

30 Mai 2016

Sélectivité de rigueur

## Services aux Entreprises


<b>SGS SA</b>		<b>ACHAT</b>	<b>2400CHF vs.2150CHF</b>
Bloomberg	SGS VX	Reuters	SGS.VX
Cours	2136CHF	+Haut/+Bas	2178/1626
Capi. boursière	8 471M	Val. Entreprise	17 219M
PE (FY1e)	24,0x	EV/EBIT (FY1e)	17,5x
<b>BUREAU VERITAS</b>		<b>NEUTRE</b>	<b>22EUR</b>
Bloomberg	BVI FP	Reuters	BVI.PA
Cours	19,165€	+Haut/+Bas	21,795/16,075
Capi. boursière	8 471M€	Val. Entreprise	10 256M€
PE (FY1e)	18,7x	EV/EBIT (FY1e)	13,0x
<b>EUROFINS SCIENTIFIC</b>		<b>VENTE</b>	<b>340EUR</b>
Initiation de couverture			
Bloomberg	ERF FP	Reuters	EUFI.PA
Cours	345,6M€	+Haut/+Bas	359,8/253
Capi. boursière	5 317M€	Val. Entreprise	6 543M€
PE (FY1e)	28,1x	EV/EBIT (FY1e)	20,2x

Bien que les perspectives à moyen et long terme restent très positives sur le marché des Tests, de l'Inspection et de la Certification (TIC), à court terme la situation s'annonce un peu plus difficile, ne bénéficiant plus du supercycle des matières premières. En ce qui concerne les deux leaders, nous confirmons notre hiérarchie : nous anticipons une surperformance à court terme du côté de SGS (Achat), avec une fair value relevée à 2 400 CHF, tandis que nous réitérons notre opinion Neutre sur Bureau Veritas. La valorisation d'Eurofins reflète, quant à elle, de bonnes performances opérationnelles et les grandes ambitions du management, mais elle pourrait être mise à mal par le moindre événement décevant. Au cours actuel (proche du plus haut historique), nous recommandons les prises de bénéfices et initions la couverture avec une recommandation à la Vente couplée à une FV de 340 EUR.

- **Les fondamentaux restent positifs.** Le marché colossal des TIC est estimé à 200 Mds EUR, dont 80 Mds EUR sont adressables. Selon les estimations de MarketsandMarkets, le marché de l'externalisation devrait afficher un TACM de 5 % sur la période 2015-2020, porté par des facteurs structurels : la mondialisation favorisant la normalisation, les scandales sanitaires, le potentiel d'externalisation, notamment en Chine. La consolidation du marché se poursuit du fait des nombreuses opérations de croissance externe auxquelles se livrent les principaux acteurs.
- **Une situation plus délicate à court terme pour les deux principaux leaders que nous couvrons...** La croissance se trouve actuellement sous pression, principalement freinée par la faiblesse des activités liées aux matières premières et par l'absence de nouveaux moteurs de croissance à court terme pour pallier cette situation. Les deux principaux acteurs sont concernés, avec néanmoins une bien meilleure performance opérationnelle chez **SGS** (croissance attendue de 2,5 % au premier semestre à données comparables) que chez **Bureau Veritas** (-0,6 % au premier trimestre).
- **... tandis qu'Eurofins continue d'enregistrer de fortes performances.** Grâce à son absence sur le segment des matières premières, Eurofins est la seule des quatre grandes entreprises cotées à ne pas avoir été impactée par leur évolution. Son chiffre d'affaires du premier trimestre s'est même accru de plus de 10 %, après une solide performance au troisième et quatrième trimestres 2015. Nous tablons sur une hausse de 8 % en 2016.
- **Une valorisation historiquement élevée.** Tous les groupes se traitent sur des multiples élevés résultant de croissances organiques soutenues sur le long terme, de l'incidence positive des opérations de croissance externe et de la bonne résistance des marges (multiple EV/EBIT 2016e de 17,5x pour SGS, 13x pour BVI et 20,2x pour Eurofins). En tenant compte des défis et des perspectives de chaque acteur, nous maintenons notre recommandation à l'Achat pour SGS avec une révision à la hausse de sa FV à 2 400 CHF, ainsi que notre opinion Neutre en ce qui concerne BVI, dont la FV s'établit à 22 EUR. Nous initions la couverture d'Eurofins avec une recommandation à la Vente et une FV à 340 EUR reflétant une valorisation élevée, qui serait automatiquement affectée par la moindre déception concernant la croissance de la marge brute d'exploitation à données comparables ou une éventuelle augmentation de capital, qui n'est pas à exclure.

