

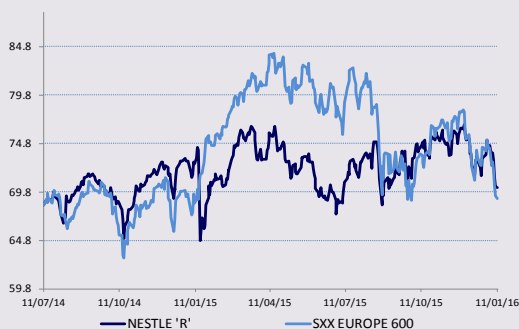
INDEPENDENT RESEARCH

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.

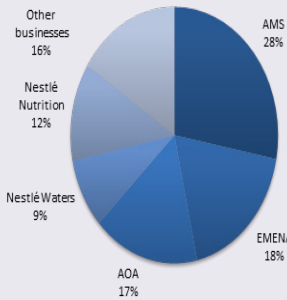


Analyst:
Virginie Roumage
33(0) 1.56.68.75.22
vroumage@bryangarnier.com

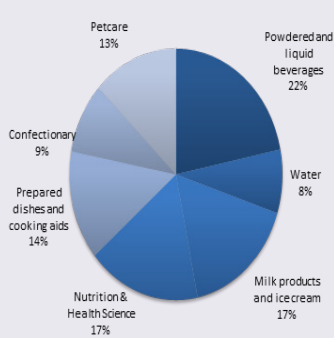
Sector Analyst Team:
Nikolaas Faes
Loïc Morvan
Antoine Parison
Cédric Rossi

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%
Cash Flow Statement (CHFm)						
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
Balance Sheet (CHFm)						
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
Capital employed						
Ratios						
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
Data per Share (CHF)						
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
Bryan Garnier stock rating system.....	65

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

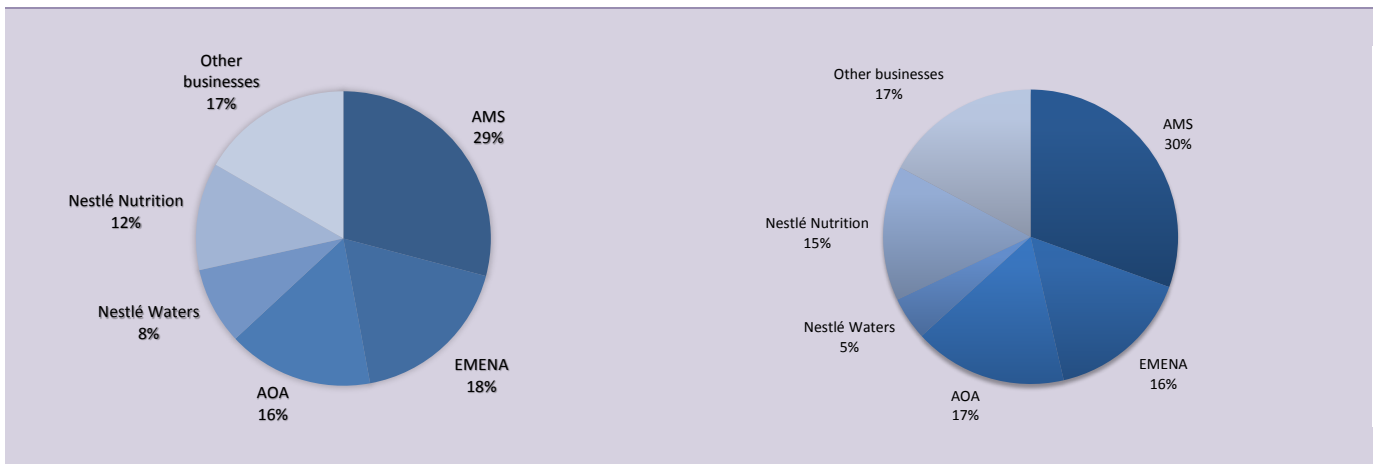
L'annonce d'un programme de rachat d'actions lors de la publication des résultats annuels impacterait positivement le cours du titre. A l'inverse, une augmentation du Franc Suisse constitue un risque à la baisse.

