progressé de 6,9% en Europe et de 10,3% au sein de la zone ALENA.

#### 5.1.4. Les glaces: 3%

Les fabricants de crèmes glacées connaissent dans les pays développés une baisse structurelle de leurs volumes. C'est le résultat de l'augmentation de la consommation hors maison et surtout des changements dans les goûts des consommateurs qui privilégient les petits formats et les alternatives plus saines telles que les yoghourts glacés ou les glaces artisanales. La concurrence s'est ainsi considérablement accrue, notamment de la part des petites marques. Nestlé affiche une sous-performance par rapport à Unilever, en particulier en Europe de l'Ouest où la société anglo-néerlandaise a enregistré de belles réussites sur le segment premium avec Magnum, Carte D'Or et Ben & Jerry's. Sa part de marché mondiale a décliné de deux points de 13% en 2010 à 11% actuellement. Sur la même période, celle d'Unilever a progressé de 21% à 23%.

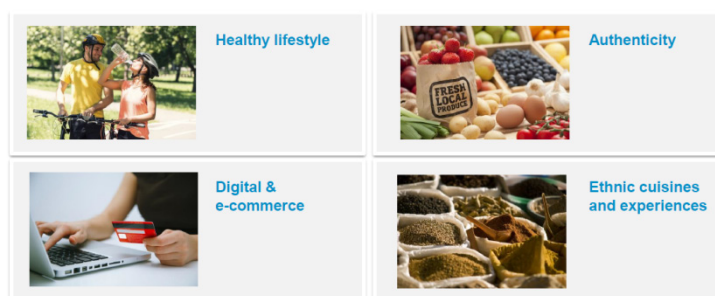
## 5.2. Des mesures fortes qui concernent 8% du portefeuille

Les mesures fortes mises en place par Nestlé ne concernent que 8% de son portefeuille sur les 25% que nous avons estimés être à risque. Il s'agit des produits surgelés aux Etats-Unis (5%) et des crèmes glacées/produits surgelés en Europe (3%). Le groupe a pris un certain nombre d'autres initiatives qui vont dans le bon sens mais dont nous jugeons l'impact minimal ou incertain.

### 5.2.1. Le redressement des produits surgelés aux Etats-Unis (5%)

Un des grands chantiers de Nestlé a été et demeure la restauration de la performance des produits surgelés aux Etats-Unis. En février 2015, Mr Paul Bulcke a mentionné la nécessité de se reconnecter avec la base de consommateurs en prenant mieux en considération leurs préoccupations.

**Fig. 36: Préoccupations des consommateurs**



Source: Nestlé

Pour ce faire, le groupe a relancé sa ligne de produits surgelés avec comme principaux axes d'amélioration **le renforcement de la qualité des ingrédients, la reformulation** (réduction/élimination des ingrédients « toxiques » tels que le sel, les saveurs artificielles...) et le **développement de nouvelles occasions de consommation** (petit-déjeuner, snacking).

**Fig. 37: Des nouveaux moments de consommation**

Core Consumer Needs	lean cuisine	Buitoni	HOT POCKETS LEAN POCKETS	Stouffers DIGIORNO California Pizzeria	STONE ISLAND JACOBS
	Making healthful choices	Good Food, Good Times	Snacking / Immediate energy	Easy, tasteful food that allows you to relax and spend time with others	Convenient, reliable, fun
Breakfast	✓		✓	✓	
Snacking	✓		✓	✓	
Meals	✓	✓		✓	✓

✓ Historic strongholds      ✓ New territory

Source: Nestlé

Mais les mesures divergent selon les marques:

- **Lean Cuisine.** L'innovation et l'expansion vers de nouvelles occasions de consommation (en-cas et petit-déjeuner) ont été privilégiées par Nestlé pour redresser Lean Cuisine. Le groupe s'est également efforcé de modifier le positionnement démodé de la marque en la faisant évoluer d'un concept de plat régime à celui de plat équilibré.

**Fig. 38: Changement de positionnement pour Lean Cuisine**



Source: Nestlé

- **Stouffers.** Nestlé cherche à améliorer l'image de la marque par le biais de la reformulation (élimination des saveurs artificielles, réduction du sodium...) et l'accent mis sur la notion d'héritage dans les campagnes de communication.

Des produits surgelés en hausse de 8-10% au T3

- **Hot Pockets.** La reformulation a également été significative sur cette marque : utilisation d'ingrédients de plus grande qualité, réduction du sodium, élimination des saveurs et des colorants artificiels...Nestlé a aussi conduit un travail d'optimisation de son portefeuille (diminution du nombre de références, meilleure ciblage des promotions...). Parallèlement, il a lancé de nouveaux produits qui répondent davantage aux goûts de la génération du Millénaire pour la cuisine ethnique.
- **Di Giorno.** Le groupe s'est concentré sur l'amélioration de la perception des consommateurs, en communiquant davantage sur le registre de l'émotion et au moyen du digital. La réduction du sodium, l'élimination des conservateurs a fait également partie des mesures mises en place par le groupe, de même que la diminution du nombre de références.

Outre ce travail de révision du portefeuille de produits, Nestlé a opéré un certain nombre de changements dans son équipe de direction aux Etats-Unis. Les premiers résultats sont positifs. **Lors de la présentation de ses ventes des neuf mois, le groupe a déclaré que ses produits surgelés aux Etats-Unis étaient en croissance sur les sept derniers mois.** Sur le troisième trimestre, la progression des ventes a atteint 8-10%. **Nestlé regagne des parts de marché** et se montre extrêmement confiant sur sa capacité à croître de manière durable.

### 5.2.2. Les produits surgelés et les crèmes glacées en Europe (3%) : cession et partenariat

En octobre 2015, Nestlé a annoncé la création d'une joint-venture avec R&R. Les activités concernées sont principalement les produits surgelés (en excluant la pizza) et les crèmes glacées en Europe (avec également l'Egypte, les Philippines, le Brésil et l'Argentine). Elles représentent 2,2% des ventes du groupe. Nestlé et R&R ont des profils complémentaires, notamment en termes de distribution. Les bars/restaurants sont le circuit privilégié de Nestlé tandis que R&R est surtout présent dans les commerces au détail. En outre, R&R dispose d'une expertise forte en termes d'optimisation de la production (*lean manufacturing*). La nouvelle structure sera dirigée par Mr Najafi, directeur général de R&R, mais le conseil d'administration sera présidé par Mr Luis Cantarell, directeur général de Nestlé Europe/Moyen-Orient/Afrique et les sièges seront répartis également entre Nestlé et PAI, l'actionnaire majoritaire de R&R.

**Fig. 39: Complémentarité des deux sociétés**



Source: Nestlé

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Cette opération devrait remédier aux difficultés en Europe de l'Ouest des surgelés et des glaces de Nestlé. Le groupe sera mieux armé pour affronter la concurrence d'Unilever qui a su tirer parti de la croissance du segment premium grâce à ses marques existantes Magnum, Carte D'Or et Ben & Jerry's et à des acquisitions habiles (les fabricants de glaces premium Grom en octobre 2015 et TalentiGelato e Sorbetto en décembre 2014). Il deviendra la n°2 mondial des crèmes glacées derrière la société anglo-néerlandaise. Nous estimons que la déconsolidation qui devrait intervenir au S2 2016 devrait permettre une relution de 10bps de la croissance organique des ventes et de 15bps de la marge.


Nestlé a par ailleurs finalisé en novembre 2015 la cession de Davigel (0,8% des ventes du groupe), une entreprise spécialisée dans les produits surgelés et réfrigérés pour la restauration collective et commerciale.

### 5.2.3. Des initiatives à l'impact minimal ou incertain


Nestlé a notamment fait des efforts considérables en termes de reformulation. 44 000 produits ont été rénovés ces dernières années, dont 22 000 afin de réduire le sucre, le sodium, les graisses, les calories et les colorants artificiels et 27 000 dans le but d'améliorer le profil nutritif. Le groupe passe constamment en revue un tiers de ses références en vue d'une éventuelle reformulation. Mais les résultats sont incertains. Les consommateurs sont susceptibles de ne pas apprécier le changement de goût ou l'augmentation de prix. Certains peuvent s'inquiéter de la présence d'ingrédients artificiels.


Le groupe a décidé d'utiliser une de ses marques existantes, Cailler, pour remédier à sa sous-exposition au chocolat premium en Europe de l'Ouest et en Amérique du Nord et concurrencer Godiva et Lindt. La distribution s'opérera essentiellement via Internet (principalement Amazon). L'initiative est intéressante mais pourrait mettre du temps à porter ses fruits. Une image de marque ne se construit pas en un jour et les concurrents sont eux bien établis.


Fig. 40: Le chocolat Cailler



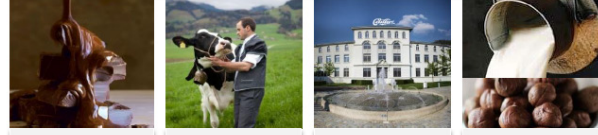
- Iconic brand with almost 200 year history
- 100% Swiss made at Maison Cailler (Broc)
- eCommerce as a premium channel with Amazon as primary retailer
- Presence in selected airport duty free shops







Home of Swiss chocolate since 1819

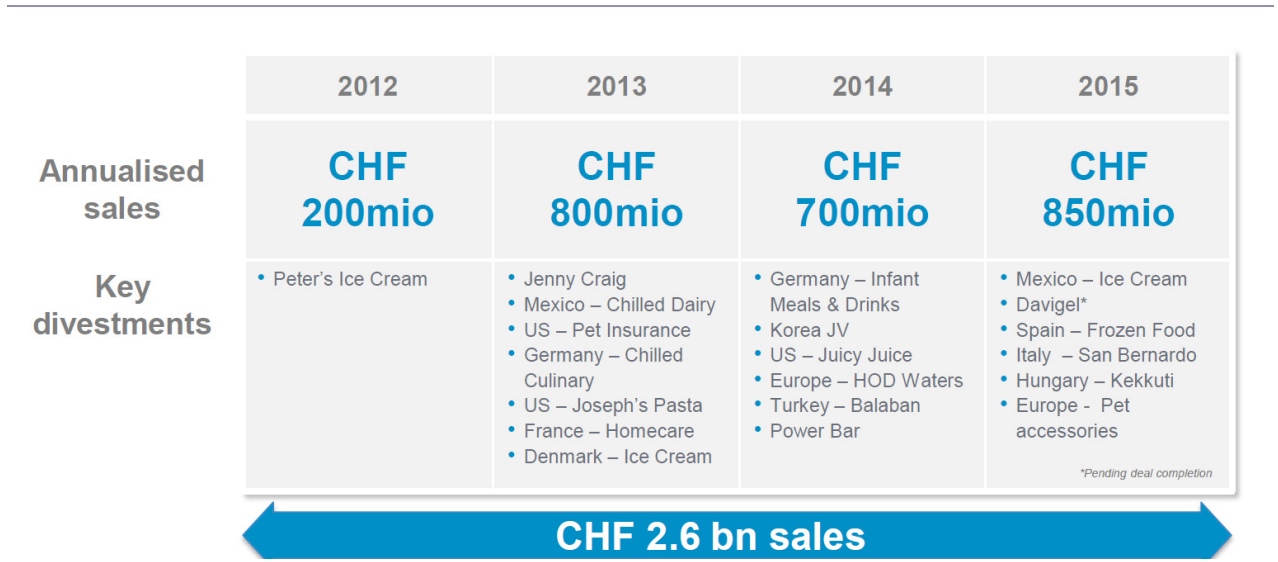


Genuine
Real
Provenance
Ingredients

Source: Nestlé

Ces mesures vont dans le bon sens mais nous jugeons leur impact incertain ou minimal. Ainsi, les cessions effectuées sur les quatre dernières années pour un montant total de 2,6MdsCHF ont représenté par an moins de 1% des ventes du groupe ! Il s'agit des repas régime Jenny Craig, des bars énergétiques Power Bar, des produits laitiers frais au Mexique, des glaces en Afrique du Sud, des jus de fruits Juicy Juice...

**Fig. 41: Cessions de Nestlé**



Source: Nestlé

## 6. Privilégier Danone

### 6.1. Un secteur Food & Beverage bien valorisé

En 2015, le secteur Food & Beverage a surperformé le DJ Stoxx 600 de 9%. Après les turbulences du mois d'août, les investisseurs se sont positionnés sur des valeurs défensives. Les brasseurs ont affiché la meilleure performance (+18% sur l'année par rapport au DJ Stoxx), tirée par l'opération de ABI sur SAB. Ils ont été suivis par les groupes de spiritueux (+15%) tandis que le Food a été à la traine (+6%).

Fig. 42: Performance boursière du Stoxx Europe 600 Food & Beverage et du DJ Stoxx

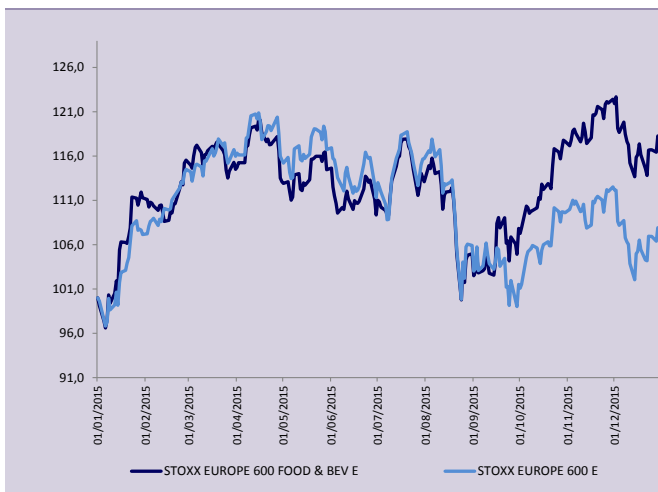
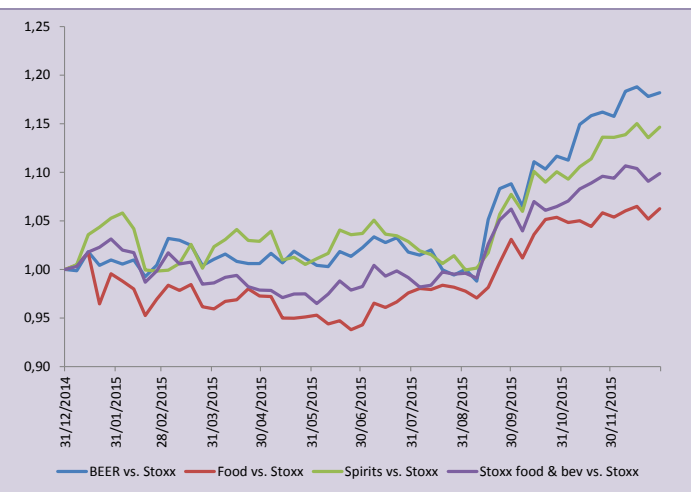


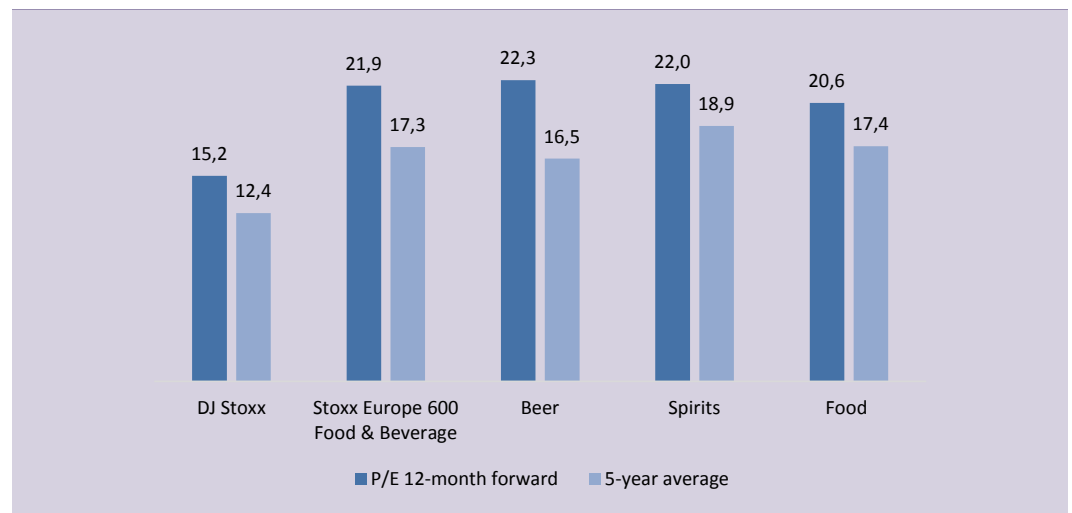
Fig. 43: Performances boursières relatives des spiritueux, brasseurs et du Food par rapport au DJ Stoxx



Source: Thomson Reuters

Le secteur Food & Beverage traite à présent sur un P/E 12-month forward de 21,9x, soit une prime de 26% par rapport à sa moyenne des cinq dernières années. La prime de nos trois valeurs de Food est de 18% (brasseurs: +35%, spiritueux: +16%).