full report [HERE](#)



	<b>Analyst:</b>	<b>Research assistant</b>
	<b>Bruno de La Rochebrochard</b>	Clément Genolet
	33(0) 1 56 68 75 88	
	<a href="mailto:bdelarochebrochard@bryangarnier.com">bdelarochebrochard@bryangarnier.com</a>	

## Sommaire

<b>Eurofins Scientific (VENTE initiation de couverture, 340€).....</b>	<b>3</b>
Trop chère .....	3
<p>Au sein du secteur des Tests, de l'Inspection et de la Certification (TIC), Eurofins s'est spécialisé dans les tests et n'est pas présent sur les segments de l'inspection et de la certification, contrairement aux autres valeurs que nous suivons. Numéro 6 mondial en termes de chiffre d'affaires, le groupe occupe une place importante dans les analyses alimentaires et désormais également en diagnostic pharmaceutique et clinique. En revanche, il est absent du secteur des matières premières. À l'instar de ses concurrents, le groupe a adopté une stratégie de développement alliant croissance interne et externe tout en se montrant particulièrement actif en matière de croissance externe. La valorisation actuelle, qui laisse apparaître des multiples élevés, reflète un solide parcours boursier et les ambitions de la direction, mais elle sera automatiquement affectée par la moindre déception (croissance à données comparables, stratégie de croissance externe en fonction des contraintes financières du groupe, croissance de la marge brute d'exploitation).....</p>	
<b>SGS SA (ACHAT, 2400CHF) .....</b>	<b>7</b>
SGS! Qualité GARANTIE .....	7
<p>Le net re-rating, notamment dans la foulée des résultats annuels mi-janvier, a confirmé la flexibilité du groupe en matière de coûts dans un environnement manquant de visibilité (titre en hausse de 9% ytd en absolu, soit une surperformance de 17,5% du DJ Stoxx en Euros). Bien que les secteurs historiquement porteurs de croissance (pétrole/gaz, mines et minéraux, industrie) n'affichent pas actuellement des résultats satisfaisants, il semblerait, suite à nos échanges avec l'entreprise, que l'activité se porte néanmoins sensiblement mieux que chez Bureau Veritas dans les différents segments. Compte tenu de cette situation, la croissance du CA à données comparables au premier semestre devrait être en ligne avec les prévisions de la direction pour l'exercice 2016 (entre 2,5 % et 3,5 %) et le haut de la fourchette semble désormais atteignable pour l'exercice complet. Nous revoyons à la hausse notre croissance du CA à données comparables, tout en maintenant la marge opérationnelle ajustée au même niveau que l'an dernier à 16,1 %. Notre Fair Value passe de 2 150 CHF à 2 400 CHF .....</p>	
<b>Bureau Veritas (NEUTRE, 22€) .....</b>	<b>9</b>
Trop tôt pour revenir sur le titre .....	9
<p>Les perspectives à moyen / long terme du marché TIC restent très positives, même si la croissance du marché sera moins soutenue par la mondialisation des échanges, qui a mûri, ou le super cycle des matières premières. Au-delà, rappelons que Bureau Veritas a engagé une vaste réorganisation qui doit lui permettre de retrouver un rythme de croissance organique d'au moins 4% par an, même en l'absence de croissance du marché. Néanmoins, à court terme les difficultés subsistent et aucune amélioration n'est anticipée avant la deuxième partie de l'année qui bénéficiera notamment d'une base de comparaison plus favorable. Compte tenu de cette situation, le titre devrait rester volatile dans l'attente d'un peu plus de visibilité. ....</p>	
<b>Price Chart and Rating History.....</b>	<b>11</b>
<b>Bryan Garnier stock rating system.....</b>	<b>13</b>