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

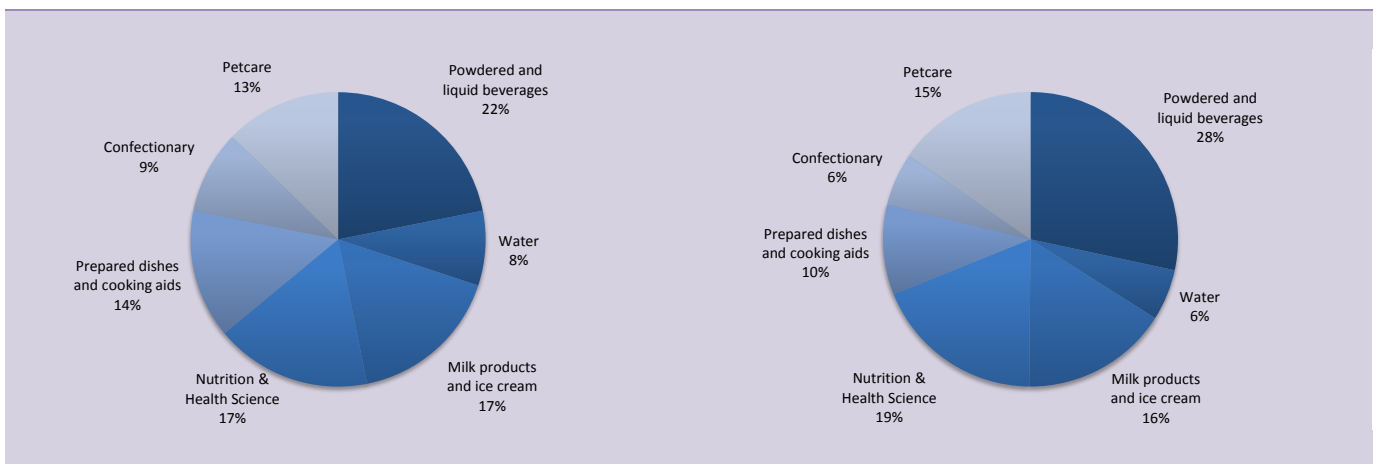


Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

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

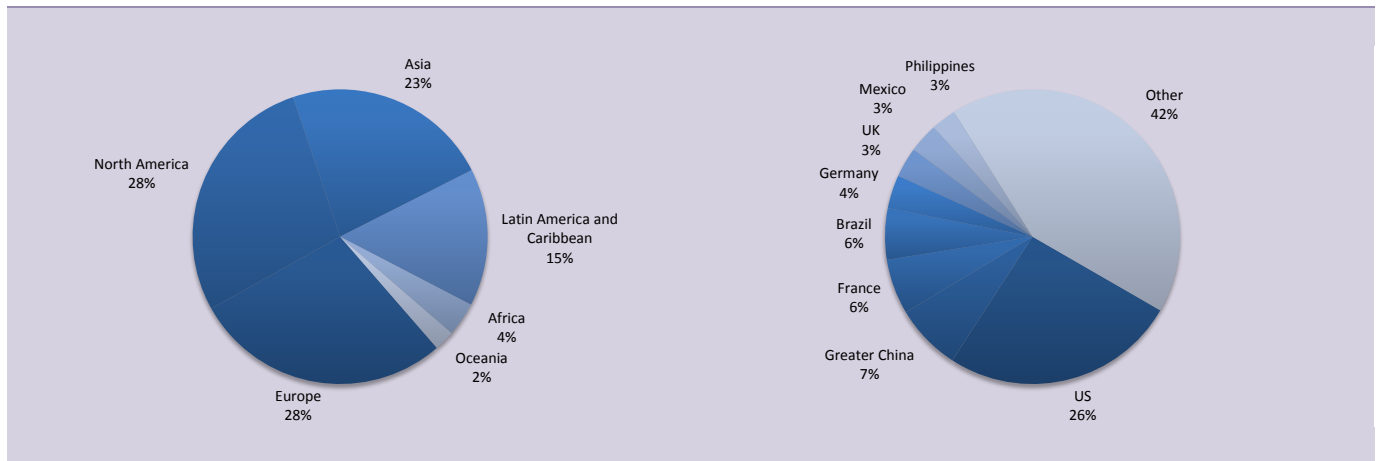


Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

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

Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

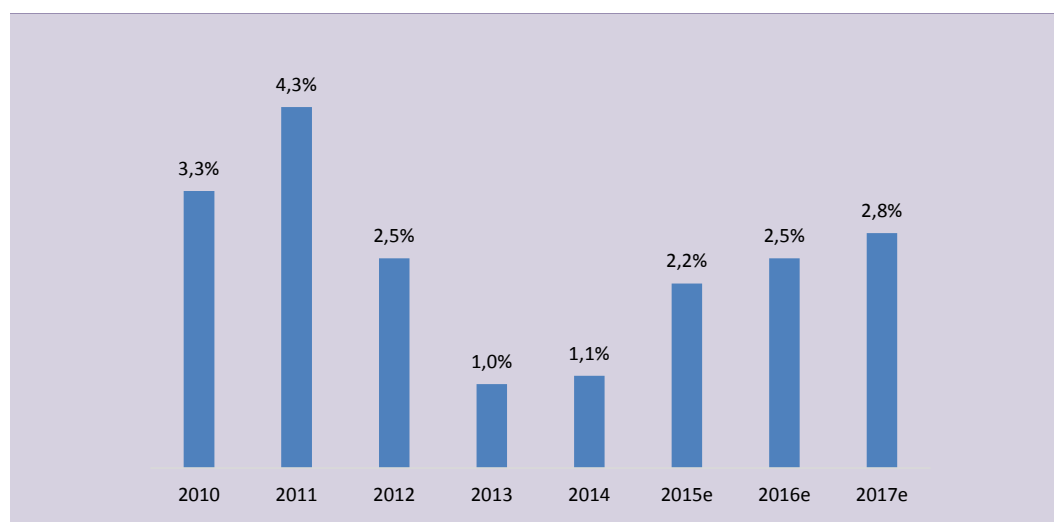
3. Des difficultés persistantes en 2016

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

