

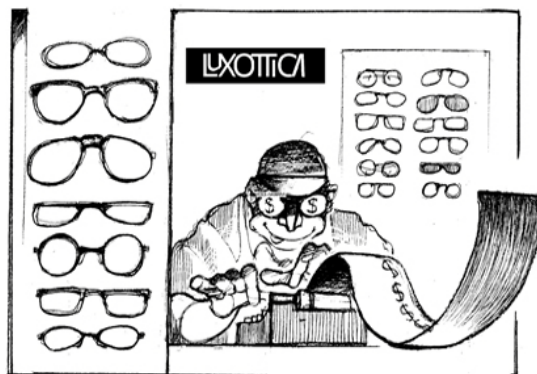
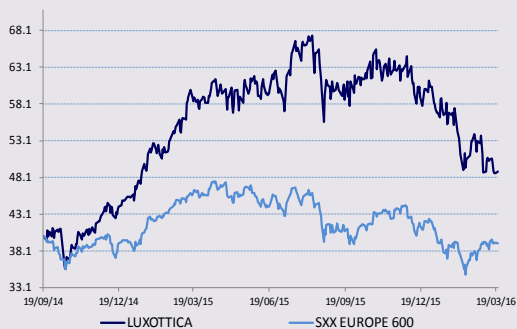
INDEPENDENT RESEARCH
UPDATE

22 mars 2016

Luxe & Biens de conso

Bloomberg	LUX IM
Reuters	LUX.MI
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	67,5 / 48,7
Capitalisation Boursière (MEUR)	23 554
Valeur d'Entreprise	24 560
Volume moyen 6 mois (000 actions)	851,3
Flottant	32,9%
TMVA BPA (3 ans)	14,5%
Gearing (12/14)	21%
Rendement (12/15e)	1,83%

Fin Décembre	12/14	12/15e	12/16e	12/17e
C. d'affaires (M€)	7 652	8 837	9 366	10 017
EBIT(M€)	1 158	1 376	1 536	1 685
BPA Publié (€)	1,34	1,67	1,93	2,16
BPA dilué (€)	1,44	1,68	1,94	2,17
EV/CA	3,2x	2,8x	2,6x	2,4x
EV/EBITDA	15,9x	13,3x	11,9x	10,7x
EV/EBIT	21,2x	17,8x	15,8x	14,2x
P/E	33,7x	29,0x	25,1x	22,4x
ROCE	10,4	12,5	13,9	15,2



Luxottica

Les turbulences sont bientôt finies, profitons-en !

Fair Value 63EUR vs. 65EUR (cours 48,70EUR) ACHAT

Après le très beau parcours boursier en 2015 (+33%), le titre a chuté de 19% ytd, en raison d'objectifs 2016-18 jugés prudents par le marché et d'un manque de visibilité au niveau de la gouvernance. La valeur se traitant désormais avec une décote de 5% en EV/EBIT *forward* par rapport à sa moyenne 2004-16 (vs. +32% en décembre) et puisque nous croyons que les dirigeants apporteront des réponses convaincantes sur ces deux sujets, profitons des cours actuels pour revenir sur le titre. Nos estimations 2016-18 sont inchangées mais notre nouvelle FV de 63EUR tient compte d'une légère hausse du beta ainsi que du nombre de titres. **Recommandation Acheter confirmée !**

■ **Les US (~56% du CA) restent un catalyseur :** hors impact négatif de la « 53^{ème} semaine » dans le *Retail*, la croissance organique a même accéléré en Amérique du Nord au T4 à 5,8% vs. +5,6% aux 9M et +4,5% au T3. Pour 2016 le management table sur +5-6% à tcc, notamment grâce aux nombreuses ouvertures de magasins chez LensCrafters et Target Optical. **Attention toutefois à la base de comparaison élevée au T1/16.**

■ **Des objectifs 2016-18 prudents ?** Nous tablons sur une croissance de 6% à tcc en 2016 puis 7% en 2017-18, soit la meilleure performance de notre échantillon Optique. La guidance 2016-18 de croissance de l'EBIT (1,5x la hausse du CA) est certes inférieure à celle de la période 2010-15 (2x la hausse du CA), mais se justifie par le vaste plan de capex de 1,5 MdEUR à horizon 2018. Malgré nos hypothèses plus prudentes que celles du groupe (BG : 1,3x sur 2016-18e), le potentiel de hausse de la MOP (BG : +40pb/an) reste l'un des plus élevés du secteur et le ROP devrait augmenter de 400 MEUR entre 2016-18, soit autant que lors de la période 2010-14.

■ **Gouvernance : la visibilité reviendra progressivement.** M. Del Vecchio (61,4% du capital) doit finaliser le plan de succession et la nouvelle structure de gouvernance. A CT, nous sommes très confiants dans la capacité de la nouvelle équipe de dirigeants pour mettre en place et exécuter efficacement les initiatives annoncées lors de l'*Investor Day* (~1 280 ouvertures de magasins d'ici 2018, stratégie digitale, etc.).



Analyst:
Cédric Rossi
33(0) 1 70 36 57 25
crossi@bryangarnier.com

Consumer Analyst Team:
Nikolaas Faes
Loïc Morvan
Virginie Roumage

Luxottica



Activités

Avec un CA 2015 de 8,8 MdsEUR, Luxottica est le leader mondial des montures et des solaires de luxe. Le groupe italien est organisé autour de deux activités : 1/ le Retail (60% du CA) avec la distribution de produits optiques grâce à plus de 7 000 points de vente dans le monde (LensCrafters, Sunglass Hut, etc.) et 2/ le Wholesale (40% du CA) qui concerne le design, la production et la vente de lunettes à des clients tiers. Le groupe italien détient un portefeuille composé des marques propres (Ray-Ban, Oakley...) et de licences (Prada, Giorgio Armani, Ralph Lauren, Chanel...) inégalé dans le secteur.

M. Leonardo Del Vecchio, fondateur de Luxottica et actuel Président du Conseil d'Administration, demeure l'actionnaire majoritaire avec 61,4% du capital. A noter que M. Giorgio Armani possède près de 5% du groupe. Le flottant s'élève à environ 33% du capital.

Income Statement (EURm)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Revenue	7 086	7 313	7 652	8 837	9 366	10 017
Change (%)	13,9%	3,2%	4,6%	15,5%	6,0%	7,0%
Gross Profit	4 650	4 789	5 078	6 001	6 388	6 853
EBITDA	1 328	1 422	1 542	1 853	2 040	2 225
EBIT	970	1 056	1 158	1 376	1 536	1 685
Change (%)	20,2%	8,8%	9,7%	18,9%	11,6%	9,7%
Financial results	-126	-99,3	-97,5	-98,5	-80,0	-67,5
Pre-Tax profits	844	956	1 060	1 278	1 456	1 618
Tax	-306	-408	-414	-471	-524	-574
Minority interests	-4,2	-4,2	-3,4	-2,8	-2,9	-3,1
Net profit	534	545	643	804	929	1 040
Change (%)	18,1%	1,9%	18,0%	25,1%	15,5%	12,0%
Cash Flow Statement (EURm)						
Operating cash flows	1 023	1 015	1 128	1 382	1 516	1 650
Change in working capital	14,2	22,9	-11,8	114	51,1	62,8
Capex, net	262	375	419	514	603	551
Financial investments, net	217	121	41,1	44,2	140	150
Dividends	232	277	312	691	427	480
Other	-72,0	18,0	-81,0	12,0	0,0	0,0
Net debt	1 662	1 461	1 013	1 006	711	305
Free Cash flow	747	617	720	754	862	1 036
Balance Sheet (EURm)						
Cash & liquid assets	790	618	1 454	1 461	1 755	2 162
Other current assets	1 637	1 618	1 714	1 944	2 046	2 172
Tangible fixed assets	1 192	1 183	1 318	1 355	1 454	1 466
Intangible assets	1 346	1 261	1 385	1 385	1 385	1 385
Other assets	3 477	3 403	3 724	3 724	3 724	3 724
Total assets	8 442	8 083	9 594	9 868	10 364	10 909
LT & ST debt	2 452	2 079	2 467	2 467	2 467	2 467
Other liabilities	1 996	1 854	2 199	2 314	2 366	2 429
Shareholders' funds	3 993	4 150	4 929	5 087	5 532	6 013
Total liabilities	8 442	8 083	9 594	9 868	10 364	10 909
Capital employed	6 432	6 188	6 792	6 943	7 093	7 168
Financial Ratios						
Gross Margin (% of sales)	65,62	65,48	66,35	67,91	68,20	68,41
EBITDA margin (% of sales)	18,75	19,45	20,15	20,97	21,78	22,21
EBIT margin (% of sales)	13,69	14,44	15,13	15,58	16,40	16,83
Tax rate	36,22	42,61	39,06	36,86	36,00	35,50
Net Margin	7,54	7,45	8,40	9,10	9,92	10,39
ROE (after tax)	13,42	13,15	13,06	15,83	16,81	17,32
ROCE (after tax)	9,62	9,79	10,39	12,52	13,86	15,17
Gearing	41,63	35,22	20,55	19,77	12,86	5,07
Pay out ratio	48,16	49,71	49,85	49,98	51,62	50,70
Number of shares, diluted	469 574	476 273	479 247	482 073	482 073	482 073
Per share data (EUR)						
EPS	1,14	1,14	1,34	1,67	1,93	2,16
Restated EPS	1,19	1,31	1,44	1,68	1,94	2,17
% change	22,1%	9,7%	10,5%	16,1%	15,5%	12,0%
BVPS	8,50	8,71	10,28	10,55	11,48	12,47
Operating cash flows	2,18	2,13	2,35	2,87	3,14	3,42
FCF	1,59	1,29	1,50	1,56	1,79	2,15
Net dividend	0,58	0,65	0,72	0,89	1,00	1,10

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

Sommaire

1.	Des résultats 2015 en ligne avec les guidances.....	4
1.1.	CA : une lecture rendue difficile par les effets calendaires aux US	4
1.2.	Non la demande finale n'a pas ralenti aux US sur la fin d'année.....	5
1.3.	Nouvelle hausse de la MOP malgré le <i>Retail</i>	6
2.	Outlook 2016-18 : investir pour maintenir un momentum élevé.....	8
2.1.	Digitalisation de la distribution.....	9
2.2.	<i>Retail</i> : un ambitieux programme d'ouverture	12
2.3.	Nos prévisions 2016-18.....	15
3.	Valorisation : profitons des points d'entrées attractifs !	19
3.1.	En zone de turbulence depuis le début d'année	19
3.2.	Attention à la base de comparaison au T1/16	19
3.3.	Gouvernance : où en est-on aujourd'hui ?.....	20
3.4.	EV/EBIT 1-yr <i>forward</i> : retour vers la moyenne.....	23
3.5.	Valorisation par les DCF.....	24
	Price Chart and Rating History	26
	Bryan Garnier stock rating system.....	27

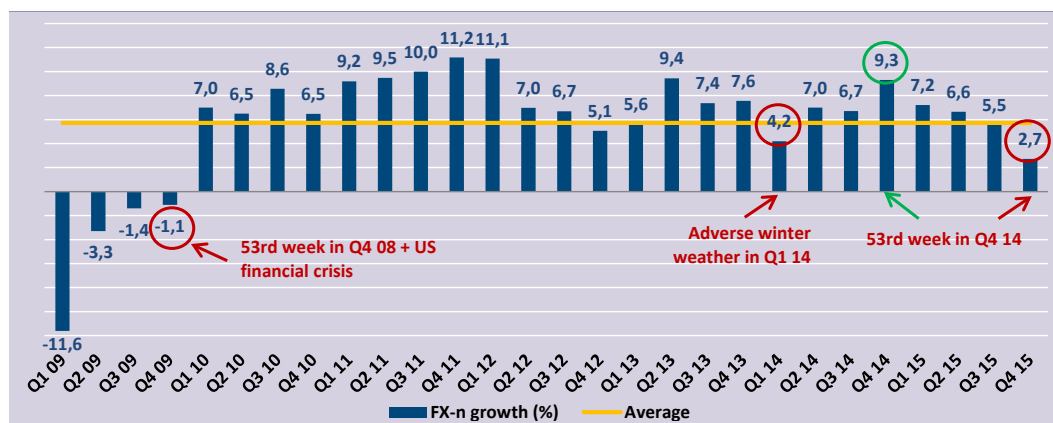
1. Des résultats 2015 en ligne avec les guidances

1.1. CA : une lecture rendue difficile par les effets calendaires aux US

Si certains investisseurs ont été déçus par la faible croissance organique du T4/15 (+2,7% à tcc hors effet EyeMed) en première lecture, il est important de noter que cette relative faiblesse est uniquement liée aux effets calendaires sur le dernier trimestre aux US.

