

INDEPENDENT RESEARCH

11 avril 2016

TMT

Bloomberg	ATC NA
Reuters	ATCA.AS
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	32,2 / 10,0
Capitalisation Boursière (MEUR)	15 101
Valeur d'Entreprise	50 662
Volume moyen 6 mois (000 actions)	2 706
Flottant	41,5%
TMVA BPA (3 ans)	
Gearing (12/14)	375%
Rendement (12/15e)	NM

Fin Décembre	12/14	12/15e	12/16e	12/17e
C. d'affaires (MEUR)	3 935	14 550	20 086	23 173
EBITA EURm)	177,4	1 221	3 613	4 705
Op.Margin (%)	4,5	8,4	18,0	20,3
BPA dilué (EUR)	-1,80	-0,28	-0,02	0,74
EV/CA	8,80x	3,48x	3,24x	2,75x
EV/EBITDA	23,1x	9,2x	8,3x	6,9x
EV/EBITA	195,1x	41,5x	18,0x	13,6x
P/E	NS	NS	NS	18,5x
ROCE	0,2	1,0	2,0	5,6



Altice

La diversification est la clé.

Fair Value 16.3EUR (cours 13,80EUR)

ACHAT
Initiation de couverture

Nous initions la couverture d'Altice à l'Achat, avec une fair value de 16.3€. Nous pensons que le cours sur estime les incertitudes françaises et n'intègre pas suffisamment les opportunités liées aux autres marchés sur lesquels le groupe est présent. Fortement endettée, Altice peut cependant faire la preuve de l'efficacité de son modèle en faisant levier sur la diversification de ses implantations géographiques.

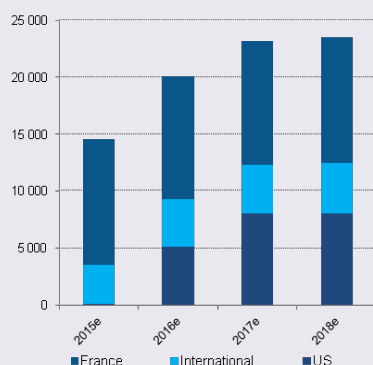
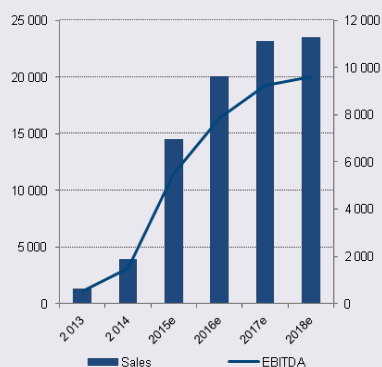
- Suite aux premiers résultats contrastés sur la France et aux premières tendances sur le Portugal, nous attendons une **réaction du groupe** témoignant de sa capacité à **créer de la valeur sur le long terme**. En particulier, nous sommes **très confiants sur le développement des Etats-Unis** qui participe selon nous à diversifier le risque opérationnel en investissant sur un marché proche du cœur de métier historique du groupe.
- Nous prévoyons un chiffre d'affaires pro forma en baisse de **-1.4% sur 2016**, vs stable en 2015, du fait notamment du Portugal et d'un effet taux de change sur les US, puis tablons sur un **retour à la croissance du chiffre d'Affaires dès 2017**. Nous estimons la croissance de l'EBITDA ajusté pro forma à **4.5% sur 2016** (en ligne avec la guidance), et l'atteinte d'un **taux d'EBITDA ajusté proforma de 43.1% en 2018**, supérieur de **500pb** au taux 2015.
- L'endettement du groupe est élevé, avec une dette nette de **35.5Md€ (avant Cablevision) à 5.3x l'EBITDA 2015**, et présente un **risque significatif de refinancement** que nous intégrons dans notre valorisation, et qui pèse donc sur notre Fair Value.
- Nous retenons une **Fair Value d'Altice de 16.3€**, mix d'un **DCF à 18.6€** et d'une **somme des parties à 14.1€**, tirée notamment par une valorisation de l'activité nord-américaine à 10x l'EBITDA.



Analyst:
Thomas Coudry
33(0) 1 70 36 57 04
tcoudry@bryangarnier.com

Sector Analyst Team:
Richard-Maxime Beaudoux
Gregory Ramirez
Dorian Terral

Altice



Activités

Altice est un groupe multinational regroupant des câblo-opérateurs, des opérateurs de télécommunications et des entreprises de communications. Il est présent aux Etats-Unis, en Belgique, France - y compris outre-mer aux Antilles, en Guyane et dans l'Océan Indien - Israël, Luxembourg, Maurice, Portugal, République dominicaine et Suisse. Patrick Drahi crée cette entreprise de droit luxembourgeois et cotée à la bourse d'Amsterdam en 2001

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Revenues	1 092	1 287	3 935	14 550	20 086	23 173	23 466
Change (%)	39,3%	17,8%	206%	270%	38,0%	15,4%	1,3%
Adjusted EBITDA	403	518	1 496	5 494	7 865	9 231	9 621
EBIT	-41,9	41,6	177	1 221	3 613	4 705	5 230
Change (%)	-140%	-%	326%	589%	196%	30,2%	11,1%
Financial results	-174	0,0	-880	-1 215	-2 985	-2 946	-2 849
Pre-Tax profits	-216	41,6	-703	6,4	628	1 760	2 381
Tax	26,0	-7,4	165	-262	-413	-485	-602
Minority interests	-40,9	-22,2	-139	99,5	248	438	503
Net profit	-190	49,7	-533	-220	223	1 282	1 787
Restated net profit	-190	49,7	-533	-220	223	1 282	1 787
Change (%)	-253%	-%	-1 172%	-58,8%	-%	476%	39,3%

Cash Flow Statement (EURm)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Operating cash flows	465	439	1 836	4 636	7 055	8 473	8 731
Change in working capital	51,8	25,3	753	-193	-163	-93,0	-114
Capex, net, and licenses paid	-347	-289	-965	-2 640	-4 139	-4 337	-4 097
Dividends	-26,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net debt	NM	2 869	19 510	35 561	49 946	48 721	46 900
Free Cash flow	136	411	1 935	39,5	-69,2	1 190	1 785

Balance Sheet (EURm)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Tangible fixed assets	NM	1 134	7 602	11 773	14 449	14 413	14 265
Intangibles assets	NM	1 680	21 035	32 242	45 208	45 208	45 208
Cash & equivalents	NM	1 304	1 564	3 483	3 103	4 329	6 149
current assets	NM	1 562	5 201	8 286	8 818	10 096	11 993
Other assets	NM	800	2 278	3 634	5 473	5 473	5 473
Total assets	NM	5 177	36 115	55 936	73 949	75 190	76 939
L & ST Debt	NM	3 901	21 067	35 894	47 482	47 482	47 482
Others liabilities	NM	1 180	9 829	14 790	19 960	19 920	19 881
Shareholders' funds	NM	95,3	5 196	5 131	6 386	7 668	9 455
Total Liabilities	NM	5 177	36 115	55 936	73 949	75 190	76 939
Capital employed	NM	3 195	26 771	43 664	60 570	60 626	60 592

Ratios	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Operating margin	-3,84	3,23	4,51	8,39	17,99	20,31	22,29
Tax rate	-12,03	-17,79	-23,44	-4 089	-65,77	-27,55	-25,28
Net margin	-17,40	3,86	-13,55	-1,51	1,11	5,53	7,61
ROE (after tax)	NM	75,05	-20,26	-11,10	-0,78	18,63	20,32
ROCE (after tax)	NM	0,45	0,23	0,96	2,04	5,62	6,45
Gearing	NM	3 010	375	693	782	635	496
Pay out ratio	13,68	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Number of shares, diluted	968	176	219	1 134	1 134	1 134	1 134

Data per Share (EUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
EPS	-0,15	0,41	-1,80	-0,28	-0,02	0,74	1,13
Restated EPS	-0,15	0,41	-1,80	-0,28	-0,02	0,74	1,13
% change	-226%	-%	-540%	-84,3%	-92,0%	-%	52,1%
BVPS	0,0	0,54	8,87	2,54	2,86	4,00	5,57
Operating cash flows	0,48	2,49	8,38	4,09	6,22	7,47	7,70
FCF	0,14	2,33	8,83	0,03	-0,06	1,05	1,57
Net dividend	0,03	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

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

Sommaire

1. Investment Case.....	6
2. Valorisation Altice	7
2.1. Synthèse.....	7
2.2. Evolution du cours de l'action	7
2.3. DCF	9
2.4. Comparables.....	11
2.5. Somme des parties.....	12
2.6. La gestion de la dette : refinancement et remontées de cash.....	13
3. La méthode Altice : monter les prix, baisser les coûts	17
3.1. Histoire du groupe et approche marketing.....	17
3.2. Méthode de gestion.....	18
3.3. Bilan à date	19
4. Un groupe géographiquement diversifié	25
4.1. Profil macro.....	25
4.2. La France : il n'est pas trop tard mais le temps presse	26
4.2.1. Un contexte difficile pour NC-SFR	26
4.2.2. Des challenges à relever, des risques à éviter.....	27
4.3. Le Portugal : apprendre de l'exemple Français	28
4.4. Les Etats-Unis : en terrain presque connu.....	30
4.4.1. Retour aux fondamentaux.....	30
4.4.2. Un marché sous la menace du « cord cutting ».....	31
4.5. Autres zones.....	35
5. La convergence Média – Télécom : retour vers le futur.....	36
6. Annexes	83

1. Investment Case

Pourquoi investir maintenant?



Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

Encouragé par le rachat de SFR, Altice s'est **rapidement et lourdement endetté afin de financer un développement exponentiel** en Europe et aux Etats-Unis. Le groupe est alors entré dans une autre dimension, avec la volonté de devenir un leader mondial des télécoms et des média. Après de premières inquiétudes concernant ses activités en France, Altice doit faire **la preuve de l'efficacité de son modèle**, en faisant levier sur la **diversification de ses implantations géographiques**.

Attractif ou non?



Valorisation

Nous pensons que le cours a sur réagi suite à l'échec des négociations entre Orange et Bouygues, surestime l'influence de l'incertitude Française, et n'intègre pas suffisamment les opportunités liés aux autres périmètres du groupe. Nous retenons une **Fair Value de 16.3€ c'est-à-dire une prime de 17.6% sur le cours actuel**.

Horizon d'investissement?



Catalyseurs

1/ Redressement de la France, 2/ Développement des US et acquisition de Cablevision, 3/ Dynamique commerciale au Portugal, 4/ stratégie de différenciation par les contenus

Valeur ajoutée?



Différenciation face au consensus :

Nous sommes **plus prudents sur l'EBITDA** (41% vs 42,1% à échéance 2018), pensant qu'Altice mettra plus de temps que prévu à trouver le bon **équilibre entre croissance des revenus et économies de coûts**. Nous pensons que le case Altice est un **sujet opérationnel avant d'être une question de dette**.

Quels risques?



Risques

1/ Incapacité à redresser la performance commerciale sur la France et dégradation similaire au Portugal, 2/ effet du cord cutting aux Etats-Unis, 3/ forte hausse du marché High Yield

2. Valorisation Altice

2.1. Synthèse

Nous retenons une Fair Value de 16.3€, correspondant à une prime de 17.6% par rapport au cours actuel, et reposant sur un mix de méthodes de valorisations et d'hypothèses :

- Discounted Cash Flow
- Somme des parties

Ci-dessous le tableau de synthèse des valorisations :

Fig. 1: Synthèse de la valorisation de l'action Altice

Valuation method	Share price	Weight
DCF	18,6	50%
SOTP	14,1	50%
Fair Value	16,3	100%

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

L'ensemble des approches sont détaillées ci-après.

2.2. Evolution du cours de l'action

Après l'emballement du S1 2015 consécutif aux très bons premiers résultats financiers du nouveau groupe et quelques fortes variations générées par les allers-retours à propos de l'éventuel rachat de Bouygues Telecom, **le cours est revenu sur des bases plus raisonnables sur S2 2015 et début 2016**, du fait de mauvaises performances commerciales, en France notamment, et de craintes sur le niveau de la dette. L'action Altice subit des variations bien plus brutales que l'action NC-SFR, du fait d'un endettement plus élevé, et d'effets de périmètres (US et Portugal notamment) qui n'impactent pas NC-SFR.