Fig. 44: P/E 12-month forward



Source: Thomson Reuters

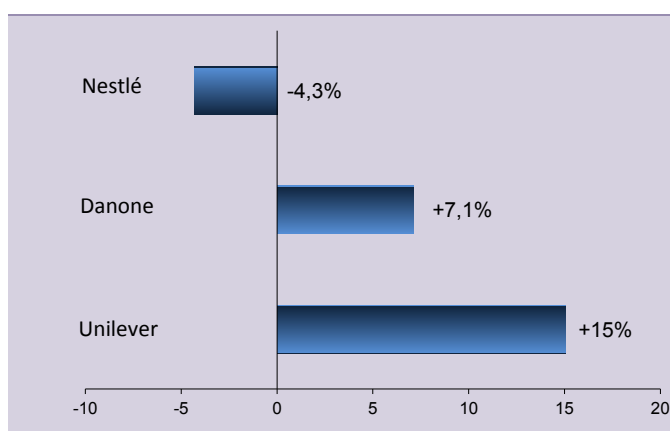
Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.



## 6.2. Valorisation comparée des acteurs de l'agroalimentaire

En dépit de la bonne performance des trois derniers mois, le P/E 12-month forward de Danone n'est que de 20,1x (sur la base d'un consensus qui est 2,5% en-dessous de nos estimations) contre 21,2x pour Nestlé (nos prévisions se situant 1,6% en-dessous du consensus) et 20,4x pour Unilever. Danone affiche également une décote (16,0x) par rapport à Nestlé (17,0x) en termes d'EV/EBIT 12-month forward. Il se traite toutefois avec une prime par rapport à Unilever (14,7x).

Fig. 45: Performance des groupes sur 2015



Source: Thomson Reuters

Fig. 46: Performance des groupes sur les trois derniers mois (vs DJ Stoxx)

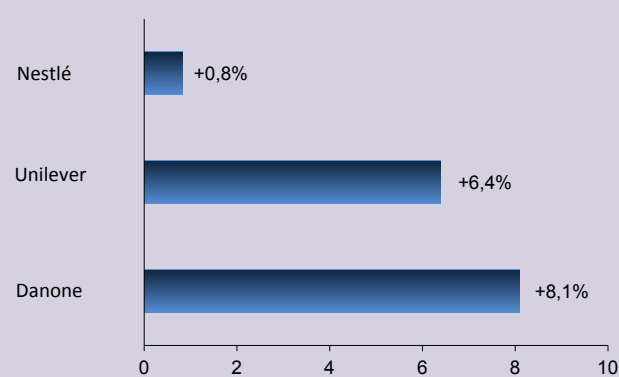
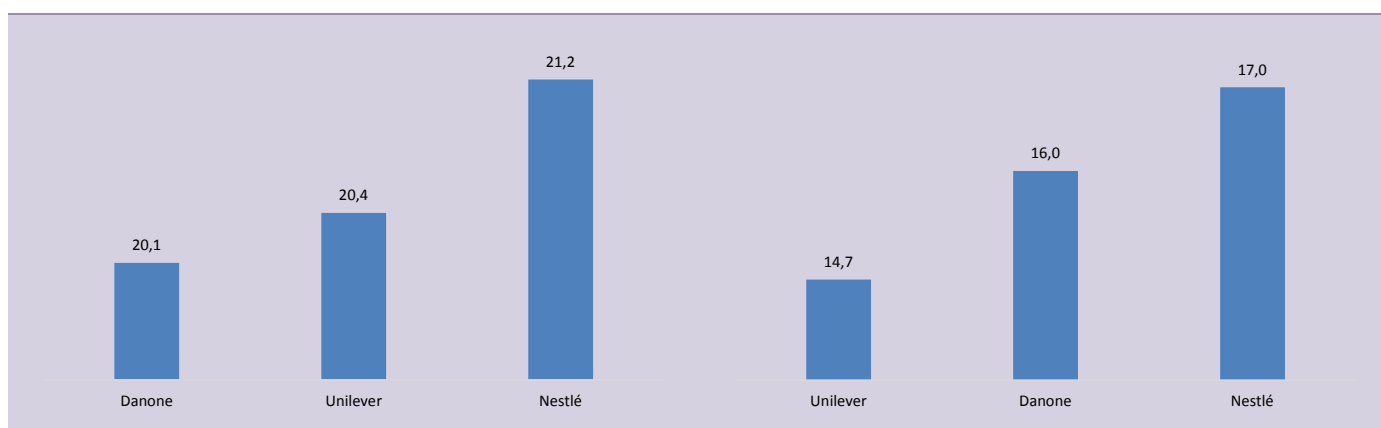
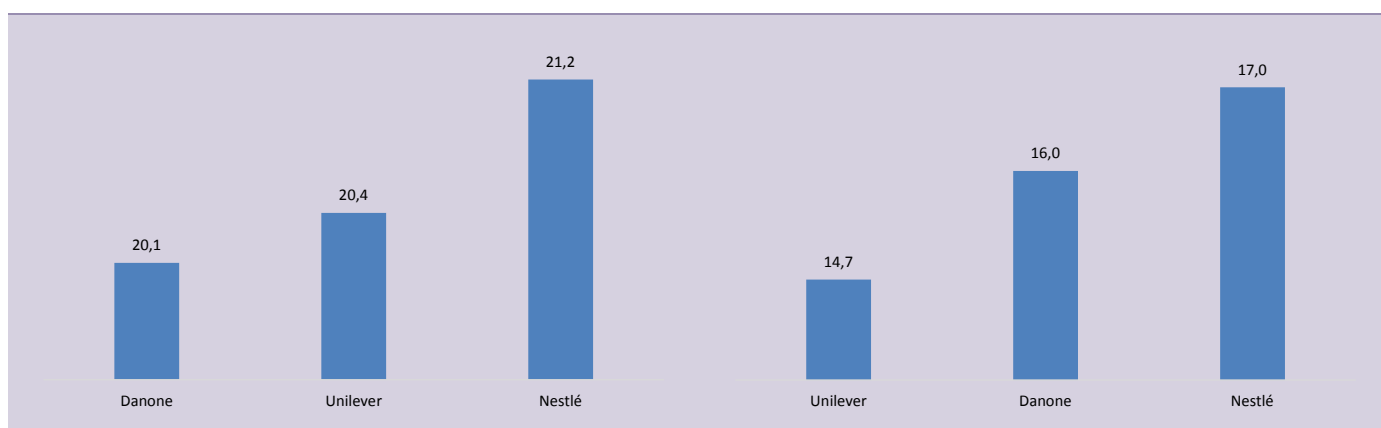


Fig. 47: P/E 12-month forward



Source: Thomson Reuters

Fig. 48: EV/EBIT 12-month forward



### 6.3. Notre valeur préférée

L'analyse des défis posés par l'évolution de l'industrie agroalimentaire renforce notre conviction positive sur Danone:

- **Nous estimons que seuls 16% de son portefeuille, correspondant aux yaourts en Europe (hors CEI), sont à risque.** Les autres divisions conservent globalement intact leur potentiel de croissance. Danone a indiqué qu'à moyen terme l'Eau et la Nutrition Infantile devraient croître de 7-10% et la Nutrition Médicale de 6-8%.
- **La société a établi des objectifs précis.** La division yaourts devrait revenir à un rythme de croissance de 3-5% à horizon 2020. La marge opérationnelle courante devrait progresser de 200pbs (hors effets de change) sur la même période.
- **Elle a également un plan pour les atteindre:** changement du modèle marketing, recours aux innovations, rationalisation du portefeuille et recentrage des ressources sur huit marques clefs (Danone, Activia, Actimel, Vitalinea, Danio, Oikos, Danette, Danonino), optimisation des opérations...
- **Les premiers résultats sont positifs.** Des marchés tels que l'Espagne, l'Italie (tous deux sont stables), l'Allemagne, la Pologne ou la Belgique montrent des signes d'amélioration. La reprise d'Actimel se poursuit. Depuis le T4 2014, la marque a enregistré trois trimestres de croissance des ventes. La marge brute des Produits Laitiers Frais en Europe a enregistré une progression de 140pbs au S1 2015 hors effets des prix du lait.

La croissance organique des ventes de la division yaourts devrait atteindre la fourchette basse de la guidance en 2017. Nous anticipons une progression de +3,5%, impliquant une stabilisation de l'Europe, une croissance de 3% aux EU et en CEI et de 5% en Asie-Pacifique/LATAM. En 2016, les ventes devraient augmenter de 2% en organique. Nous révisons à la hausse nos estimations de marge opérationnelle courante pour les PLF sur les trois prochaines années. Nous anticipons à présent une progression de 40pbs à 9,7% en 2015 (contre 9,5% précédemment). Sur les deux années suivantes, la marge devrait augmenter respectivement de 30pbs et de 50pbs à 10% et 10,5%.

**Nous estimons que les ventes du groupe devraient progresser de 4,5% en organique en 2016** (+4,2% cette année dans le bas de la guidance de 4-5%), provenant d'une croissance de +1,8% des PLF, de 5% des Eaux, de 9% de la Nutrition Infantile et de 7,5% de la Nutrition Médicale. **La marge opérationnelle courante est attendue en hausse de 50pbs en 2016** (+40pbs en 2015). **Nos prévisions restent globalement inchangées (BPA 2015-2017 augmentés de 1%)** car si nous avons relevé les marges des yaourts, nous avons ajusté à la baisse la croissance organique des ventes de l'Eau.

Notre Fair Value est ajustée à la hausse de 69EUR à 74EUR pour tenir compte du roll-over. En dépit de la bonne performance des trois derniers mois, le P/E 12-month forward de Danone n'est que de 20,1x (sur la base d'un consensus qui est 2,5% en-dessous de nos estimations) contre 21,2x pour Nestlé (nos prévisions se situant 1,6% en-dessous du consensus) et 20,4x pour Unilever.



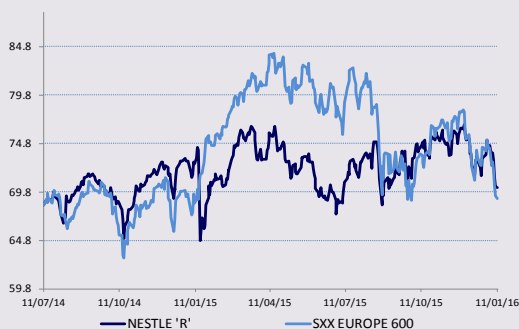
INDEPENDENT RESEARCH

13 janvier 2016

Agro-Alimentaire & Boissons

Bloomberg	NESN.VX
Reuters	NESZn.VX
+Haut /+Bas 12 mois (CHF)	76,8 / 64,8
Capitalisation Boursière (MCHF)	223 985
Valeur d'Entreprise	240 353
Volume moyen 6 mois (000 actions)	5 755
Flottant	100%
TMVA BPA (3 ans)	2,4%
Gearing (12/14)	1%
Rendement (12/15e)	3,20%

Fin Décembre	12/14	12/15e	12/16e	12/17e
C. d'affaires (MCHF)	91 612	90 038	90 695	95 109
EBIT (MCHF)	14 019	13 917	14 356	15 298
BPA Publié (CHF)	3,44	3,32	3,44	3,70
BPA dilué (CHF)	3,43	3,31	3,43	3,69
EV/CA	2,58x	2,67x	2,62x	2,47x
EV/EBITDA	13,2x	13,6x	13,2x	12,2x
EV/EBIT	16,9x	17,3x	16,6x	15,4x
P/E	20,5x	21,2x	20,5x	19,0x
ROCE	12,1	12,0	12,4	13,5



# Nestlé

## La belle endormie

Fair Value 76CHF (cours 70,25CHF)

**NEUTRE**  
Initiation de couverture

**Non seulement les perspectives sont mitigées tant dans les pays développés que dans les émergents mais la valorisation apparaît peu attractive. Un programme de rachat d'actions est cependant fortement probable et justifie notre recommandation Neutre. Notre Fair Value ressort à 76 CHF.**

■ **Les pays développés face à des défis structurels.** Nestlé est confronté à un changement du cadre économique/réglementaire et des goûts des consommateurs, lesquelles tendent à rejeter les produits industriels et les marques et à favoriser les produits artisanaux. Nous estimons que 25% de son portefeuille est exposé à ces nouvelles tendances et est donc à risque. Les mesures fortes mises en place par le groupe ne concernent que 8% de ses ventes.

■ **Un ralentissement dans les pays émergents.** Au T3 2015, la croissance organique des ventes dans ces pays a atteint le point bas de 5,8%. La reprise est plus lente qu'anticipé en Chine où Nestlé a été impacté par un ralentissement du secteur du Food & Beverage et l'inadaptation de son offre à l'évolution des goûts des consommateurs tant en termes de produit que de circuit de distribution.

■ **Des perspectives mitigées.** 2016 devrait être la quatrième année consécutive où est manqué ce qu'on appelle le « modèle Nestlé », à savoir une progression annuelle des ventes de 5/6% en organique. La nécessité d'investissements en Chine et aux Etats-Unis et l'absence de mesures de restructuration devrait peser sur l'amélioration de la marge opérationnelle courante en organique (+24bps en 2015 et +23bps en 2016).

■ **Une valorisation peu attractive.** Le P/E 12-month forward de Nestlé atteint 21,2x (sur la base d'un consensus qui est 1,6% au-dessus de nos estimations) contre 20,4x pour Unilever et 20,1x pour Danone (nos estimations se situant 2,5% au-dessus du consensus). Notre Fair Value dérivée de notre DCF ressort à 76 CHF, ce qui implique un *upside* limité (+8%). Notre recommandation Neutre se justifie par l'hypothèse fortement probable de l'annonce d'un programme de rachat d'actions lors de la publication des résultats annuels.

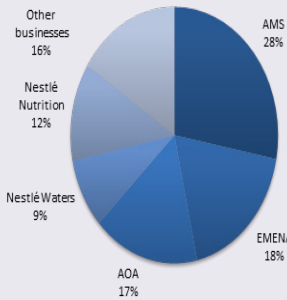


**Analyst:**  
**Virginie Roumage**  
33(0) 1.56.68.75.22  
vroumage@bryangarnier.com

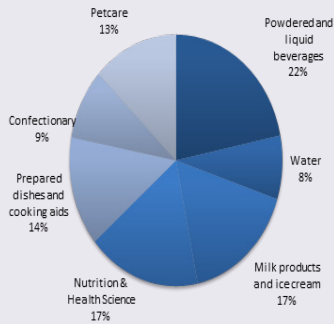
**Sector Analyst Team:**  
Nikolaas Faes  
Loïc Morvan  
Antoine Parison  
Cédric Rossi

Nestlé

Breakdown of group's sales by division, 2015e



Breakdown of group's sales by food category, 2015e



Activités

Nestlé est l'un des principaux acteurs de l'agroalimentaire dans le monde. Son portefeuille de produits est très complet: Boissons liquides et en poudre, Eau, Produits laitiers et Glaces, Nutrition et Health Science, Plats préparés et aides culinaires, Confiserie, et Produits pour animaux de compagnie.