Il est d'ailleurs intéressant de noter que cette hausse de 2,7% est la plus faible depuis le T4/09 (-1,1% à tcc), trimestre au cours duquel Luxottica avait aussi dû composer avec la consolidation de la 53^{ème} semaine au T4/08.

Fig. 1: Croissance trimestrielle du CA de Luxottica (à tcc, en %) :



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

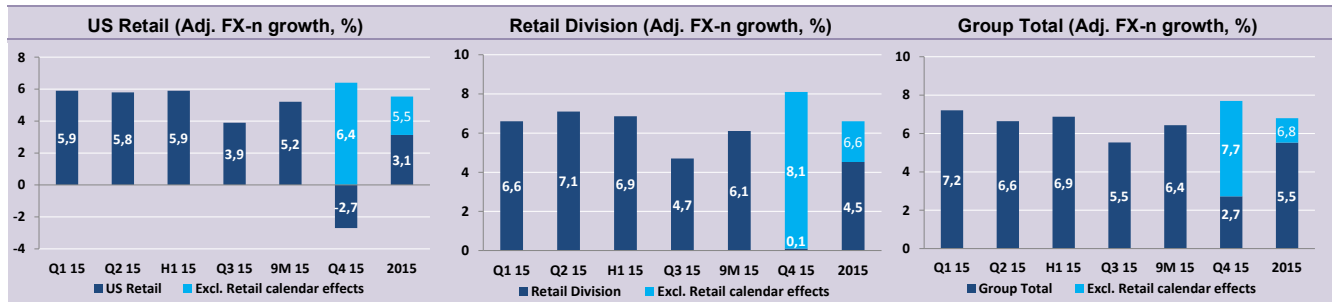
Précisons que les effets calendaires au T4/15 étaient de deux ordres :

- (i) **L'effet « 53^{ème} semaine »** : comme beaucoup de *retailers* américains, les opérations de sa division Retail US sont consolidées sur la base de 52 semaines de 7 jours (soit 364 jours), ce qui l'oblige à comptabiliser une semaine supplémentaire tous les cinq ou six ans pour déclarer les « jours oubliés » de l'intervalle (dernière comptabilisation : T4/08) ;
- (ii) **Réalignement sur le calendrier grégorien** : le groupe italien a décidé d'aligner le calendrier de son Retail US sur celui du Wholesale et de ses autres activités. Désormais, tout le reporting du groupe est basé sur le calendrier grégorien.

Du fait de ces effets calendaires, le T4/15 a compté pas moins de neuf jours ouvrés de moins que le T4/14, soit un différentiel de 90-95 MEUR en termes de CA selon Luxottica. L'impact négatif des effets calendaires a donc naturellement eu un impact significatif sur les performances du groupe italien, comme le montrent les trois graphiques de la page suivante.

Hors effets calendaires, au T4/15, le *Retail* US aurait été en hausse de 6,4% (vs. -2,7%), la division *Retail* aurait cru de 8,1% (vs. +0,1%) et la croissance organique de Luxottica se serait élevée à 7,7% (vs. +2,7%), soit en accélération par rapport aux 9M/15 (+6,4%).

Fig. 2: Les effets calendaires ont un impact significatif au T4/15 :

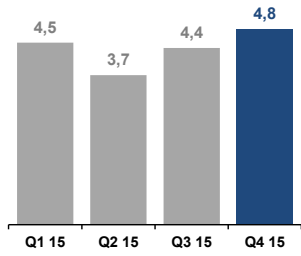


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

1.2. Non la demande finale n'a pas ralenti aux US sur la fin d'année

Alors que bon nombre de groupes de luxe ont fait état d'un ralentissement de leur activité US sur le T4/15, l'impact négatif de ces effets calendaires ont fait craindre au marché la même tendance chez Luxottica. Or la direction a plusieurs fois rappelé lors de l'*Investor Day* (2 mars) que la demande finale restait forte et que le marché américain recelait le plus gros potentiel de croissance après celui des pays émergents.

Croissance LFL trimestrielle d'Essilor en Amérique du Nord (%) :

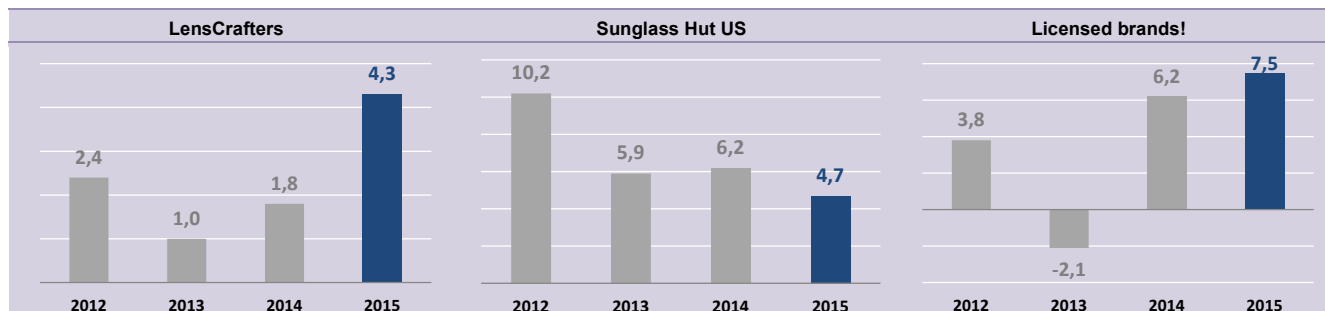


Source: Company Data

Notons qu'Essilor a tenu le même discours optimiste pour 2016 ainsi que sur le potentiel du marché optique US, conforté par une croissance soutenue au T4/15 (cf. graphique ci-contre). Les taux de croissance des principales enseignes de Luxottica valident aussi cette vision positive :

- (i) **LensCrafters (SSSG 2015 : +4,3%)** : la principale enseigne de Luxottica, qui pèse environ 30% du *Retail* US, a affiché sa meilleure performance depuis 2011 (+4,7%), confirmant ainsi la réussite de son repositionnement et de la satisfaction de sa clientèle puisque les examens de la vue ont progressé de 7% (principal critère pour assurer un taux de conversion élevé), soit deux fois plus vite que le marché (+3,7%) ;
- (ii) **Sunglass Hut (SSSG 2015 : +4,7%)** : le leader de la distribution solaire est celle qui compte le plus de catalyseurs en commun avec les groupes de luxe. Ainsi, comme ces derniers, SGH a été impactée par la baisse du nombre de touristes à NYC, Hawaï, Floride et Californie qui représentent environ 15% du CA de l'enseigne. En revanche **le reste des US, soit 85% du CA, a affiché une hausse de 7,7% à magasins comparables**, signe que la demande domestique ne faiblit pas ;
- (iii) **Sears Optical et Target Optical (SSSG 2015 : +7,5%)** : ces points de vente présents au sein des grands magasins de ces deux chaînes ont un positionnement moyen de gamme et ont affiché une belle croissance en 2015. Bien que Sears soit en grande difficulté, les ventes des corners optiques étaient en hausse, tandis que les ventes chez Target Optical étaient en croissance à deux chiffres pour la 6^{ème} année consécutive !

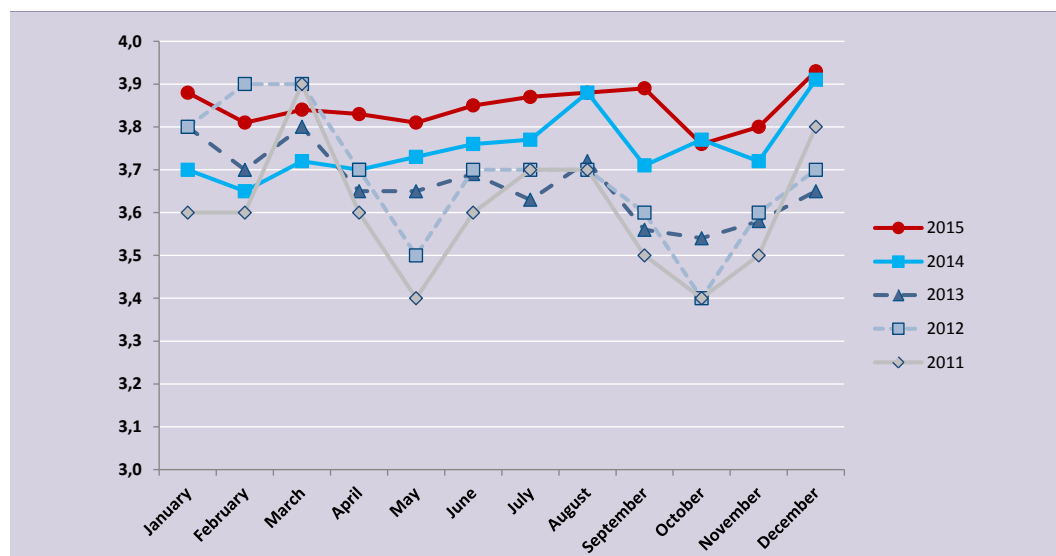
Fig. 3: Croissances à magasins comparables des principales enseignes US (%) :



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

Bien qu'il s'agisse d'un circuit différent des chaînes d'optique (voire concurrent), le graphique ci-dessous montre que l'indice de confiance chez les indépendants de la santé oculaire aux US (optométristes, opticiens, etc.) est resté élevé tout au long de l'année et a même clôturé à un niveau record en décembre 2015 (3,93), autre illustration des perspectives prometteuses du marché de l'optique US pour 2016 et à moyen terme.

Fig. 4: Baromètre de tendance chez les professionnels indépendants de la santé oculaire (1= très négative, 3= neutre, 5= très positive) :



Source: Jobson Optical Research

1.3. Nouvelle hausse de la MOP malgré le Retail

Comme indiqué dans le tableau ci-dessous, Luxottica a atteint ses deux objectifs de résultats pour la sixième année consécutive puisque le ROP et le RN ont respectivement cru de 11% et 12% à tcc en 2015.

Fig. 5: Principaux objectifs 2015 de Luxottica (à tcc) :

FX-n	2015 « Rule-of-thumbs »	2015 Achievements
Sales	“Mid to high single-digit growth”	+5.5%
Adj. Operating Income Growth	2x Sales	+11%
Adj. Net Income Growth	2x Sales	+12%

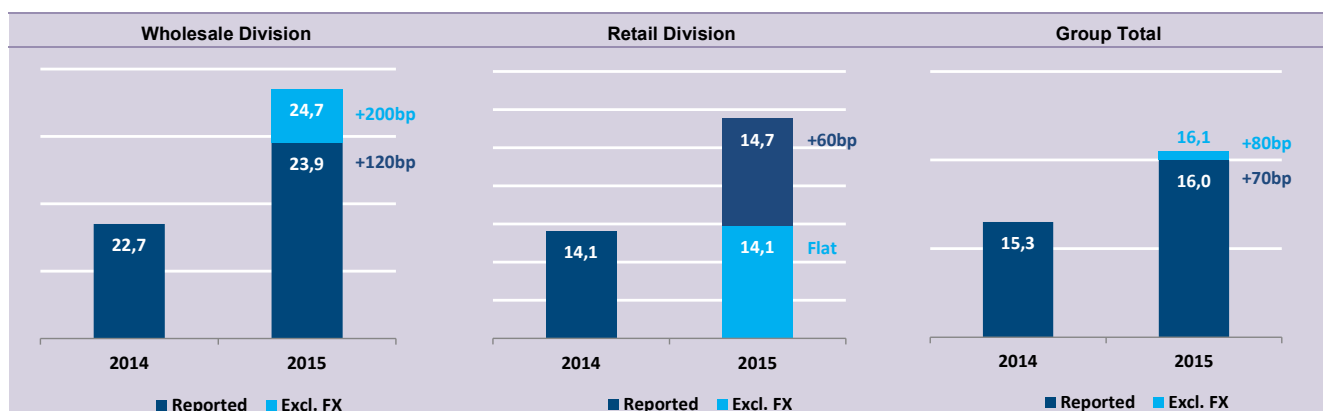
Source: Company Data

La performance par activité:

- Division Wholesale** : la rentabilité de cette division s'est appréciée de 120pb à 23,9% en publié, performance d'autant plus impressionnante que cette hausse se heurtait à un effet change négatif (+200pb à tcc) et à la baisse des prix en Chine. Les deux principaux catalyseurs ont été : **(i)** les économies d'échelle et les gains de productivité des usines (les coûts n'ont progressé que de 2% en publié) et **(ii)** le début des synergies liées à l'intégration d'Oakley qui joueront surtout en 2016 et 2017 ;
- Division Retail** : la hausse de la MOP du *Retail* (+60pb à 14,7%) est uniquement due à l'effet change positif car la MOP est restée *flat* à tcc. Cette performance est un peu décevante au regard des gains de productivité réalisés chez LensCrafters et des croissances à magasins comparables soutenues au sein des principales enseignes du groupe. Il semblerait que les mauvaises performances de la distribution optique en Australie (OPSM) et en Chine/HK (LensCrafters) aient plus pesé sur la marge de la division que prévu. Notons que les effets calendaires n'ont eu qu'un léger impact négatif d'environ 10pb.