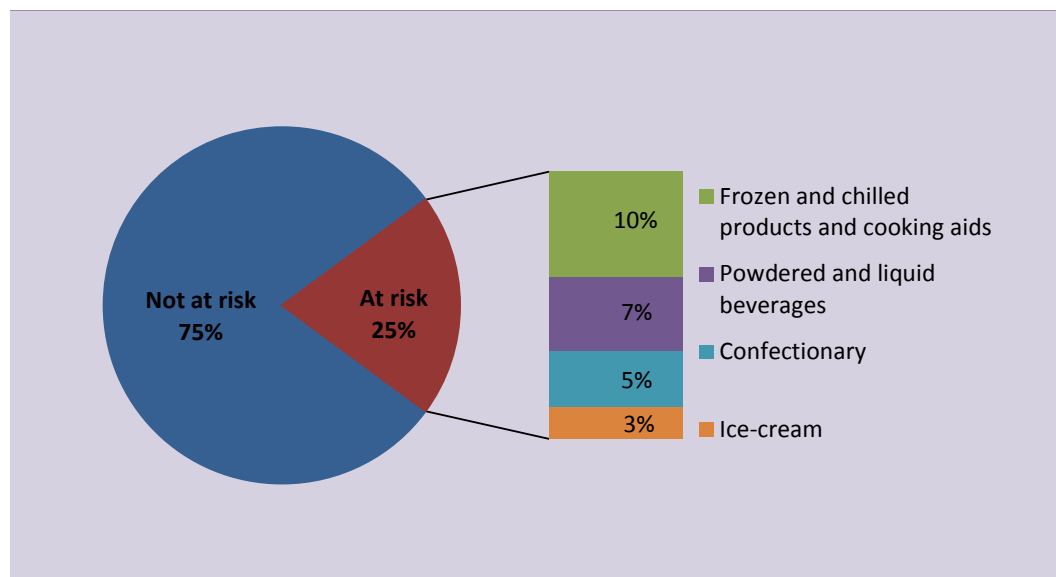


Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

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

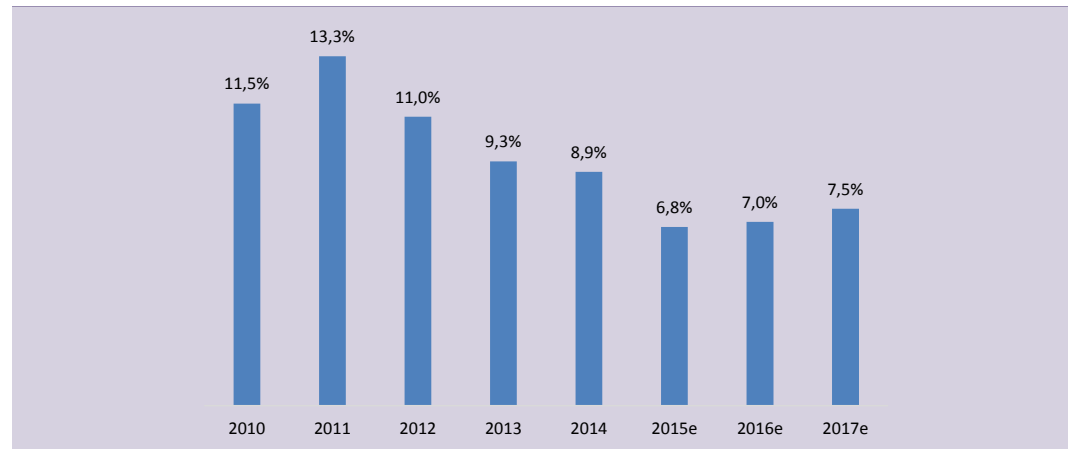
Selon nos estimations, les mesures fortes prises par la société ne concernent que 8% de ses ventes. Il s'agit des produits surgelés aux Etats-Unis (5%) et des crèmes glacées/produits surgelés en Europe (3%). D'autres initiatives vont dans le bon sens mais leur impact est minimal (lancement du chocolat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