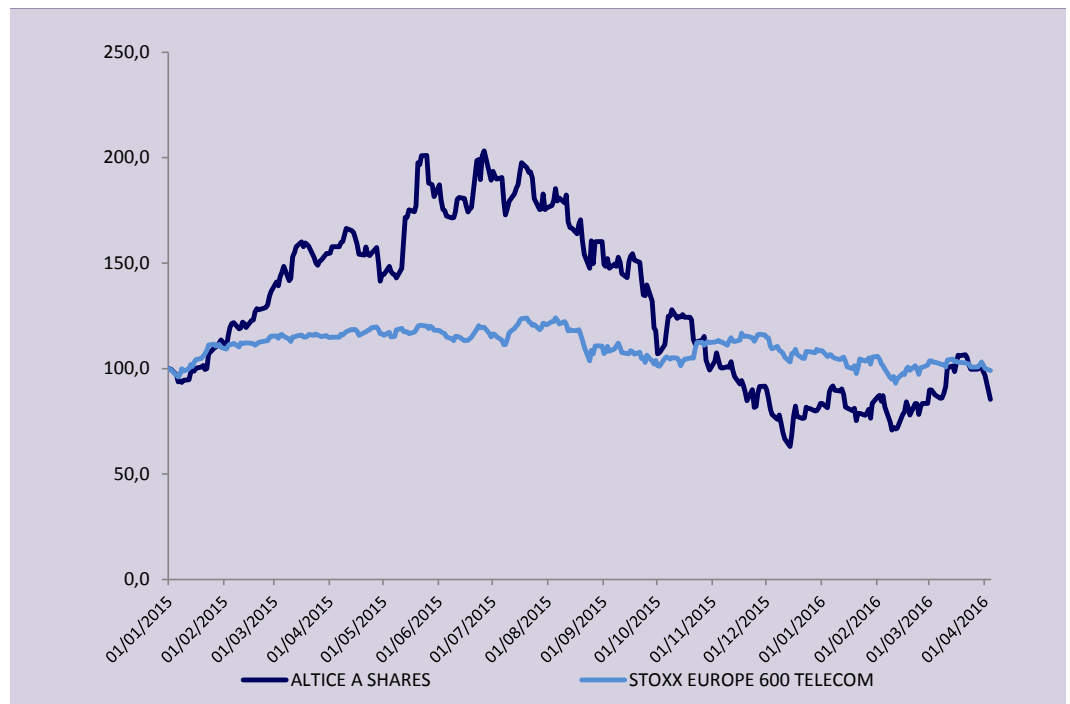
L'action Altice, portée depuis décembre par les espoirs de consolidation du marché en France, avait rejoint la performance de l'indice Stoxx Europe 600 Telecom, **mais a recheté violemment suite à l'échec des discussions entre Orange et Bouygues**. Nous pensons qu'elle a sur réagi à cet évènement, suivant la performance de l'action NC-SFR, et **n'intègre pas suffisamment les opportunités** inchangées liées au reste du périmètre du groupe.

Fig. 2: Evolution du cours de l'action Altice depuis 2015, et comparaison avec la concurrence en France (base 100)



Source: Thomson Reuters.

Fig. 3: Evolution du cours de l'action Altice depuis 2015, et comparaison avec l'indice Stoxx Europe 600 Telecom (base 100)



Source: Thomson Reuters.

2.3. DCF

Notre valorisation du groupe Altice par DCF repose sur les hypothèses suivantes :

- **Consolidation de Cablevision à compter de S2 2016.** Nous supposons en effet une issue positive à l'opération de rachat, en cours d'analyse par les autorités Américaines.
- **Chiffres d'affaires:** Nous voyons un chiffre d'affaires pro forma en baisse de **-1.4% sur 2016**, vs stable en 2015, du fait notamment du Portugal qui tire l'international vers le bas à -1.3% vs -0.8% en 2015, et malgré l'amélioration de la France à -2.2% vs -3.6% en 2015. On notera aussi un effet négatif du change €/USD sur 2016, avec une zone US qui gagne +2.5% au final, contre +24.2% en 2015, hors Cablevision. 2017 marque le **retour à la croissance** du chiffre d'affaires pro forma, avec **+1.1%**, avec la reprise du marché Français (+0.7%) et du Portugal (zone internationale à +1.2%). Sur 2018, la croissance de chiffre d'affaires pro forma atteint 1.7%.
- **Taux d'EBITDA :** nous tablons sur une croissance de EBITDA ajusté pro forma de 4.5% sur 2016 (en ligne avec la guidance annoncée), du fait notamment d'une croissance ralentie en France (+4.2% vs +21% en 2015). Le taux d'EBITDA atteint 43.1% en 2018, supérieur de 500pb vs le taux 2015.
- **Investissements (hors licences):** Nous revoyons **à la hausse les CAPEX proforma 2016 à 3.754Md€,** c'est-à-dire +12.8% vs 2015, puis baissions de 310M€ d'ici 2018, post remise à niveau du réseau mobile en France notamment.
- **BFR :** nous nous ne prenons pas en compte d'amélioration significative du BFR sur les exercices postérieurs à 2015, en supposant le gain déjà réalisé en 2015 sur NC-SFR et le Portugal. Nous intégrons par ailleurs au cash flow le paiement de la licence 4G 700MHz Française, comptabilisée pour 466M€ sur 2015, mais payée sur 2016-2018 en quatre annuités de 116.5M€ (dont deux sur 2016).
- Nous utilisons un **taux d'impôt normalisé à 29.3% à partir de 2021.** En effet, nous estimons notamment que le taux actuel intègre l'effet d'un report déficitaire issu de la société Numericable, report qui devrait s'éteindre après 5 ans.
- Nous utilisons un **coût de la dette nette avant impôt de 6.0%**
- Nous adoptons un **taux d'actualisation de 5.88%**, avec un **Béta de 1.33**, correspondant au béta historique 2 ans d'Altice vs Euro Stoxx 50, majoré de 0.20 afin de prendre en compte le **risque de refinancement** (cette majoration du béta est équivalente sur le DCF à une hausse de 100pb sur 40Md€ de dette), et minoré de 0.02 afin d'intégrer un **mix géographique plus diversifié** avec notamment la montée en puissance des **US**. Nous retenons par ailleurs une prime de risque de 7% et un taux sans risque de 1.6%.
- Nous retenons un taux de croissance à l'infini de 1,0%.

Fig. 4: Calcul du taux d'actualisation

Inputs	
Risk Free rate	1,6%
Market risk premium	7,0%
B	1,33
Cost of Equity	10,89%
Cost of Debt after taxes	4,3%
Gearing (based on market cap)	328%
WACC	5,88%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 5: Evolution du chiffre d'affaires et de l'EBITDA Altice pro forma

EUR M - consolidated figures	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Pro Forma Revenues	17 515	17 497	17 256	17 440	17 733
YoY Growth		-0,1%	-1,4%	1,1%	1,7%
France	11 428	11 018	10 777	10 855	11 024
YoY Growth		-3,6%	-2,2%	0,7%	1,6%
US	1 756	2 181	2 236	2 293	2 339
YoY Growth		24,2%	2,5%	2,5%	2,0%
Other international	4 331	4 298	4 242	4 292	4 370
YoY Growth		-0,8%	-1,3%	1,2%	1,8%
Pro Forma adjusted EBITDA	5 671	6 671	6 970	7 279	7 643
YoY Growth		17,6%	4,5%	4,4%	5,0%
France	3 216	3 887	4 052	4 239	4 469
YoY Growth		20,9%	4,2%	4,6%	5,4%
US	688	889	1 005	1 092	1 165
YoY Growth		29,3%	13,1%	8,7%	6,7%
Other international	1 794	1 925	1 942	1 975	2 036
YoY Growth		7,3%	0,9%	1,7%	3,1%
Pro Forma EBITDA-CAPEX (excl. Licenses)		3 550	3 450	3 828	4 432
YoY Growth			-2,8%	11,0%	15,8%

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

Fig. 6: Contribution Cablevision

	2014	2015	2016	2017	2018
USD					
Revenues	6461	6502	6466	6447	6447
YoY Growth		0,6%	-0,6%	-0,3%	0,0%
EBITDA	1788	1725	1905	2196	2225
YoY Growth		-3,5%	10,4%	15,3%	1,3%
EUR					
Revenues			5 749	5 733	5 733
YoY Growth				-0,3%	0,0%
EBITDA			1 694	1 953	1 979
YoY Growth				15,3%	1,3%
EBITDA Margin			29,5%	34,1%	34,5%
€/USD change			0,89	0,89	0,89

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

Fig. 7: Modèle de cash flows actualisés (inclut Cablevision)

EURm	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Sale	14 550	20 086	23 173	23 466	23 935	24 294	24 537	24 782	25 030	25 280	25 533	25 789
Change in sales		38,0%	15,4%	1,3%	1,5%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT	1 221	3 613	4 705	5 230	5 444	5 608	5 721	5 833	5 943	6 053	6 162	6 289
As % of sales	8,4%	18,0%	20,3%	22,3%	22,7%	23,1%	23,3%	23,5%	23,7%	23,9%	24,1%	24,4%
Tax rate	65,8%	65,8%	27,6%	25,3%	25,3%	25,3%	29,3%	29,3%	29,3%	29,3%	29,3%	29,3%
Net Op. Profit after Tax	418	1 237	3 409	3 908	4 068	4 190	4 045	4 124	4 202	4 280	4 357	4 447
+ D&A and prov.	3753	4010	4338	4210	4187	4169	4155	4143	4134	4127	4121	4097
Cash flow from op.	4 171	5 247	7 747	8 118	8 255	8 360	8 200	8 268	8 336	8 406	8 478	8 544
- Net investments (incl. Frequencies)	-2 640	-4 139	-4 337	-4 097	-4 097	-4 097	-4 097	-4 097	-4 097	-4 097	-4 097	-4 097
- change in WCR	-193	-163	-93	-114	-116	-118	-119	-121	-122	-123	-124	-125
Free cash Flow	1 338	945	3 317	3 906	4 041	4 144	3 984	4 050	4 117	4 186	4 256	4 322
Discounted FCF		901	2 988	3 324	3 248	3 146	2 857	2 743	2 634	2 530	2 430	2 330
Sum of disc. FCF		29 131										
+ disc. terminal value		47 880										
- net debt, 2015		49 946										
- minority interests		4 377										
- Provisions		1 643										
Valuation		21 045										
Nbre of shares (fully diluted)		1 134										
Value per share		18.6										

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

2.4. Comparables

Notre DCF valorise Altice à 8.6x l'EBITDA 2016, ce qui apparaît supérieur à la valorisation d'un panel de sociétés comparables sur le marché Européen (opérateurs télécoms majeurs, leaders ou numéro 2 sur leur marché).

Fig. 8: Multiples d'EBITDA

EV/EBITDA Multiples	2016e	2017e	2018e
Altice (DCF BG, adjusted EBITDA)	8,6	8,2	7,7
Panel average	6,8	6,5	6,2
Orange	4,9	4,8	4,6
Deutsch Telekom	5,9	5,4	5,0
Telefonica Deutschland	8,6	7,9	7,4
Telefonica	5,8	5,6	5,4
SWISSCOM	8,1	8,1	7,9
KPN	9,2	8,9	8,7
TELECOM ITALIA	4,8	4,7	4,4
PROXIMUS	6,8	6,7	6,5
TELENET GROUP HOLDING	8,8	7,9	7,4
MOBISTAR	5,5	5,1	5,0

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

La prime sur le multiple d'EBITDA d'Altice peut se justifier par un profil de croissance d'EBITDA supérieur à ceux de ses pairs, par l'intégration des perspectives de consolidation du marché, mais aussi par la présence d'une activité nord-américaine traditionnellement plus fortement valorisée, comme présenté dans le tableau ci-dessous.

EV/EBITDA Multiples	2016e	2017e	2018e
Altice (DCF BG, adjusted EBITDA)	8,6	8,2	7,7
Panel average	9,0	8,6	8,2
COMCAST 'A'	7,5	7,2	6,7
TIME WARNER	9,7	9,2	8,7
CHARTER COMMS.CL.A	10,3	9,9	9,6
CABLEVISION SYS.	8,6	8,2	8,0

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

L'analyse par somme des parties nous permet d'y voir plus clair.

2.5. Somme des parties

Nous retenons pour la France le niveau de valorisation actuelle de la société, c'est-à-dire un multiple de 7.3x l'EBITDA 2016.

Nous retenons pour le périmètre US un multiple de 10x l'EBITDA correspondant aux multiples constatés sur les dernières transactions, notamment les rachats de Cablevision par Altice et de Time Warner Cable par Charter Communications.

Nous retenons pour le périmètre international un multiple de 7, proche des niveaux de valorisations actuels, et correspondant par ailleurs au multiple sur lequel s'est opéré le rachat de Portugal Telecom.

Fig. 9: Synthèse valorisation Altice par somme des parties

Region	EBITDA Multiple	EV (100%)	% of detention
France	7,3	29 192	78%
US	10,0	29 172	70%
Other international	7,0	13 592	100%
Total		71 957	
- net debt		- 49 946	
- minorities		- 4 377	
- provisions		- 1 643	
Total MKT Cap		15 991	
Number of shares		1134	
Share value		14,1	

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

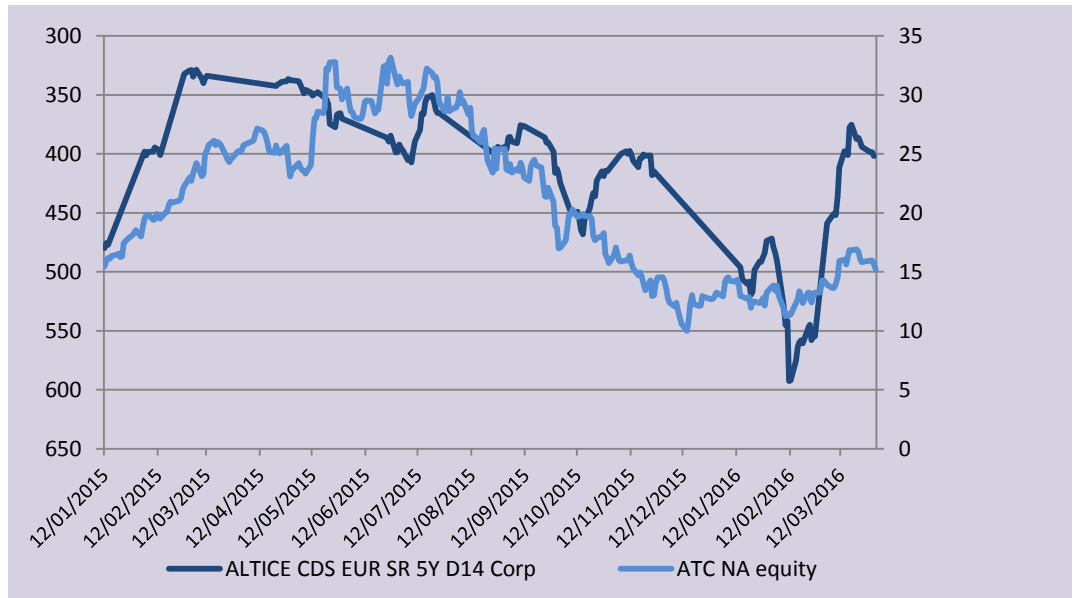
2.6. La gestion de la dette : refinancement et remontées de cash

A fin 2015, la dette nette du groupe Altice s'élève à 35.562Md€, c'est-à-dire 5.3x l'EBITDA pro forma du groupe 2015.