Après prise en compte de flux intra-groupes en hausse de 8% (à -220 MEUR), la MOP de Luxottica s'est appréciée de 70pb à 16% en publié et de 80pb à tcc.

Fig. 6: Evolution de la MOP ajustée par activité :



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

2. Outlook 2016-18 : investir pour maintenir un momentum élevé

Il est intéressant de noter que le message délivré par Luxottica lors de son ID comportait deux similitudes principales avec le discours d'Essilor quelques semaines plus tôt :

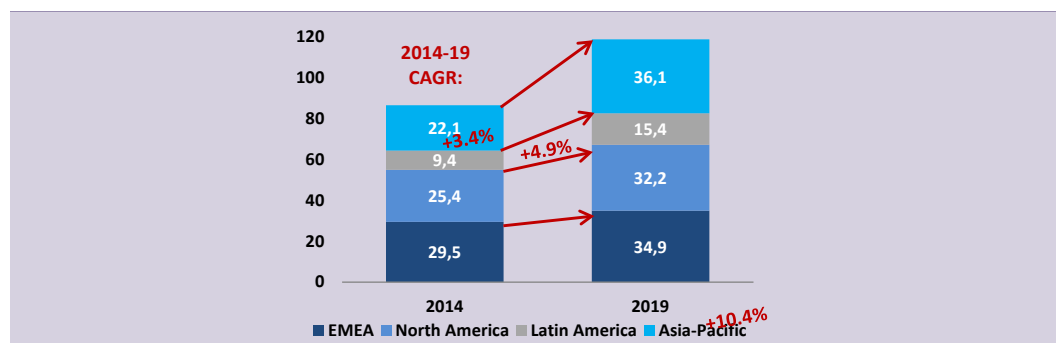
Chaîne de production automatisée pour le modèle Aviator de Ray-Ban:



Source: Company Data

- (i) **Un marché de l'optique en phase d'accélération** dans tous les segments (verres de prescription, solaires, lentilles de contact, etc.). Rappelons qu'Euromonitor estimait ce marché mondial de l'optique à 88 MdsEUR en 2014 et qu'il tablait sur un TCAM de 6,5% sur la période 2014-19 (BG : +4,5%e) ;
- (ii) **Il est indispensable d'accélérer les investissements** (capex et opex) afin de mieux capter ces opportunités de croissance et de maintenir un momentum favorable sur le MT. Comme abordé plus tard, ces investissements porteront sur : le digital et le e-commerce, l'augmentation des capacités de production et le retail. Il y a notamment un effort particulier porté sur les chaînes de distribution d'optique US (LensCrafters, Target Optical) dans lesquelles le groupe avait peu investi ces dernières années en matière d'expansion.

Fig. 7: TCAM 2014-19 du marché mondial de l'optique par région (en MdsEUR et variations en %) :



Source: Euromonitor; Bryan, Garnier & Co ests.

Ainsi, Luxottica a annoncé un programme de capex d'environ 1,5 MdsEUR sur la période 2016-18, soit autant que ce qui a été dépensé par le groupe entre 2012-15 (1,57 MdsEUR) ! Ces investissements seront équitablement répartis sur trois axes décrits ci-dessous :

Fig. 8: Les trois axes du plan d'investissement de 1,5 MdsEUR (2016-18) :

Digital & E-commerce	Manufacturing & Supply Chain	Retail
<p>STARS: roll out with a focus on North America, Asia and Latin America => 15% of wholesale sales by 2018 (2015: 8%)</p> <p>"Digital Transformation":</p> <ul style="list-style-type: none"> - Customer centricity with a state-of-the-art CRM (>40m consumers recorded in North America) - Digitalise the POS/Favour omni-channel: roll-out the digital eye-exam platform <i>Clarifye</i>, the virtual try-on technology of glasses.com, etc. <p>Accelerate in e-commerce: this channel should account for 7% of sales by 2018 (2015: 4%)</p>	<p>Enhanced logistic distribution:</p> <ul style="list-style-type: none"> - North America: California-based DC of Oakley will be closed and the size of the DC in Atlanta will be tripled (to cover the US + Mexico) - China: new DC being built to serve all Asia and South East Asia - Italy: logistic hub is doubled <p>Increase Process automation:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Assembly line of Ray-Ban Aviator will be fully automated (~4% of LUX total volumes) - Capex: EUR60m (Payback: <1.5 years) 	<p>2016: over 500 store openings worldwide (o/w 300 DOS for Sunglass Hut)</p> <p>Store opening programme by 2018:</p> <ul style="list-style-type: none"> - LensCrafters (US): +500 stores and 300 remodels/relocations - Target Optical (US): +180 stores - SGH: +700 stores worldwide

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

2.1. Digitalisation de la distribution

Lorsque Leonardo Del Vecchio a plusieurs fois répété qu'il fallait que Luxottica accélère son développement dans le digital, il ne s'agissait pas uniquement d'augmenter le poids du e-commerce (~4% du CA en 2015), mais aussi de « digitaliser » la distribution afin de renforcer la relation clientèle (CRM, STARS, etc.), de favoriser l'omnichannel et de réduire le *time-to-market*.

2.1.1. Wholesale : accélérer le déploiement mondial de STARS

Développé et lancé en 2002, STARS (*Superior Turn Automatic Replenishment System*) est un programme de gestion en temps réel des stocks et de l'assortiment en magasin, qui est mis en place chez les grands comptes de Luxottica et qui repose sur deux principaux piliers :

STARS : avantages pour l'opticien :



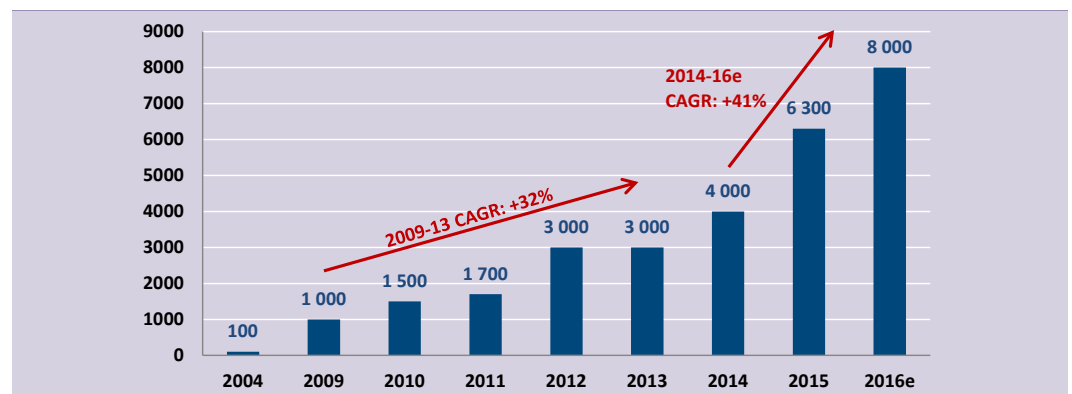
Source: Company Data

- (i) **Assortiment de produits** : basé sur la segmentation des marques et la connaissance des équipes marketing de l'italien, l'assortiment de chaque magasin varie donc en fonction de son emplacement et du profil de ses consommateurs. STARS est aussi un outil de merchandising qui conseille la façon de disposer les produits et optimiser les vitrines ;
- (ii) **Niveaux de stocks optimisés** : Luxottica gère l'approvisionnement des nouveaux modèles et le rappel des anciennes collections/invendus afin de maintenir un niveau de stock optimal sans risquer la rupture de stock grâce au système de réapprovisionnement automatique.

Le déploiement mondial de STARS, qui lui permet de gérer les stocks et l'approvisionnement de ses clients, procure bien sûr des avantages à Luxottica : (i) renforcer ses liens avec ses grands comptes, (ii) minimiser les risques de déstockage car la gestion des stocks en temps réel lui permet de mieux anticiper les tendances de *sell-out* et d'adapter sa production, (iii) accroître le taux de pénétration de ses marques grâce aux outils d'aide à la vente et de merchandising.

Ces dernières années, le groupe italien a fortement accéléré le déploiement de STARS, notamment en Amérique du Nord et dans les pays émergents (Asie, Amérique Latine). Comme l'illustre le graphique ci-dessous, Luxottica a mis 12 ans pour atteindre 4 000 comptes (2014), mais ce chiffre aura doublé en deux ans pour franchir la barre des 8 000 à fin 2016 ! **STARS a représenté environ 8-9% du CA Wholesale en 2015 et devrait atteindre 15% du CA Wholesale à horizon 2018.**

Fig. 9: Evolution du nombre de clients tiers chez lesquels est installé le programme STARS :



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

2.1.2. Retail : « Digitaliser » les points de vente pour favoriser l'omni-channel

Digitaliser les points de vente de LensCrafters

Application myLook™ chez LensCrafters pour mieux choisir sa paire de lunettes :



Source: LensCrafters

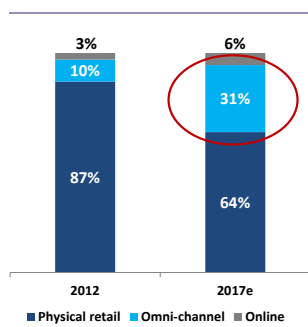
L'introduction du digital au sein des magasins doit tout d'abord permettre à Luxottica d'améliorer l'expérience consommateur et l'expertise de ses vendeurs face à la concurrence des indépendants (cf. partie 2.2.1). Puisque ces initiatives « fluidifieront » toutes les étapes de la vente, elles permettront de nouveaux gains de productivité favorables à la rentabilité et aux ratios financiers. Ces initiatives concernent en premier lieu LensCrafters mais en cas de réussite, elles pourraient ensuite être déployées vers d'autres enseignes du groupe :

- (i) **Nouveau système de mesure numérique Clarifye** : la qualité de la prise de mesure lors d'un examen est cruciale pour un opticien car elle va favoriser son taux de conversion ainsi que le panier moyen de ses clients. La chaîne a déjà déployé dans 200 magasins Clarifye, développé par Zeiss, qui est un nouvel outil de prise de mesure numérique des yeux très précis (-50% de taux d'erreur) et plus rapide (temps de traitement réduit de 18%). **Il sera déployé dans ~70% des magasins LensCrafters d'ici la fin 2016.** L'amélioration de ce service sera un **élément clé de différenciation** pour une chaîne premium telles que LensCrafters, pour se démarquer de la concurrence des indépendants et des acteurs *value*.
- (ii) **15 000 iPads déployés dans les magasins LensCrafters** : ces tablettes permettent tout d'abord aux vendeurs d'avoir facilement accès aux dossiers des clients. Le **simulateur de vision (LensSimulator™)** permet à chaque client de mieux choisir sa monture et ses verres grâce à la réalité virtuelle, favorisant ainsi le taux de conversion et la satisfaction des clients.

La stratégie omni-channel

Rappelons tout d'abord que la vente *online* ne représente qu'environ 4% de la distribution optique mondiale et selon Essilor, cette pdm pourrait s'élever à 6% d'ici 2018. En revanche, l'omni-channel nous semble beaucoup plus prometteur puisque ce circuit devrait représenter environ 31% de la distribution optique (Allemagne, France, UK et Pays-Bas) à horizon 2017 contre 10% en 2012, comme le met en exergue le graphique ci-contre.