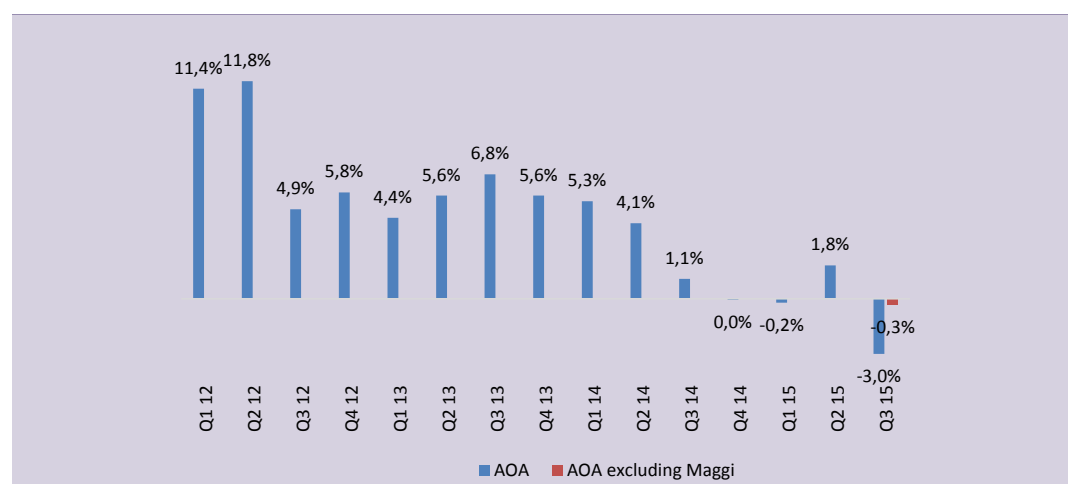
Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

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

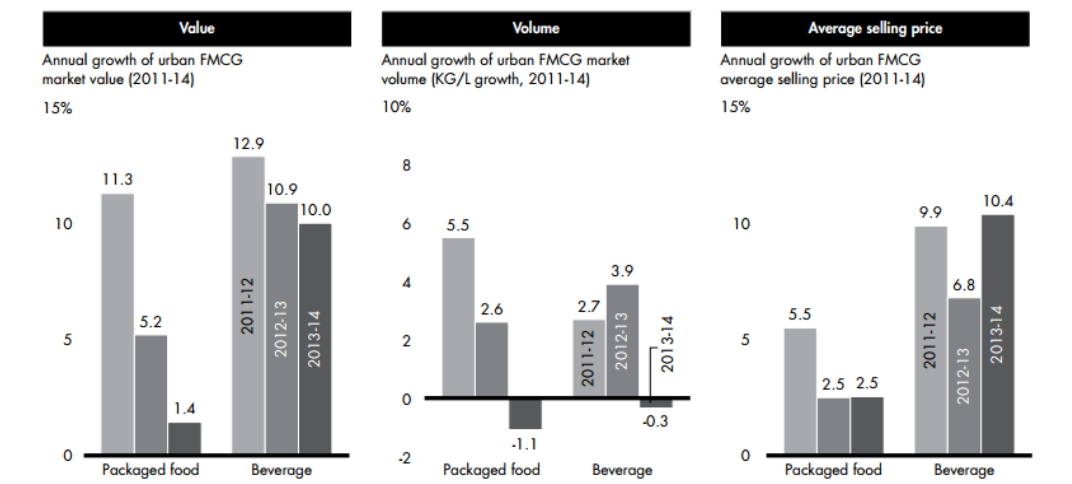


Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

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

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).

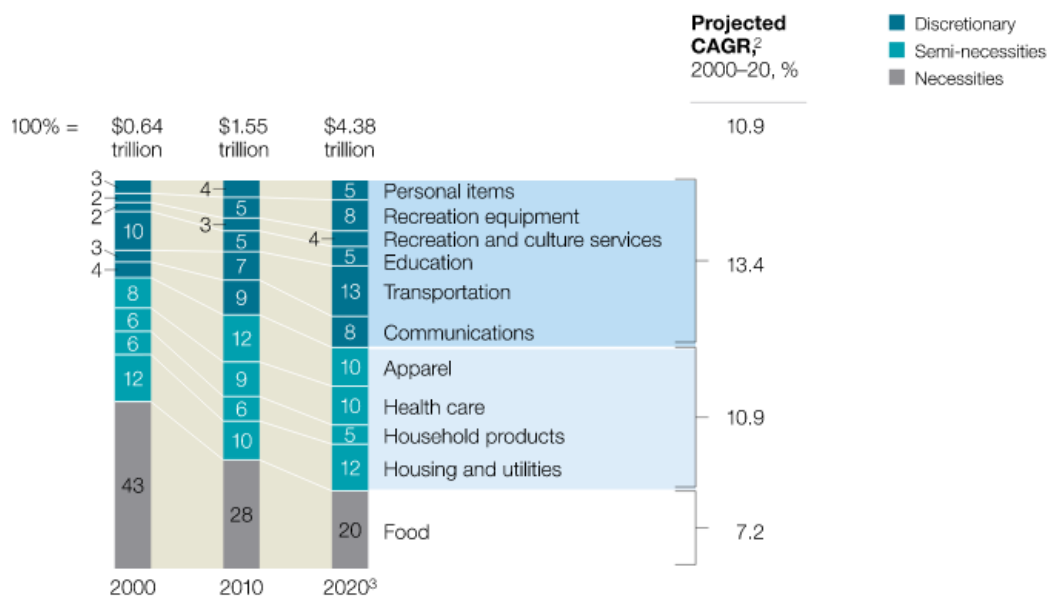
Fig. 12: Croissance de l'agroalimentaire et des boissons en Chine