Simplified Profit & Loss Account (CHFm)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Revenues	89 721	92 158	91 612	90 038	90 695	95 109
Reported change (%)	7,3%	2,7%	-0,6%	-1,7%	0,7%	4,9%
Organic change (%)	5,9%	4,6%	4,5%	4,2%	4,5%	4,9%
Adjusted EBITDA	17 009	18 057	17 874	17 670	18 025	19 185
Trading operating profit	13 464	14 047	14 019	13 917	14 356	15 298
Change (%)	7,4%	4,3%	-0,2%	-0,7%	3,2%	6,6%
Financial result	-705	-631	-637	-659	-603	-551
Pre-Tax profits	13 388	13 068	10 905	13 417	13 856	14 798
Tax	-3 259	-3 256	-3 367	-3 401	-3 560	-3 835
Profits from associates	1 253	1 264	8 003	870	920	990
Minority interests	-449	-430	-448	-470	-485	-500
Net profit	10 677	10 445	14 904	10 227	10 614	11 402
Adjusted net profit _ group share	10 371	11 175	10 968	10 379	10 694	11 510
Change (%)	5,4%	7,8%	-1,9%	-5,4%	3,0%	7,6%
<b>Cash Flow Statement (CHFm)</b>						
Cash flows from operating activities	16 605	17 420	17 228	16 298	16 577	17 652
Working capital variation	2 015	1 360	-114	-134	176	-55,2
Capex, net	-5 598	-5 330	-4 423	-3 872	-3 900	-4 090
Other						
Free cash flow	10 070	9 662	10 277	9 215	9 635	10 043
M&A	-10 774	100	2 293	0,0	0,0	0,0
Dividends	-6 213	-6 552	-6 863	-6 904	-7 020	-7 176
Other	3 125	220	-3 342	-6 355	0,0	0,0
Net debt	18 120	14 690	12 325	16 368	13 753	10 886
<b>Balance Sheet (CHFm)</b>						
Property, plant and equipment	26 576	26 895	28 421	27 853	28 688	29 549
Intangibles assets	45 706	43 712	54 357	53 270	52 684	50 251
Cash & equivalents	5 713	6 415	7 448	2 595	4 180	5 354
current assets	34 020	30 066	33 961	27 483	29 023	31 403
Other assets	34 020	30 066	33 961	27 483	29 023	31 403
Total assets	19 575	19 769	16 711	18 767	17 328	16 299
L & ST Debt	27 416	21 743	21 206	19 223	18 193	16 499
Others liabilities	35 796	34 460	40 187	34 933	34 827	35 823
Shareholders' funds	61 007	62 575	70 130	71 337	72 846	73 295
Total Liabilities	63 213	56 303	61 566	54 256	53 070	52 373
<b>Capital employed</b>						
<b>Ratios</b>						
Trading operating profit	15,20	15,20	15,30	15,46	15,83	16,09
Underlying tax rate	-27,30	-27,00	-27,10	-28,00	-28,00	-28,00
Adjusted net profit _ group share	11,56	12,13	11,97	11,53	11,79	12,10
ROE (after tax)	17,00	17,86	15,64	14,55	14,68	15,70
ROIC (after tax)	12,65	14,11	12,05	12,01	12,40	13,49
Net debt/EBITDA	1,07	0,81	0,69	0,93	0,76	0,57
Pay out ratio	63,15	61,57	64,11	68,03	67,10	63,70
Number of shares, diluted	3 195	3 200	3 196	3 138	3 120	3 120
<b>Data per Share (CHF)</b>						
Adjusted basic EPS	3,26	3,50	3,44	3,32	3,44	3,70
Adjusted diluted EPS	3,25	3,49	3,43	3,31	3,43	3,69
% change	5,7%	7,6%	-1,7%	-3,6%	3,6%	7,6%
BVPS	19,09	19,55	21,94	22,73	23,35	23,49
Operating cash flows	5,20	5,44	5,39	5,19	5,31	5,66
FCF	3,15	3,02	3,22	2,94	3,09	3,22
Net dividend	2,05	2,15	2,20	2,25	2,30	2,35

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

## Sommaire

1. Investment Case.....	44
2. La société en bref.....	45
3. Des difficultés persistantes en 2016 .....	47
3.1. Des pays développés en hausse de 2,5%.....	47
3.2. Des pays émergents en hausse de 7%.....	48
4. Des perspectives mitigées .....	53
4.1. Une croissance organique des ventes de 4,5% en 2016.....	53
4.2. Une progression limitée de la marge opérationnelle courante .....	56
5. Neutre, Fair Value: 76 CHF.....	58
5.1. Une absence de catalyseur .....	58
5.2. Des estimations en-dessous du consensus.....	59
5.3. Une valorisation par les multiples peu attractive .....	60
5.4. Un titre proche de sa juste valeur .....	61
5.5. Un risque à la hausse: le rachat d'actions .....	62

# 1. Investment Case

*Pourquoi investir maintenant?*



## Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

L'initiation de Nestlé vise à enrichir notre couverture du secteur. Les évolutions de l'industrie agroalimentaire et l'insuffisance des mesures prises par le groupe pour s'adapter devraient impacter ses marchés développés en 2016. Dans les émergents, la situation au Brésil, en Inde et surtout en Chine reste difficile.

*Attractif ou non?*



## Valorisation

Notre Fair Value de 76 CHF est issue de notre DCF et laisse apparaître un potentiel d'appréciation du titre de 8%. Le P/E 12-month forward de Nestlé atteint 21,2x (sur la base d'un consensus qui est 1,6% au-dessus de nos estimations) contre 20,4x pour Unilever et 20,1x pour Danone (nos estimations se situant 2,5% au-dessus du consensus).

*Horizon d'investissement?*



## Catalyseurs

Nous ne pensons pas que l'annonce des résultats annuels le 18 février puisse constituer un catalyseur sur le titre: 1/ la progression organique des ventes devrait être de 4,2%, dans la fourchette basse de la guidance (autour de 4,5%), 2/ l'augmentation de la marge opérationnelle courante devrait être limitée à +16pbs (+24pbs en LFL) sur l'année, et 3/ la guidance communiquée par le groupe pour 2016 devrait être une hausse des ventes en organique d'environ 4,5%, en-dessous de son « modèle » (croissance organique annuelle de 5/6%).

*Valeur ajoutée?*



## Différentiation face au consensus :

Nos estimations pour l'année 2015 se situent globalement en ligne avec les attentes du marché. Sur les deux années suivantes, nous nous positionnons 2,6% et 2,7% en-dessous du consensus en termes de ventes et 2,9% et 2,2% en-dessous en termes de résultat opérationnel courant.

*Quels risques?*



## Risques

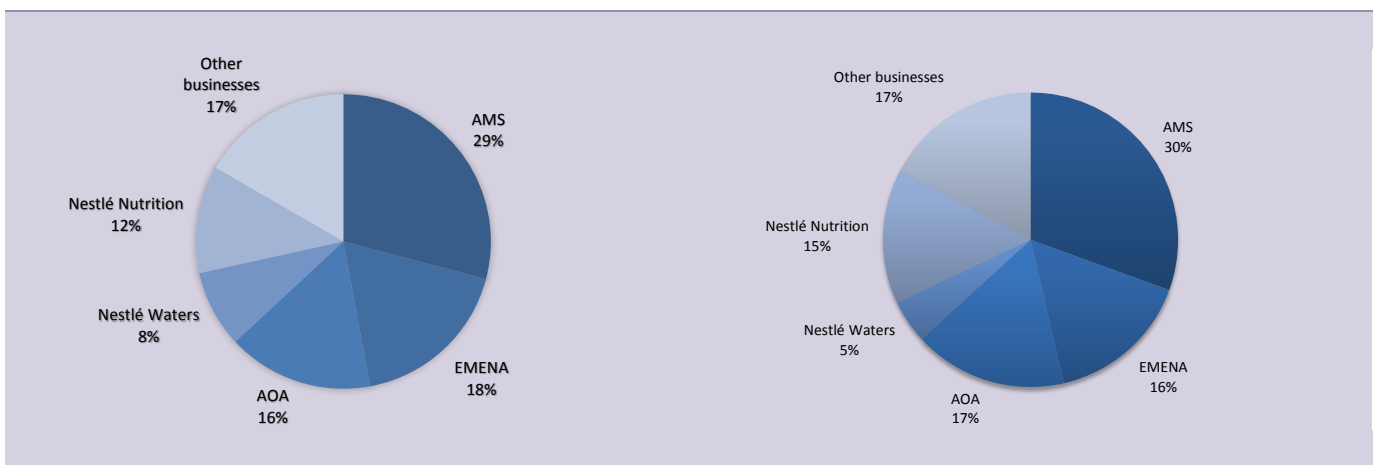
L'annonce d'un programme de rachat d'actions lors de la publication des résultats annuels impacterait positivement le cours du titre. A l'inverse, une augmentation du Franc Suisse constitue un risque à la baisse.

## 2. La société en bref

Nestlé est l'un des principaux acteurs de l'agroalimentaire dans le monde. Le groupe est divisé en six divisions: Zone AMS (Amériques), Zone EMENA (Europe, Moyen-Orient et Afrique du Nord), Zone AOA (Asie, Océanie, Afrique Sub-Saharienne), Nestlé Waters, Nestlé Nutrition et Autres Activités.

**Fig. 1: Répartition des ventes par division, 2015e**

**Fig. 2: Répartition du résultat opérationnel courant par division, 2015e**

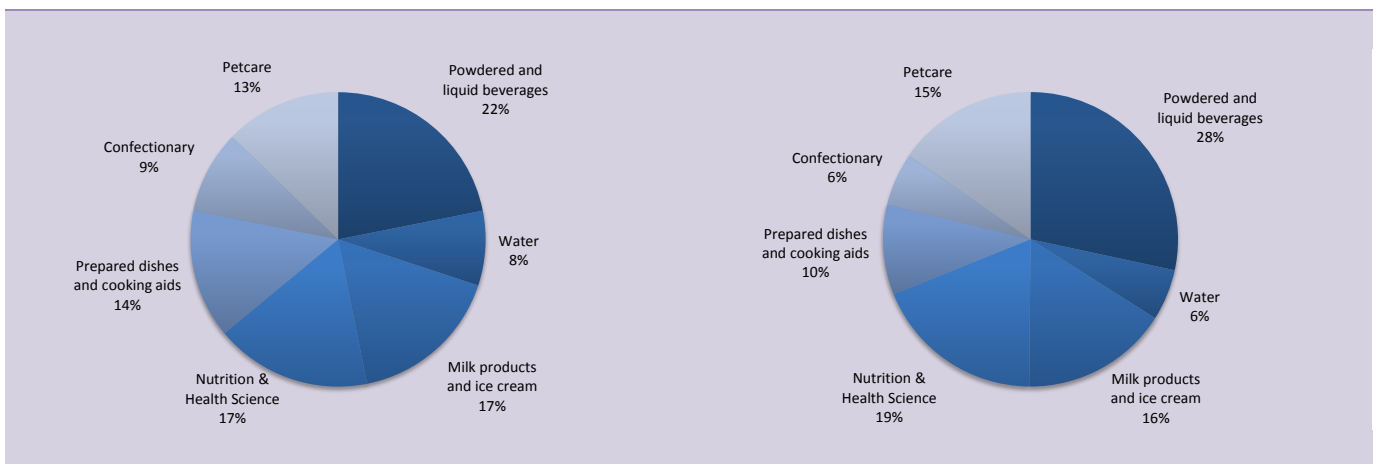


Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

Son portefeuille de produits est très complet: Boissons liquides et en poudre, Eau, Produits laitiers et Glaces, Nutrition et Health Science, Plats préparés et aides culinaires, Confectionerie, et Produits pour animaux de compagnie.

**Fig. 3: Répartition des ventes par produit, 2015e**

**Fig. 4: Répartition du résultat opérationnel courant par produit, 2015e**

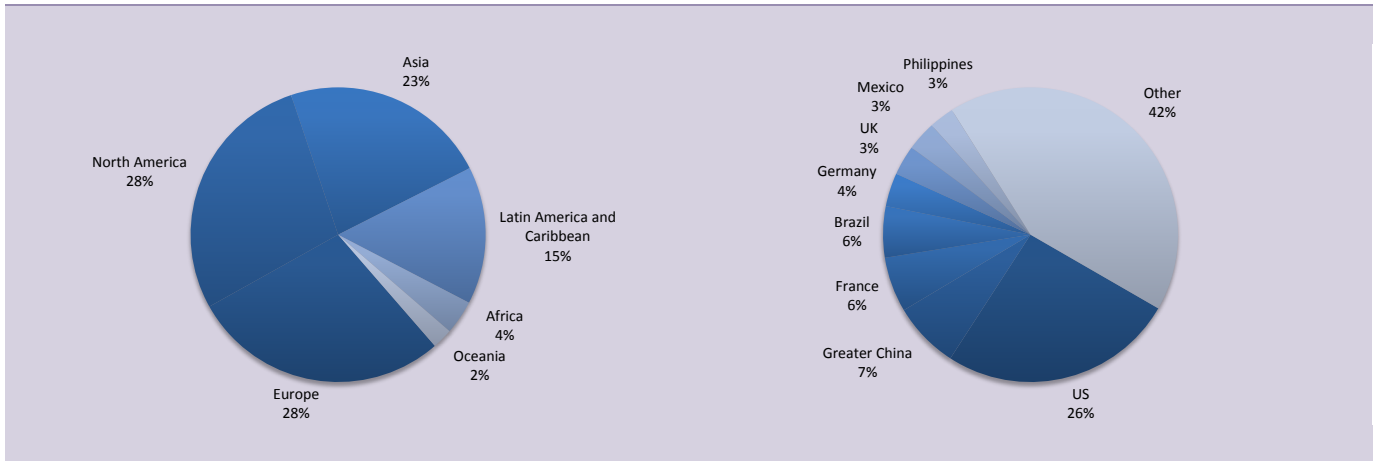


Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

Le groupe est très exposé à l'Amérique du Nord (28% des ventes du groupe), l'Europe (28%) et l'Asie (23%). Ses trois premiers pays sont les Etats-Unis (26% des ventes du groupe), la Grande Chine (7%) et la France/Brésil (6%).

**Fig. 5: Répartition des ventes du groupe par région, 2015e**

**Fig. 6: Répartition des ventes du groupe par pays, 2015e**



Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

**Fig. 7: Analyses SWOT**

Forces	Faiblesses
<b>Un portefeuille très diversifié:</b> grand nombre de catégories, marques locales et internationales	<b>Lourdeur du processus décisionnel:</b> du fait de sa taille...
<b>Exposition géographique équilibrée :</b> Etats-Unis/Canada, Europe, Asie, Amérique latine/Caràibes, Afrique, Océanie	<b>Possibilités d'acquisition limitées:</b> peu de cibles de taille suffisante
<b>Marques très reconnues:</b> Perrier, KitKat, Nespresso, Nescafé, Nesquik...	
<b>Management stable:</b> seulement deux directeurs généraux sur les 18 dernières années	
Opportunités	Menaces
<b>Economies d'échelle:</b> gains d'efficacité possibles	<b>Fluctuations de change:</b> forte exposition au Franc Suisse
<b>Expansion du portefeuille:</b> extension vers le naturel, le biologique...	<b>Exposition aux matières premières:</b> pouvoir de fixation des prix lié aux prix des MP
<b>Montée en gamme:</b> dans certaines catégories telles que le chocolat...	<b>Sécurité de la chaîne d'approvisionnement:</b> risque pour l'image de marque

Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

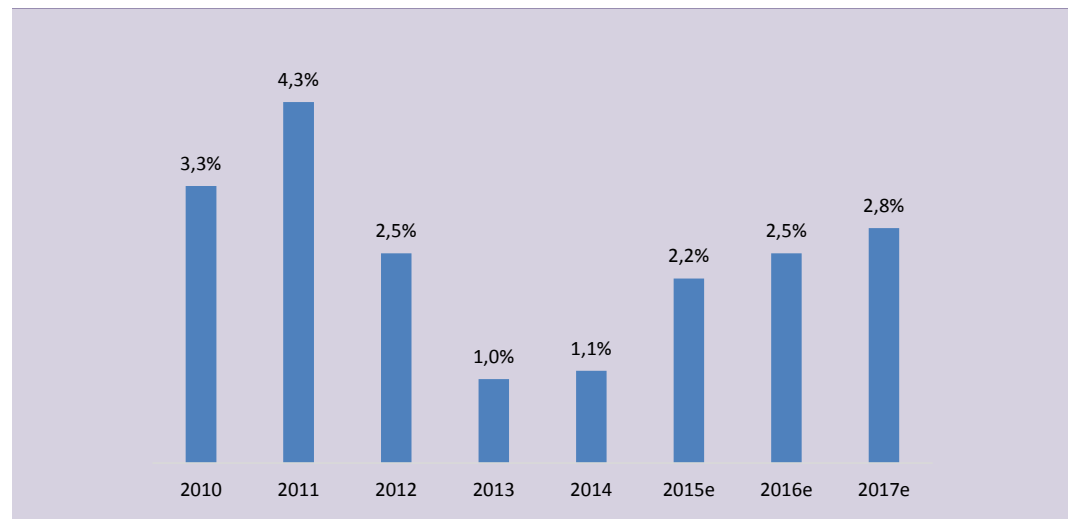
### 3. Des difficultés persistantes en 2016

Les marchés développés devraient continuer de souffrir des évolutions de l'industrie agroalimentaire (3.1). Dans les émergents, la situation au Brésil, en Inde et surtout en Chine reste difficile (3.2).

#### 3.1. Des pays développés en hausse de 2,5%

Nous estimons que les ventes de Nestlé dans les pays développés devraient croître de 2,5% en 2016, en légère amélioration par rapport à une année 2015 en hausse de 2,2%.

**Fig. 8: Croissance organique des ventes de Nestlé dans les pays développés**

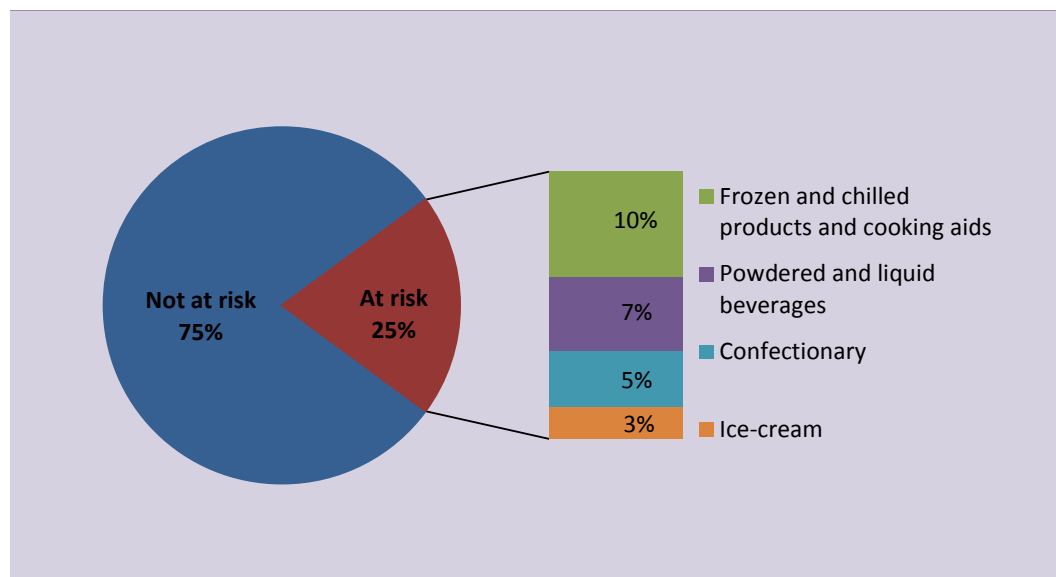


Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

**L'environnement s'est détérioré pour les grands groupes de l'agroalimentaire.** Ils subissent l'intervention constante des politiques qui font de la lutte contre l'obésité leur première priorité et monte au créneau contre l'insécurité alimentaire face à la multiplication des scandales. Les réglementations s'accumulent : taxes sur les produits caloriques, normes plus strictes en matière d'étiquetage des produits, de publicité... De plus, les groupes se trouvent dépassés par certaines évolutions sociologiques : la montée du e-commerce et de l'e-publicité, l'augmentation de la consommation hors foyer, et surtout l'émergence de la génération du Millénaire. A l'opposé, des marques nouvellement nées sont très dynamiques. Elles ont su tirer parti des nouvelles technologies pour se faire connaître et distribuer à moindre frais. Leur taille réduite leur permet de s'adapter plus facilement aux nouvelles réglementations. Surtout, elles ont su proposer des produits qui répondaient à des désirs des consommateurs que les grands groupes n'avaient pas su combler.