Répartition des pdm du marché optique selon les circuits (All, Fra, UK et P-B) :



Source: Javelin Research

Par conséquent, nous pensons que le développement de la vente online et du digital sont plutôt une opportunité de croissance pour Luxottica à MT, en combinant les atouts de son réseau mondial de plus de 3 700 magasins d'optique (proximité, qualité de l'examen de la vue, expertise de sa force de vente, etc.) avec les avantages d'internet (disponibilité 24h/24, large choix de montures et de références, etc.) :

- (i) **Renforcer la connaissance client** : un total de ~50 MUSD seront investis pour la mise en place d'une plateforme CRM globale, qui regroupe toutes les enseignes du groupe. En Amérique du Nord, sa large base de données (40m de clients !) lui permet d'envoyer **des offres personnalisées et ciblées qui représentent déjà 10% du CA de RONA** ;
- (ii) **« Click-and-collect »** : le site internet devient un prolongement du magasin physique, permettant au client de prendre rendez-vous pour un examen de la vue ou essayer une paire de lunettes dans le magasin le plus proche, d'où l'atout d'avoir plus de 3 700 magasins à travers le monde. Le « *click-and-collect* » (ex : commander en ligne et récupérer le produit en magasin) est pratique car le client peut alors essayer sa paire de lunettes tout en profitant des conseils d'un vendeur ;

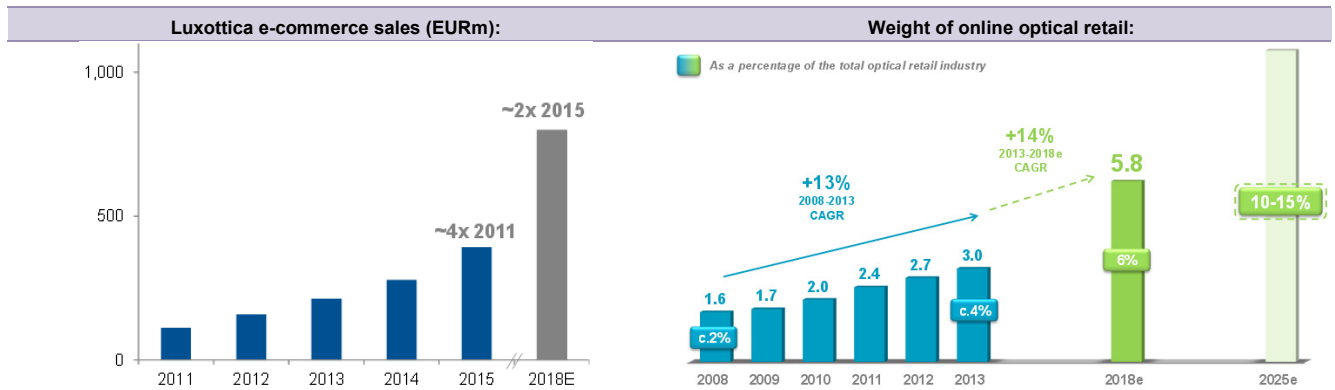
(iii) **Augmenter les interactions avec les consommateurs** : grâce aux profils en ligne, les enseignes pourront mieux profiler leurs clients, mais aussi interagir avec eux à distance (ex : les alerter lorsque leur paire de lunettes est prête, conseils, etc.), ce qui favorisera leur retour en magasin.

2.1.3. Objectif 2018 : doubler la taille du e-commerce

En ce qui concerne son exposition au e-commerce, les deux graphiques ci-dessous montrent que le groupe italien n'est pas en retard puisque **ses ventes internet, qui ont progressé de 50% en 2015, pèsent ~4% du CA total (dont 2% en direct à travers ses sites), soit autant que la pdm mondiale du online au sein de la distribution d'optique.**

En revanche, conformément à la volonté de Leonardo Del Vecchio, le groupe va accélérer sa présence online **puisque'il ambitionne de quasiment doubler ses ventes d'ici 2018 pour atteindre une part de 7% du CA total, soit une part supérieure à celle du marché mondial.**

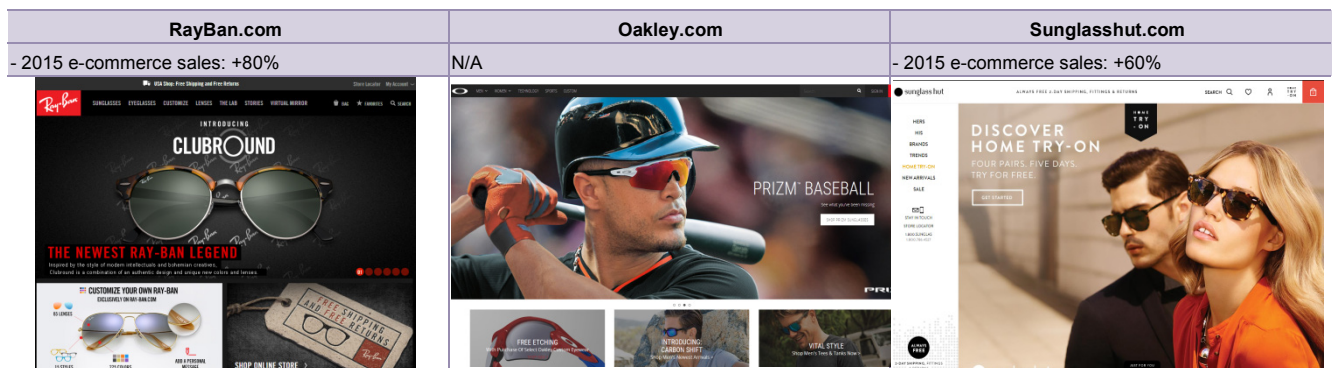
Fig. 10: Evolution du e-commerce de Luxottica vs. marché mondial d'ici 2018 :



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

Sans surprise, le solaire représente encore une large partie des ventes online puisque ce sont les sites de RayBan, Oakley et Sunglass Hut qui tirent la croissance de ce circuit. Les catalyseurs pour **Ray-Ban** et **Oakley**, sont : (i) l'offre de personnalisation des lunettes (Ray-Ban Remix et Oakley Custom), (ii) l'introduction d'une offre élargie de montures de prescription et (iii) l'ouverture de sites marchands dans de nouveaux pays. En ce qui concerne **Sunglass Hut** : (i) la stratégie omni-channel, (ii) l'offre de modèles de lunettes exclusivement sur internet et (iii) également le déploiement du site marchand vers d'autres marchés.

Fig. 11: Les trois principales plateformes e-commerce de Luxottica :



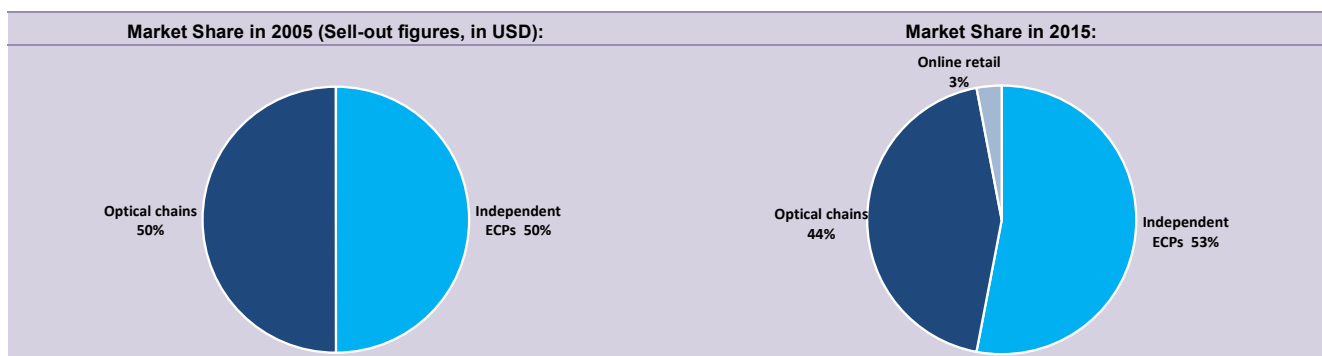
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

2.2. Retail : un ambitieux programme d'ouverture

2.2.1. Réagir face à la concurrence des indépendants

Comme le mettent en exergue les deux graphiques ci-dessous, les optométristes et opticiens indépendants ont accru leur pdm de 3 points à 53% depuis 10 ans, aux dépens des chaînes de distribution d'optique, grâce à une meilleure expertise dans la prise de mesure de la vue et dans les conseils pour choisir ses verres.

Fig. 12: Verres de vue : les indépendants ont gagné des pdm depuis 2005 :

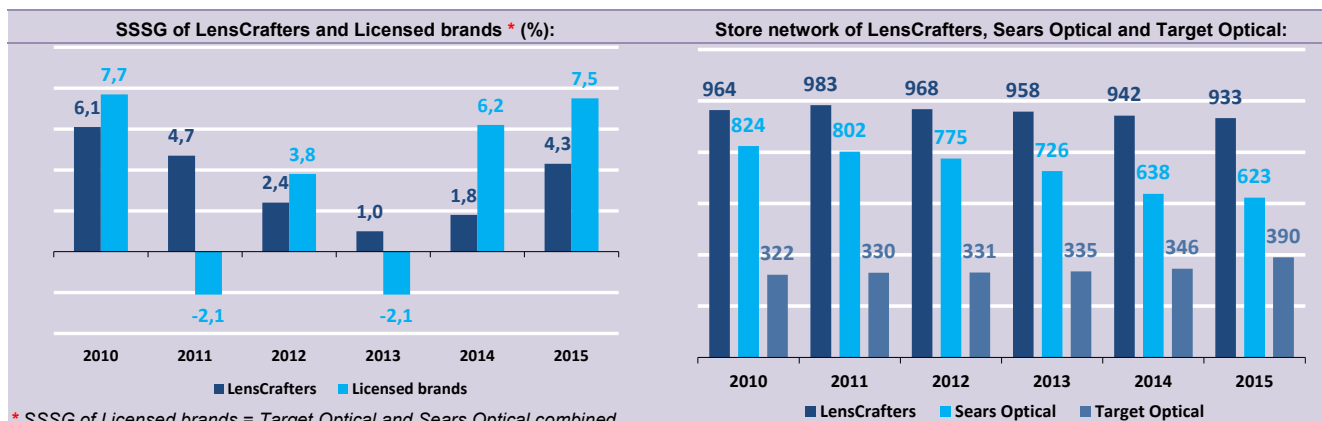


Source: Essilor, VisionWatch

Luxottica domine toujours le marché US de la distribution optique avec ~9% de pdm. **LensCrafters** a réussi son repositionnement, comme en témoigne l'accélération de sa croissance à magasins comparables depuis 2013, mais le graphique de droite montre que l'enseigne a aussi réduit son parc de magasins en Amérique du Nord depuis 2011.

Les corners optique **Sears Optical** et **Target**, qui ont un positionnement milieu de gamme et qui sont gérées en concession par le groupe italien au sein de ces grands magasins éponymes, ont connu des fortunes diverses : **Sears Optical** subit la déconfiture de sa chaîne hôte qui est pleine réorganisation (143 grands magasins fermés entre 2010 et 2015, 50 supplémentaires prévus en 2016), près de 200 corners optiques ont fermé entre 2010 et 2015 mais Luxottica a malgré tout rétabli la situation, avec un retour de la croissance à magasins comparables depuis 2 ans. En ce qui concerne **Target Optical**, l'enseigne a affiché en 2015 sa sixième année consécutive de hausse à deux chiffres à magasins comparables et c'est la seule enseigne optique du groupe à avoir augmenté son parc de magasins (+68 depuis 2010).

Fig. 13: Evolution du e-commerce de Luxottica vs. marché mondial d'ici 2018 :



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

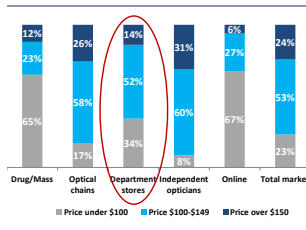
2.2.2. US : la distribution optique repart à l'offensive !

Comme évoqué précédemment, l'introduction de plus de digital au sein des chaînes d'optiques va permettre d'améliorer l'expérience d'achat et favoriser les gains d'efficacité. Ces initiatives seront complétées par un ambitieux programme d'ouverture de magasins chez **LensCrafters** et **Target Optical** afin de renforcer leur maillage sur le marché nord-américain.

LensCrafters : 500 nouveaux points de vente chez Macy's sur la période 2016-18...