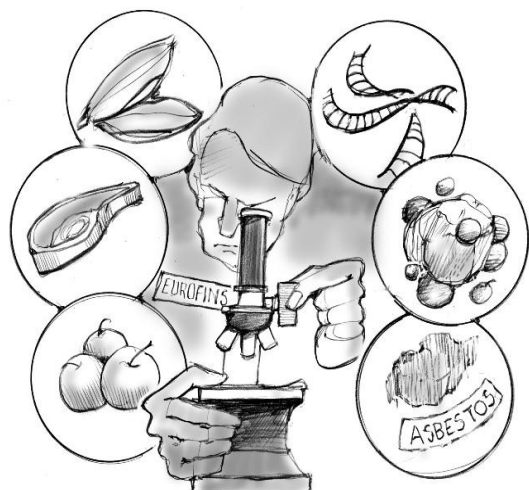
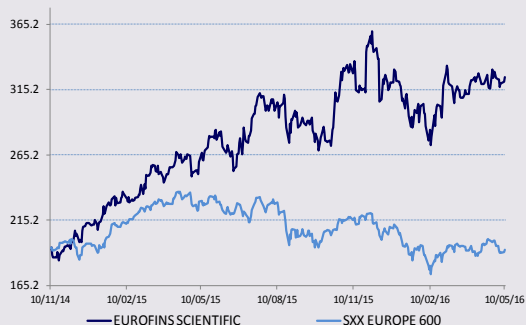
INDEPENDENT RESEARCH

30 mai 2016

Services aux entreprises

Bloomberg	ERF FP
Reuters	EUFI.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	359,8 / 253,0
Capitalisation Boursière (MEUR)	5 317
Valeur d'Entreprise	6 526
Volume moyen 6 mois (000 actions)	17,40
Flottant	58,3%
TMVA BPA (3 ans)	14,4%
Gearing (12/15)	85%
Rendement (12/16e)	0,44%

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
C. d'affaires (MEUR)	1 950	2 482	2 808	3 149
EBIT (MEUR)	264,33	324,05	364,79	409,13
BPA Publié (EUR)	3,69	NM	NM	NM
BPA dilué (EUR)	8,77	9,29	11,30	13,14
EV/CA	3,20x	2,63x	2,40x	2,19x
EV/EBITDA	17,3x	14,3x	13,0x	11,8x
EV/EBIT	23,6x	20,1x	18,5x	16,9x
P/E	39,4x	37,2x	30,6x	26,3x
ROCE	7,2	8,3	8,3	8,4



# Eurofins Scientific

Trop chère

Fair Value 340EUR (cours 345,65EUR)

VENTE

Au sein du secteur des Tests, de l'Inspection et de la Certification (TIC), Eurofins s'est spécialisé dans les tests et n'est pas présent sur les segments de l'inspection et de la certification, contrairement aux autres valeurs que nous suivons. Numéro 6 mondial en termes de chiffre d'affaires, le groupe occupe une place importante dans les analyses alimentaires et désormais également en diagnostic pharmaceutique et clinique. En revanche, il est absent du secteur des matières premières. À l'instar de ses concurrents, le groupe a adopté une stratégie de développement alliant croissance interne et externe tout en se montrant particulièrement actif en matière de croissance externe. La valorisation actuelle, qui laisse apparaître des multiples élevés, reflète un solide parcours boursier et les ambitions de la direction, mais elle sera automatiquement affectée par la moindre déception (croissance à données comparables, stratégie de croissance externe en fonction des contraintes financières du groupe, croissance de la marge brute d'exploitation).

■ **Un acteur important concentré sur des marchés de niche.** En se dédiant uniquement aux tests, Eurofins a développé une quadruple expertise dans les domaines de la pharmacie, des diagnostics cliniques, des aliments et de l'environnement. Avec un chiffre d'affaires de près de 2 Mds EUR en 2015, Eurofins se place en 6ème position au sein du secteur des TIC et en 4ème position parmi les groupes cotés.