Or, on assiste depuis un certain temps à un écartement des spreads sur le marché du crédit, ce qui inquiète le marché. La question de l'endettement d'Altice est en effet au cœur des préoccupations des investisseurs. On peut donc supposer qu'une tension croissante sur le marché du crédit, liée à la crainte de détérioration des perspectives, pourra être préjudiciable à Altice.

Le graphique ci-dessous montre la corrélation entre le cours de l'action Altice et le CDS du groupe.

Fig. 10: Corrélation entre le cours et le CDS Altice

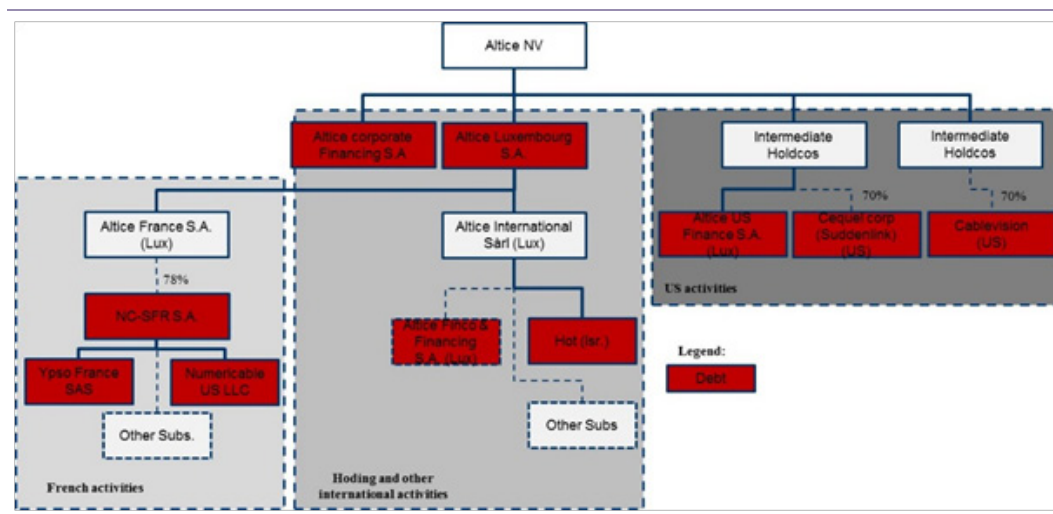


Source: Bloomberg.

Etant donné le contexte de craintes macroéconomiques que nous connaissons (faiblesses des pays émergents, chute du prix du baril de pétrole, ralentissement de la croissance mondiale, risque de déflation sur la zone euro), nous pensons que **l'élément « risque de crédit » est de nature à peser négativement sur l'action Altice, et cela indépendamment du risque porté par Altice à proprement parler.**

La **structure du groupe Altice est assez complexe**, la dette étant portée par de multiples entités. Le graphique ci-dessous propose une vision simplifiée de la structure du groupe. A des fins d'analyse, nous distinguons trois périmètres d'activité. 1/ France (groupe NC-SFR), 2/ US (Suddenlink et Cablevision) et 3/ « Autres international » (autres zones d'activité + holding).

Fig. 11: Structure simplifiée du groupe Altice



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

Le tableau ci-dessous présente les multiples Dette Nette/EBITDA, et Dette Nette / EBITDA pour les trois périmètres du groupe.

Fig. 12: Estimations de Cash Flow et endettement par région

	2016e	2017e	2018e
France			
Net Debt	14 396	13 746	12 808
Adjusted EBITDA	4 052	4 239	4 469
CAPEX (licenses incl.)	2 473	2 357	2 117
Free Cash Flow	5	650	938
Net Debt / EBITDA	3,6	3,2	2,9
Net Debt / (EBITDA - CAPEX)	9,1	7,3	5,4
US			
Net Debt	20 357	19 750	18 983
Adjusted EBITDA		3 045	3 143
CAPEX		1 170	1 170
Free Cash Flow		572	731
Net Debt / EBITDA		6,5	6,0
Net Debt / (EBITDA - CAPEX)		10,5	9,6
Other international and Holding			
Net Debt	15 193	15 225	15 109
Adjusted EBITDA	1 942	1 975	2 036
CAPEX	880	810	810
Free Cash Flow	164	-	32
Net Debt / EBITDA	7,8	7,7	7,4
Net Debt / (EBITDA - CAPEX)	14,3	13,1	12,3

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

L'analyse de la dette sur le périmètre France est détaillée dans notre note d'initiation de NC-SFR. En synthèse, même si un refinancement significatif s'avérera nécessaire, **le niveau de la dette en France nous paraît acceptable** en regard de l'activité opérationnelle et des cash flow libres générés.

La zone US est significativement plus endettée mais présente selon nous un risque opérationnel inférieur à celui de la France, comme expliqué plus haut. Nous jugeons donc ce niveau de dette **soutenable, mais un refinancement prochain apparaît ici incontournable**.

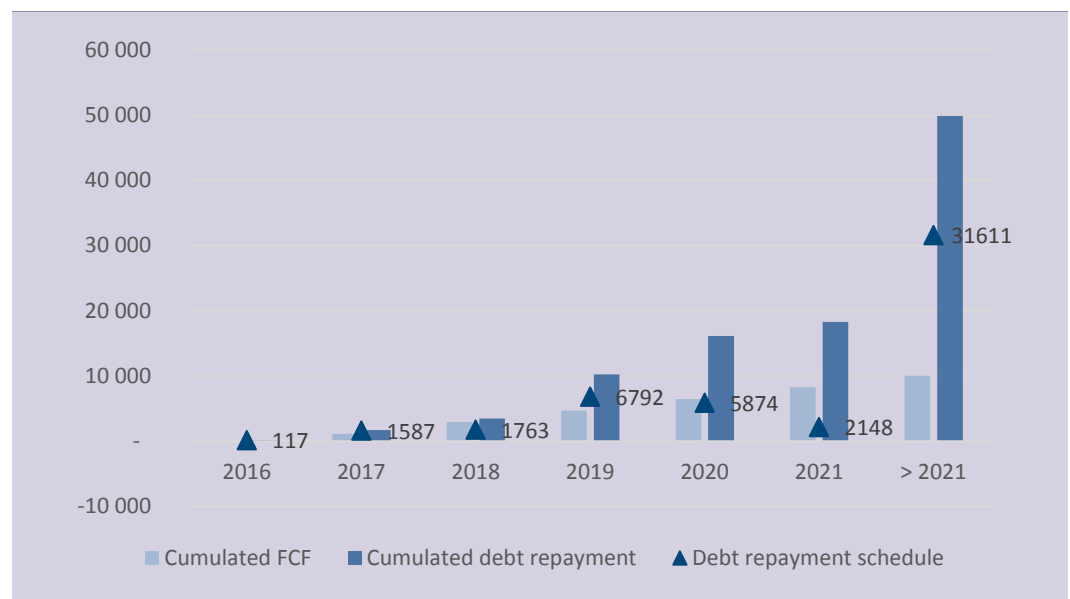
L'endettement le plus préoccupant, à notre sens, concerne le périmètre « Holding + other international », dont l'activité opérationnelle ne paraît pas suffisante au remboursement de la dette. Ce niveau d'endettement peut impliquer les actions suivantes :

- **Une pression accrue sur les CAPEX et l'EBITDA** de la zone Internationale. Pression qui peut s'avérer contreproductive à moyen terme, comme évoqué dans notre note sur NC-SFR pour la France, et confirmant les doutes qui pèsent sur la gestion du Portugal, évoqués plus tard.

- **Un recours sans doute nécessaire aux activités France** pour remonter du cash, comme effectué fin 2015 avec le versement par NC-SFR d'un dividende de 2.5Md€, financé par de l'endettement (pour rappel, la France a généré 2Md€ d'EBITDA – CAPEX sur 2015).
- **La possible cession d'actifs à d'autres entités du groupe moins endettées**, comme la France. On pourrait par exemple imaginer la constitution d'une filiale détenue et financée par Altice France S.A, qui regrouperait un certain nombre d'infrastructures du groupe.

La nécessité d'un refinancement des dettes d'Altice ne fait selon nous aucun doute. Post acquisition de Cablevision, nous estimons le montant de frais financiers annuels du groupe Altice à ~3Md€. Une hausse de 100pb sur une dette estimée à 40Md€ en 2021 (avant les échéances de remboursement les plus importantes) représente un impact annuel de 400M€, c'est-à-dire ~22% du cash flow récurrent disponible à cette échéance selon nos estimations. **L'impact est absorbable, selon les hypothèses de notre plan, mais reste très significatif.** Nous avons donc intégré ce risque de refinancement dans notre Béta.

Fig. 13: Echancier de remboursement de la dette financière Altice et analyse du besoin en refinancement



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

3. La méthode Altice : monter les prix, baisser les coûts

3.1. Histoire du groupe et approche marketing

Une approche marketing qui découle des origines du groupe

Le groupe Altice, fondé par l'entrepreneur Patrick Drahi, s'est construit essentiellement par croissance externe, multipliant les acquisitions. Concernant les télécoms, on peut distinguer quatre phases de son développement :

- La consolidation du câble en France, de 2002 à 2008, avec le regroupement de Est Vidéocommunication, Coditel (Belgique et Luxembourg), Numericable, Noos, France Télécom Câble, TDF Câble, UPC France, Le Câble aux Antilles. Cette consolidation s'est faite à une période où, face au développement des technologies DSL, peu étaient les acteurs qui croyaient encore à l'avenir de la technologie câble. De cette consolidation résultera une marque unique : Numericable.
- L'internationalisation du groupe, entre 2009 et début 2014, avec les acquisitions de Hot en Israël, Cabovisao et Oni Telecom au Portugal, Outremer Telecom (Réunion et Mayotte), Tricom et Orange Dominicana en République Dominicaine. Il s'agit aussi là des premières incursions du groupe dans des activités mobiles.
- La constitution d'un leader Européen, entre fin 2014 et mi 2015, avec le rachat du numéro 2 Français SFR ainsi que du MVNO Virgin Mobile, et du numéro 1 Portugais Portugal Telecom.
- La conquête des Etats-Unis, sur 2015 et 2016 : avec le rachat de Suddenlink fin 2015 et l'acquisition en cours de Cablevision, faisant d'Altice le 4ème opérateur de câble du marché nord-américain.

Concernant les médias, on notera ici aussi une accélération de la croissance externe, avec le rachat de Groupe MCS TV et Kombat Sport en 2014, l'acquisition de Libération et Groupe l'Express en 2015, puis une prise de participation de 49% début 2016 dans le groupe NextRadio TV.

L'ADN du groupe Altice est donc profondément marqué par le câble, les contenus et la TV. Ainsi, la stratégie marketing de l'essentiel des filiales d'Altice s'appuie-t-elle sur les éléments suivants :

- Un ancrage fort sur le fixe, pilier de l'approche marketing, de la promesse client et de la communication
- Un positionnement premium, justifié à la fois par les accès très haut débit et les contenus proposés

Cette approche, qui pouvait encore passer il y a quelques années pour une stratégie du passé avec la technologie câble, embrasse aujourd'hui les tendances fortes du marché :

- **Développement du très haut débit fixe** : nécessiter pour les opérateurs de disposer d'infrastructures fixes très haut débit (câble ou FTTH) afin d'accompagner les nouveaux usages clients

- **Convergence fixe et mobile** : nécessité pour les opérateurs de disposer de propositions à la fois fixes et mobiles, pour mieux fidéliser leurs clients et proposer des solutions de contenus « multi écrans »
- **Convergence télécom et média**. Après l'échec de plusieurs tentatives au début des années 2000, on constate à nouveau en Europe une vague de rapprochement entre activités média et activités télécoms, motivée par l'évolution des contenus et des usages. Comme nous le verrons plus tard, nous ne sommes pas convaincus par les synergies issues de ce type de rapprochement. Mais la taille du groupe Altice lui permet désormais d'envisager jouer un rôle important dans le secteur des médias.

3.2. Méthode de gestion

Une méthode de gestion très directe, mais non sans risques

Le haut niveau de dette (35.5Md€ à 5.5x l'EBITDA 2015) résultant des multiples acquisitions du groupe impose, outre un positionnement tarifaire élevé, une **gestion drastique des coûts**. Ainsi, Altice a pu mettre en place une méthode désormais éprouvée afin de réduire puis de maîtriser les OPEX et CAPEX de ses différentes filiales opérationnelles. C'est la méthodologie encore à l'œuvre chez NC-SFR, en cours chez Portugal Telecom, et qui doit s'appliquer chez Suddenlink et Cablevision.

Elle comporte quatre piliers :

- Reprise en main du processus achats par des équipes Altice. Plus aucune dépense n'est engagée sans avoir été préalablement visée par un responsable Altice.
- Révision des prestations. Sur décision Altice, arrêt de certaines prestations jugées inutiles, ou à défaut renégociation du contrat fournisseur.
- Changement du modèle de sourcing. Réduction de la sous-traitance et internalisation maximale des compétences.
- Mise sous contrôle des paiements fournisseurs. Optimisation du BFR par l'optimisation des délais de paiements fournisseurs.