Encouragés par le succès des corners Sunglass Hut depuis 2009 (~670 corners) qui a permis de tripler les ventes de solaires au sein de Macy's, les deux partenaires ont décidé d'introduire environ 500 shop-in-shops LensCrafters d'ici 2018 afin de développer l'offre de lunettes de vue. Quelques détails sur le partenariat :

Ventes de verres de vue par circuit et par segment de prix (en %) :



Source: VisionWatch

- (i) **Une offre premium/luxe** : outre Ray-Ban et Oakley, l'offre sera centrée sur les licences luxe telles que Prada et Armani. Ce choix est parfaitement cohérent avec le fait que 56% des ventes de verres de prescription au sein des *department stores* se font à un prix supérieur à 100USD (cf. graphique ci-contre), ce qui garantit un CA/m² élevé (= positif pour les marges) ;
- (ii) **De nombreuses prestations sur une surface réduite** : les prises de mesures seront assurées par un optométriste de l'enseigne (5j/semaine dans les corners à forte fréquentation, 3j/semaine pour les autres) qui sera aussi bien équipé que dans un magasin traditionnel (*Lens Simulator*™, *Clarifye*, miroir 3D, etc.) malgré une surface environ quatre fois plus petite (~75-110m² vs. 370m²).

La direction prévoit d'ouvrir 80 magasins à partir du mois d'avril 2016. Sur la base d'estimations prudentes (CA/m² équivalent à celui d'un magasin LensCrafters soit ~4 K€ et surface moyenne de 75m²), ce partenariat pourrait générer un CA de ~25 MEUR en 2016, soit un impact positif de 50pb sur la croissance organique du *Retail* (+30pb à l'échelle du groupe) qui est déjà prise en compte dans nos prévisions.

Nous sommes convaincus que ce modèle de shop-in-shop intégré à des grands magasins sera relatif sur les marges et les ratios financiers à terme car pour un CA/m² équivalent à un magasin traditionnel, le poids des opex et les capex investis sont inférieurs.

... Et 300 rénovations/relocalisations d'ici 2018

Ce programme concerne surtout le nouveau concept de magasin, qui est actuellement testé près de Détroit et dont les retours consommateurs sont très positifs. Reconnaissons qu'il était grand temps que LensCrafters modernise son concept puisque l'actuel datait de 2006. Ce programme concernera près de 300 magasins sur la période 2016-18 (sur un total de 933 à fin 2015) et la direction prévoit que ce déploiement dure jusqu'en 2020.



Comme évoqué dans la partie précédente, le nouveau concept inclut la digitalisation du point de vente qui a pour objectif d'améliorer l'expérience consommateur au niveau de la prise de mesure (espace plus privatif), de la disposition des produits et de la rapidité d'exécution (moins de temps passé dans le magasin), ce qui avantage aussi LensCrafters sur la question de la productivité.

Cet effort porté sur l'expérience consommateur est déterminant pour résister à la montée en puissance des optométristes indépendants et se démarquer des autres chaînes concurrentes. En cas de réussite, l'enseigne attendra plus aisément son objectif de croissance MT (+3-4% à magasins comparables).

Target Optical : 80 nouveaux magasins prévus en 2016

Target Optical, dont le positionnement est plus milieu de gamme comparé à LensCrafters, a enregistré en 2015 une croissance à magasins comparables supérieure à 10% pour la sixième année d'affilée. Ce momentum s'explique en grande partie par un niveau record de satisfaction client. Après les 44 magasins ouverts en 2015, Luxottica a donc réussi à obtenir l'ouverture de 80 nouveaux points de vente pour cette année, portant le total à environ 370 boutiques, soit une présence dans uniquement 25% des grands magasins Target, ce qui augure de futures opportunités de croissance.

Fig. 14: Programmes d'expansion chez LensCrafters et Target Optical :

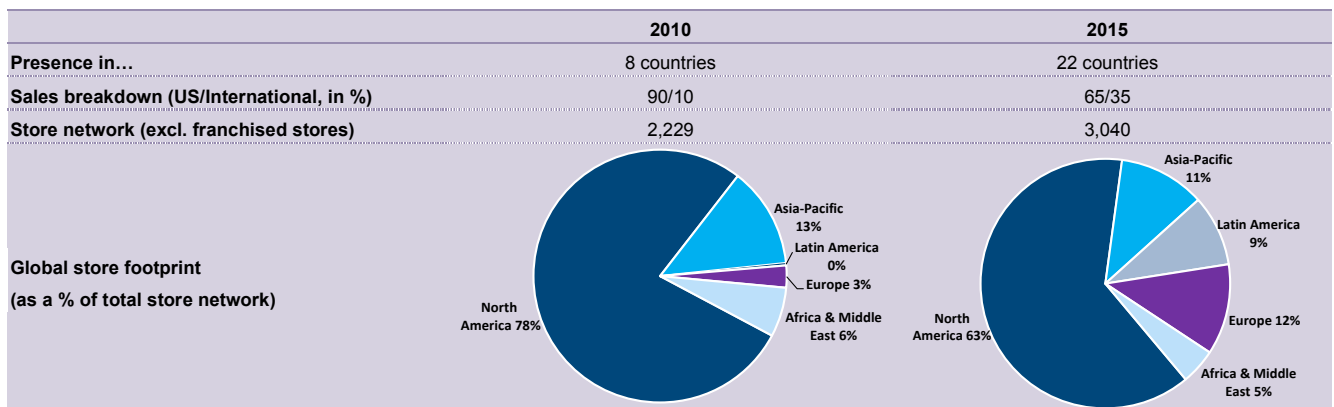
LensCrafters	Target Optical
<p>LensCrafters to open up to 500 shop-in-shops @ Macy's:</p> <ul style="list-style-type: none"> - 80 locations should be opened in 2016 - ~250 new corners per year in 2017 and 2018 - Ave size: 800-1,200 sq. ft. / 75-100 sqm vs. 4,000 sq. ft. / 370 sqm for a typical LensCrafters store <p>New retail format (see picture below):</p> <ul style="list-style-type: none"> - Already 110 stores refreshed in 2015 - 300 stores to be remodelled or relocated over 2016-18 	<p>2015:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Sixth consecutive year of double-digit comps - 44 stores opened to 390 (~20% host saturation) <p>2016:</p> <ul style="list-style-type: none"> - 80 new stores to be added (~25% host saturation) - Acceleration of e-commerce presence for Target Optical => Double-digit comps expected <p>2016-18: +180 stores in total</p>
	

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

2.2.3. Un développement mondial surtout tiré par Sunglass Hut

En 2015 le leader mondial de la distribution solaire a affiché une croissance organique *double-digit* (+10%) pour la sixième année consécutive, tirée par une hausse de 6,4% à magasins comparables (dont +4,7% aux US) ainsi que par l'ouverture de 300 magasins dans le monde. Les graphiques ci-dessous montrent que Sunglass Hut s'est fortement internationalisée, notamment en Europe (12% du total de magasins vs. 3% en 2010) et en Amérique Latine (9% vs. ~0% en 2010), faisant tomber le poids des US à 65% du CA total contre 90% en 2010.

Fig. 15: SGH s'est fortement internationalisée depuis 2010 :



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

Objectif 2018 : 4 000 magasins dans le monde

Bien qu'elle soit déjà l'enseigne la plus internationale de Luxottica, Sunglass Hut n'est encore présent « que » dans 22 pays, il lui reste donc de nombreux nouveaux marchés à pénétrer dont la plupart concerne naturellement des zones émergentes (Asie du Sud-Est, Amérique Latine et Chine) :

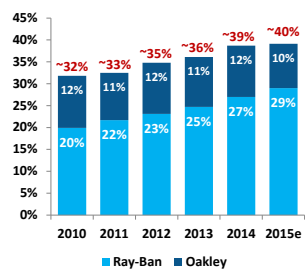
- (i) **2016 : 300 nouveaux points de vente** : la direction a précisé que cet effet ouverture comptera pour moitié dans la croissance de 8-10% attendue en 2016. Outre les ouvertures dans les pays émergents (Chine, Thaïlande, Malaisie, etc.), rappelons l'installation de **57 corners au sein des grands magasins Galeries Lafayette** en France, le partenariat s'inspirant de celui qui existe entre SGH et Macy's aux US. Il s'agira de la première présence de la division *Retail* en France qui est déjà l'un des principaux marchés *Wholesale* du groupe (~3-4% du CA total). Notons que SGH cherche à entrer en **Corée du Sud** et au **Japon**, ce qui pourrait l'encourager à signer de **nouveaux partenariats avec des chaînes locales de grands magasins** car elles sont une destination privilégiée pour les achats d'articles de luxe.
- (ii) **2017-18 : ~300 magasins supplémentaires** : ces ouvertures auront toujours lieu dans les émergents, mais aussi dans les circuits à forte croissance (*online, Travel Retail, department stores*).

2.3. Nos prévisions 2016-18

2.3.1. Vers une accélération de la croissance organique en 2017-18 ?

Après une croissance organique ajustée de 5,5% en 2015, **Luxottica a dévoilé un objectif de hausse du CA de 5-6% à tcc pour 2016** :

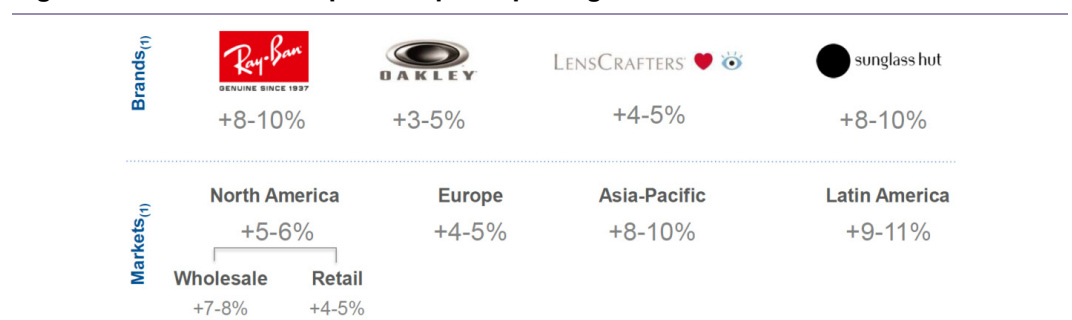
Ray-Ban et Oakley représentent près de 40% du CA total de Luxottica !



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

- (i) **Ray-Ban et Oakley** : comme le montre le graphique ci-contre, ces deux marques représentent désormais 40% du CA total de Luxottica contre 32% en 2010 ! Nous pensons que **Ray-Ban** sera encore en mesure de dépasser la guidance (+8-10%) tandis qu'**Oakley** sera en mesure de rebondir pour atteindre son objectif de +3-5% après avoir été pénalisée par l'intégration de ses activités *Wholesale* au sein de Luxottica en 2015. Ces deux marques peuvent en effet profiter de catalyseurs solides : l'extension du réseau de distribution et du programme STARS, la pénétration de nouveaux marchés au travers du *Wholesale*, ou du *Retail* (ex : ouvertures de magasins Sunglass Hut) et la montée en puissance du e-commerce ;
- (ii) **Accélération en Amérique du Nord (+5-6% vs. +4% en 2015)**, tirée tant par le *Wholesale* (STARS, intégration d'Oakley achevée) que par le *Retail* (nouveau concept et ouvertures de magasins chez LensCrafters, expansion de Target Optical). **L'Europe et l'Amérique Latine** continueront à afficher une croissance solide mais le groupe attend surtout un momentum plus favorable en **Asie-Pacifique** (baisse des prix en Chine, relance d'OPSM).

Fig. 16: Guidance 2016 par marque et par région :



Source: Company Data

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

2017-18 : nous tablons sur une accélération à 7% à tcc

En 2017 la division **Wholesale** profitera du lancement de sa nouvelle licence Valentino annoncée en février qui pourrait générer un CA de 50 MEUR en vitesse de croisière. Selon nous Oakley poursuivra son rebond et son développement international, profitant désormais de la force de vente du groupe italien. Notons que la marque américaine lancera vers la fin 2016 son premier modèle de lunette *Radar Pace*, développé avec l'aide d'Intel. Bien que les volumes puissent rester limités dans un premier temps, ce modèle pourrait augurer de futurs développements en matière de lunettes intelligentes.

Le momentum devrait aussi s'accélérer dans le **Retail** avec la montée en puissance des nombreuses initiatives lancées en 2016 : chez LensCrafters (introduction du nouveau concept de magasin, ouvertures de shop-in-shops chez Macy's), expansion de Target Optical et de Sunglass Hut, redressement d'OSPM (Australie) et de LensCrafters à HK/Macao. L'effet surface important (près de 1 280 nouveaux magasins prévus sur la période 2016-18 !) contribuera naturellement à dynamiser la croissance organique.