**25% du portefeuille de Nestlé est à risque.** Ces ventes correspondent aux activités dans les pays développés de produits surgelés et réfrigérés et d'aides culinaires (10%), de boissons liquides et en poudre (7%), de confiserie (5%) et de glaces (3%).

**Fig. 9: Le portefeuille de Nestlé**



Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

**Selon nos estimations, les mesures fortes prises par la société ne concernent que 8% de ses ventes.** Il s'agit des produits surgelés aux Etats-Unis (5%) et des crèmes glacées/produits surgelés en Europe (3%). D'autres initiatives vont dans le bon sens mais leur impact est minimal (lancement du chocolat Cailler) ou incertain (reformulation).

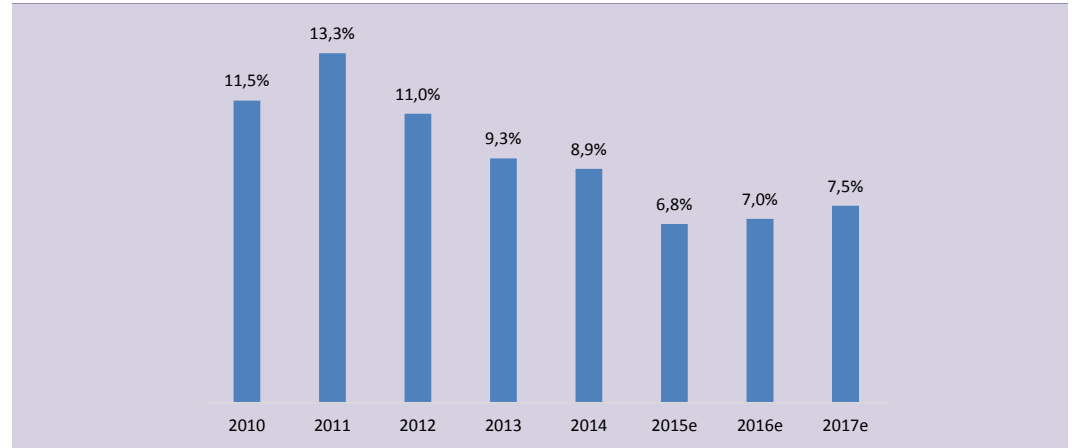
*Tous les détails de cette analyse sont fournis dans notre rapport sectoriel « Un plat plus épicé »*

### 3.2. Des pays émergents en hausse de 7%

La croissance des marchés émergents de Nestlé reste solide mais décélère de manière constante depuis 2011. Elle a atteint un point bas de +5,8% au T3 2015. Le groupe a subi comme ses pairs de l'industrie des biens de consommation la détérioration des fondamentaux macroéconomiques et plus récemment l'instabilité politique au Moyen-Orient (Irak, Yémen...). **En 2016, nous estimons une croissance organique des ventes de 7%, globalement en ligne avec 2015 (+6,8%). La situation au Brésil, en Inde et surtout en Chine devrait continuer de peser.**



**Fig. 10: Croissance organique des ventes de Nestlé dans les pays émergents**



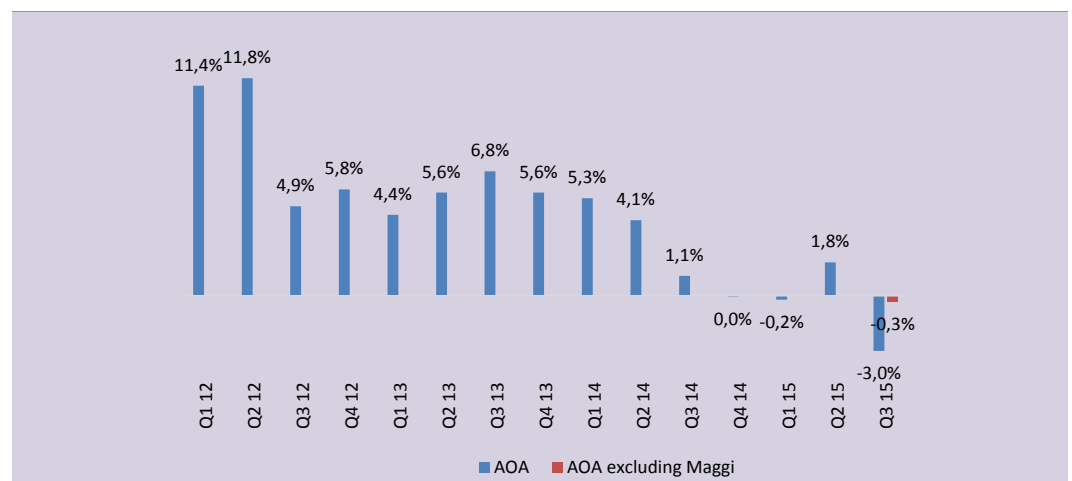
Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

**Le Brésil représente 6% des ventes de Nestlé, ce qui en fait sa troisième exposition** derrière les Etats-Unis et la Grande Chine. **Le pays a fortement marqué le pas au T3 2015.** Le groupe a enregistré une stabilité de ses ventes. Il était parvenu jusque-là à faire preuve de résilience.

**En Inde, les effets de la fausse alerte sanitaire sur les nouilles Maggi devraient continuer de se faire sentir en 2016.** En mai 2015, les autorités ont indiqué avoir décelé des traces de plomb dans les produits et en ont interdit la vente. Les médias indiens ont mené une campagne très négative à l'encontre de Nestlé. Le groupe a indiqué que l'effet négatif avait été de -30pbs sur la croissance organique des ventes des 9M (-170bps au niveau de la zone Asie, Océanie, Afrique Sub-Saharienne). L'impact a été plus significatif sur le troisième trimestre (-50bps au niveau du groupe et -270bps en AOA), les produits ayant été rappelé à partir de la moitié du T2. Tous les tests réalisés ultérieurement ont démenti la présence de plomb. Le groupe a été autorisé à reprendre les ventes début novembre, plus tôt que ce qui était anticipé, mais nous craignons un impact à long terme sur l'*equity* de la marque.

**Mais les difficultés dans la zone AOA sont donc bien plus profondes. Même en retirant l'impact des nouilles Maggi, les ventes auraient enregistré un déclin (-0,3% contre -3% rapporté).** La reprise en Chine s'avère bien plus longue que prévue.

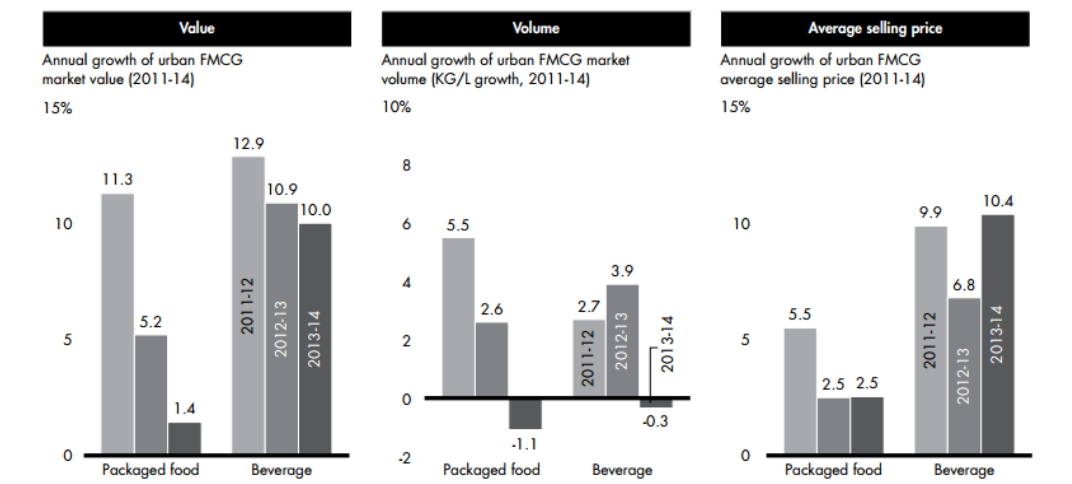
**Fig. 11: Croissance organique des ventes dans la zone AOA**



Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

La Chine représente 7% des ventes du groupe, ce qui en fait sa deuxième exposition après les Etats-Unis (26%). **La croissance du secteur de l'agroalimentaire et des boissons faiblit depuis plusieurs années dans le pays.** L'augmentation des prix ne parvient pas à compenser la baisse des volumes (-1,1% pour le food et -0,3% pour les boissons en moyenne entre 2011 et 2014).

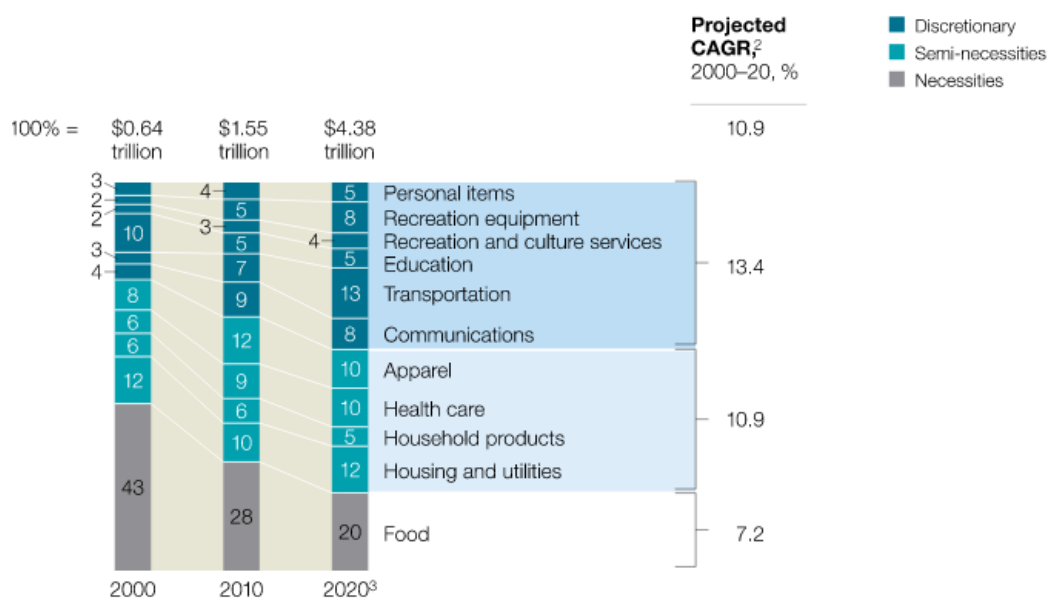
**Fig. 12: Croissance de l'agroalimentaire et des boissons en Chine**



Source: Bain Capital

C'est le résultat du ralentissement économique, de la politique anti-extravagance mais aussi de l'évolution de la consommation qui accompagne la maturation du marché. Les consommateurs chinois dépensent à présent moins en première nécessité et davantage en voyages, voitures, smartphones, purificateurs d'air/d'eau...

**Fig. 13: Evolution de la consommation des ménages urbains en Chine**



Source: Mc Kinsey

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Mais Nestlé doit s'adapter non seulement à ce ralentissement du secteur mais aussi à l'évolution des goûts des consommateurs, en termes de produit et de circuit de distribution.

**Fig. 14: Un paysage en évolution**

**Consumers**

- Traditional and new
- NHW awareness
- Premiumisation



**Trade**

- Rebalancing push & pull
- e commerce
- Out-of-home

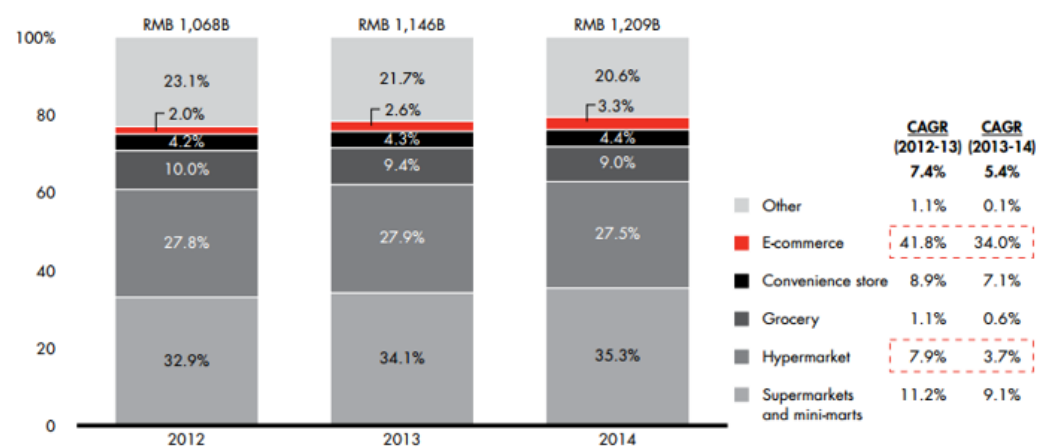


Source: Nestlé

Le consommateur chinois est devenu post moderne. Ses préoccupations se rapprochent de celles du consommateur des pays développés. Il fait preuve d'une plus grande sophistication, s'inquiète de la provenance des produits et s'intéresse au rapport qualité-prix.

Le circuit du e-commerce qui permet une facilité d'achat (la taille des villes rend les déplacements en voiture pénibles) et une comparaison des prix des produits a bénéficié de cette évolution, au détriment du *modern trade* et en particulier des hypermarchés. Les ventes en e-commerce ont progressé de 42% en 2013 et de 34% en 2014. Ce circuit représente à présent 3% des ventes. A l'inverse, la croissance des hypermarchés a diminué de moitié (3,7% contre 7,9% en 2013).

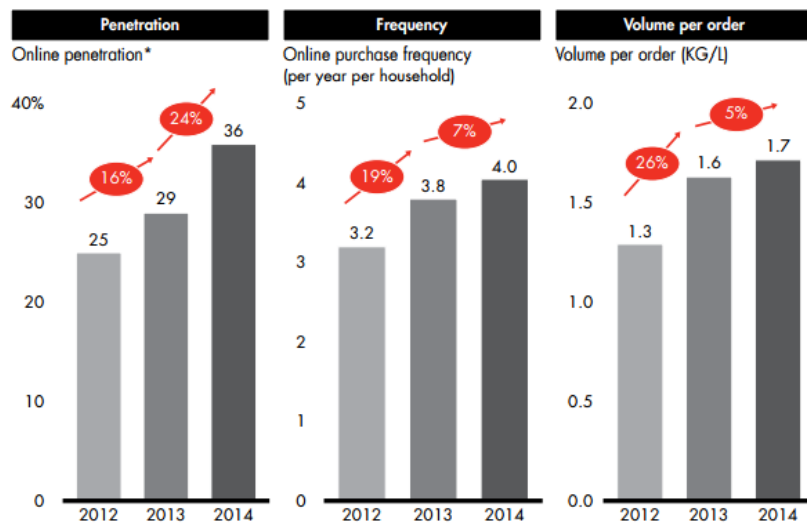
**Fig. 15: Croissance dans les villes chinoises des ventes d'agro-alimentaire et de boissons par circuit de distribution**



Source: Bain Capital

La pénétration du e-commerce a augmenté de 25% en 2012 à 36% en 2014. La fréquence des achats et le volume par commande progressent tous les ans (respectivement +7% et +5% en 2014).

**Fig. 16: Pénétration, fréquence, volume par ordre**



Source: Bain Capital

Afin de remédier à ces difficultés, Nestlé a opéré des changements dans la direction de la zone AOA. Mr Nandu Nandkishore est parti en retraite anticipée et a été remplacé par l'ancienne directrice financière Mme Wang Ling Martello. Le groupe travaille aussi à l'extension de son réseau de distribution en Chine. Il intensifie en particulier ses efforts sur le e-commerce. Mme Martello a été récemment nommé au conseil d'administration d'Alibaba. Enfin, des investissements en innovation et reformulation sont réalisés afin d'améliorer la pertinence des produits et de se reconnecter avec le consommateur. A titre d'exemple, Nestlé met à présent l'accent dans ses publicités sur les propriétés nutritionnelles de ses produits laitiers.