L'application de cette méthodologie conduit ainsi à **baisse très rapide et très significative de la base de dépenses** de la société.

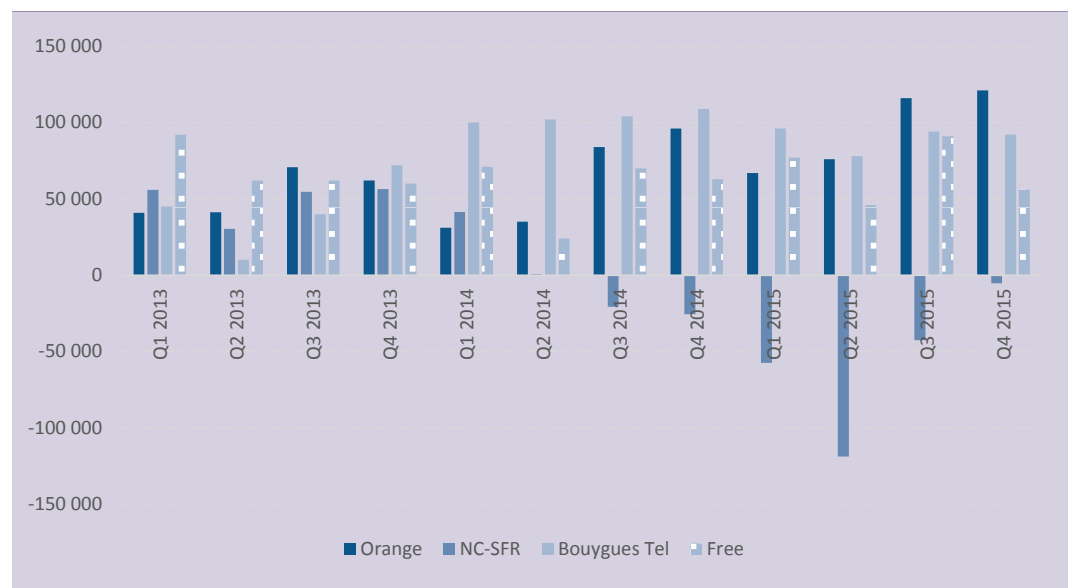
Elle induit cependant une forme de **double-gouvernance** entre les équipes Altice, cumulant les fonctions d'acheteur et de décideur, et les managers opérationnels en responsabilité dans la filiale. Nous y voyons deux risques principaux :

- Risque que la **pression mise sur certaines dépenses** s'avère contre-productive du fait d'une analyse ou connaissance insuffisante du sujet
- Risque de **désorganisation** lié aux multiples changements de fournisseurs et à l'évolution du modèle de sourcing
- **Déresponsabilisation du management** opérationnel pouvant générer une forme de frustration

3.3. Bilan à date

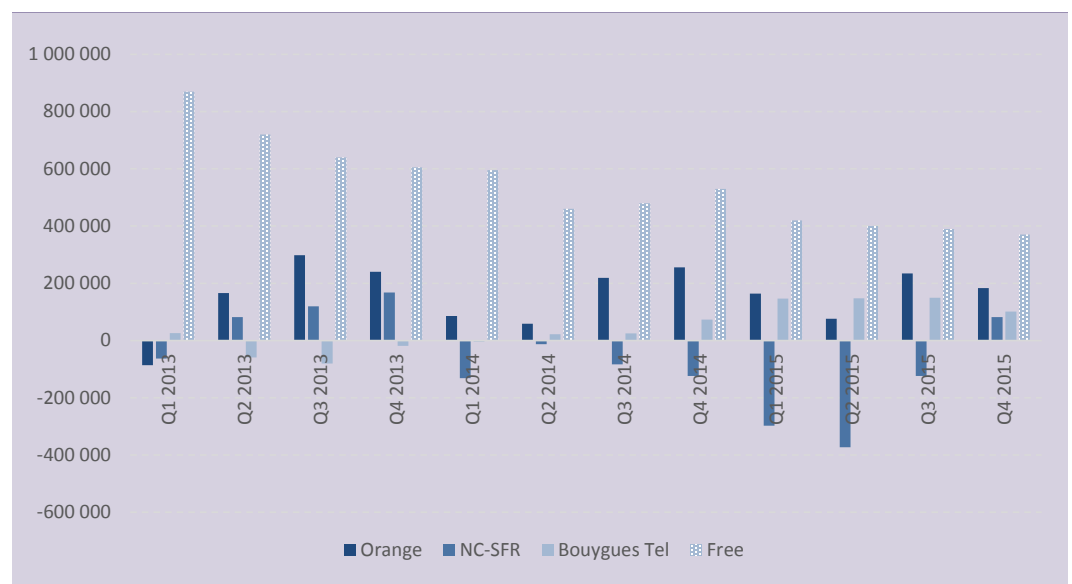
Le périmètre France est détaillé dans la note d'initiation NC-SFR publiée également ce jour. On retiendra notamment que la France a connu sur 2015 une amélioration significative de son EBITDA, passant de 28.1% en 2014 à 35.0% en 2015 (proforma), en parallèle d'une très importante perte de clients : -224k clients sur le fixe, et -713k clients sur les abonnés mobiles (BtoC + BtoB), témoignant d'une difficulté à trouver à ce stade le bon équilibre entre optimisation des coûts et performance commerciale. Et même si Q4 2015 a connu un fort redressement des ventes nettes, celui-ci s'est opéré au prix d'une intensité promotionnelle exceptionnelle.

Fig. 14: Historique des ventes nettes haut et très haut débit fixes NC-SFR



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

Fig. 15: Historique des ventes nettes abonnés mobiles NC-SFR (hors M2M)



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

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

Concernant le Portugal, comme illustré dans le graphique suivant, les ventes se sont affaiblies et les revenus sont sous pression, en parallèle de l'amélioration de l'EBITDA du fait des premiers plans d'économies Altice.

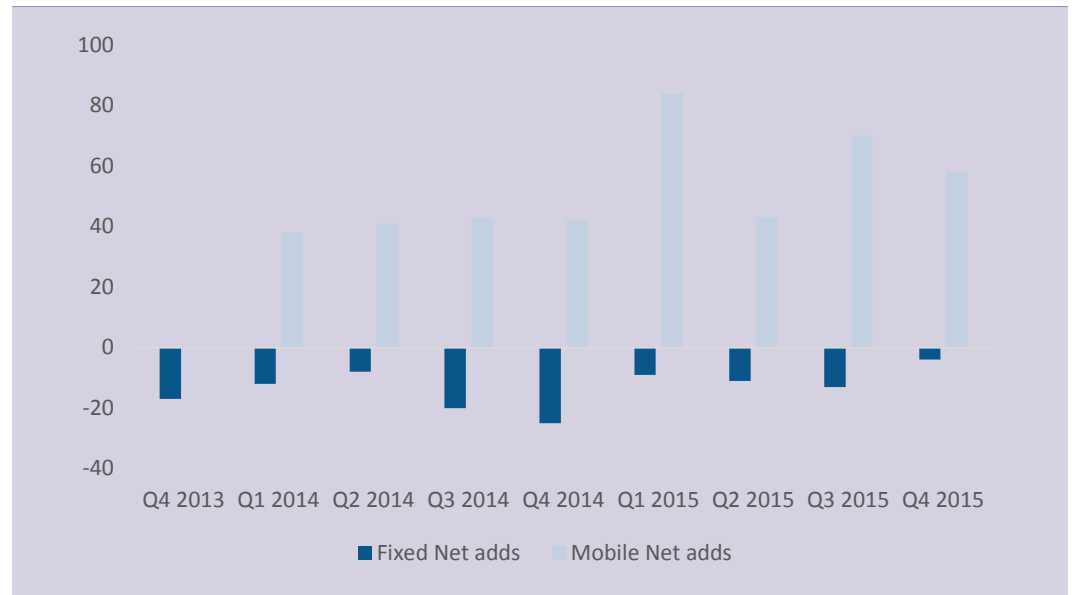
Fig. 16: Evolution du revenu et de l'EBITDA Altice Portugal



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

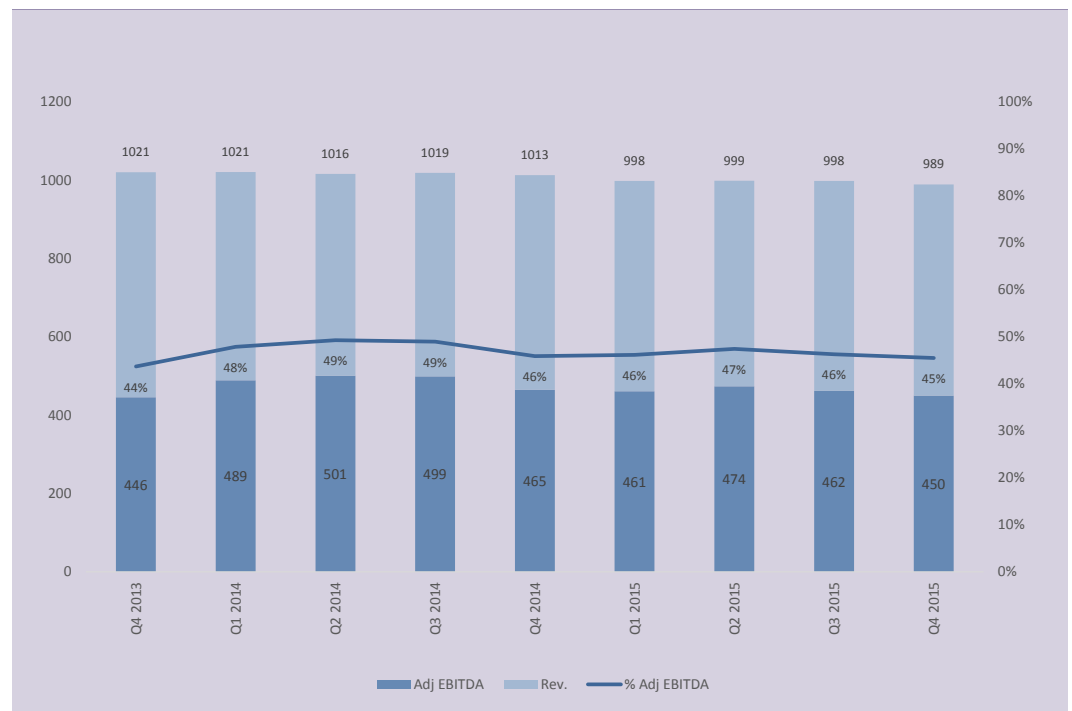
Israël, comme illustré dans les graphiques ci-dessous, a relancé sur 2015 une dynamique commerciale un peu affaiblie en 2014, mais au prix d'une réduction de l'EBITDA et, dans un marché très concurrentiel, d'une pression sur l'ARPU et les revenus.

Fig. 17: Evolution des Ventes Nettes Altice Israël



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

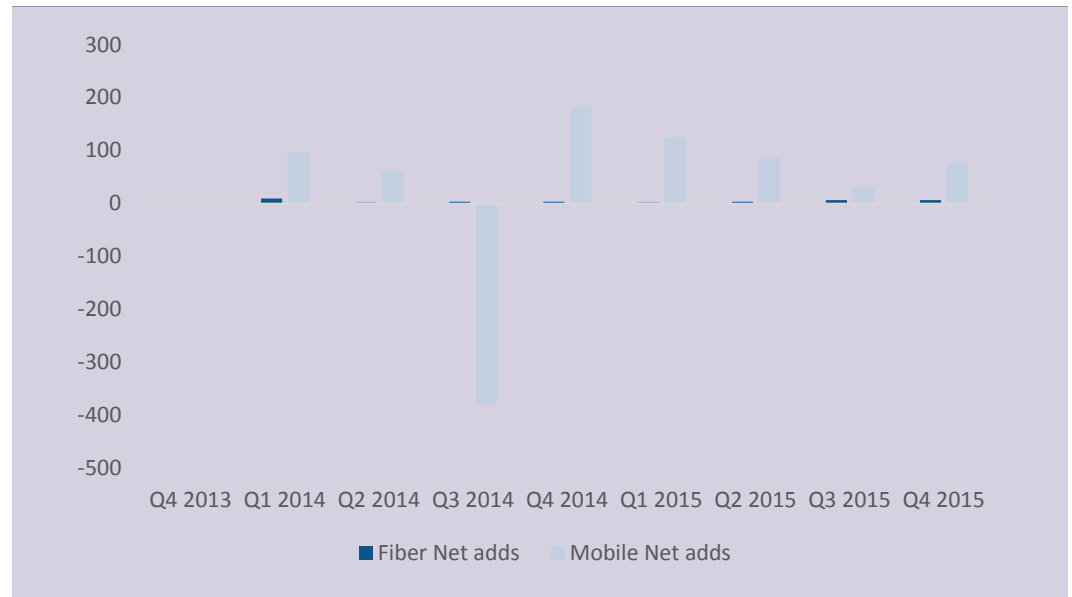
Fig. 18: Evolution du revenu et de l'EBITDA Altice Israël (NIS)



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

La République Dominicaine a vu en 2015 une hausse sensible de son chiffre d'affaires et de son EBITDA, porté par un bon ARPU, un taux d'EBITDA stabilisé au-delà de 50%, et malgré une dynamique commerciale en ralentissement.