Fig. 17: Nos prévisions de croissance organique face aux objectifs :

FX-n	2016	2017-18
Top line guidance	+5-6%	Mid to high single-digit
BG forecast	+6%	+7% in 2017 and 2018

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

2.3.2. La rentabilité continuera sa progression malgré cet ambitieux programme d'investissement

Comme nous l'évoquions dans notre sectorielle de décembre 2015, Luxottica a fini par abandonner son objectif de croissance de l'EBIT 2x supérieure à celle du CA après l'avoir atteint avec succès pendant six années consécutives entre 2010 et 2015. Bien qu'elle ait particulièrement souffert de la chute des volumes lors de la crise de 2007-08 et de l'impact dilutif lié à l'acquisition d'Oakley, c'est la **division Wholesale** qui a connu la progression la plus forte (+570pb entre 2009-15) grâce aux économies d'échelle, aux gains de productivité et aux poids grandissant des pays émergents.

La rentabilité de la **division Retail** s'est appréciée de 280pb sur la même période malgré une expansion dans les pays émergents qui pèse généralement sur la MOP (en particulier pour la distribution optique) mais les gains d'efficacité au sein de LensCrafters et de Sunglass Hut et les croissances à magasins comparables (levier opérationnel) ont permis de tirer cette dynamique haussière.

Fig. 18: Evolution de la MOP ajustée par division entre 2009 et 2015 :



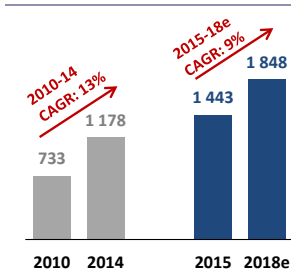
* After inter-segments transactions

Source: Company Data

L'abaissement de la guidance 2016-18 (1,5x la croissance du CA) est à relativiser

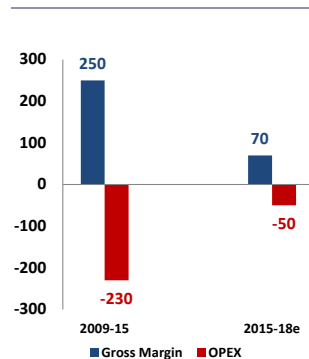
Si le marché a, dans un premier temps, semblé déçu par cette nouvelle guidance sur la période 2016-18, nous pensons que ce sentiment s'estompera progressivement pour les raisons suivantes :

TCAM de l'EBIT entre 2010-14 et 2015-18e (en MEUR et en %) :



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

Décomposition de l'appréciation de la MOP ajustée (en bp) :



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

- (i) **Une volonté de faire monter la rentabilité** : le business model de Luxottica repose sur l'intégration verticale (synergies entre le *Wholesale* et le *Retail*, contrôle de l'intégralité de la chaîne de valeur) qui contribue mécaniquement à faire monter la rentabilité sous l'effet de la croissance organique (effet volume) et des gains de productivité. Cette stratégie diffère d'Essilor dont la hausse de la rentabilité n'a jamais été une priorité ;
- (ii) **Le potentiel de levier opérationnel reste significatif** : malgré une hausse très soutenue de la MOP (+440pb à 16%) entre 2009 et 2014, la rentabilité devrait s'apprécier d'environ 40pb/an sur la période 2016-18 selon nos estimations qui demeurent légèrement plus prudentes que l'objectif de Luxottica (BG : ~1,3x la croissance du CA en moyenne) ;
- (iii) **Une hausse de l'EBIT soutenue en masse** : malgré un TCAM 2015-18e (~9%) inférieur à celui de 2010-14 (~13%), le ROP devrait augmenter de plus de 400 MEUR au cours des trois prochaines années, soit autant que lors de la période 2010-14 (cf. graphique de gauche) ;
- (iv) **Une guidance prudente à cause du programme de capex d'1,5 MdEUR ?** Si ces investissements importants peuvent expliquer que la direction ait voulu garder une certaine marge de manœuvre, rappelons que la quasi-totalité de ces capex est destinée à dynamiser la croissance d'activités qui auront à terme un impact relatif sur les marges et les ratios financiers.

Les principaux catalyseurs du levier opérationnel

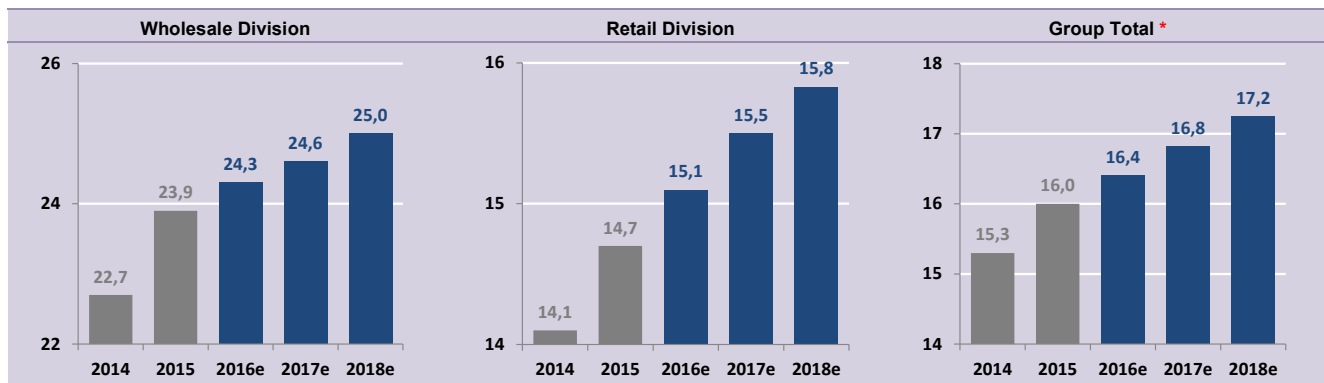
Malgré la révision à la baisse de la guidance, ce seront les mêmes éléments porteurs qui tireront la rentabilité de Luxottica :

- (i) **Effet volume** : la croissance organique de 6% et de 7% pour 2017-18 impliquent des économies d'échelle et un levier opérationnel qui est bénéfique aux deux divisions. Le fait que le groupe doive augmenter les capacités des usines prouvent que le taux d'utilisation était proche des maximums ;
- (ii) **Gains d'efficacité** : tous les ans le groupe arrive à identifier de nouvelles économies de coûts au sein de la production, de la *supply chain*, ou de la logistique (réduction des *lead times*, etc.). Ces chantiers concernent aussi la division *Retail* avec l'amélioration de la productivité de la force de vente, les initiatives pour accroître le taux de conversion, etc ;

En outre, nous pensons qu'une grande partie des projets financés par le plan d'investissement de 1,5 MdEUR généreront des gains de productivité supplémentaires, d'où un effet relatif sur la marge à terme : **1/** l'automatisation des chaînes de production du modèle *Aviator* de Ray-Ban (~4% des volumes totaux) entraînera des gains supplémentaires de productivité, **2/** la digitalisation des points de vente doit améliorer l'expérience consommateur et « fluidifier » l'acte de vente (=> hausse du CA/magasin) et **3/** le concept de corners localisés au sein de grands magasins (ex : SGH chez Macy's ou Galeries Lafayette, LensCrafters chez Macy's) offre un potentiel de CA/m² très élevé mais requière peu de capex et d'opex.

Puisque la plupart des catalyseurs énoncés précédemment agiront positivement à l'échelle du groupe, nous prévoyons une hausse de la rentabilité pour les deux divisions, comme l'illustrent les graphiques ci-dessous.

Fig. 19: Nos prévisions de MOP par division (2016-18e) :



* After inter-segments transactions

Source: Company Data

Nous tablons donc sur une hausse de la MOP de 40pb par an au cours des trois prochaines années. Le tableau ci-dessous montre que nos prévisions sont plutôt prudentes puisque la croissance de l'EBIT représenterait entre 1,1-1,4x celle du CA, à comparer avec une guidance du groupe prévoyant une hausse de l'EBIT 1,5x plus rapide que celle des ventes.

Fig. 20: Nos prévisions vs. guidance du groupe (1,5x la croissance du CA) :

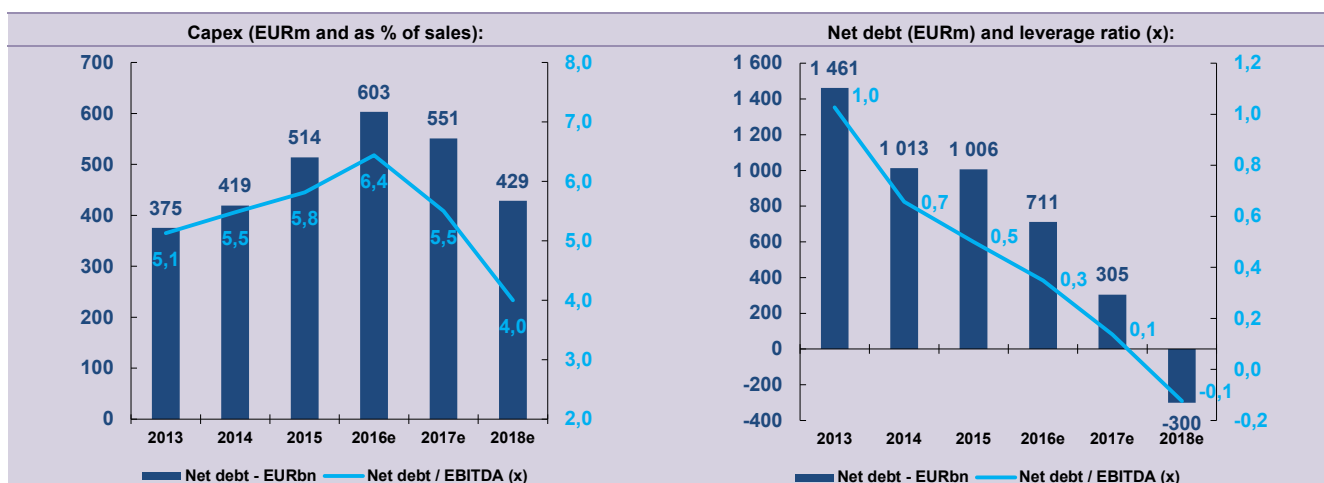
FX-n	2016e	2017e	2018e
Sales growth (%)	6.0	7.0	7.0
EBIT growth (%)	6.5	9.7	9.6
Ratio (x)	1.1x	1.4x	1.4x

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Poursuite du désendettement malgré le plan d'investissement de 1,5 MdEUR

Bien que prévoyons un montant de capex (1,58 MdEUR) légèrement supérieur au budget communiqué par le groupe sur la période 2016-18 (1,5 MdEUR), avec un pic naturellement au début du programme (~6,4% du CA 2016e), Luxottica va poursuivre son désendettement et pourrait même être en situation de trésorerie nette à fin 2018.

Fig. 21: Une situation financière assainie malgré le plan de capex de 1,5 MdEUR :



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

3. Valorisation : profitons des points d'entrées attractifs !

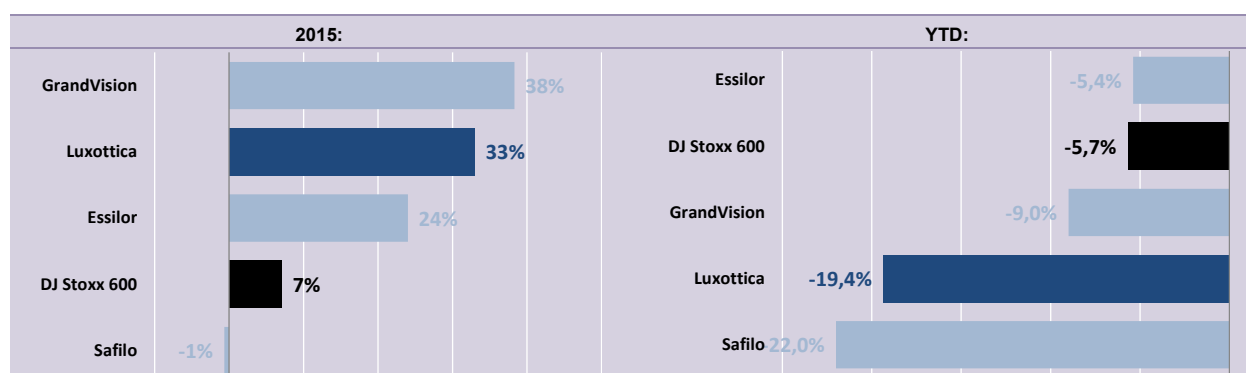
3.1. En zone de turbulence depuis le début d'année

Le titre **Luxottica** a affiché l'une des meilleures performances de 2015 (+33%), porté par les excellents fondamentaux et l'envolée du dollar. Toutefois le début d'année a été nettement plus tumultueux puisque la valeur a chuté de près de 19% ytd. Selon nous, deux raisons principales expliquent cette correction :

1/ **La démission surprise du co-CEO Adil Khan annoncée le 29 janvier dernier** : ce nouveau départ a ravivé les craintes concernant une crise de gouvernance à la tête du groupe italien. Même si le marché ne semble pas véritablement inquiet d'un possible impact sur la performance opérationnelle, ce troisième départ de CEO au cours des dix-huit derniers mois a pesé sur le profil ISR de la valeur, ce qui certainement dû accélérer le *sell-off* du titre depuis début février et a **servi de déclencheur pour une prise de profits sur un titre qui avait pris 70% depuis les points bas d'octobre 2014** ;

2/ **Une relative déception sur la guidance d'EBIT 2016-18** : outre l'impact négatif de la « 53^{ème} semaine » qui a rendu difficile la lecture des résultats 2015 par le marché, certains semblent avoir été déçus par l'abaissement de l'objectif de croissance alors que le groupe avait laissé entendre plusieurs fois en 2015 que la guidance historique (2x croissance du CA) serait difficilement réalisable une 7^{ème} année consécutive compte tenu du programme d'investissement de 1,5 MdeUR. **Même si l'EBIT ne devrait plus progresser qu'1,5x plus vite que le CA, ce sera tout de même le potentiel d'appréciation de la MOP le plus élevé du secteur sur la période 2016-18**, Safilo mis à part.