Lors de la dernière conférence téléphonique, Mme Martello a fait preuve d'optimisme sur les perspectives en Chine mais a reconnu que le redressement prenait davantage de temps que ce qui était initialement anticipé. Le pays est retourné en territoire négatif au T3. La faiblesse des prix du café et du lait a contraint récemment le groupe à ajuster ses prix de vente afin de rester compétitif. Nescafé (prêt à boire et soluble) et la confiserie (Hsi Fu Chi) montrent des signes d'amélioration mais les produits laitiers (Yinlu) restent très difficiles.

## 4. Des perspectives mitigées

Le groupe ne devrait pas renouer avec son modèle de croissance organique des ventes (+5/6%) sur les trois prochaines années (4.1). En outre, en l'absence de mesures fortes de restructuration, la progression de la marge opérationnelle courante devrait rester faible (4.2).

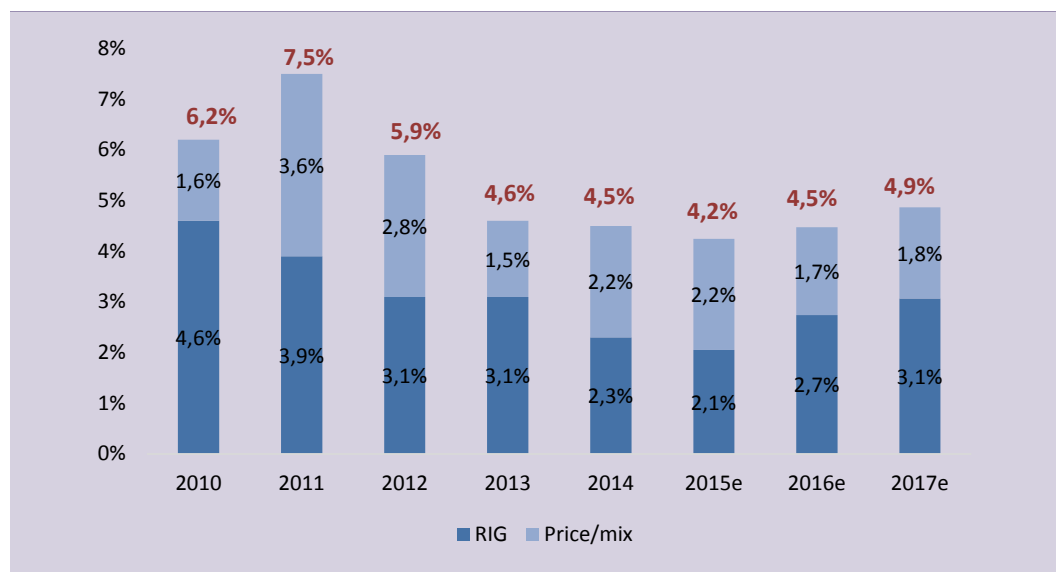
### 4.1. Une croissance organique des ventes de 4,5% en 2016

Lors de la publication des ventes T3, Nestlé a ajusté à la baisse son objectif de croissance organique des ventes pour 2015 et vise à présent une progression d'environ 4,5% contre environ 5% précédemment. La société a invoqué des raisons « one-off »: le retrait des nouilles Maggi en Inde et l'ajustement rétroactif de rabais accordés sur des produits dermatologiques remboursables aux Etats-Unis. Nous notons néanmoins que retraitée de ces deux effets (-50bps pour Maggi et -60bps pour l'ajustement rétroactif des rabais), la croissance organique des ventes T3 ne s'élève qu'à 4,8%, en-dessous des attentes du consensus (+5,1%).

Sur le T4 2015, les ventes devraient croître de 4,4% en organique, permettant au groupe d'enregistrer une progression de 4,2% sur l'année, en décélération par rapport à 2014 (+4,5%) et légèrement en-dessous de la guidance (+4,5%). Enregistrer une croissance des ventes de 4,5% sur l'année impliquerait une hausse de 5,2% au T4, soit une performance bien supérieure à celle des derniers trimestres.

En 2016, nous estimons une croissance organique des ventes de 4,5%. La hausse devrait être de 2,5% dans les pays développés et de 7% dans les émergents. Ce serait la quatrième année consécutive où est manqué le modèle Nestlé d'une progression organique annuelle des ventes de 5/6%.

Fig. 17: Croissance organique des ventes de Nestlé

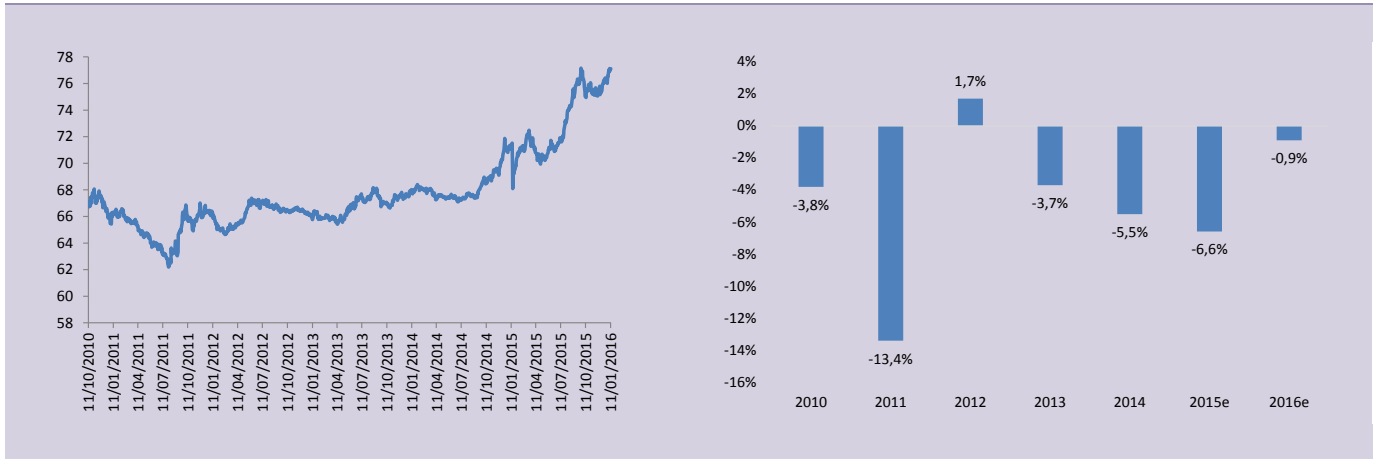


Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

Les effets changes sont défavorables. Nestlé publie ses comptes en Franc Suisse mais seulement 2% de ses ventes sont générées dans le pays. Entre 2010 et 2014, l'impact négatif moyen des effets change a été de 5% par an. En 2015 et 2016, nous estimons des effets défavorables de respectivement 6,6% et 0,9%.

**Fig. 18: Evolution du Franc suisse par rapport au panier de devises d'échange de Nestlé**

**Fig. 19: Effets change sur les ventes de Nestlé**



Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

En publié, les ventes devraient reculer de 1,7% en 2015. En 2016, la progression ne devrait être que de 0,8% compte tenu d'un effet périmètre de -2,8% (cession de Davigel et JV avec R&R).

Nous présentons ci-dessous nos estimations par division:

**Fig. 20: Les ventes par division**

CHFm	2014	2015e	2016e	2017e
<b>GROUP</b>				
<b>Sales</b>	<b>91 612</b>	<b>90 038</b>	<b>90 758</b>	<b>95 176</b>
% reported	-0,6%	-1,7%	0,8%	4,9%
% FX	-5,5%	-6,6%	-0,9%	0,0%
% perimeter	0,4%	0,6%	-2,8%	0,0%
<b>% organic</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,9%</b>
% real internal	2,3%	2,1%	2,7%	3,1%
% price/mix	2,2%	2,2%	1,7%	1,8%
<b>AMERICAS (AMS)</b>				
<b>Sales</b>	<b>26 625</b>	<b>26 207</b>	<b>26 967</b>	<b>28 126</b>
% reported	-6,1%	-1,6%	2,9%	4,3%
<b>% organic</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,8%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,3%</b>
% real internal	1,1%	1,2%	2,0%	2,3%
% price/mix	3,9%	4,6%	2,0%	2,0%
<b>EUROPE, MIDDLE EAST, NORTH AFRICA (EMENA)</b>				
<b>Sales</b>	<b>17 965</b>	<b>16 193</b>	<b>13 871</b>	<b>14 274</b>
% reported	15,4%	-9,9%	-14,3%	2,9%
<b>% organic</b>	<b>1,5%</b>	<b>4,1%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,9%</b>
% real internal	2,2%	2,5%	1,7%	1,9%
% price/mix	-0,7%	1,6%	1,0%	1,0%
<b>ASIA, OCEANIA, SUB-SAHARAN AFRICA (AOA)</b>				
<b>Sales</b>	<b>14 792</b>	<b>14 395</b>	<b>14 886</b>	<b>15 482</b>
% reported	-21,5%	-2,7%	3,4%	4,0%
<b>% organic</b>	<b>2,6%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,0%</b>
% real internal	-0,3%	-1,2%	1,0%	1,2%
% price/mix	2,9%	0,7%	2,5%	2,8%
<b>NESTLE WATERS</b>				
<b>Sales</b>	<b>7 390</b>	<b>7 626</b>	<b>8 072</b>	<b>8 556</b>
% reported	1,8%	3,2%	5,8%	6,0%
<b>% organic</b>	<b>5,4%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>
% real internal	6,3%	6,5%	6,0%	6,0%
% price/mix	-0,9%	-0,3%	0,0%	0,0%
<b>NESTLE NUTRITION</b>				
<b>Sales</b>	<b>10 915</b>	<b>10 627</b>	<b>11 094</b>	<b>11 760</b>
% reported	11,1%	-2,6%	4,4%	6,0%
<b>% organic</b>	<b>7,7%</b>	<b>3,4%</b>	<b>5,0%</b>	<b>6,0%</b>
% real internal	3,6%	1,3%	3,0%	4,0%
% price/mix	4,1%	2,1%	2,0%	2,0%
<b>OTHER BUSINESSES</b>				
<b>Sales</b>	<b>13 925</b>	<b>14 991</b>	<b>15 867</b>	<b>16 978</b>
% reported	13,2%	7,7%	5,8%	7,0%
<b>% organic</b>	<b>7,1%</b>	<b>6,1%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>
% real internal	5,6%	4,7%	5,0%	5,0%
% price/mix	1,5%	1,4%	2,0%	2,0%

Source: Nestlé, Bryan, Garnier &amp; Co

## 4.2. Une progression limitée de la marge opérationnelle courante

La fusion de Kraft et Heinz en mars 2015 a profondément modifié l'industrie agro-alimentaire. La société en est devenu le troisième acteur aux Etats-Unis après PepsiCo et Nestlé mais devant Coca-Cola, General Mills et Kellogg's. 51% de son capital est détenu par les actionnaires de Heinz, les fonds 3G Capital et Berkshire Hathaway, rentrés au capital en juin 2013. 3G s'est illustré dans l'amélioration de la rentabilité des groupes dont il est actionnaire (notamment AB InBev, Burger King et Tim Hortons) par le biais de plans de réduction de coûts de grande ampleur. La marge d'EBITDA de Heinz a ainsi augmenté de 800pbs entre 2013 et 2014.

Nestlé est conscient de la nécessité d'intensifier les efforts sur la structure de coûts. Lors de l'assemblée générale des actionnaires en avril 2015, Mr Peter Brabeck a insisté sur le bouleversement que représente l'irruption de 3G et sa politique de réduction de coûts:

« Swiss-Brazilian Jorge Paulo Lemann's New York-based investment fund 3G Capital and Warren Buffett's Omaha-based Berkshire Hathaway have pulverised the food industry market, particularly in America, with serial acquisitions, first in the beverages sector with the creation of the world's largest brewery, AnheuserBusch/InBev, then in the foodstuffs sector with the purchase of Burger King, Tim Hortons and Heinz...3G's partners are known in our industry for ruthless cost-cutting and have already proven numerous times that they are capable of reducing operating costs in particular by between 500 and 800 basis points, which has a revolutionary impact on all the other members of the industry».

Mr Brabeck a également souligné l'importance pour Nestlé de s'adapter à cette nouvelle donne en mettant l'accent sur l'efficacité opérationnelle:

« With regard to the effectiveness and efficiency of your company, we firmly believe that we continue to benefit from its decentralised structure, which enables key decisions to be taken as close as possible to consumers; but we also believe that we can and, particularly given the new competitive situation, that we are obliged to make better use of our size. Our CEO has already spoken to you about management's plans in this area, with the creation of "Nestlé Business Excellence" as the backbone, in order to enable operating units to focus more on generating demand ».

**Si nous considérons positivement cette volonté du groupe, le plan « Nestlé Business Excellence » n'est que la réunion de plusieurs programmes préexistants:**

- « Continuous Excellence » (2008): son objectif est de diminuer les pertes dans la chaîne de valeur.
- GLOBE (2000): il vise à standardiser au sein du groupe les données et les systèmes d'information (mise en place de SAP dans toutes les filiales)
- « Nestlé Business Services » (2008): son but est la mise en commun des services transactionnels.

**N'impliquant que peu de charges de restructuration, son objectif est avant tout de dynamiser les ventes et il devrait avoir un impact très limité sur le résultat opérationnel courant, contrairement aux précédents plans de Nestlé (MH 97, Target 0.4, et Operation Excellence 2007). L'amélioration de la rentabilité devrait en outre être contrainte par les investissements auxquels le groupe doit consentir en Chine et aux Etats-Unis pour restaurer sa performance.**



Nous estimons une progression de la marge opérationnelle courante en organique de 24bps en 2015 et de 23bps en 2016. Nos estimations par division se trouvent ci-dessous:

**Fig. 21: Le résultat opérationnel courant par division**

CHFm	2014	2015e	2016e	2017e
<b>GROUP</b>				
<b>EBIT</b>	<b>14 019</b>	<b>13 917</b>	<b>14 367</b>	<b>15 311</b>
% reported	-0,2%	-0,7%	3,2%	6,6%
<b>Margin</b>	<b>15,3%</b>	<b>15,5%</b>	<b>15,8%</b>	<b>16,1%</b>
Reported variation in bps	10	16	37	26
LFL variation in bps	30	24	23	26
<b>AMERICAS (AMS)</b>				
<b>EBIT</b>	<b>4 940</b>	<b>4 922</b>	<b>5 084</b>	<b>5 338</b>
% reported	-4,3%	-0,4%	3,3%	5,0%
<b>Margin</b>	<b>18,6%</b>	<b>18,8%</b>	<b>18,9%</b>	<b>19,0%</b>
Reported variation in bps	60	23	7	13
<b>EUROPE, MIDDLE EAST, NORTH AFRICA (EMENA)</b>				
<b>EBIT</b>	<b>2 735</b>	<b>2 553</b>	<b>2 388</b>	<b>2 490</b>
% reported	17,3%	-6,7%	-6,5%	4,3%
<b>Margin</b>	<b>15,2%</b>	<b>15,8%</b>	<b>17,2%</b>	<b>17,4%</b>
Reported variation in bps	30	54	145	23
<b>ASIA, OCEANIA, SUB-SAHARAN AFRICA</b>				
<b>EBIT</b>	<b>2 834</b>	<b>2 715</b>	<b>2 795</b>	<b>2 906</b>
% reported	-20,4%	-4,2%	2,9%	4,0%
<b>Margin</b>	<b>19,2%</b>	<b>18,9%</b>	<b>18,8%</b>	<b>18,8%</b>
Reported variation in bps	-20	-30	-9	0
<b>NESTLE WATERS</b>				
<b>EBIT</b>	<b>714</b>	<b>763</b>	<b>820</b>	<b>881</b>
% reported	7,4%	6,9%	7,3%	7,5%
<b>Margin</b>	<b>9,7%</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,3%</b>
Reported variation in bps	50	35	14	14
<b>NESTLE NUTRITION</b>				
<b>EBIT</b>	<b>2 343</b>	<b>2 388</b>	<b>2 517</b>	<b>2 693</b>
% reported	19,5%	1,9%	5,4%	7,0%
<b>Margin</b>	<b>21,5%</b>	<b>22,5%</b>	<b>22,7%</b>	<b>22,9%</b>
Reported variation in bps	80	101	22	21
<b>OTHER BUSINESSES</b>				
<b>EBIT</b>	<b>2 651</b>	<b>2 771</b>	<b>2 961</b>	<b>3 198</b>
% reported	21,9%	4,5%	6,8%	8,0%
<b>Margin</b>	<b>19,0%</b>	<b>18,5%</b>	<b>18,7%</b>	<b>18,8%</b>
Reported variation in bps	140	-55	17	17

Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

## 5. Neutre, Fair Value: 76 CHF

Le titre manque de catalyseur (5.1). En outre, non seulement nos estimations se situent en-dessous du consensus (5.2) mais la valorisation est peu attractive par rapport à ses pairs ou à sa moyenne historique (5.3) et le cours apparaît à sa juste valeur en se fondant sur une approche par DCF (5.4). Un risque à la hausse clairement identifié est l'annonce d'un programme de rachat d'actions lors de la présentation des résultats annuels et il justifie notre recommandation Neutre (5.5).