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

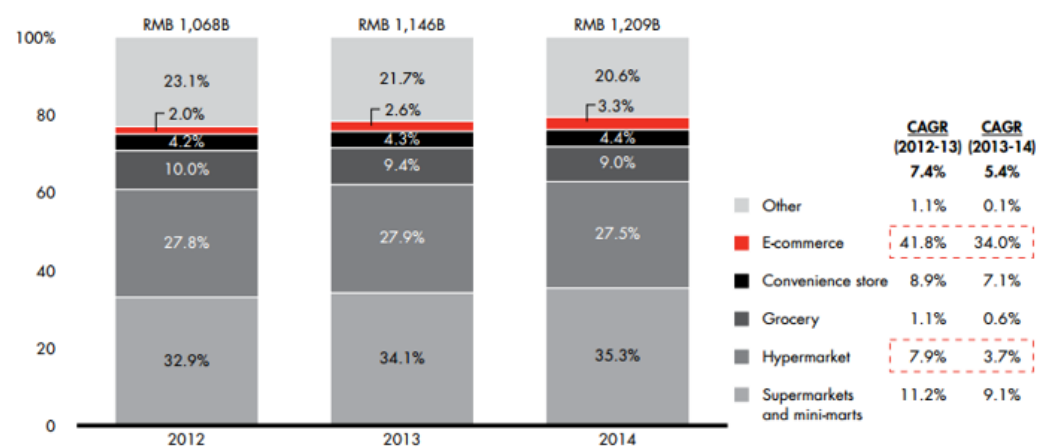


Source: Nestlé

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).

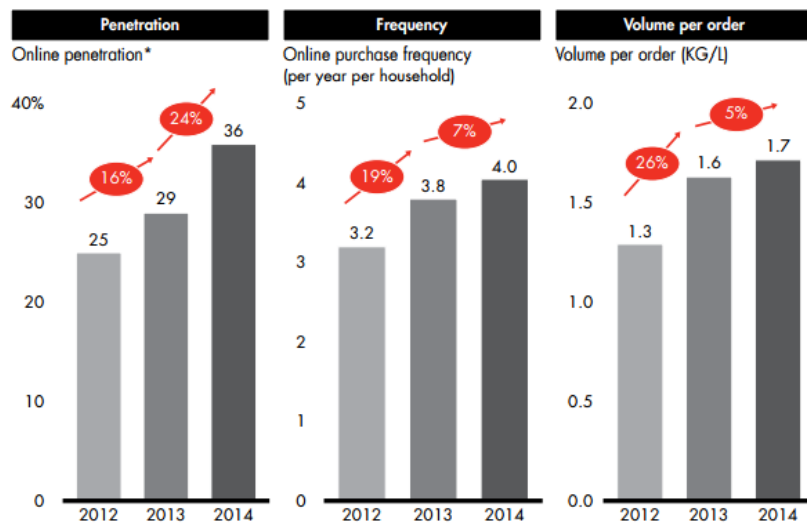
Fig. 15: Croissance dans les villes chinoises des ventes d'agro-alimentaire et de boissons par circuit de distribution



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).

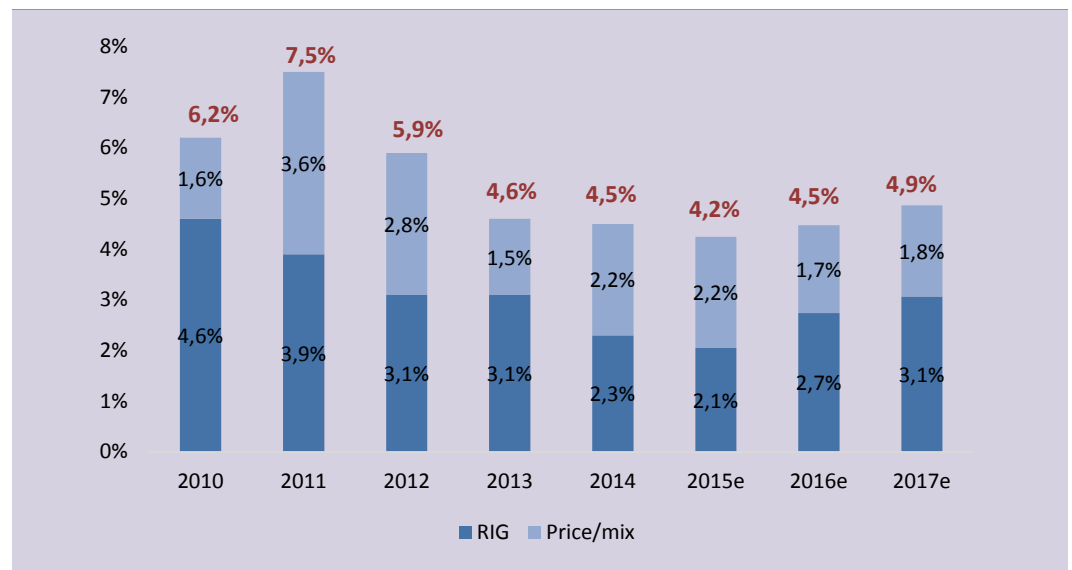
4.1. Une croissance organique des ventes de 4,5% en 2016