Fig. 19: Evolution des Ventes Nettes Altice République Dominicaine



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

Fig. 20: Evolution du revenu et de l'EBITDA Altice République Dominicaine (Dom. Pesos)



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

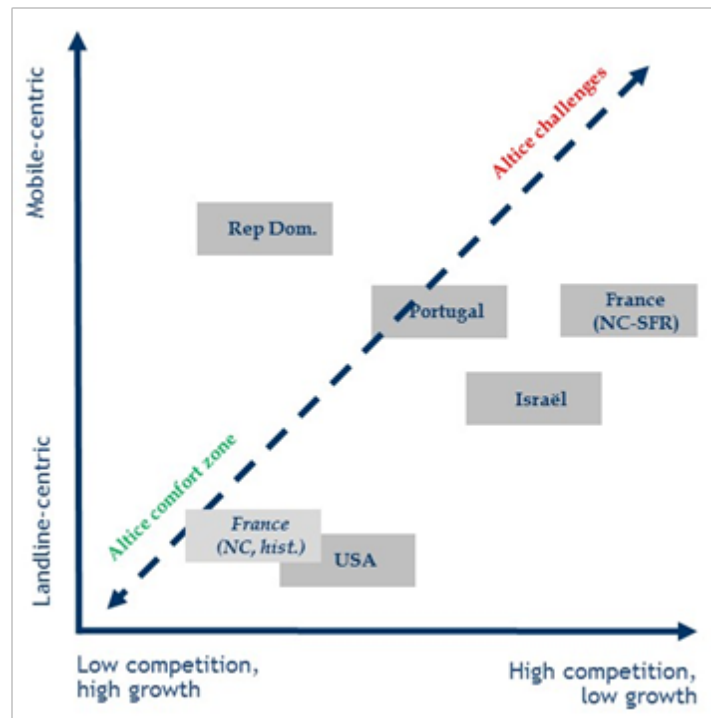
Les situations en Israël et en France sont intéressantes à comparer. Dans un contexte très concurrentiel et avec une pression forte sur le prix, on constate une même difficulté à redresser simultanément l'EBITDA et les performances commerciales.

Dans un contexte différent au Portugal, où Portugal Telecom est opérateur historique et leader, on voit poindre le même type de tendance.

A l'inverse, en République Dominicaine, sur un marché en croissance qui voit le développement des offres 3P fixes et des offres mobiles abonnés, Altice délivre une croissance des revenus conjuguée à une croissance de l'EBITDA.

Le modèle Altice n'est pas critiquable en soi, mais **il apparaît plus ou moins adapté en fonction des situations de marché**. De son histoire construite sur le câble, il a hérité une capacité à délivrer des résultats financiers performants dans un environnement concurrentiel protégé, en misant sur une forte valeur ajoutée et des contenus premium. Le modèle paraît à l'inverse moins adapté à des environnements hautement concurrentiels, où le mobile est clé, et où les variantes low cost se développent. C'est pourquoi nous pensons, mais nous y reviendrons, que le marché américain présente de bonnes opportunités pour le groupe.

Fig. 21: Modèle Altice : zones de confort et zones de challenges



Source: Bryan, Garnier & Co

Altice doit évoluer pour accompagner son développement

Le modèle Altice apparaît à la fois **moins résilient que celui d'un opérateur historique qui dispose de lourds investissements techniques et commerciaux**, et **plus exigeant sur la valeur des clients que celui d'un opérateur low cost** d'avantage orienté vers le volume.

Selon nous, la pire configuration pour Altice est celle de services télécoms évoluant vers un marché de commodités, hautement concurrentiel, à faible valeur ajoutée et faibles marges, tourné vers une logique de volumes. Nous pensons que l'un des objectifs d'Altice, dans le fait d'investir lourdement sur les contenus et la convergence télécoms / médias, est justement d'écarter le spectre de cette « commoditisation ».

Alors que le groupe Altice s'apprête à quintupler de taille en 2 ans, **une plus grande flexibilité du modèle nous paraît nécessaire afin de s'adapter aux différentes configurations de marchés et sécuriser l'exécution d'une stratégie à grande échelle.**

Dit autrement : **Altice a été créée par des ingénieurs, développée par des banquiers, le temps des hommes de marketing est peut-être venu.**

Cette évolution du modèle passe bien sûr par des questions de **stratégie marketing**, mais aussi par une **adaptation de la gouvernance d'Altice**. Et des adaptations ont déjà été menées, avec le renforcement du top management, notamment :

- Recrutement d'un COO en la personne de Michel Combes. Diplômé de l'école Polytechnique, Michel Combes a été PDG de TDF, Directeur Général de Vodafone Europe puis Directeur Général du groupe Alcatel Lucent avant de rejoindre Altice. Michel Combes est également président de NC-SFR, en remplacement de Patrick Drahi, depuis le 1^{er} septembre 2015.
- Recrutement d'un directeur stratégie, réglementaire et relations avec les pouvoirs publics, en la personne de Régis Turrini. Diplômé de l'Ecole Nationale d'Administration et avocat de formation, Régis Turrini a été en charge des fusions acquisitions chez Vivendi, puis Directeur de la stratégie et du développement du groupe. Il quitte Vivendi après la vente de SFR à NC/Altice, et prend la direction de l'agence des participations de l'Etat (Français) mi 2014, avant de rejoindre Altice début 2016. Régis Turrini est également Secrétaire Général de NC-SFR.

Ces deux recrutements exemplaires (complété par de nombreuses autres nominations) témoignent d'une volonté de **mieux répartir et distribuer les responsabilités**, de **renforcer et structurer le groupe**, et de la nécessité d'un **dialogue rapproché avec les pouvoirs publics**.

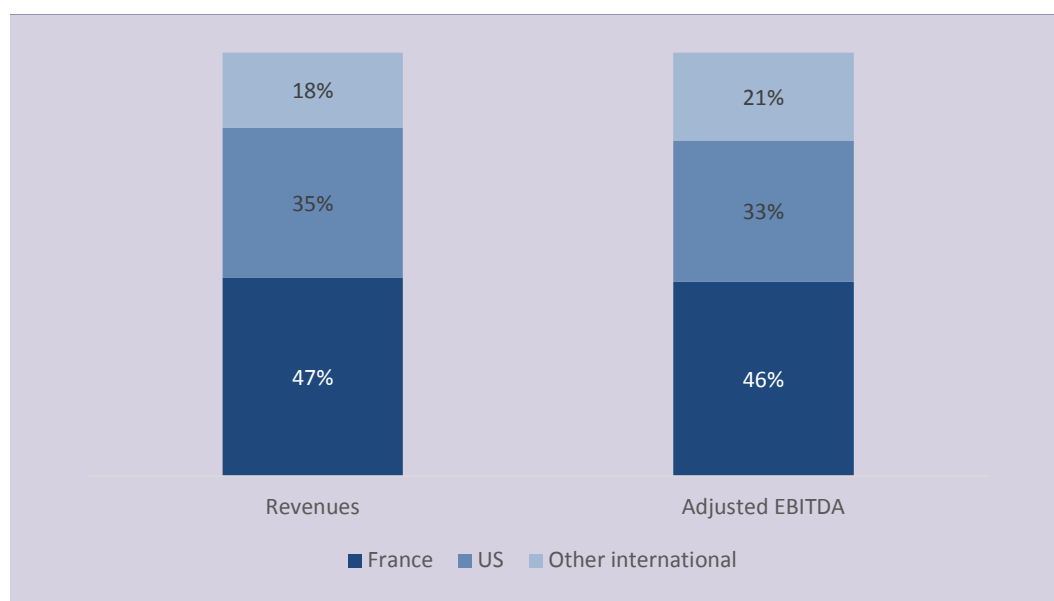
Nous éviterons cependant à ce stade d'évoquer une réelle décentralisation du pouvoir Altice, ni une prise d'autonomie des filiales. La nomination d'Armando Pereira, 2^{ème} actionnaire historique d'Altice, à la présidence de Portugal Telecom en est un signe. L'arrivée prochaine de Michel Paulin (ex Directeur Général de Neuf Cegetel, puis Directeur Général de Meditel, 2^{ème} opérateur Marocain) chez NC-SFR nous en dira plus. Ces évolutions semblent être nécessaires au groupe, même si notre conviction est que la mainmise d'Altice risque de rester très forte sur beaucoup de décisions opérationnelles, au-delà des lignes de management hiérarchiques officielles.

4. Un groupe géographiquement diversifié

4.1. Profil macro

Depuis le rachat du Portugal et les acquisitions effectuées ou en cours aux US, le groupe Altice présente un profil géographique très diversifié. Le graphique ci-dessous présente la répartition des revenus et de l'EBITDA Altice en fonction de la zone géographique (le calcul est basé sur notre année 2016e, extrapolée avec Cablevision consolidé à 100% sur l'année).

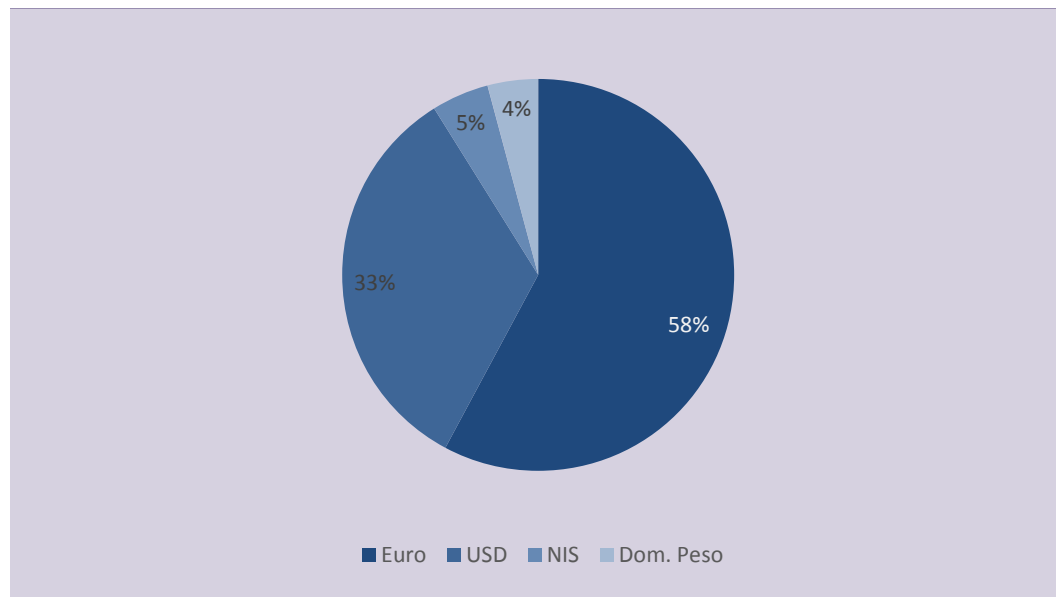
Fig. 22: Répartition du revenu et de l'EBITDA Altice par zone géographique



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

Les activités d'Altice sont réparties sur quatre zones monétaires : l'euro, pour la France et le Portugal notamment, le dollar US pour Suddenlink et Cablevision, le shekel israélien pour Israël, et le peso dominicain pour la République Dominicaine. La répartition des résultats du groupe dans les 4 devises, converties en Euros, est présentée dans le graphique ci-dessous (ici aussi notre calcul est basé sur l'année 2016e, extrapolée avec Cablevision consolidé à 100% sur l'année).

Fig. 23: Répartition de l'EBITDA par devise.



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

Nous retenons un taux de change Euro/Dollar de 1.12. Dans l'hypothèse d'une variation de + ou - 10¢ du taux, l'impact sur l'EBITDA du groupe en Euro serait donc de + ou - 3%. La dette du périmètre US étant libellé en USD comme nous le verrons plus tard, ces fluctuations n'ont pas d'impact sur la capacité à rembourser la dette US.

4.2. La France : il n'est pas trop tard mais le temps presse

4.2.1. Un contexte difficile pour NC-SFR

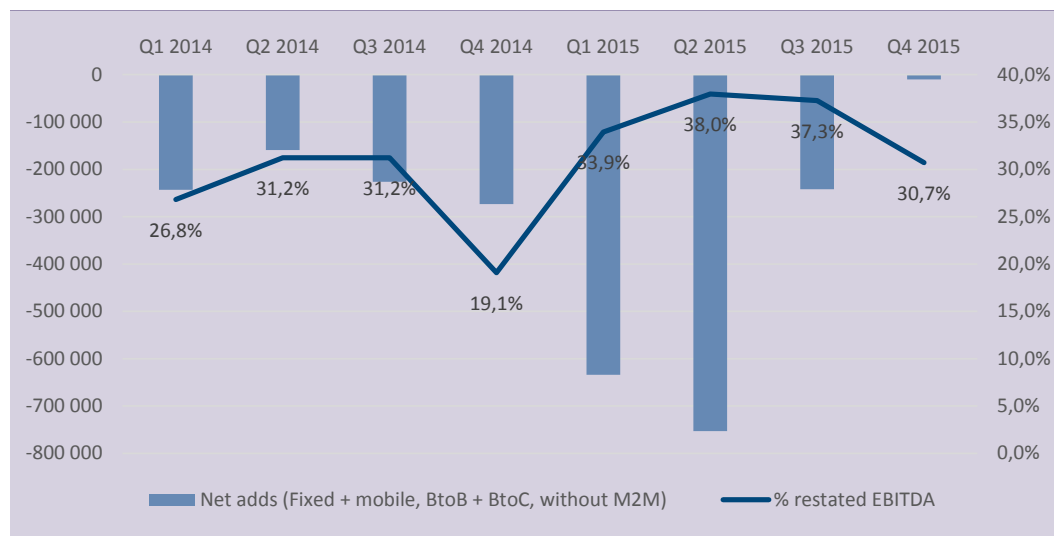
L'analyse de la situation et des perspectives en France est détaillée dans notre note d'initiation NC-SFR également publiée ce jour. Nous résumons ici les principaux éléments à retenir.