Fig. 22: Performances absolues du secteur Optique au (18/03/2016) :



Source: Datastream, Bryan, Garnier & Co

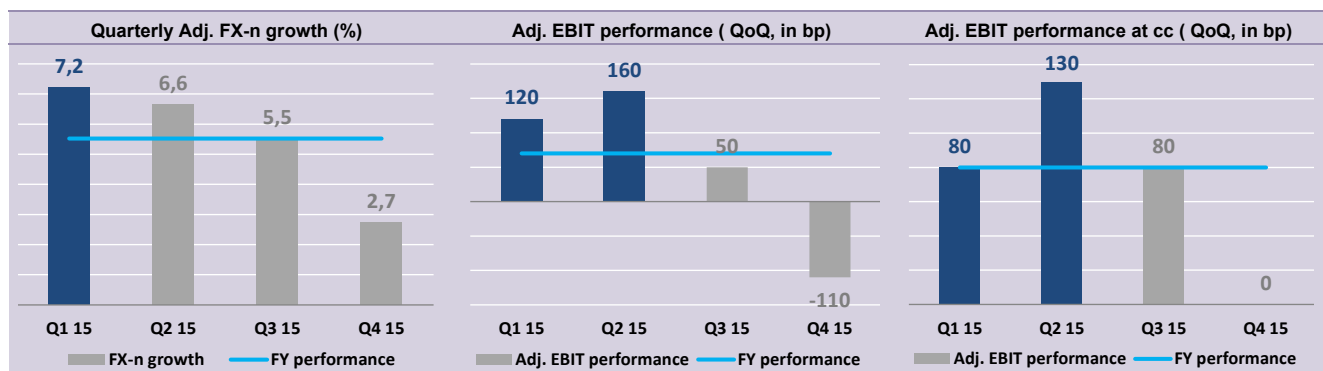
3.2. Attention à la base de comparaison au T1/16

Même si la direction a précisé que le début d'année s'était bien passé, elle a tout de même voulu rappeler que le T1/16 se comparait à un T1/15 difficile au niveau de la croissance organique puisque l'an dernier, **Luxottica avait profité du lancement de la licence Michael Kors qui avait généré un CA d'environ 20 MEUR sur le trimestre**, soit un effet positif de 2,5 points sur la croissance *Wholesale* (+8%) et de ~0,5 point sur la performance du groupe (+7,2%). Par ailleurs la direction estime que le réalignement calendaire devrait encore avoir un léger impact sur la croissance du T1/16.

En ce qui concerne la **rentabilité**, les graphiques du centre et de droite ci-dessous montrent que la MOP ajustée avait fortement progressé au T1 (+120pb et +80pb à tcc) et surtout au T2/15 (+160pb et +130pb à tcc). Le groupe avait naturellement profité des volumes supplémentaires liés à Michael Kors et de gains de productivité dans la division *Retail*.

Par conséquent nous tablons sur une performance au T1/16 qui sera inférieure à nos prévisions attendues pour 2016, à savoir une croissance organique comprise entre 4-4,5% ainsi qu'une légère baisse de la rentabilité.

Fig. 23: Performance opérationnelle par trimestre (effet négatif de la « 53^{ème} semaine » inclus au T4/15) :



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

3.3. Gouvernance : où en est-on aujourd'hui ?

Nous avons essayé de démontrer tout au long de cette étude que ces nouvelles guidances ne remettaient pas en cause les fondamentaux du groupe, ni nos prévisions sur la période 2016-18 puisque nous les avons déjà anticipées.

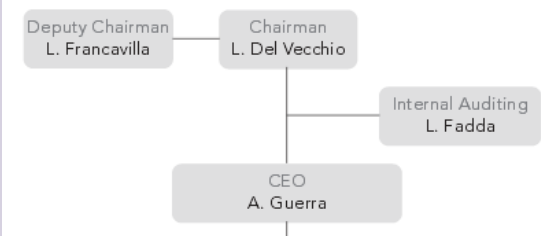
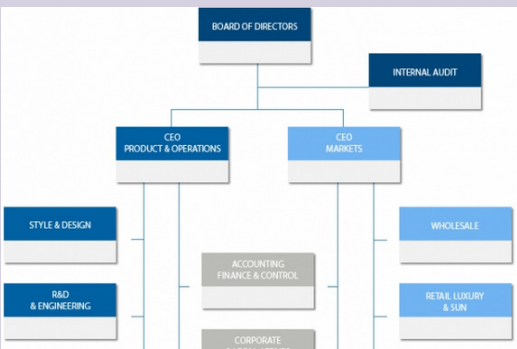
En revanche, il faut bien avouer que nous n'avons que peu de visibilité sur deux questions importantes de gouvernance qui sont aujourd'hui les deux priorités de M. Del Vecchio :

- (i) **La future structure organisationnelle du groupe** : lors de son message d'introduction au cours de l'*Investor Day*, M. Del Vecchio a confirmé son intention de reprendre son rôle de Chairman non-exécutif dans « quelques années » pour laisser les rênes à une équipe dirigeante appuyée par un CA « fort et indépendant ». Selon nous l'équipe dirigeante actuelle restera à l'identique au cours des deux-trois prochaines années mais quelques modifications pourraient intervenir au moment du passage de témoin ;
- (ii) **Le plan de succession** : compte tenu de l'âge de M. Del Vecchio (81 ans le 22 mai prochain) et son importance stratégique au sein de son groupe, bon nombre d'investisseurs considèrent que l'absence de plan de succession à ce jour est une véritable épée de Damoclès au-dessus de Luxottica. C'est la raison pour laquelle M. Del Vecchio a confirmé dans plusieurs interviews que la préparation de ce plan de succession serait l'une de ses priorités.

3.3.1. Trois changements de structure organisationnelle en 18 mois

Le tableau ci-dessous retrace les changements et nominations intervenus jusqu'au 31 janvier 2016 :

Fig. 24: Luxottica met en place un modèle « Co-CEO » en septembre 2014 :

Comments	Organisational Structure:
Organisational structure until 31st August 2014	
<p>Non-executive Chairman of the Board of Directors: Mr Del Vecchio CEO: Andrea Guerra (since 2004) General Manager and CFO: Enrico Cavatorta (since 1999)</p> <p>Luxottica's management was based on three organisational clusters reporting directly to CEO Andrea Guerra:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Functions: Finance, IT, Communications, etc. - Businesses: Wholesale, Oakley, Retail Optical North America, etc. - Operating Processes: Marketing, Operations, etc. 	 <p style="text-align: center;">(extract from the organizational chart)</p>
Organisational structure from 1st September 2014 to 31st January 2016: "Co-CEO Model"	
<p>September 1: Mr Del Vecchio took over as Executive Chairman, He headed an executive committee overseeing a new management structure which split Mr Guerra's job in three:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Enrico Cavatorta was appointed CEO of Corporate Functions and Interim CEO of Markets - Operations: Massimo Vian who reported directly to the Chairman 	
<p>October 13: - Enrico Cavatorta resigned following disagreements on the governance structure => Executive responsibilities were taken over by the Chairman - Massimo Vian was appointed co-CEO of Operations and Product</p>	
<p>October 22: - Adil Khan to be appointed co-CEO for Markets in January 2015 - Massimo Vian appointed interim CEO pending the arrival of Mr Khan</p>	 <p style="text-align: center;">(extract from the organizational chart)</p>
<p>January 19, 2015 (see organisational chart rhs): - Adil Khan became CEO for Markets and Massimo Vian was appointed CEO for Product and Operations, Functions (at the centre) were reporting to both CEOs</p>	
<p>January 31, 2015: - Adil Khan resigned as the co-CEO structure model hampered LUX's reactivity and "entrepreneurial spirit" by weighing down its decision-making process => Mr Del Vecchio replaced Mr Khan concerning the executive responsibilities</p>	

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

Bien que toutes les guidances 2015 aient été atteintes, MM. Del Vecchio et Khan ont constaté que cette structure de gouvernance à « deux têtes » avait complexifié et alourdi les procédures de prise de décision, ce qui a donc conduit M. Khan à démissionner et M. Del Vecchio à lancer un vaste programme de simplification à l'échelle du groupe pour redynamiser le développement de Luxottica.

Outre Leonardo Del Vecchio qui a provisoirement repris les fonctions exécutives d'Adil Khan, nous identifions quatre personnes clés de l'équipe dirigeante, présentées dans le tableau de la page suivante. Ce sont elles qui ont animé l'Investor Day le 2 mars dernier. Massimo Vian avait confirmé que pour le moment, au moins six personnes en référaient directement à M. Del Vecchio : trois des quatre Top Managers présentés dans le tableau, le Country Manager de la Chine, le Président d'Oakley (Andrea Dorigo) et le Président d'EyeMed (Lukas Ruecker). A

L'avenir, Massimo Vian a confié que seulement quatre voire cinq personnes reporteront à Leonardo del Vecchio.

Puisque cette équipe ci-dessous s'est impliquée dans la définition des objectifs 2016-18 et qu'elle sera responsable de leur bonne exécution, nous pensons qu'elle restera dans sa forme actuelle en attendant que le CA et le top management aboutissent sur le projet de la nouvelle structure de gouvernance. **Selon nous, les investisseurs reprendront progressivement confiance grâce à la stabilité de cette équipe, les premiers résultats positifs des nouvelles initiatives et l'atteinte des guidances.**

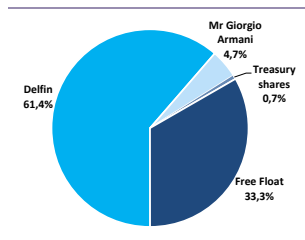
Fig. 25: Les quatre principaux membres de l'équipe dirigeante :

			
Massimo Vian	Paolo Alberti	Nicola Brandolese	Stefano Grassi
CEO for Product & Operations => He refers to Mr Del Vecchio	Executive Vice President Wholesale => He refers to Mr Del Vecchio	President Retail Optical Americas => He refers to Mr Del Vecchio	Chief Financial Officer => He refers to Massimo Vian
Joined LUX in 2005	Joined LUX in 2009	Joined LUX in 2012	Joined LUX in 2007
<ul style="list-style-type: none"> - Jan 2015: appointed CEO for Product and Operations - 2010-14: Group Chief Operations Officer - 2007-10: Operations Director for Asia - 2005-07: Head of Industrial Engineering Division 	<ul style="list-style-type: none"> - 2009-present: Executive Vice President Wholesale <i>Prior to joining LUX, he held various assignments at Bulgari, L'Oréal, Johnson & Johnson and P&G</i> 	<ul style="list-style-type: none"> - Jan 2014: appointed President of Retail Optical of Americas - 2012-14: Group Business Development Director and Chief Digital Officer <i>Prior to joining LUX he held various assignments at News Corp. and the Boston Consulting Group</i> 	<ul style="list-style-type: none"> - Oct 2014: appointed Chief Financial Officer - 2012-14: Group Controlling & Forecasting Director - 2008-12: Group Controller of the Retail business - 2007-08: Finance Manager of Luxottica Retail North America

3.3.2. Plan de succession : le plus tôt sera le mieux !

Il est indéniable que Leonardo Del Vecchio joue un rôle central et stratégique au sein du groupe italien qu'il a fondé en 1961 :

Actionnariat de Luxottica (au 30/04/2015) :



Source: Company Data

- (i) **Il reste l'actionnaire majoritaire** en contrôlant la holding familiale Delfin qui détient 61,4% du capital comme le montre le graphique de gauche ;
- (ii) **Il participe activement à l'élaboration de la stratégie et à son exécution** : il est à l'origine de la stratégie de l'intégration verticale (diversification en aval vers le *Retail* pour maîtriser la distribution) et c'est encore lui qui a récemment décidé d'accélérer le développement du groupe vers le digital ;
- (iii) **Il joue le rôle de rassembleur** : malgré les trois départs de CEO au cours des 18 derniers mois, la quasi-totalité des *Top Managers* sont restés à leur poste, ce qui nous confortait dans l'idée que ces « crises de gouvernance » n'auraient que peu d'impact sur la gestion opérationnelle du groupe. Nous sommes convaincus que ces dirigeants et le personnel tiennent Mr Del Vecchio en haute estime et sont entièrement mobilisés dans la réussite du « plan 2018 ».