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

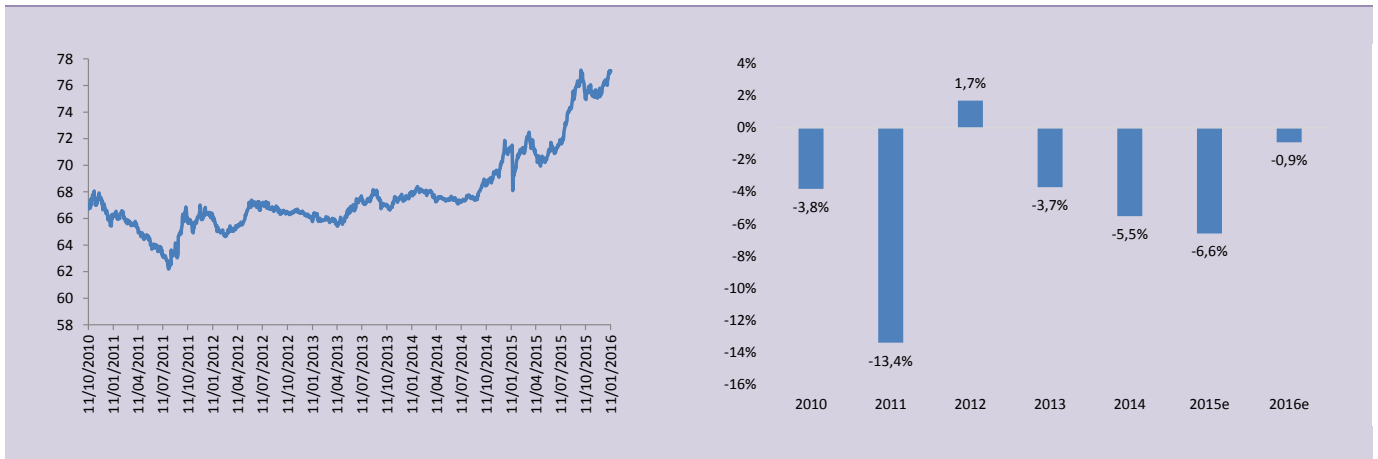


Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

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

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

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

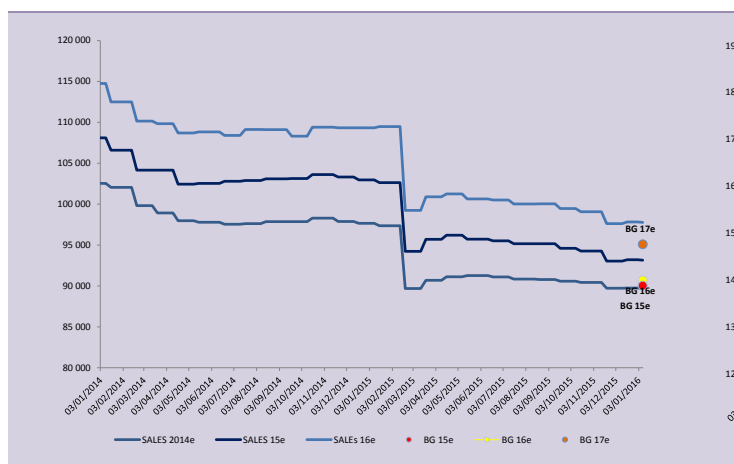
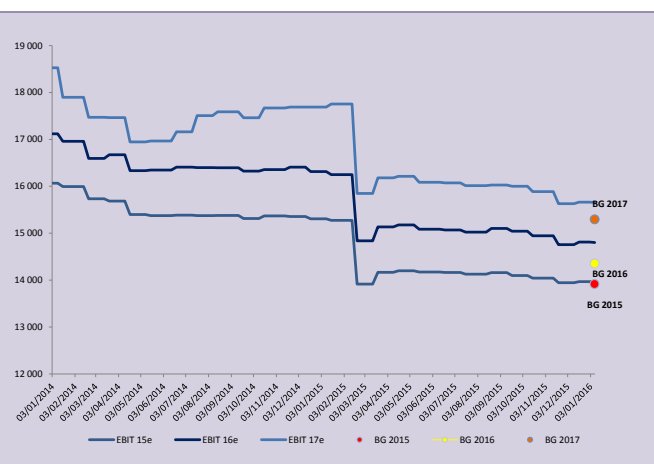