Ayant abandonné les espoirs d'une consolidation, le marché Français connaît encore une **guerre des prix tenace**, avec un positionnement de Bouygues Telecom particulièrement agressif sur le fixe, et une multiplication des périodes promotionnelles, sur le mobile en particulier.

Dans ce contexte, NC-SFR a mené une stratégie de **maximisation de l'EBITDA**, en pratiquant des **hausse de tarifs** d'une part, et des **baisses de coûts** drastiques d'autre part. Le résultat de cette première année de fusion entre NC et SFR est un **redressement très significatif de l'EBITDA** en parallèle de **pertes clients massives**.

Le graphique ci-dessous résume les performances commerciales et financières de NC-SFR depuis 2014.

Fig. 24: Evolution du taux d'EBITDA et des volumes clients NC-SFR 2014/2015



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

Nous mettons en question la durabilité de cette approche, estimant que **la maximisation du taux d'EBITDA peut être préjudiciable à terme à la masse d'EBITDA générée par l'activité**. A ce titre, l'arrivée de Michel Combes à la présidence de NC-SFR l'année dernière, ainsi que les derniers changements au sein du comité exécutif (notamment l'arrivée prochaine de Michel Paulin au poste de CEO), suggèrent une prise de conscience de la part d'Altice et la nécessité d'une réorientation de la stratégie et de sa mise en œuvre.

4.2.2. Des challenges à relever, des risques à éviter

Nous accueillons en effet positivement le changement de management au sein de NC-SFR. Mais dans ce contexte, NC-SFR doit encore relever plusieurs défis :

- **Retrouver un positionnement d'opérateur leader**, luttant dans la même catégorie qu'Orange, en retrouvant notamment un niveau de qualité de service proche de celui de l'opérateur historique, à même de justifier un positionnement prix premium (cf enquêtes ARCEP sur la qualité et couverture des réseaux mobiles, rapports n-perf, rapport AFUTT...)
- **Restaurer une image de marque qui semble abimée**, en témoigne la désaffection des clients à l'écart de NC-SFR en 2015
- **Résister aux cercles vicieux** résultant de la double-tentation suivante :
 - Compenser les pertes clients par des augmentations de prix sur parc, qui amplifient en réaction le risque de churn. Et compenser le churn des promotions agressives en conquête.
 - Compenser une top line sous pression par une amplification excessive des plans d'économies, qui font peser un risque sur la qualité de service proposée et donc la capacité à générer plus de valeur

4.3. Le Portugal : apprendre de l'exemple Français

La situation qui est celle de Portugal Telecom est unique dans le groupe Altice : il s'agit de l'opérateur historique, leader sur son marché.

Concernant le mobile, Portugal Telecom est leader, avec 44.6% de parts de marché sur un marché total de 12.8m de lignes actives, en voie de stabilisation à 164.1% de taux de pénétration. Le marché est encore fortement marqué par le prépayé avec plus de 6.5m de lignes, mais on assiste à une bascule progressive vers les abonnements, comme illustré dans le tableau ci-dessous. Le numéro 2 est Vodafone, avec 36.4% de parts de marché, suivi de NOS avec 17%. Le marché connaît un fort taux de couverture 4G, Portugal Telecom étant leader avec plus de 95% de taux de couverture de la population. Il est marqué, comme en France, par une hausse exponentielle des usages data mobile (+50% entre Q2 2015 et Q3 2015 selon l'Anacom). Portugal Telecom subit cependant une forte pression sur l'ARPU mobile du fait d'une guerre sur les prix et d'une forte compétition sur les activités BtoB.

	Q3 2015	Q3 2015 YoY variation	Q3 2015 YoY variation (%)
Total number of active mobile lines	12,814	-152	-1.2%
Postpaid plans	3,219	780	32.0%
Pre-paid plans	6,469	-1 374	-17.5%
Hybrid plans	3,127	442	16.5%

Source: Anacom.

Concernant le marché de l'accès à internet fixe haut et très haut débit, Portugal Telecom est ici aussi leader, avec 45% de parts de marché, contre 36% pour NOS, 14% pour Vodafone, et 4.5% pour Cabovisao (détenu précédemment par Altice avant d'être cédé à Apax fin 2015 dans le cadre des remèdes demandés par les autorités de la concurrence, consécutivement au rachat de Portugal Telecom).

Le marché de l'accès haut et Très Haut Débit est en croissance, avec un taux de pénétration encore

limité à 63% des foyers à fin Q3 2015 selon l'Anacom. La croissance est essentiellement tirée par le très haut débit, FTTH et câble, comme illustré dans le tableau ci-dessous.

	Q3 2014	Q2 2015	Q3 2015	Q3 2015 QoQ variation	Q3 2015 YoY variation
Total broadband customers	2,767	3,002	3,072	2,3%	11,0%
ADSL accesses	1,083	1,069	1,055	-1,3%	-2,6%
Cable modem accesses	1,001	1,034	1,052	1,7%	5,1%
FTTH/FTTB accesses	577	723	774	7,1%	34,1%
LTE accesses at a fixed location	104	173	188	8,7%	80,8%

Source: Anacom.

La situation est ainsi différente de celle de la France à plusieurs égards :

D'une part, le contexte de marché offre de réelles opportunités de croissance :

- Migration des clients prépayés encore majoritaires vers des offres d'abonnement
- Développement des propositions convergentes 3P/4P
- Développement du THD sur lequel Portugal Telecom est idéalement placé

D'autre part, le positionnement de Portugal Telecom, du fait de son statut d'opérateur historique, présente un certain nombre d'avantages compétitifs dont SFR ne bénéficiait pas en France :

- Image de marque premium et rassurante
- Aucun retard dans les infrastructures par rapport à la concurrence

Il est aussi important de noter que dans le cas de figure portugais, il n'y a pas de fusion entre entités opérationnelles à mener, comme ce fut le cas entre NC et SFR, mais « seulement » la restructuration et le développement de la société. Malgré cela, de la même façon que constaté en France ces derniers trimestres, plusieurs menaces peuvent toujours peser sur les activités d'Altice au Portugal :

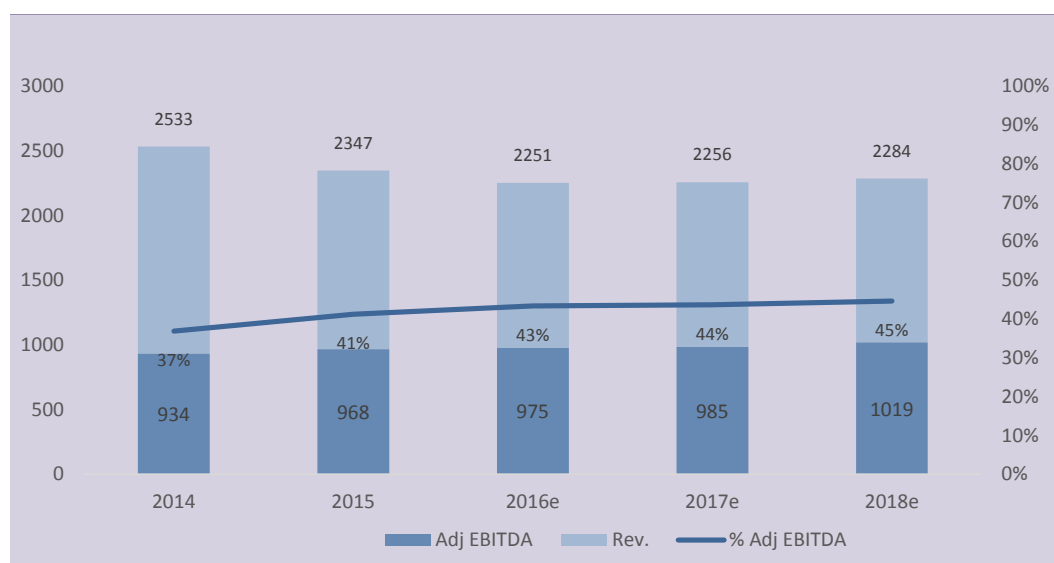
- Focus sur les activités fixes conduisant à une perte de compétitivité sur le mobile et des pertes clients significatives
- Conduite de plans d'économies drastiques mettant en péril la qualité de service et l'image de marque
- Double-gouvernance Altice vs Management opérationnel impactant la qualité de l'exécution
- Déstabilisation de la structure par des réorganisations et le choc des cultures

On constate en effet depuis le rachat par Altice, des **signes de trajectoires similaires à celle de la France** qui nécessitent d'être vigilant : baisse des revenus et de la performance commerciale, en parallèle d'un niveau élevé d'économies.

Ainsi, Altice devra relever le challenge de **réformer l'opérateur historique et délivrer d'importantes économies de coûts** en gérant un choc des cultures probable, en conservant la **qualité de service** qui fait l'image de marque de l'opérateur historique, en **développant le THD fixe** et en rentabilisant les contenus TV **sans nuire à la performance mobile**.

Nous sommes donc à ce stade relativement prudents dans nos prévisions pour l'activité d'Altice au Portugal, comme illustré dans les graphiques ci-dessous, avec une quasi stabilisation du taux d'EBITDA et du CA à partir de 2017.

Fig. 25: Prévisions Revenus et EBITDA Altice Portugal



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

4.4. Les Etats-Unis : en terrain presque connu

4.4.1. Retour aux fondamentaux

Nous voyons l'arrivée d'Altice aux Etats-Unis, avec le rachat de Suddenlink et Cablevision, comme un retour du groupe sur le terrain qu'il connaît le mieux : **1/** un environnement concurrentiel assez protégé, **2/** une activité centrée sur le fixe, et **3/** où la TV payante et le contenu sont clés. Nous avons donc affaire à un **business model et une approche marketing proche du savoir-faire historique d'Altice**.

A la différence du marché nord-américain du mobile, ou des marchés nationaux en Europe, le marché du **câble nord-américain est très fragmenté**, avec de multiples acteurs qui détiennent chacun des **quasi-monopole** (ou sont en situation d'oligopole) sur des zones géographiques données. C'est le cas notamment de Suddenlink, présent essentiellement dans les Etats du sud, en situation de quasi monopole, et dans une moindre mesure Cablevision, dans la région de New York, qui dispose de plus de 50% de parts de marché sur la TV payante et l'accès internet à haut débit.

Cette situation, qui provient notamment d'une réglementation moins contraignante qu'en Europe notamment sur les questions de dégroupage de la boucle locale, conduit en particulier à la pratique de **tarifs élevés**. Cette configuration de marché est par ailleurs **moins encline à faire de la**

convergence fixe/mobile un incontournable du développement des acteurs, comme c'est le cas en Europe.

Pour l'ensemble de ces raisons, nous pensons donc que **le marché du câble américain se prête bien à l'exécution de la stratégie et des méthodes de gestion d'Altice**, et que le redressement de l'EBITDA de l'activité ne s'expose pas autant que ce fut le cas en France à un risque de baisse de la performance commerciale. Par ailleurs, le marché nord-américain est très « étanche » vis-à-vis du marché Européen en général et Français en particulier. L'expansion d'Altice aux Etats-Unis présente donc un intérêt réel en termes de **diversification des risques d'exécution et de marché**.

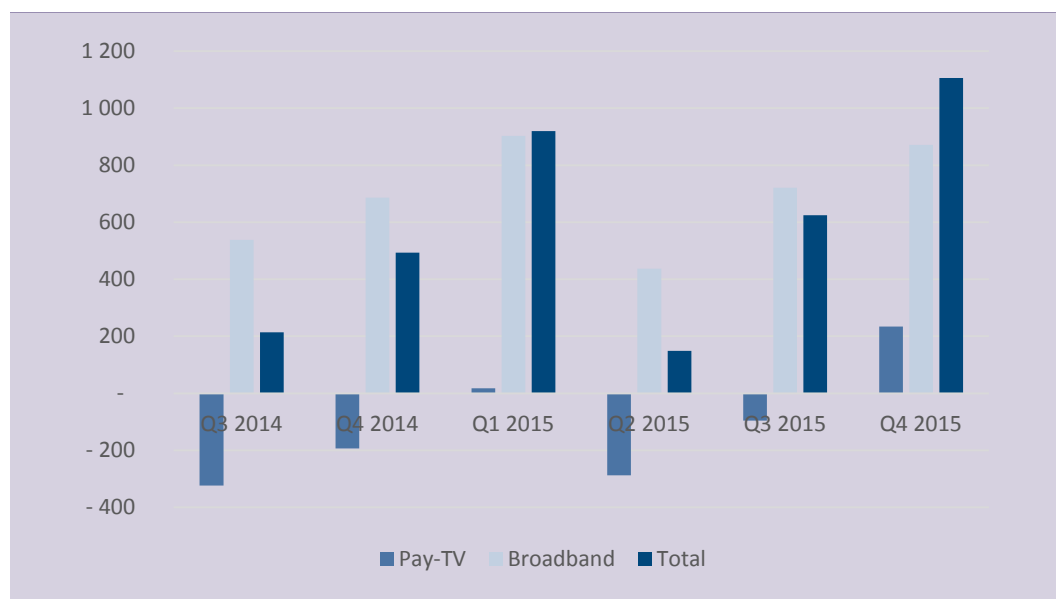
4.4.2. Un marché sous la menace du « cord cutting »

Malgré l'environnement et le contexte plutôt rassurants décrits ci-dessus, nous pensons qu'il existe **un risque principal qui pèse sur les câblo-opérateurs américains**: celui des acteurs du web, voire des opérateurs mobiles, et du développement des solutions de télévision payante sur Internet. L'exemple le plus emblématique est Netflix, mais on y retrouve aussi Youtube Red, Amazon Prime, Hulu, Apple (qui travaille sur un projet similaire, non sans difficulté dans ses discussions avec les majors)...