### 5.1. Une absence de catalyseur

Nous ne pensons pas que l'annonce des résultats annuels le 18 février puisse constituer un catalyseur sur le titre:

- **Sur l'année, nous estimons que le groupe devrait enregistrer une progression organique de ses ventes de 4,2%, légèrement en-dessous de sa guidance (« autour de 4,5% »).** Le T4 devrait afficher une amélioration (+4,4%) après un T3 (+3,7%) impacté par des éléments non-récurrents, sans toutefois justifier une augmentation des multiples de valorisation du titre sur un horizon court-termiste.

**Fig. 22: Croissance organique des ventes de Nestlé**

	2014	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015	Q4 2015e	2015e
AMS	5,0%	3,7%	6,6%	6,9%	5,8%	5,8%
EMENA	1,5%	5,3%	2,4%	4,7%	4,0%	4,1%
AOA	2,6%	-0,2%	1,8%	-3,0%	-0,5%	-0,5%
Nestlé Waters	5,4%	7,3%	3,7%	9,5%	4,5%	6,3%
Nestlé Nutrition	7,7%	4,3%	3,5%	2,4%	3,5%	3,4%
Other businesses	7,1%	8,1%	8,1%	1,2%	7,5%	6,1%
<b>GROUP</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,6%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,2%</b>

Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

- **L'augmentation de la marge opérationnelle courante devrait être limitée à +16pbs (24bps en LFL) sur l'année.** Après un S1 stable, le S2 devrait bénéficier d'une faible baisse du prix des matières premières.
- **Nous pensons que la guidance communiquée par le groupe pour 2016 devrait être une hausse des ventes en organique d'environ 4,5% sur l'année.** Nous ne verrons donc pas le retour du « modèle Nestlé » (croissance organique annuelle de 5/6%).

## 5.2. Des estimations en-dessous du consensus

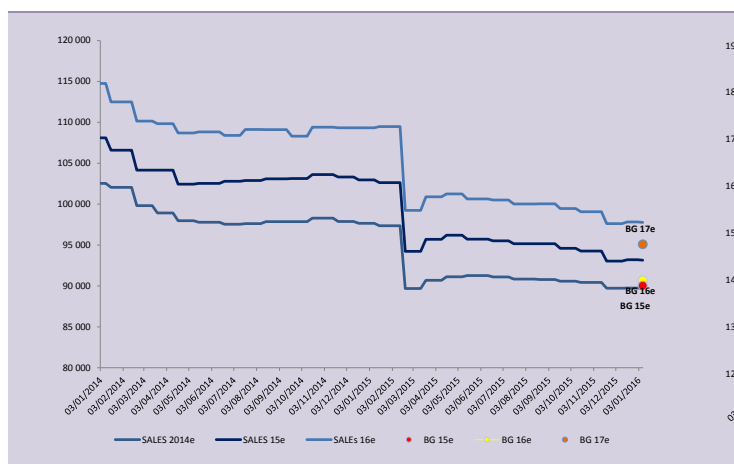
Nos estimations pour l'année 2015 se situent globalement en ligne avec les attentes du marché. Sur les deux années suivantes, nous nous positionnons 2,6% et 2,7% en-dessous du consensus en termes de ventes et 2,9% et 2,2% en-dessous en termes de résultat opérationnel courant.

**Fig. 23: Consensus / Bryan, Garnier & Co**

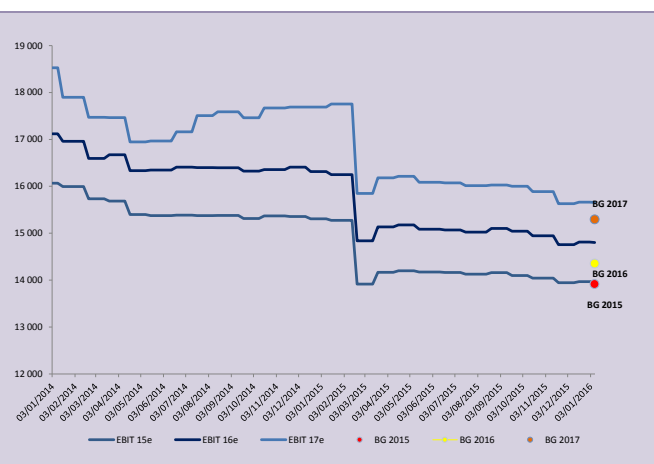
	2015		2016		2017	
	Bryan, Garnier	Consensus	Bryan, Garnier	Consensus	Bryan, Garnier	Consensus
Sales	90 038	89 748	90 758	93 159	95 176	97 773
<i>Difference</i>		0,3%		-2,6%		-2,7%
EBIT	13 917	13 968	14 367	14 803	15 311	15656,4
<i>Difference</i>		-0,4%		-2,9%		-2,2%
EPS	3,32	3,30	3,44	3,50	3,70	3,77
<i>Difference</i>		0,6%		-1,6%		-1,8%

Source: Thomson Reuters, Bryan, Garnier & Co

**Fig. 24: Consensus-ventes**



**Fig. 25: Consensus-ROP**



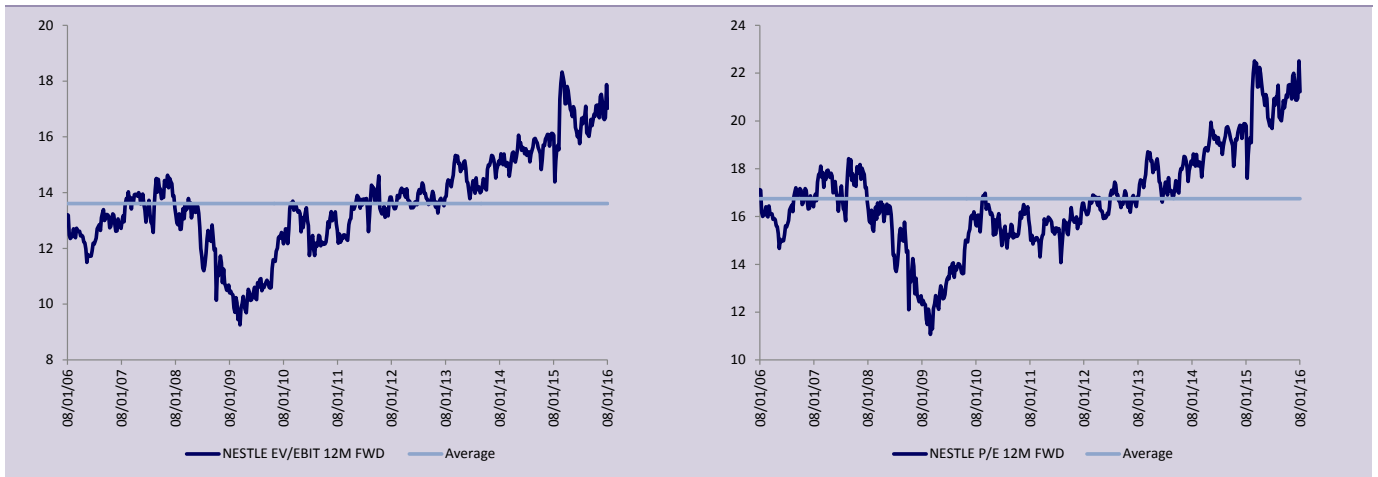
Source: Thomson Reuters, Bryan, Garnier & Co

### 5.3. Une valorisation par les multiples peu attractive

Nestlé se traite avec une prime significative par rapport à sa moyenne historique sur les dix dernières années (25% en termes d'EV/EBIT et 27% en termes de P/E).

Fig. 26: EV/EBIT de Nestlé depuis 2006

Fig. 27: P/E de Nestlé depuis 2006

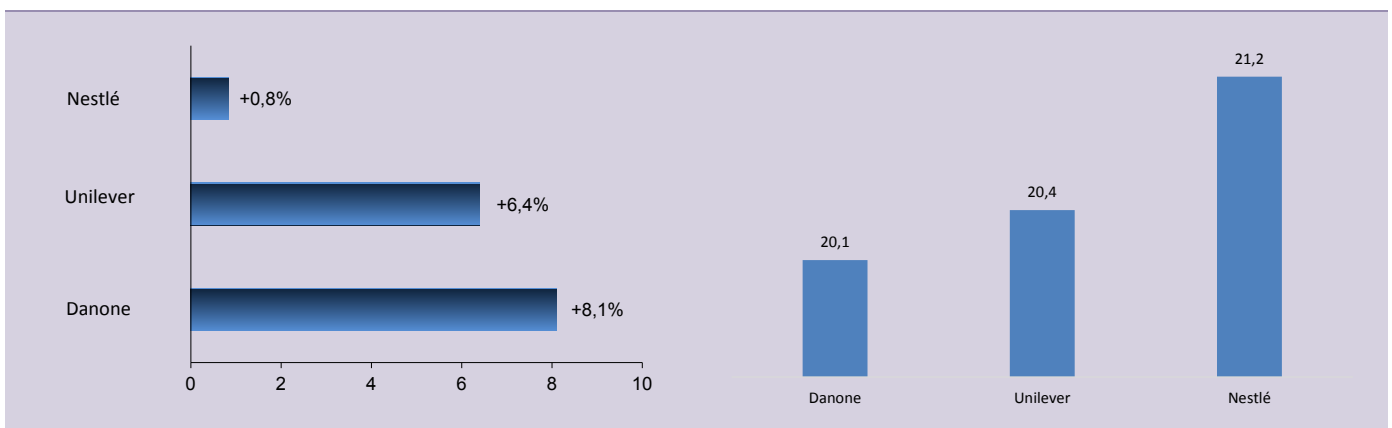


Source : Thomson Reuters

En dépit de la mauvaise performance des trois derniers mois, le P/E 12-month forward de Nestlé atteint 21,2x (sur la base d'un consensus qui est 1,6% au-dessus de nos estimations) contre 20,4x pour Unilever et 20,1x pour Danone (nos estimations se situant 2,5% au-dessus du consensus).

Fig. 28: Performance des groupes sur les trois derniers mois(vs DJ Stoxx)

Fig. 29: P/E 12-month forward



Source: Thomson Reuters

## 5.4. Un titre proche de sa juste valeur

L'actualisation des cash flows fait ressortir une valeur par titre de 76 CHF qui implique un potentiel d'appréciation de 8%. Au-delà de nos estimations 2015-2017 présentées ci-dessus, nous avons retenu les hypothèses suivantes:

- Un CMPC de 7,1% qui résulte d'un coût des capitaux propres de 7,5% avec :
  - Un taux sans risque de 2%
  - Une prime de risque de marché de 6,4%
  - Un beta *levered* de 0,9
- Un taux de croissance à l'infini de 2% à compter de 2025
- Un taux d'impôts moyen récurrent de 28%
- Un taux de croissance à moyen terme de 5,5% et une marge opérationnelle courante qui augmente annuellement de 10pbs jusqu'en 2025

**Fig. 30: Modèle DCF (1)**

CHFm	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Sales	90 758	95 176	99 999	105 267	111 023	116 316	121 048	125 125	128 463	130 991
% change	0,8%	4,9%	5,1%	5,3%	5,5%	4,8%	4,1%	3,4%	2,7%	2,0%
EBIT	14 367	15 311	16 187	17 145	18 193	19 177	20 078	20 879	21 565	22 120
EBIT margin	15,8%	16,1%	16,2%	16,3%	16,4%	16,5%	16,6%	16,7%	16,8%	16,9%
-Income taxes	-3562	-3839	-4063	-4303	-4566	-4813	-5040	-5241	-5413	-5552
+Depreciation	3 177	3 331	3 600	3 895	4 219	4 536	4 842	5 130	5 395	5 633
as % of sales	3,5%	3,5%	3,6%	3,7%	3,8%	3,9%	4,0%	4,1%	4,2%	4,3%
+Change in WC	160	-56	-100	-105	-111	-116	-121	-125	-128	-131
as % of sales	0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
<b>Operating cash flows</b>	<b>14 142</b>	<b>14 747</b>	<b>15 624</b>	<b>16 631</b>	<b>17 734</b>	<b>18 783</b>	<b>19 759</b>	<b>20 643</b>	<b>21 419</b>	<b>22 069</b>
-CAPEX	-3 903	-4 093	-4 300	-4 526	-4 774	-5 002	-5 205	-5 380	-5 524	-5 633
as % of sales	-4,3%	-4,3%	-4,3%	-4,3%	-4,3%	-4,3%	-4,3%	-4,3%	-4,3%	-4,3%
<b>Free cash flow</b>	<b>10 239</b>	<b>10 654</b>	<b>11 324</b>	<b>12 104</b>	<b>12 960</b>	<b>13 782</b>	<b>14 554</b>	<b>15 263</b>	<b>15 895</b>	<b>16 437</b>
Discount coefficient	0,93	0,87	0,81	0,76	0,71	0,66	0,62	0,58	0,54	0,50
<b>Discounted FCF</b>	<b>9 558</b>	<b>9 284</b>	<b>9 210</b>	<b>9 190</b>	<b>9 185</b>	<b>9 117</b>	<b>8 988</b>	<b>8 798</b>	<b>8 553</b>	<b>8 256</b>

Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

**Fig. 31: Modèle DCF (2)**

Sum of discounted cash flows	90 140
+Terminal value	164 201
+Financial assets	6 042
-Net debt	-16 368
-Minorities	-1 780
-Provisions	-3 533
<b>Equity value</b>	<b>238 701</b>
Number of shares (m)	3 138
<b>Fair Value (CHF)</b>	<b>76</b>

Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

**Fig. 32: Tableau de sensibilité**

		Growth rate				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	6,2%	80	87	94	104	116
	6,5%	75	81	87	95	106
	6,8%	71	76	81	88	97
	7,1%	67	71	<b>76</b>	82	89
	7,4%	64	67	71	77	83
	7,7%	60	63	67	72	77
	8,0%	57	60	63	67	72

Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

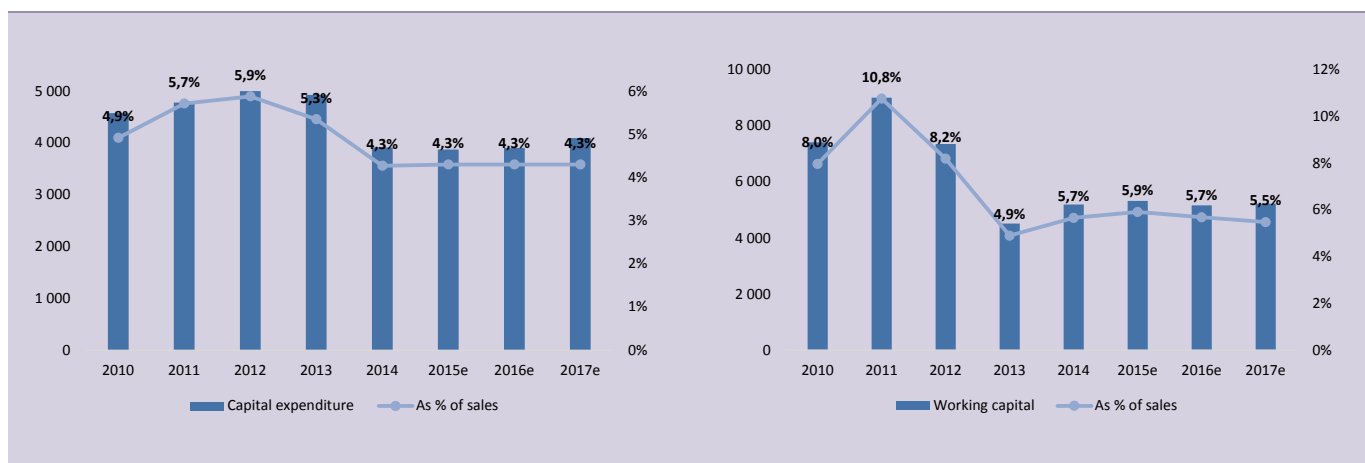
## 5.5. Un risque à la hausse: le rachat d'actions

Nestlé a décidé de mettre l'accent sur la génération de *free cash flows*:

- Les dépenses d'investissement (hors actifs intangibles) représentent à présent 4,3% des ventes, soit une nette diminution par rapport aux années précédentes
- Le besoin en fonds de roulement du groupe devrait rester positif mais est attendu en baisse en 2016 et 2017.