Fig. 25: Consensus-ROP



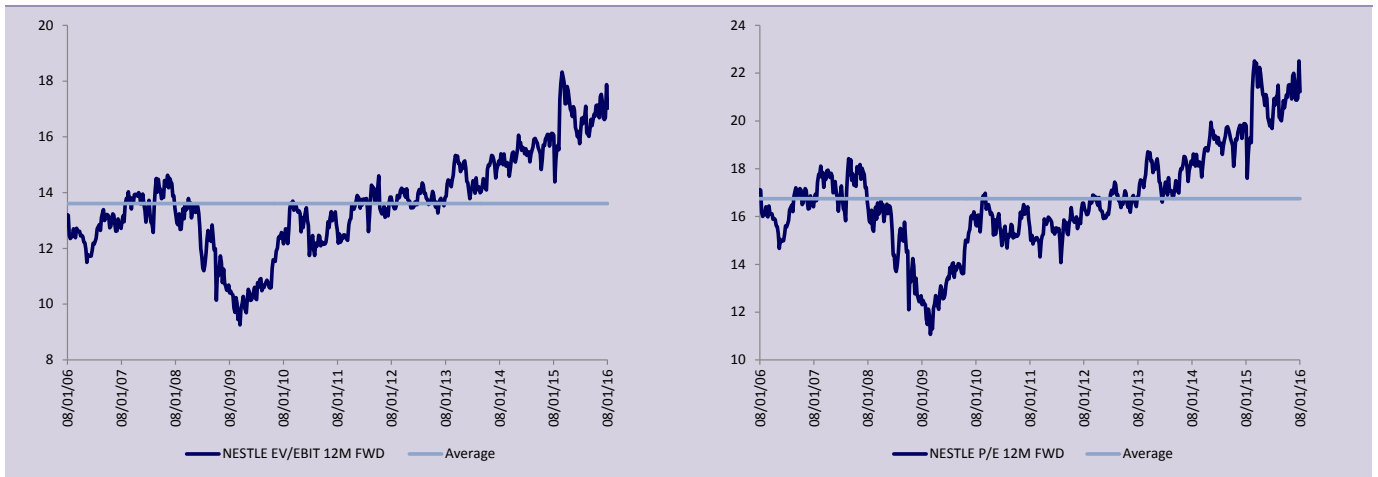
Source: Thomson Reuters, Bryan, Garnier & Co

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

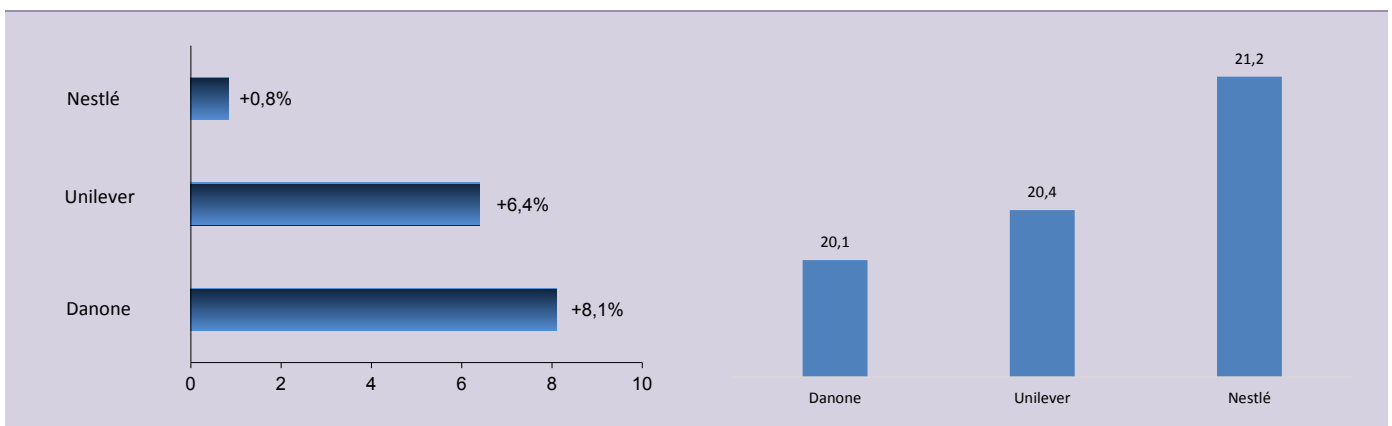


Source : Thomson Reuters

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%
Operating cash flows	14 142	14 747	15 624	16 631	17 734	18 783	19 759	20 643	21 419	22 069
-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%
Free cash flow	10 239	10 654	11 324	12 104	12 960	13 782	14 554	15 263	15 895	16 437
Discount coefficient	0,93	0,87	0,81	0,76	0,71	0,66	0,62	0,58	0,54	0,50
Discounted FCF	9 558	9 284	9 210	9 190	9 185	9 117	8 988	8 798	8 553	8 256