Ajoutons également le développement de « set top box » alternatives aux décodeurs des opérateurs et qui permettent de regarder directement sur la TV des programmes diffusés sur internet. C'est le cas notamment de l'Apple TV, de l'Amazon TV, la clé Chromecast de Google, la box Roku...

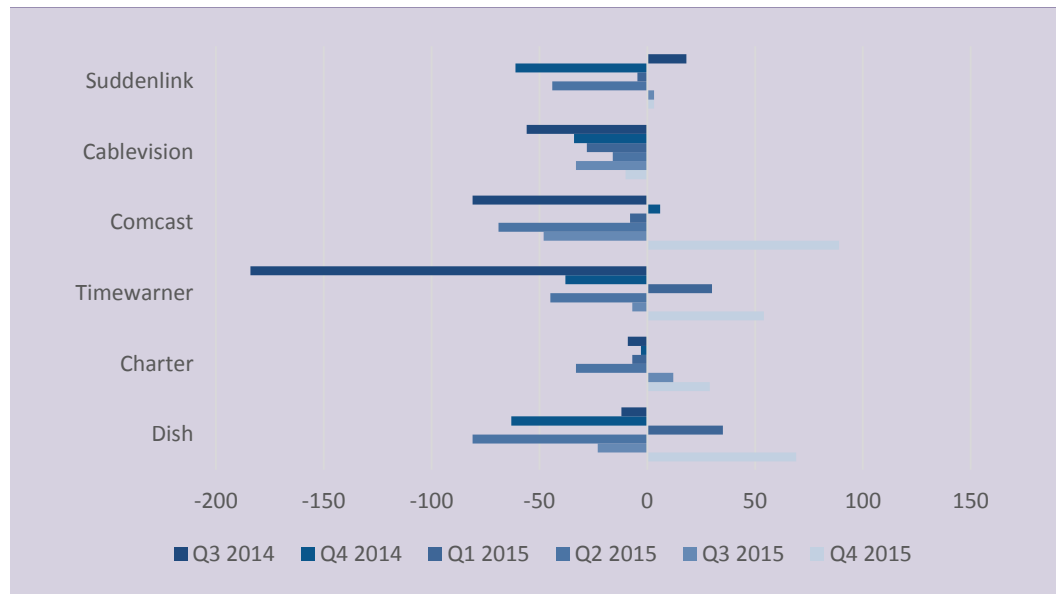
L'ensemble de ces acteurs et de leurs solutions de « web TV » participent au développement du phénomène de « **cord cutting** », où les clients cessent de souscrire leur offre de télévision payante auprès de leur opérateur, n'ont plus besoin que d'un accès internet haut débit, et souscrivent des offres TV directement auprès d'acteurs du web. Le graphique ci-dessous montre l'évolution des abonnements à la télévision payante chez les principaux acteurs du câble et du satellite américains, et en parallèle l'évolution du nombre d'accès internet souscrits auprès d'eux (périmètre : Dish - TV par satellite-, Charter communications, Time Warner Cable, Comcast, Cablevision, Suddenlink).

Fig. 26: Evolution des bases clients des principaux acteurs de la télévision payante aux Etats-Unis



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

Fig. 27: Evolution des bases clients Télévision payante des principaux acteurs de la télévision payante aux Etats-Unis



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

A cette tendance du marché se sont ajoutées ces derniers mois un certain nombre de pressions réglementaires. On citera notamment :

- Une volonté affirmée de la FCC, le régulateur américain, **d'ouvrir le marché des décodeurs câbles aux autres acteurs de la TV payante**. Aujourd'hui, le client d'un bouquet câble doit s'équiper du décodeur fourni par son opérateur, qui contrôle ainsi l'interface utilisateur, la numérotation des chaînes et l'accès à d'autres services. Cette orientation de la FCC constitue une menace pour les câblo opérateurs : perte de lien avec le client, risque accru de cannibalisation par des services concurrents, manque à gagner de l'ordre de 200\$ par client et par an pour la location du décodeur.
- Une étude approfondie de la part de la FCC sur les **contrats liant les grands câblo-opérateurs et les majors des médias**. Dans son viseur : des clauses qui interdisent à ces dernières de commercialiser les mêmes contenus simultanément auprès des opérateurs câble et auprès des acteurs de Web TV. Et qui protègent ainsi dans une certaine mesure les câblo de la menace induite par les nouveaux acteurs du cord cutting.

Si le phénomène de cord cutting décrit ci-dessus est réel et non négligeable, nous pensons toutefois qu'il n'est pas à surestimer.

- D'un part ce mouvement n'est **pas massif, mais très progressif**, et laisse le temps aux câblo-opérateurs pour réagir et s'adapter.

- D'autre part, et c'est une explication du premier point, les cablo opérateurs sont les premiers clients des majors TV, ils ont donc des **positions fortes dans les négociations**, et peuvent contrôler dans une certaine mesure l'attitude des majors vis-à-vis des acteurs web
- Enfin, le développement de services Web TV ou SVoD n'agit **pas en pure cannibalisation** des offres traditionnelles des câblo-opérateurs, mais dans une certaine mesure en complément. En effet, ces services sont souvent proposés à des tarifs accessibles, entre 10\$ et 20\$, mais offrent des catalogues plus réduits par rapport aux opérateurs, proposant chacun des exclusivités qui font leur avantage compétitif. A titre d'exemples: House of Cards sur Netflix, Games of Thrones sur HBO Now, Monday Night Football sur Sling TV, etc...

Le risque de cord cutting ne nous paraît pas majeur à moyen terme

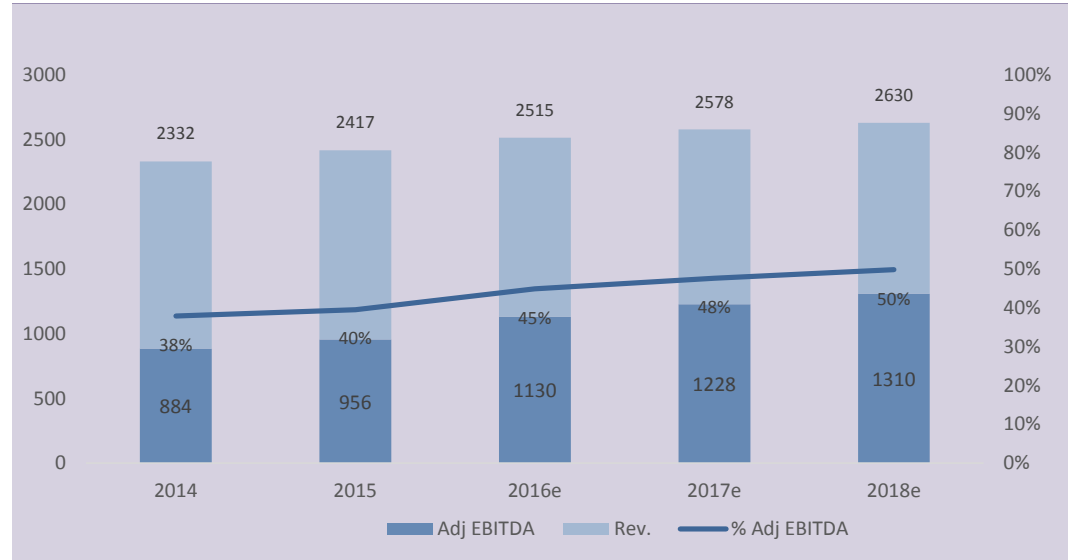
Par ailleurs, il existe des façons pour l'opérateur de réagir :

- En adoptant une approche marketing **favorisant les propositions « packagées » 3P** : TV, Internet et Téléphonie.
- En **déplaçant le terrain du contenu vers les débits** : investir dans les débits pour mieux valoriser l'accès Très Haut Débit à mesure que les revenus des contenus sont menacés.
- En **développant ses propres services de streaming** comme l'a fait Dish avec sling TV, ou Direct TV qui réfléchit à se lancer sur le web. Rappelons ici ce que disait Steve Jobs : « Si nous ne nous cannibalisons pas nous-mêmes, nos compétiteurs se chargeront de le faire »
- En **produisant ses propres contenus** et proposant des exclusivités, ce qui est approprié aux opérateurs de grande taille dont la base clients importante permet de garantir une meilleure rentabilisation des investissements de production

Nous restons donc **prudents sur les tendances de chiffres d'affaires** des sociétés acquises par Altice aux Etats-Unis, mais **excluons dans notre cas de base tout scénario catastrophe** de décroissance accélérée des revenus du fait du phénomène de cord cutting.

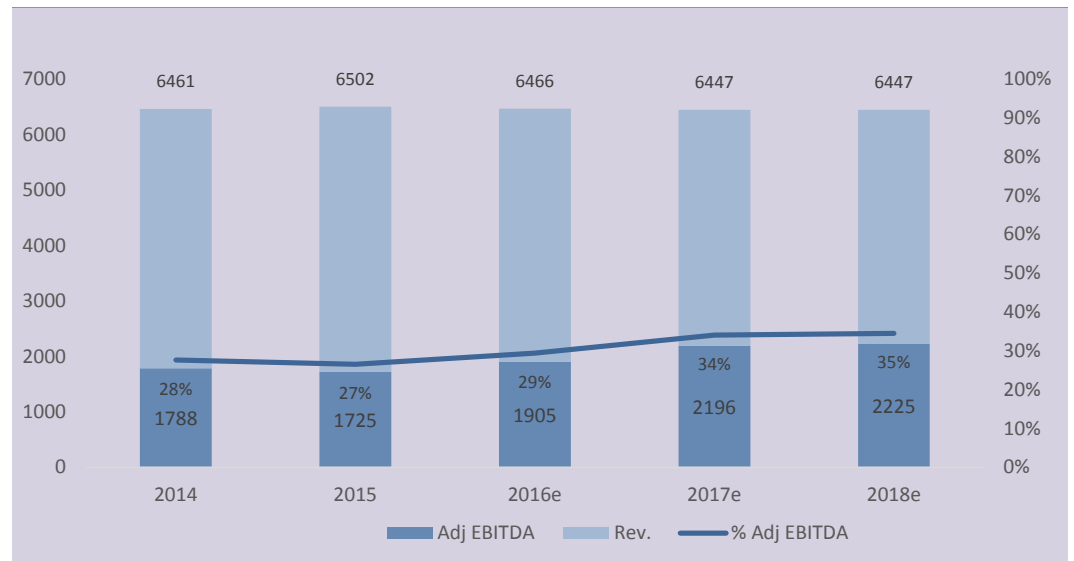
Concernant Suddenlink, nous conservons une tendance du chiffre d'affaires **en légère hausse**, en ligne avec la croissance constatée dernièrement, et concernant Cablevision, nous maintenons une **légère pression** sur le chiffre d'affaires. Nous retenons par ailleurs **200M\$ de synergies OPEX** sur Suddenlink, à horizon 2018, un peu en dessous de l'objectif annoncé à 215M\$, c'est-à-dire **13%** d'efforts sur la base de coûts 2015. Pour Cablevision, nous retenons **550M\$ d'économies à horizon 2018**, c'est-à-dire **13%** sur la base de coûts estimée 2015, permettant d'atteindre le taux d'EBITDA moyen des comparables du marché.

Fig. 28: Projections de revenus et EBITDA Suddenlink (USD)



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

Fig. 29: Projections de revenus et EBITDA Cablevision (USD)