Revers de la médaille de cette place stratégique : l'âge de M. Del Vecchio (81 ans le 22 mai prochain) inquiète les investisseurs car l'absence de plan de succession fait planer une menace et des incertitudes sur deux sujets : **1/** la transmission du pouvoir et **2/** le choix de ses héritiers quant à l'avenir de la participation de Delfin dans Luxottica.

La situation actuelle au sein de Delfin

Comme évoqué dans notre précédente sectorielle, la holding familiale Delfin a fait l'objet d'une réorganisation capitalistique vers la fin 2014 sous la forme d'une augmentation de capital (162 MEUR selon le journal italien *Sole 24 Ore*, qui a permis à Leonardo Del Vecchio d'augmenter sa participation à 25% (vs. 1,7% précédemment) tandis que ses six enfants ont vu leur participation être diluée à 12,5% (vs. 16,4% auparavant). Les titres restent démembrés : M. Del Vecchio ayant l'usufruit et donc le contrôle de Delfin tandis que ses enfants ont la nue-propriété des titres.

Fig. 26: La situation actionnariale au sein de Delfin:

	Mr Del Vecchio	Mr Del Vecchio's six children
Stake in Delfin	25%	75%: each child has a 12.5% stake
Ownership	Usufruct => He still owns 100% voting rights	Bare ownership

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Quel rôle pour les héritiers de Leonardo Del Vecchio ?

Au cours de ces dernières années, le fondateur de Luxottica a plusieurs fois déclaré son opposition à ce que l'un de ses six enfants lui succède à la tête du groupe italien en raison de la « trop grande taille du groupe aujourd'hui », d'autant plus qu'à notre connaissance, seul l'ainé, **Claudio Del Vecchio**, a occupé des postes de direction au sein de Luxottica entre 1978 et 1997 (voir plus bas). Rappelons que les six enfants du fondateur de Luxottica sont issus de trois unions différentes :

- **Trois enfants de la 1^{ère} union** : Claudio Del Vecchio (né en 1957), Marisa Del Vecchio (1958) et Paola Del Vecchio (1961): Claudio Del Vecchio a été en charge de l'Italie et de l'Allemagne entre 1979 et 1982, puis a dirigé les opérations du groupe en Amérique du Nord entre 1982 et 1997. Il a été membre du CA entre 1986 et 2014. Aujourd'hui propriétaire et CEO de la chaîne Brooks Brothers, **il avait déclaré en octobre 2014 que ni lui ni les cinq autres enfants avaient vocation à succéder à leur père** ;
- **Un enfant issu de la 2^{ème} union** : Leonardo Maria Del Vecchio (1995);
- **Deux enfants nés de la 3^{ème} union**: Luca (2000) et Clemente (2004)

A terme, nous pensons que les héritiers Del Vecchio pourraient garder leur participation dans Luxottica sans occuper aucun rôle exécutif ou opérationnel au sein du groupe. Il est donc impératif de finaliser ce plan de succession afin de clarifier les relations entre Delfin et Luxottica et assurer la continuité de la direction du groupe, ce qui naturellement rassurera les investisseurs.

3.4. EV/EBIT 1-yr forward : retour vers la moyenne

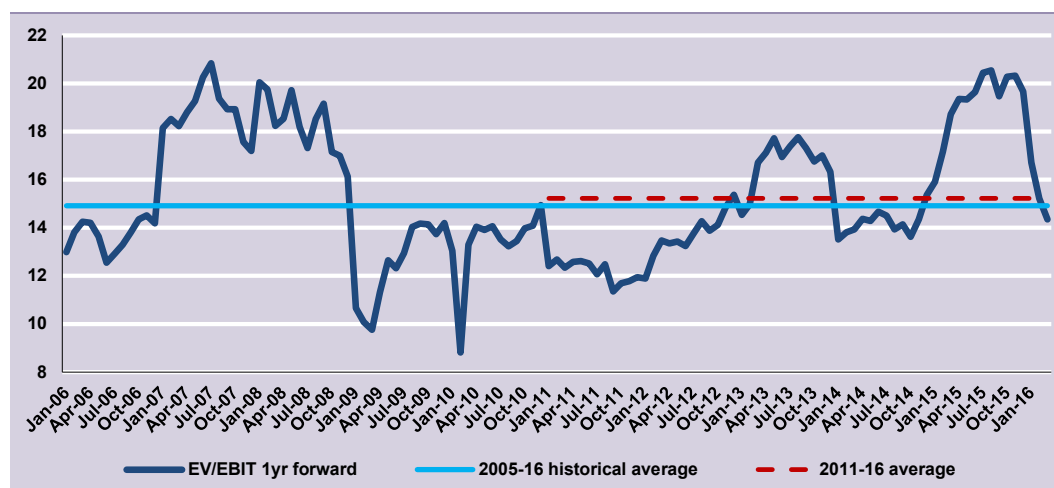
La graphique de la page suivante montre que le titre Luxottica se paie aujourd'hui avec une légère décote de 5% en EV/EBIT *forward* contre une prime qui a atteint un point haut de 38% en août dernier et qui s'élevait encore à 32% à fin décembre. La forte chute du titre, liée à la crise de gouvernance et à des perspectives de croissances jugées prudentes par certains, est visible dans le graphique.

Par conséquent, nous pensons que le *re-rating* du titre se fera : **1/** au fur-et-à-mesure que le groupe délivrera des résultats favorables, prouvant au marché que l'actuelle équipe dirigeante est capable d'atteindre les objectifs 2016-18 et **2/** lorsque M. Del Vecchio apportera des réponses aux questions

que se posent les investisseurs à propos du plan de succession et de la nouvelle structure de gouvernance.

En plus des fondamentaux solides de l'italien, nous pensons que trois points militent en faveur d'un rebond du titre : **1/** 77% du CA est réalisé en Amérique du Nord et en Europe, limitant le risque de révision à la baisse des estimations à cause des devises émergentes, **2/** un momentum toujours aussi dynamique en Asie (Chine : ~3% du CA) et en Amérique Latine (~6% du CA) et **3/** un excellent track record en matière d'atteinte des guidances depuis 2010, ce qui est rassurant dans l'environnement actuel.

Fig. 27: Evolution de l'EV/EBIT 1-yr forward (2006-16) :



Source: Datastream, Bryan, Garnier & Co

3.5. Valorisation par les DCF

Nous prévoyons une croissance *high single-digit* du CA sur la période 2016-18 qui est alignée sur les objectifs du groupe. Cette croissance sera tout d'abord tirée par le succès de Ray-Ban (~30% du CA, croissance *double-digit* depuis 10 ans) et la relance d'Oakley (~10% du CA) tandis que le portefeuille de licences accueillera Valentino à partir de 2017. Les nombreuses initiatives lancées dans le *Retail* devraient aussi permettre d'anticiper sur une accélération de la croissance dans cette division. A partir de 2019, nous faisons ensuite progressivement décliner la croissance des ventes pour se rapprocher de notre croissance à l'infini de 2,5%.

En ce qui concerne l'évolution de la rentabilité opérationnelle de Luxottica, nous pensons avoir un scénario prudent puisqu'après une progression de la MOP sur la période 2016-2019 (+120pb à 17,6%), nous la stabilisons entre 2020 et 2025. Rappelons qu'à MT/LT, les marchés émergents devraient participer à la montée des marges, en particulier dans la distribution optique qui reste largement en deçà du niveau de rentabilité affiché dans les marchés matures (ticket moyen inférieur, niveau de CA/magasin plus faible).

Précisons que notre hypothèse de WACC a été légèrement revue à la hausse (6,6% vs. 6,5% précédemment) compte tenu d'un coût des capitaux propres supérieur (6,8% vs. 6,6%) suite à une légère remontée du beta (à 0,75). Le coût de la dette reste inchangé à 3,5%.

Fig. 28: Valorisation par les DCF :

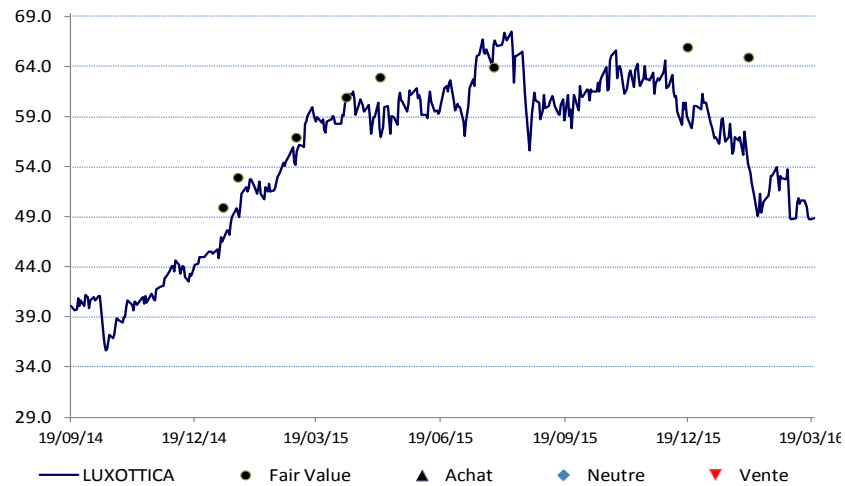
EURm	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Net Sales	9 366	10 017	10 718	11 415	12 100	12 705	13 340	13 940	14 567	15 150
% change	6.0%	7.0%	7.0%	6.5%	6.0%	5.0%	5.0%	4.5%	4.5%	4.0%
EBIT	1 536	1 685	1 848	2 009	2 134	2 241	2 353	2 459	2 570	2 672
EBIT margin (%)	16.4%	16.8%	17.2%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%
Income taxes	-524	-574	-619	-673	-715	-751	-788	-824	-861	-895
Tax rate (%)	36.0%	35.5%	33.5%	33.5%	33.5%	33.5%	33.5%	33.5%	33.5%	33.5%
Operating profit after taxes	1 012	1 111	1 229	1 336	1 419	1 490	1 565	1 635	1 709	1 777
+Depreciations	504	539	536	571	605	635	667	697	728	758
-Change in WCR	51	63	75	80	85	89	93	98	102	106
-Investments in fixed assets	603	551	536	565	599	629	660	697	728	758
Operating cash flow	862	1 036	1 154	1 262	1 341	1 408	1 478	1 538	1 607	1 671
PV of terminal value	21,769									
+PV of future cash flows (2016-25)	9,218									
= Enterprise Value	30,987									
Net debt (2016e)	-711									
Other liabilities	321									
Minority interest	7									
Financial assets	188									
Theoretical value of equity	30,135									
Number of shares (m)	482.1									
Theoretical FV per share (€)	63									

Source: Bryan, Garnier & Co ests

Sous l'effet d'une hypothèse de WACC légèrement supérieure (-1,5EUR) et d'une légère hausse du nombre d'actions à 482m (-0,5EUR), notre nouvelle FV ressort à 63EUR. Notre recommandation à l'Achat est confirmée.

Price Chart and Rating History

Luxottica



Ratings

Date	Ratings	Price
13/10/11	BUY	EUR20.35
29/09/08	SELL	EUR16.56
27/06/07	BUY	EUR28.58

Target Price

Date	Target price
01/02/16	EUR65
18/12/15	EUR66
28/07/15	EUR64
05/05/15	EUR63
10/04/15	EUR61
04/03/15	EUR57
03/03/15	Under review
20/01/15	EUR53
09/01/15	EUR50
18/06/14	EUR46
10/01/14	EUR45
23/05/13	EUR44
30/04/13	EUR41

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 that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or 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 that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or 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 64,4%

NEUTRAL ratings 28,1%

SELL ratings 7,4%

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).	No

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.