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
Equity value	238 701
Number of shares (m)	3 138
Fair Value (CHF)	76

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	76	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

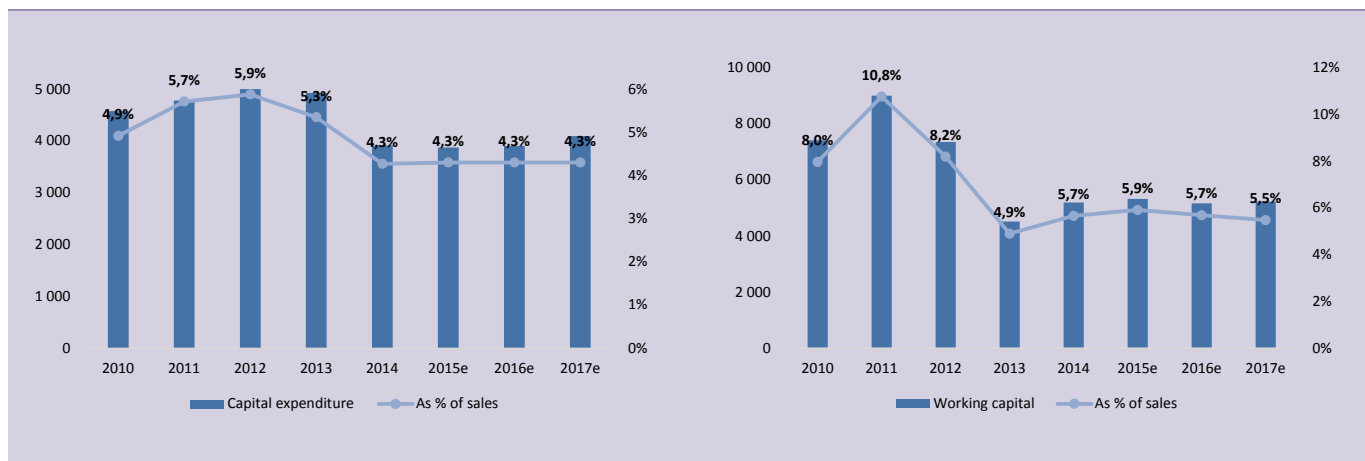
5.5. Un risque à la hausse: le rachat d'actions

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.

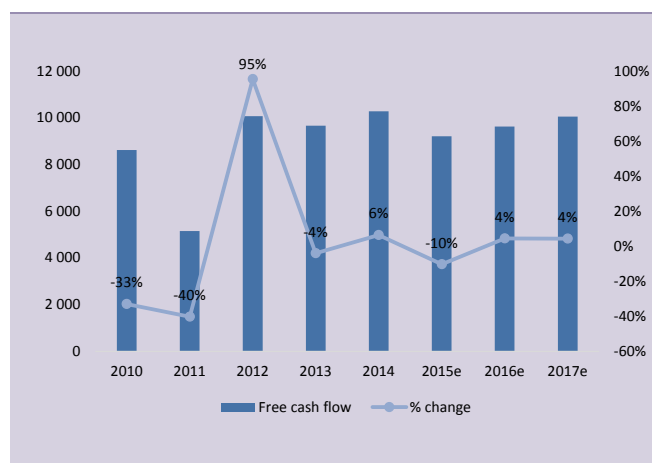
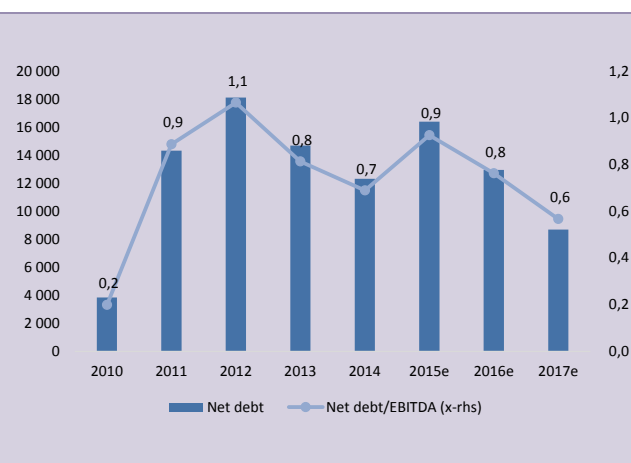
Fig. 33: Dépenses d'investissements (hors actifs intangibles) en % des ventes

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

Source: Nestlé, Bryan, Garnier & Co

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

Summary of Investment Research Conflict Management Policy is available www.bryangarnier.com



BRYAN, GARNIER & CO

London	Paris	New York	Geneva	New Delhi
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 prudentiel 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.