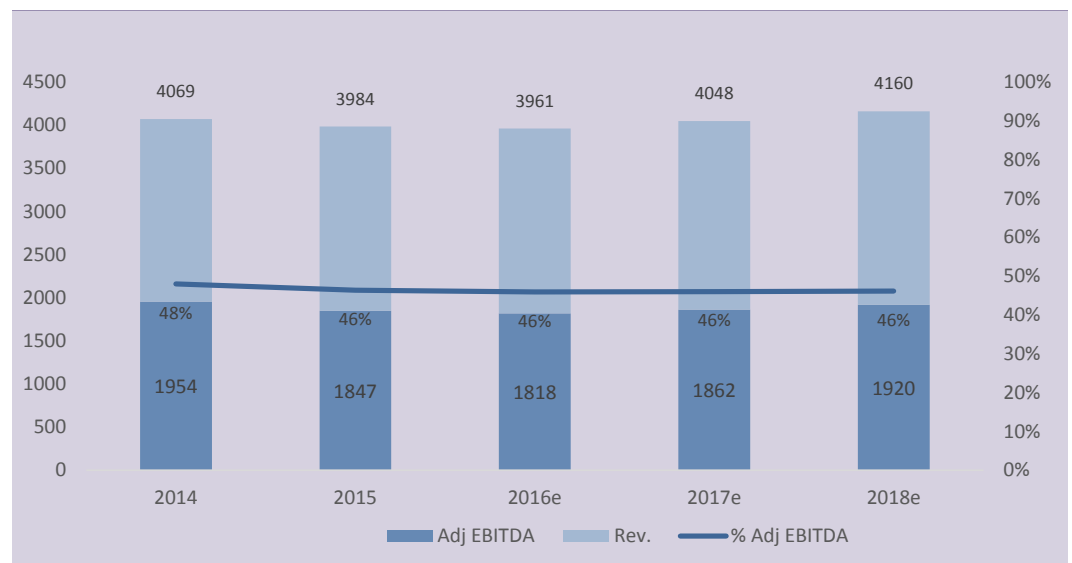


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

4.5. Autres zones

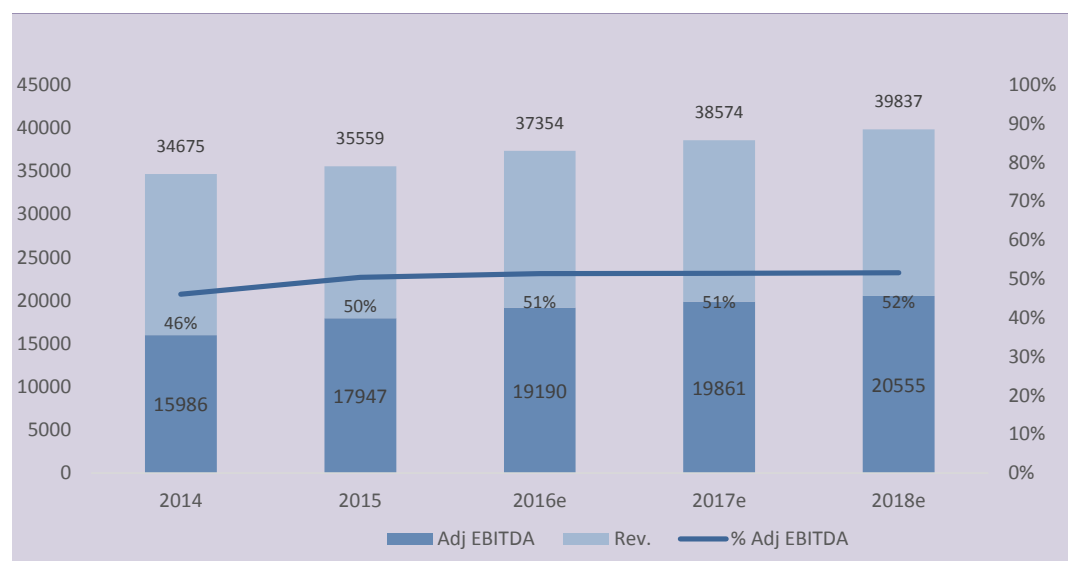
Nos hypothèses de projections pour Israël et la République Dominicaine sont présentées ci-après. En synthèse, nous estimons que la **rationalisation des bases de coûts est essentiellement derrière nous**. Le marché israélien va selon nous continuer de souffrir sur 2016 d'une forte pression sur les prix, mais nous tablons sur un retour à la croissance à horizon 2017. Nous ne prenons donc pas d'hypothèse de market repair liée à un éventuel rachat de Golan Telecom par Cellcom, opération toujours en cours d'étude par les autorités de la concurrence en Israël. Concernant la République Dominicaine, nous pensons que la croissance constatée sur 2015 va se poursuivre sur un rythme similaire les trois prochaines années.

Fig. 30: Projections de revenus et EBITDA Hot (en NIS)



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

Fig. 31: Projections de revenus et EBITDA Altice Republique Dominicaine (en Peso Dominicain)



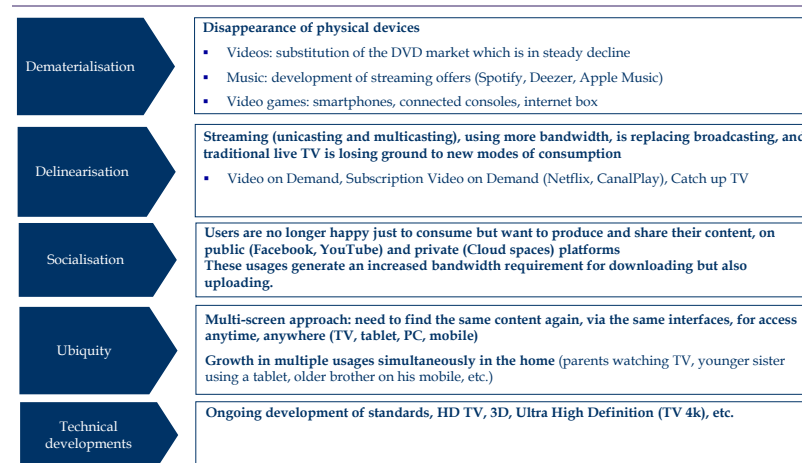
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

5. La convergence Média – Télécom : retour vers le futur

Hors pays anglo-saxon, la stratégie d'Altice dans sa constitution d'un groupe intégré de télécom et média est, à cette échelle, une première depuis les tentatives avortées du début des années 2000. Les rapprochements effectués à l'époque le furent sur des bases de valorisation très élevées, justifiées par des espoirs de synergies contenant / contenus très importants. Rien à voir avec l'approche d'Altice, où les investissements média sont moins massifs et où les pistes de synergies plus évidentes.

La nature des nouveaux contenus digitaux proposés ainsi que l'évolution des modes de consommation, présentés dans le tableau ci-dessous, se prêtent en effet d'avantage à la convergence des deux mondes.

Fig. 32: Evolution des contenus et usages digitaux



Source: Bryan, Garnier & Co.

Dans la lignée de la stratégie engagée par Altice sur les contenus, on assiste depuis plusieurs mois à une évolution de la position d'un certain nombre d'acteurs. Ainsi, Orange a annoncé un prochain séminaire de son comité exécutif dédié à la question des contenus, et Vivendi a accru son influence sur Telecom Italia. De nombreux autres exemples illustrent ce renouveau du paradigme, comme présenté dans le tableau ci-dessous.

Fig. 33: Dernières initiatives de convergence télécom / média en Europe

Telecom Company	Illustration of latest media convergence initiatives
Proximus	Acquisition of Belgium football rights
Telefonica	Acquisition of Canal+ Spain, acquisition of Liga football rights
Orange Spain	Acquisition of Liga football rights
Vodafone	Acquisition of Liga football rights
BT	Acquisition of Champions' League football rights
Liberty Global	Acquisition of production firm All3media (JV with Discovery), investment in ITV
Altice	Launch of Zive, acquisition of Portugese and English football rights
Telecom Italia	Videndi acquires a 24,9% stake in the company, four board members
Comcast	Acquisition of NBCUniversal
AT&T	Acquisition of Direct TV

Source: Bryan, Garnier & Co.

Concernant le groupe Altice, les initiatives dans les contenus ont été nombreuses ces derniers mois:

- Investissements significatifs dans les droits sportifs : notamment Premier League de football anglais pour 300M€ sur les trois prochaines saisons (droits exclusifs en France et à Monaco), accord de diffusion et de sponsoring du FC Porto pour 475.5M€ sur 10 ans, partenariat exclusif de 50M€ avec les instances du Basket Ball français pour la diffusion de l'ensemble des compétitions sur 5 saisons.
- Lancement d'une offre en propre de SVoD en France (Subscription Video on Demand) : Zive, riche d'un catalogue de 10 000 programmes d'ici fin S1 2016, dont certains en 4k. L'offre est disponible gratuitement dans les abonnements à partir des offres Power, ou disponible pour 9.99€ / mois sur les autres offres.
- Acquisitions ou partenariats avec de nouveaux groupes de médias: partenariat avec NextRadioTV (radio, TV gratuite), acquisition de Libération, groupe l'Express – L'Expansion, Stratégies notamment.
- Communication centrée sur les contenus : partenariat avec Cristiano Ronaldo - incarnant les contenus « sport » du groupe -, spot TV et homepage du site web SFR axés sur les contenus.

Par ailleurs Altice n'exclut pas, comme l'a déjà déclaré son CEO Dexter Goei, d'investir en Europe dans une société de production afin de produire ses propres contenus de la même façon qu'il le fait déjà en Israël.

Dans le monde des contenus, **la taille est clé afin d'amortir les coûts de production ou d'achats de droits sur base client maximale**. En ce sens, la taille d'Altice est un atout, et l'internalisation du groupe télécom cohérente avec son approche média. Cependant, nous pensons que l'intérêt de la stratégie de convergence télécom / média doit **s'apprécier indépendamment sur chaque marché**. Les deux cas extrêmes étant le marché du fixe aux Etats-Unis et en France. Concernant la France, nous détaillons dans la note NC-SFR la spécificité du marché et le business case de l'acquisition des droits de la Premier League anglaise. Cependant, on constate dans les deux pays des **trajectoires convergentes : passage progressif du câble en tant qu'offre de télévision payante vers le câble en tant qu'accès à internet aux Etats-Unis, et pour les opérateurs français tendance à miser de plus en plus sur la proposition de contenus pour vendre des accès internet**.

Altice est idéalement placé au sein de ce mouvement. Mais d'avantage qu'une source de synergies importantes, nous voyons la convergence télécom / média comme une opportunité pour les opérateurs télécoms de **diversification des revenus** et de **prévention contre les menaces liées au cord cutting et à la commoditisation** des accès télécoms aux profits des acteurs du web et des contenus. Dit autrement, nous pensons que la stratégie de convergence télécom/média est de **nature défensive, plutôt qu'offensive**.

6. Annexes

Fig. 34: P&L consolidé

P&L	2014	2015	2016e	2017e	2018e
revenues	3 935	14 550	20 086	23 173	23 466
US		66	5 066	8 025	8 071
International		3 467	4 242	4 292	4 370
France		11 018	10 777	10 855	11 024
Cost of sales, operating and labour expenses	- 2 459	- 9 129	- 12 259	- 13 976	- 13 873
restructuring costs and restatements	-	73	66	62	56
Adjusted EBITDA	1 496	5 494	7 865	9 231	9 621
% of revenues		37,8%	39,2%	39,8%	41,0%
US		31	1 900	3 045	3 143
% adj. EBITDA		41,3%	37,5%	37,9%	38,9%
International		1 577	1 942	1 975	2 036
% adj. EBITDA		47,4%	45,8%	46,0%	46,6%
France		3 887	4 052	4 239	4 469
% adj. EBITDA		35,3%	37,6%	39,1%	40,5%
Corporate costs	-	14	28	28	28
reported EBITDA	1 496	5 421	7 799	9 169	9 565
depreciation & amortisation	- 1 099	- 3 753	- 4 010	- 4 338	- 4 210
Impairment losses	-	21	-	-	-
Non recurring items and other adjustments	- 220	- 426	- 176	- 126	- 126
EBIT	177	1 221	3 613	4 705	5 230
% of revenues	4,5%	8,4%	18,0%	20,3%	22,3%
US		-	985	1 803	1 932
International		-	1 098	1 131	1 192
France		-	1 559	1 799	2 134
financial result	- 880	- 1 215	- 2 985	- 2 946	- 2 849
Revenues	418	1 061	-	-	-
Gross Debt costs	- 1 298	- 2 014	- 2 985	- 2 946	- 2 849
Other financial costs	-	262	-	-	-
income tax	165	262	413	485	602
Net result on disposal of assets	-	28	-	-	-
Mise en équivalence	5	8	8	8	8
consolidated net income after tax	- 533	- 220	223	1 282	1 787
non controlling interests	- 139	100	248	438	503
consolidated net income (group share)	- 394	- 319	25	844	1 284

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

Fig. 35: Cash Flow consolidé

Cash Flow	2014	2015	2016e	2017e	2018e
EBITDA (reported)	1 496	5 421	7 799	9 169	9 565
Income tax recognized	- 165	261	-	-	-
Income tax spent	- 116	- 318	- 413	- 485	- 602
Change in WC	753	- 193	- 163	- 93	- 114
Others	- 296	- 274	- 168	- 118	- 118
Net cash provided by operating activities	1 836	4 636	7 055	8 473	8 731
CAPEX	- 965	- 2 640	- 4 139	- 4 337	- 4 097
Others	- 15 492	- 2 751	-	-	-
Net cash provided by investing activities	- 14 622	- 5 391	- 4 139	- 4 337	- 4 097
Finance costs recognized	1 136	-	-	-	-
Interest paid	- 778	- 1 395	- 2 985	- 2 946	- 2 849
Dividend paid	-	556	-	-	-
Others	15 060	3 662	-	-	-
Net cash provided by financing activities	14 282	1 712	2 985	2 946	2 849
Others	6	7	-	-	-
Change in cash & cash equivalents	1 502	951	69	1 190	1 785

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

Fig. 36: Evolution de la dette nette

Debt	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Net debt	20 422	35 561	49 946	48 721	46 900
ow France (NC-SFR)	11 324	14 401	14 396	13 746	12 808
ow which USA	-	6 136	20 357	19 750	18 983
ow which others	8 186	15 024	15 193	15 225	15 109

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

Fig. 37: Evolution des CAPEX

CAPEX	2015	2016e	2017e	2018e
Total	3 121	3 906	4 221	3 981
US (EUR)	432	786	1 170	1 170
Cablevision (only H2 in 2016)	-	386	770	770
Suddenlink	432	400	400	400
International	781	880	810	810
Portugal	331	400	400	400
Israel	285	320	250	250
Dom Rep	124	120	120	120
Others	41	40	40	40
France (excl. Licenses)	1 857	2 240	2 240	2 000

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

Fig. 38: Contribution Suddenlink

	2014	2015	2016	2017	2018
USD					
Revenues	2332	2417	2515	2578	2630
YoY Growth		3,7%	4,0%	2,5%	2,0%
EBITDA	884	956	1130	1228	1310
YoY Growth		8,1%	18,2%	8,7%	6,7%
EUR					
Revenues	1 756	2 181	2 236	2 293	2 339
YoY Growth		24,2%	2,5%	2,5%	2,0%
EBITDA	688	889	1 005	1 092	1 165
YoY Growth		29,3%	13,1%	8,7%	6,7%
EBITDA Margin	39,2%	40,7%	44,9%	47,6%	49,8%
€/USD change	0,75	0,90	0,89	0,89	0,89

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

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 56.9%

NEUTRAL ratings 35%

SELL ratings 8%

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.