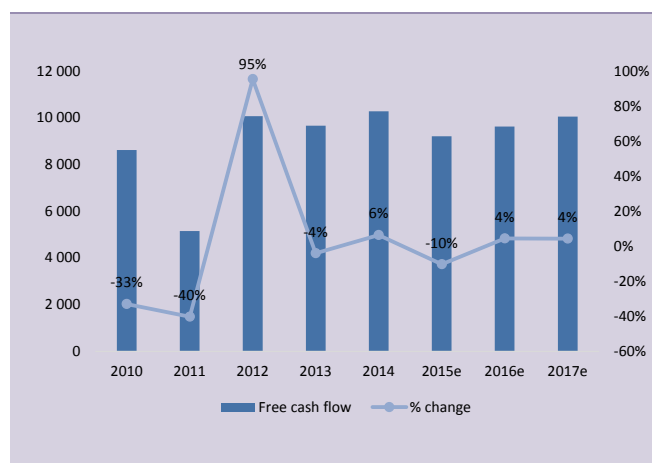
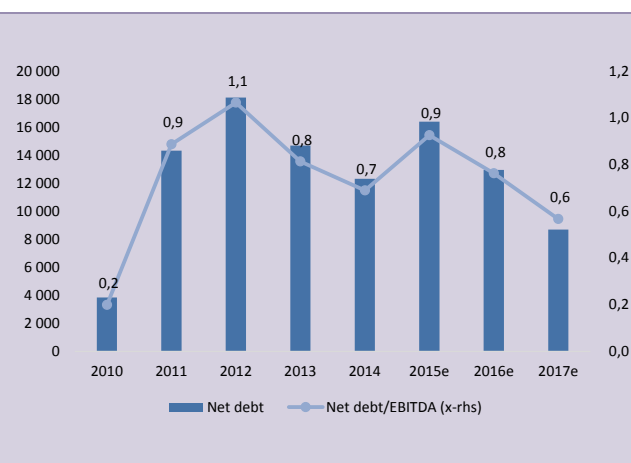
**Fig. 33: Dépenses d'investissements (hors actifs intangibles) en % des ventes**

**Fig. 34: Besoin en fonds de roulement en % des ventes**



Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

Après une diminution de 10,3% en 2015, le FCF devrait augmenter de 4,5% en 2016. Nous anticipons en 2015 une hausse du ratio de dette nette/EBITDA de 0,7x à 0,9x du fait d'un programme de rachat d'actions de 8MdsCHF qui a été réalisé dans son intégralité (GBP6355m en 2015 après GBP1645m en 2014, suite à la cession de 6% de sa participation dans l'Oréal). Ce ratio devrait baisser à 0,8x en 2016 et 0,6x en 2017.

**Fig. 35: Free cash flow**

**Fig. 36: Dette nette**


Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

Le ratio de dette nette/EBITDA de Nestlé se situerait donc en dessous de 1,0x, ce qui pourrait impliquer un changement de notation de AA+ à AAA. Le groupe a exprimé son souhait de conserver sa notation AA+. Il lui faut donc trouver un moyen d'utiliser ses liquidités financières sur 2016 et surtout 2017. Un programme de rachat d'actions apparaît comme probable. Historiquement, le groupe en est coutumier depuis 2005.

**Fig. 37: Programmes de rachat d'actions**

Date	End	Amount (CHFm)
July 2005	October 2005	1,000
November 2005	October 2006	3,000
August 2007	July 2009	15,000
August 2009	June 2010	10,000
June 2010	September 2011	10,000
August 2014	December 2015	8,000

Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

Notre scénario central repose sur l'annonce lors de la présentation des résultats annuels d'un programme de 15MdsCHF. En supposant que la moitié serait réalisée sur 2016 et l'autre moitié sur 2017 et que le cours moyen d'achat serait de 74,3CHF (cours moyen des trois derniers mois), nous calculons un ratio de dette nette/EBITDA de 1,2x la première année et de 1,0x la seconde. Le groupe éviterait donc une amélioration de sa notation de crédit en AAA. **Le BPA augmenterait de 1% la première année et de 4,5% la seconde.**



**Fig. 38: Simulation de programme de rachat d'actions sur 2016-2017**

	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e
<b>Amount (CHFm)</b>	<b>10 000</b>		<b>15 000</b>		<b>20 000</b>	
Number of repurchased shares (in millions)	135		202		269	
<b>New net debt</b>	<b>18 761</b>	<b>15 886</b>	<b>21 261</b>	<b>18 386</b>	<b>23 761</b>	<b>20 886</b>
<b>Net debt/EBITDA (x)</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>
<b>New diluted EPS</b>	<b>3,45</b>	<b>3,79</b>	<b>3,47</b>	<b>3,86</b>	<b>3,48</b>	<b>3,92</b>
<b>Accretive impact</b>	<b>0,5%</b>	<b>2,7%</b>	<b>1,0%</b>	<b>4,5%</b>	<b>1,6%</b>	<b>6,3%</b>

Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

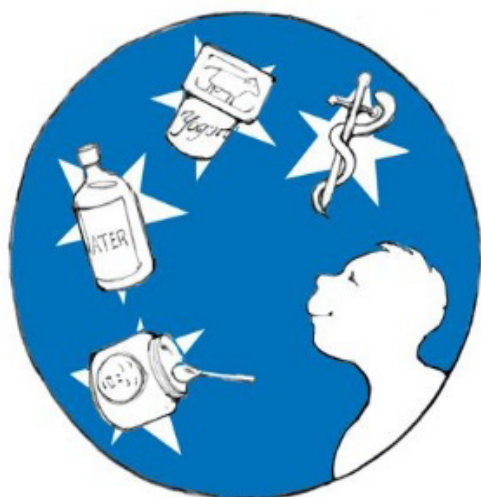
INDEPENDENT RESEARCH  
UPDATE

13 janvier 2016

Agro-Alimentaire & Boissons

Bloomberg	BN FP
Reuters	DANO.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	67,5 / 53,1
Capitalisation Boursière (MEUR)	38 472
Valeur d'Entreprise	45 484
Volume moyen 6 mois (000 actions)	1 638
Flottant	98,0%
TMVA BPA (3 ans)	10,5%
Gearing (12/14)	66%
Rendement (12/15e)	2,86%

Fin Décembre	12/14	12/15e	12/16e	12/17e
C. d'affaires (MEUR)	21 144	22 430	23 157	24 529
EBIT(MEUR)	2 662	2 922	3 120	3 407
BPA Publié (EUR)	2,63	2,94	3,20	3,54
BPA dilué (EUR)	2,62	2,93	3,19	3,53
EV/CA	2,19x	2,03x	1,94x	1,81x
EV/EBIT	17,4x	15,6x	14,4x	13,0x
P/E	22,4x	20,0x	18,4x	16,6x
ROCE	9,8	10,8	11,5	12,6



# Danone

Le meilleur est à venir!

**Fair Value 74EUR vs. 69EUR (cours 58,74EUR) ACHAT**

L'analyse des défis posés par l'évolution de l'industrie agroalimentaire renforce notre conviction positive sur Danone. Nous estimons que seules 16% de ses ventes, correspondant aux yaourts en Europe (hors CEI), sont à risque. Nous ajustons notre Fair Value de 69 EUR à 74EUR principalement pour tenir compte du roll-over de nos estimations.

■ Le portefeuille de Danone est globalement à l'abri des bouleversements de l'industrie agroalimentaire et conserve donc intact son potentiel de croissance. Le groupe a communiqué sur un rythme de croissance durable à moyen terme de 7-10% pour l'Eau et la Nutrition Infantile et de 6-8% pour la Nutrition Médicale. Seules 16% de ses ventes totales correspondant aux yaourts en Europe (hors CEI) sont à risque. Pour restaurer sa performance, le groupe a établi un plan précis dont les objectifs sont crédibles. Les premiers résultats sont positifs. Des marchés tels que l'Espagne, l'Italie (tous deux sont stables), l'Allemagne, la Pologne ou la Belgique montrent des signes d'amélioration. La reprise d'Actimel se poursuit. Depuis le T4 2014, la marque a enregistré trois trimestres de croissance des ventes. La marge brute des Produits Laitiers Frais en Europe a enregistré une progression de 140pbs au S1 2015 hors effets des prix du lait.

■ Cette analyse renforce notre conviction positive sur Danone. Nous estimons que les ventes devraient progresser de 4,5% en 2016 (+4,2% cette année dans le bas de la guidance de 4-5%), provenant d'une croissance de +1,8% des PLF, de 5% des Eaux, de 9% de la Nutrition Infantile et de 7,5% de la Nutrition Médicale. La marge opérationnelle courante est attendue en hausse de 50pbs en 2016 (+40pbs en 2015). Notre Fair Value est ajustée à la hausse de 69 EUR à 74 EUR principalement pour tenir compte du roll-over. Le titre affiche toujours une décote par rapport à ses pairs. Il se traite avec un P/E 12-month forward de 20,1x (sur la base d'un consensus qui est 2,5% en-dessous de nos estimations) contre 21,2x pour Nestlé (nos prévisions se situant 1,6% en-dessous du marché) et 20,4x pour Unilever.

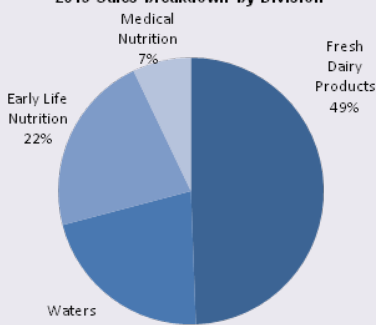


**Analyst:**  
**Virginie Roumage**  
33(0) 1.56.68.75.22  
vroumage@bryangarnier.com

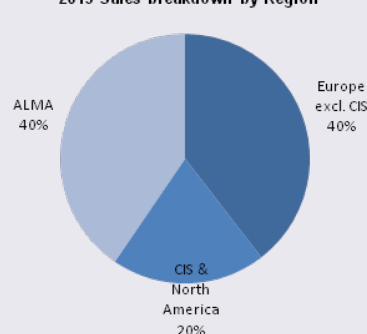
**Sector Analyst Team:**  
Nikolaas Faes  
Loïc Morvan  
Antoine Parison  
Cédric Rossi

Danone

2015 Sales breakdown by Division



2015 Sales breakdown by Region



Activités

Né en 1972 de la fusion entre BSN et Gervais Danone, Danone s'est recentré sur quatre lignes de métier (Produits laitiers frais, Eaux, Nutrition infantile, Nutrition médicale) sur un certain nombre limité de marchés sur lesquels le groupe cherche à être leader.

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Sales	20 869	21 298	21 144	22 430	23 157	24 529
Change (%)	8,0%	2,1%	-0,7%	6,1%	3,2%	5,9%
Like-for-like change (%)	5,4%	4,8%	4,7%	4,2%	4,5%	5,9%
Trading operating profit	2 959	2 809	2 662	2 922	3 120	3 407
Change (%)	4,1%	-5,1%	-5,2%	9,7%	6,8%	9,2%
Operating income						
Total financial expenses	-302	-263	-312	-319	-288	-268
Income before taxes	2 445	1 865	1 839	2 078	2 797	3 099
Reported income tax	-712	-604	-599	-662	-730	-823
Share of profit of associates	54,0	289	14,0	105	118	123
Net profit	1 787	1 550	1 253	1 522	2 184	2 399
Non-controlling interests	115	128	134	131	145	153
Net profit Group share	1 672	1 422	1 119	1 391	2 039	2 246
Underlying net income_group share	1 818	1 636	1 561	1 776	1 932	2 139
Change (%)	3,9%	-10,0%	-4,6%	13,8%	8,8%	10,7%
<b>Cash flows from operating activities</b>						
Working capital variation	-333	-217	-57,0	-124	-99,0	-94,9
Capex, net	-976	-1 039	-984	-1 054	-1 088	-1 153
Other	206	113	59,0	0,0	0,0	0,0
Free cash flow excluding exceptional items	2 088	1 549	1 401	1 603	1 737	1 945
Exceptionals	0,0	-121	-123	30,0	0,0	0,0
Free cash flow reported	2 088	1 428	1 277	1 603	1 737	1 945
M&A	-300	-1 330	-1 404	-1 273	0,0	0,0
Dividends	-1 083	-953	-417	-311	-1 017	-1 107
Other	-365	-819	746	732	-200	-200
Net debt	6 292	7 966	7 764	7 013	6 493	5 854
<b>Property, plant and equipment</b>						
Intangibles assets	16 265	16 308	16 234	16 385	16 538	16 693
Cash & equivalents	1 269	969	880	299	319	26,6
current assets	6 923	7 850	7 449	7 376	7 517	7 450
Total assets	29 537	30 928	31 747	31 833	32 101	32 094
L & ST Debt	9 522	11 927	11 142	10 121	9 621	8 690
Others liabilities	7 761	8 272	8 860	9 159	9 554	9 544
Shareholders' funds	12 191	10 694	11 696	12 504	12 878	13 810
Total Liabilities	17 283	20 199	20 002	19 280	19 175	18 235
<b>Trading operating margin</b>						
Reported tax rate	29,10	32,40	32,60	31,83	26,12	26,54
Underlying net income_group share	8,71	7,68	7,38	7,92	8,34	8,72
ROE	13,72	13,30	9,57	11,12	15,84	16,27
ROIC	11,36	10,42	9,77	10,77	11,49	12,58
Gearing based on net debt	51,35	74,25	66,10	55,87	50,23	42,24
Gearing based on net financial debt	24,65	44,01	44,33	41,32	36,10	29,07
Pay out ratio	48,09	52,11	57,27	57,27	57,27	57,27
Number of shares, diluted	603	588	596	606	606	606
<b>Basic underlying EPS</b>						
Diluted underlying EPS	3,01	2,78	2,62	2,93	3,19	3,53
% change	4,3%	-7,7%	-5,9%	12,0%	8,8%	10,7%
BVPS	20,22	18,19	19,62	20,65	21,27	22,81
Operating cash flows	4,19	3,84	3,81	4,18	4,50	4,96
FCF	3,46	2,63	2,35	2,65	2,87	3,21
Net dividend	1,45	1,45	1,50	1,68	1,83	2,02

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

# 1. Des fondamentaux solides

**L'analyse des défis posés par l'évolution de l'industrie agroalimentaire (voir étude sectorielle : Un plat plus épicé) renforce notre conviction positive sur Danone. Nous estimons que seules 16% de ses ventes, correspondant aux yaourts en Europe (hors CEI), sont à risque. Pour restaurer sa performance, le groupe a établi un plan précis dont les objectifs sont chiffrés.** Il anticipe à présent que les ventes de la division Produits Laitiers Frais devraient progresser de 3-5% d'ici 2020 grâce au changement de son modèle marketing (plus d'émotion), du recours aux innovations (pochette Danonino...), et du recentrage de ses ressources sur huit de ses marques (Danone, Activia, Actimel, Vitalinea, Danio, Oikos, Danette, Danonino) générant plus de 80% des ventes et du profit. Danone a par ailleurs indiqué qu'il prévoit d'améliorer sa marge opérationnelle courante de 200pbs (hors effets de change) entre 2015 et 2020, principalement grâce à la rationalisation de son portefeuille et l'optimisation de ses opérations. **Les premiers résultats sont positifs.** Les signes sont encourageants sur des marchés tels que l'Espagne, l'Italie (tous deux sont stables), l'Allemagne, la Pologne ou la Belgique. La reprise d'Actimel se confirme. Depuis le T4 2014, la marque a enregistré trois trimestres de croissance. La tendance sur Activia s'est stabilisée, bien qu'elle demeure en territoire négatif. La marge brute des Produits Laitiers Frais en Europe a enregistré une progression de 140pbs au S1 2015 hors effets des prix du lait ! Danone devrait atteindre la fourchette basse de sa guidance de ventes en 2017. Nous anticipons une progression du CA réalisé sur les yaourts de 3,5%, impliquant une stabilisation de l'Europe, une croissance de 3% aux EU et en CEI et de 5% en Asie-Pacifique/Amérique latine. Nous révisons à la hausse nos estimations de marge opérationnelle courante pour les PLF sur les trois prochaines années. Nous anticipons à présent une progression de 40pbs à 9,7% en 2015 (contre 9,5% précédemment). Sur les deux années suivantes, la marge devrait augmenter respectivement de 30pbs et de 50pbs à 10% et 10,5%.

**Les autres divisions sont globalement à l'abri des bouleversements de l'industrie agroalimentaire. Nous pensons que la Nutrition Infantile devrait être le principal moteur de la croissance dans les années à venir.** En Chine (22% des ventes selon nos estimations), le groupe a retrouvé sa part de marché pré-Fonterra de 15%. Il bénéficie d'un positionnement très fort sur le e-commerce (légal sur le B2C et illégal sur le C2C): sa part de marché atteint 50%! L'intérêt des consommateurs ne se dément pas pour les marques internationales, en particulier celles qui proviennent du Pays-Bas, de l'Allemagne, de l'Irlande et de la Nouvelle-Zélande. Après la cession de Dumex à Yashili, Danone ne sera plus présent sur le circuit en déclin du modern trade, contrairement à Nestlé et Mead Johnson qui y occupent une position dominante. Outre de possibles synergies, cette opération devrait permettre à Danone d'approfondir ses relations avec le gouvernement chinois et d'étendre sa distribution dans les villes tier 4 et hors du circuit de l'e-commerce. **En 2016, la division Eau devrait ralentir du fait du déstockage de la marque Mizone qui souffre du ralentissement de l'économie chinoise. Mais le potentiel de la catégorie reste significatif. Le groupe a communiqué sur un rythme de croissance durable à moyen terme de 7-10% pour l'Eau et la Nutrition Infantile et de 6-8% pour la Nutrition Médicale.**

**Outre le plan de redressement des PLF, des mesures fortes sont en train d'être mises en place à l'échelle du groupe afin d'atteindre l'objectif 2020 d'une croissance rentable et durable:**

- **Changements organisationnels.** Le plan « One Danone » prévoit l'intégration des fonctions support (RH, IT...) afin de réduire les coûts et de permettre une meilleure expertise. Au cours de l'année 2016, 30 *clusters* vont être créés. Cette nouvelle organisation sera pleinement opérationnelle en 2017.
- **Changement des critères de rémunération variable des cadres de direction.** A l'heure actuelle, la rémunération variable repose aux deux tiers sur les ventes et à un tiers sur la marge. Bien qu'il n'a pas été précisé lors de la journée Investisseurs quels changements seraient apportés, Mr Emmanuel Faber a dit très clairement qu'il souhaitait mettre davantage l'accent sur la rentabilité.
- **Changements des systèmes de budgétisation.** Danone va abandonner son budget annuel et adopter un budget trimestriel sur base glissante. L'allocation de ressources sera plus dynamique, permettant au groupe de réallouer rapidement les fonds en fonction des besoins.

## 2. Estimations

Nous estimons que les ventes devraient progresser de 4,5% en 2016 (+4,2% cette année dans le bas de la guidance de 4-5%), provenant d'une croissance de +1,8% des PLF, de 5% des Eaux, de 9% de la Nutrition Infantile et de 7,5% de la Nutrition Médicale. La marge opérationnelle courante est attendue en hausse de 50pbs en 2016 (+40pbs en 2015) et de 40pbs l'année suivante. La baisse des frais financiers devrait contribuer à une progression du BPA de 8,8% en 2016 et de 10,7% en 2017. Ces prévisions restent globalement inchangées (BPA 2015-2017 augmentés de 1%) car si nous avons relevé les marges de la division yaourts, nous avons ajusté à la baisse la croissance organique des ventes d'Eau.

**Fig. 1: Prévisions de ventes par division**

EURm	2014	2015e	2016e	2017e
<b>GROUP</b>				
<b>Sales</b>	<b>21 144</b>	<b>22 430</b>	<b>23 157</b>	<b>24 529</b>
Reported variation	-0,7%	6,1%	3,2%	5,9%
FX variation	-5,5%	2,1%	-0,3%	0,0%
External variation	0,1%	-0,2%	-0,9%	0,0%
<b>Organic variation</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,5%</b>	<b>5,9%</b>
% price/mix	6,2%	3,4%	2,3%	3,0%
% volume	-1,5%	0,8%	2,2%	2,9%
<b>FRESH DAIRY PRODUCTS</b>				
<b>Sales</b>	<b>11 129</b>	<b>11 083</b>	<b>11 227</b>	<b>11 620</b>
Reported variation	-5,6%	-0,4%	1,3%	3,5%
<b>Organic variation</b>	<b>1,5%</b>	<b>0,6%</b>	<b>1,8%</b>	<b>3,5%</b>
<b>EARLY LIFE NUTRITION</b>				
<b>Sales</b>	<b>4 397</b>	<b>4 939</b>	<b>5 208</b>	<b>5 708</b>
Reported variation	3,1%	12,3%	5,5%	9,6%
<b>Organic variation</b>	<b>6,1%</b>	<b>8,6%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,6%</b>
<b>WATERS</b>				
<b>Sales</b>	<b>4 186</b>	<b>4 817</b>	<b>5 019</b>	<b>5 370</b>
Reported variation	7,3%	15,1%	4,2%	7,0%
<b>Organic variation</b>	<b>11,6%</b>	<b>8,2%</b>	<b>5,0%</b>	<b>7,0%</b>
<b>MEDICAL NUTRITION</b>				
<b>Sales</b>	<b>1 432</b>	<b>1 592</b>	<b>1 703</b>	<b>1 831</b>
Reported variation	6,7%	11,1%	7,0%	7,5%
<b>Organic variation</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,5%</b>

Source: Danone, Bryan, Garnier & Co

**Fig. 2: Prévisions de résultat opérationnel courant par division**

<i>EURm</i>	2014	2015e	2016e	2017e
<b>GROUP</b>				
<b>EBIT</b>	<b>2 662</b>	<b>2 922</b>	<b>3 120</b>	<b>3 407</b>
Reported variation	-5,2%	9,7%	6,8%	9,2%
<b>Margin</b>	<b>12,59%</b>	<b>13,02%</b>	<b>13,47%</b>	<b>13,89%</b>
Change in bp	-60	43	45	42
<i>LFL</i>	-12	26	22	42
<i>FX</i>	-28	9	2	0
<i>Scope</i>	-20	10	21	0
<b>FRESH DAIRY PRODUCTS</b>				
<b>EBIT</b>	<b>1 033</b>	<b>1 078</b>	<b>1 119</b>	<b>1 215</b>
Reported variation	-15,4%	4,4%	3,8%	8,6%
<b>Margin</b>	<b>9,28%</b>	<b>9,73%</b>	<b>9,97%</b>	<b>10,46%</b>
Change in bp	-107	45	24	49
<b>EARLY LIFE NUTRITION</b>				
<b>EBIT</b>	<b>828</b>	<b>912</b>	<b>1 022</b>	<b>1 119</b>
Reported variation	-1,0%	10,1%	12,1%	9,5%
<b>Margin</b>	<b>18,83%</b>	<b>18,45%</b>	<b>19,63%</b>	<b>19,61%</b>
Change in bp	-79	-39	128	-2
<b>WATERS</b>				
<b>EBIT</b>	<b>539</b>	<b>636</b>	<b>658</b>	<b>720</b>
Reported variation	5,9%	18,0%	3,4%	9,5%
<b>Margin</b>	<b>12,88%</b>	<b>13,20%</b>	<b>13,10%</b>	<b>13,41%</b>
Change in bp	-16	34	-10	31
<b>MEDICAL NUTRITION</b>				
<b>EBIT</b>	<b>262</b>	<b>296</b>	<b>321</b>	<b>352</b>
Reported variation	7,4%	13,0%	8,5%	9,8%
<b>Margin</b>	<b>18,28%</b>	<b>18,58%</b>	<b>18,84%</b>	<b>19,24%</b>
Change in bp	12	31	26	39

Source: Danone, Bryan, Garnier &amp; Co



### 3. Valorisation

Nous maintenons notre recommandation à l'Achat. Notre Fair Value est ajustée à la hausse de 69 EUR à 74 EUR pour tenir compte du roll-over de nos estimations et du relèvement de nos BPA sur les trois prochaines années (+1%).

**Fig. 3: DCF**

EURm	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Gross cash flow	3 432	3 688	3 821	4 071	4 333	4 560	4 761	4 934	5 073	5 176
CF variation		7,5%	3,6%	6,6%	6,4%	5,2%	4,4%	3,6%	2,8%	2,0%
Capital expenditure	1088	1153	1222	1296	1374	1446	1478	1531	1540	1571
WCR variation	-99	-95	-101	-107	-113	-119	-124	-129	-132	-135
<b>=Operating free cash flow</b>	<b>2 442</b>	<b>2 630</b>	<b>2 699</b>	<b>2 882</b>	<b>3 072</b>	<b>3 233</b>	<b>3 408</b>	<b>3 532</b>	<b>3 666</b>	<b>3 740</b>
Discounting rate	7,9%									
Perpetual growth rate	2,0%									
Discounted free cash flow	2264	2260	2149	2127	2102	2050	2004	1924	1851	1751
Discounted free cash flow sum	20 483									
+Discounted terminal value	30 349									
<b>=Total</b>	<b>50 832</b>									
-Minority interest	49									
+Financial assets	2 146									
-Net debt	7 013									
-Provisions	818									
<b>=Total</b>	<b>45 098</b>									
Number of shares	606									
<b>DCF per share</b>	<b>74</b>									

Source: Danone, Bryan, Garnier & Co

Le P/E 12-month forward de Danone n'est que de 20,1x (sur la base d'un consensus qui est 2,5% en-dessous de nos estimations) contre 21,2x pour Nestlé (nos prévisions se situant 1,6% en-dessous du marché) alors que **ses métriques sont plus attractives**:

**Fig. 4: Organic sales growth**

	2015e	2016e	2017e
Danone	4.2%	4.5%	5.9%
Nestlé	4.2%	4.5%	4.9%

**Fig. 5: EPS growth**

	2015e	2016e	2017e
Danone	12%	8.8%	10.7%
Nestlé	-3.6%	3.7%	7.6%

**Fig. 6: FCF yield**

	2015e	2016e	2017e
Danone	4.4%	4.8%	5.4%
Nestlé	4.2%	4.4%	4.6%

**Fig. 7: Change in ROIC**

	2015e	2016e	2017e
Danone	10.8%	7.3%	9.8%
Nestlé	-0.4%	3.3%	8.8%

Source of all charts: Danone, Nestlé, Bryan, Garnier & Co

## Price Chart and Rating History

### Danone



#### Ratings

Date	Ratings	Price
08/07/15	BUY	EUR58.09

#### Target Price

Date	Target price
20/10/15	EUR69
08/07/15	EUR71

Page laissée blanche intentionnellement

## Bryan Garnier stock rating system

For the purposes of this Report, the Bryan Garnier stock rating system is defined as follows:

### Stock rating

BUY	Positive opinion for a stock where we expect a favourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential upside based on valuation), but also takes into account a number of elements including a SWOT analysis, positive momentum, technical aspects and the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
NEUTRAL	Opinion recommending not to trade in a stock short-term, neither as a BUYER or a SELLER, due to a specific set of factors. This view is intended to be temporary. It may reflect different situations, but in particular those where a fair value shows no significant potential or where an upcoming binary event constitutes a high-risk that is difficult to quantify. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
SELL	Negative opinion for a stock where we expect an unfavourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential downside based on valuation), but also takes into account a number of elements including a SWOT analysis, positive momentum, technical aspects and the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.

### Distribution of stock ratings

BUY ratings 58.5%

NEUTRAL ratings 32.3%

SELL ratings 9.2%

## Research Disclosure Legend

1	Bryan Garnier shareholding in Issuer	Bryan Garnier & Co Limited or another company in its group (together, the "Bryan Garnier Group") has a shareholding that, individually or combined, exceeds 5% of the paid up and issued share capital of a company that is the subject of this Report (the "Issuer").	No
2	Issuer shareholding in Bryan Garnier	The Issuer has a shareholding that exceeds 5% of the paid up and issued share capital of one or more members of the Bryan Garnier Group.	No
3	Financial interest	A member of the Bryan Garnier Group holds one or more financial interests in relation to the Issuer which are significant in relation to this report	No
4	Market maker or liquidity provider	A member of the Bryan Garnier Group is a market maker or liquidity provider in the securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
5	Lead/co-lead manager	In the past twelve months, a member of the Bryan Garnier Group has been lead manager or co-lead manager of one or more publicly disclosed offers of securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
6	Investment banking agreement	A member of the Bryan Garnier Group is or has in the past twelve months been party to an agreement with the Issuer relating to the provision of investment banking services, or has in that period received payment or been promised payment in respect of such services.	No
7	Research agreement	A member of the Bryan Garnier Group is party to an agreement with the Issuer relating to the production of this Report.	No
8	Analyst receipt or purchase of shares in Issuer	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has received or purchased shares of the Issuer prior to a public offering of those shares.	No
9	Remuneration of analyst	The remuneration of the investment analyst or other persons involved in the preparation of this Report is tied to investment banking transactions performed by the Bryan Garnier Group.	No
10	Corporate finance client	In the past twelve months a member of the Bryan Garnier Group has been remunerated for providing corporate finance services to the issuer or may expect to receive or intend to seek remuneration for corporate finance services from the Issuer in the next six months.	No
11	Analyst has short position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a short position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
12	Analyst has long position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a long position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
13	Bryan Garnier executive is an officer	A partner, director, officer, employee or agent of the Bryan Garnier Group, or a member of such person's household, is a partner, director, officer or an employee of, or adviser to, the Issuer or one of its parents or subsidiaries. The name of such person or persons is disclosed above.	No
14	Analyst disclosure	The analyst hereby certifies that neither the views expressed in the research, nor the timing of the publication of the research has been influenced by any knowledge of clients positions and that the views expressed in the report accurately reflect his/her personal views about the investment and issuer to which the report relates and that no part of his/her remuneration was, is or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.	Yes
15	Other disclosures	Other specific disclosures: Report sent to Issuer to verify factual accuracy (with the recommendation/rating, price target/spread and summary of conclusions removed).	Yes

A copy of the Bryan Garnier & Co Limited conflicts policy in relation to the production of research is available at [www.bryangarnier.com](http://www.bryangarnier.com)

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.



**BRYAN, GARNIER & CO**

<b>London</b>	<b>Paris</b>	<b>New York</b>	<b>Geneva</b>	<b>New Delhi</b>
Beaufort House 15 St. Botolph Street London EC3A 7BB Tel: +44 (0) 207 332 2500 Fax: +44 (0) 207 332 2559 Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA)	26 Avenue des Champs Elysées 75008 Paris Tel: +33 (0) 1 56 68 75 00 Fax: +33 (0) 1 56 68 75 01 Regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) and the Autorité de Contrôle prudential et de résolution (ACPR)	750 Lexington Avenue New York, NY 10022 Tel: +1 (0) 212 337 7000 Fax: +1 (0) 212 337 7002 FINRA and SIPC member	rue de Grenus 7 CP 2113 Genève 1, CH 1211 Tel +4122 731 3263 Fax+4122731 3243 Regulated by the FINMA	The Imperial Hotel Janpath New Delhi 110 001 Tel +91 11 4132 6062 +91 98 1111 5119 Fax +91 11 2621 9062

#### **Important information**

This document is classified under the FCA Handbook as being investment research (independent research). Bryan Garnier & Co Limited has in place the measures and arrangements required for investment research as set out in the FCA's Conduct of Business Sourcebook.

This report is prepared by Bryan Garnier & Co Limited, registered in England Number 03034095 and its MIFID branch registered in France Number 452 605 512. Bryan Garnier & Co Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (Firm Reference Number 178733) and is a member of the London Stock Exchange. Registered address: Beaufort House 15 St. Botolph Street, London EC3A 7BB, United Kingdom

This Report is provided for information purposes only and does not constitute an offer, or a solicitation of an offer, to buy or sell relevant securities, including securities mentioned in this Report and options, warrants or rights to or interests in any such securities. This Report is for general circulation to clients of the Firm and as such is not, and should not be construed as, investment advice or a personal recommendation. No account is taken of the investment objectives, financial situation or particular needs of any person.

The information and opinions contained in this Report have been compiled from and are based upon generally available information which the Firm believes to be reliable but the accuracy of which cannot be guaranteed. All components and estimates given are statements of the Firm, or an associated company's, opinion only and no express representation or warranty is given or should be implied from such statements. All opinions expressed in this Report are subject to change without notice. To the fullest extent permitted by law neither the Firm nor any associated company accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of this Report. Information may be available to the Firm and/or associated companies which are not reflected in this Report. The Firm or an associated company may have a consulting relationship with a company which is the subject of this Report.

This Report may not be reproduced, distributed or published by you for any purpose except with the Firm's prior written permission. The Firm reserves all rights in relation to this Report.

Past performance information contained in this Report is not an indication of future performance. The information in this report has not been audited or verified by an independent party and should not be seen as an indication of returns which might be received by investors. Similarly, where projections, forecasts, targeted or illustrative returns or related statements or expressions of opinion are given ("Forward Looking Information") they should not be regarded as a guarantee, prediction or definitive statement of fact or probability. Actual events and circumstances are difficult or impossible to predict and will differ from assumptions. A number of factors, in addition to the risk factors stated in this Report, could cause actual results to differ materially from those in any Forward Looking Information.

Disclosures specific to clients in the United Kingdom

This Report has not been approved by Bryan Garnier & Co Limited for the purposes of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 because it is being distributed in the United Kingdom only to persons who have been classified by Bryan Garnier & Co Limited as professional clients or eligible counterparties. Any recipient who is not such a person should return the Report to Bryan Garnier & Co Limited immediately and should not rely on it for any purposes whatsoever.

Notice to US investors

This research report (the "Report") was prepared by Bryan Garnier & Co Limited for information purposes only. The Report is intended for distribution in the United States to "Major US Institutional Investors" as defined in SEC Rule 15a-6 and may not be furnished to any other person in the United States. Each Major US Institutional Investor which receives a copy of this Report by its acceptance hereof represents and agrees that it shall not distribute or provide this Report to any other person. Any US person that desires to effect transactions in any security discussed in this Report should call or write to our US affiliated broker, Bryan Garnier Securities, LLC, 750 Lexington Avenue, New York NY 10022. Telephone: 1-212-337-7000.

This Report is based on information obtained from sources that Bryan Garnier & Co Limited believes to be reliable and, to the best of its knowledge, contains no misleading, untrue or false statements but which it has not independently verified. Neither Bryan Garnier & Co Limited and/or Bryan Garnier Securities LLC make no guarantee, representation or warranty as to its accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. This Report is not an offer to buy or sell any security.

Bryan Garnier Securities, LLC and/or its affiliate, Bryan Garnier & Co Limited may own more than 1% of the securities of the company(ies) which is (are) the subject matter of this Report, may act as a market maker in the securities of the company(ies) discussed herein, may manage or co-manage a public offering of securities for the subject company(ies), may sell such securities to or buy them from customers on a principal basis and may also perform or seek to perform investment banking services for the company(ies).

Bryan Garnier Securities, LLC and/or Bryan Garnier & Co Limited are unaware of any actual, material conflict of interest of the research analyst who prepared this Report and are also not aware that the research analyst knew or had reason to know of any actual, material conflict of interest at the time this Report is distributed or made available.