■ **Une stratégie de développement alliant croissance interne et externe.** En plus d'une forte croissance interne (7 % par an en moyenne sur les 5 dernières années) soutenue par le lancement de ses propres start-ups, Eurofins a recours à des opérations de croissance externe pour gagner des parts de marché et développer de nouvelles compétences. Sur les 5 dernières années, son chiffre d'affaires consolidé a augmenté de 23 % par an en moyenne.

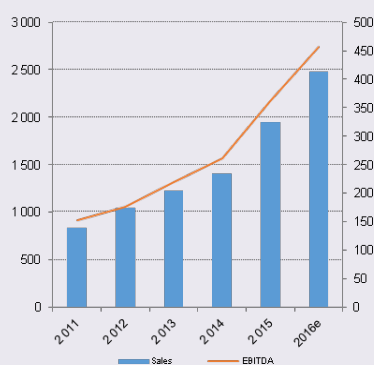
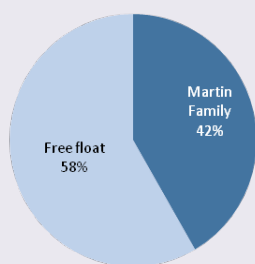
■ **Une stratégie gourmande en trésorerie.** Le modèle économique d'Eurofins demande d'importants apports de liquidités car il ne génère pas un flux de trésorerie disponible suffisant pour alimenter la croissance interne ainsi que la croissance externe. Après une année 2015 de refinancement actif (instruments hybrides, obligations de premier rang non-garanties en euros), la croissance à court terme est assurée. À fin 2015, l'endettement net dépassait 900 MEUR, représentant un taux d'endettement net de 2,54x (covenant bancaire de 3,5x). Il convient de souligner qu'en incluant les titres hybrides (600 MEUR), ce taux aurait atteint 4,4x.

■ **Une valorisation qui ne tolérera aucune déception.** En continuant de considérer que les opérations de croissance externe et le développement de start-ups font partie intégrante du modèle économique du groupe, notre "scénario de base" tablant sur une croissance organique de 8 % en 2016 et 5 % au cours des 2 années suivantes fait ressortir une FV de 340 EUR (en utilisant comme multiple de sortie à l'année N+3 la moyenne entre une valorisation DCF et une médiane historique). Au cours actuel, selon notre FV, le titre est valorisé à 20,1x son EBIT pour 2016e et 18,6x pour 2017e, à comparer à une moyenne historique de 19,6x. (full report [HERE](#))



**Analyst:**  
**Bruno de La Rochebrochard**  
 33(0) 1 56 68 75 88  
 bdelarochebrochard@bryangarnier.com

**Research assistant**  
 Clément Genelot



### Activités

Eurofins Scientific a été fondée en 1987 avec 10 employés pour commercialiser la technologie SNIF-NMR, une méthode d'analyse brevetée utilisée pour vérifier l'origine et la pureté de plusieurs types d'aliments et de boissons et d'identifier la fraude sophistiquée non détectable par d'autres méthodes. Aujourd'hui, le Groupe Eurofins occupe une position de leader en services d'analyse avec un réseau international de plus de 225 laboratoires dans 39 pays en Europe, Amérique du Nord et du Sud et en Asie-Pacifique, plus de 23.000 employés, un portefeuille de plus de 130.000 méthodes d'analyse et plus de 150 millions d'analyses réalisées chaque année pour établir la sécurité, l'identité, la composition, l'authenticité, l'origine, la traçabilité et la pureté des substances et des produits biologiques, ainsi que procéder à des services de diagnostic humains. L'introduction en bourse a été réalisé en 1997.

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Revenues	1 226	1 410	1 950	2 482	2 808	3 149
Change (%)	17,4%	15,1%	38,3%	27,3%	13,2%	12,1%
Reported EBITDA	189	230	345	442	503	570
Adjusted EBITDA	219	260	361	457	518	585
Reported EBIT	112	132	198	299	340	384
Adjusted EBIT	162	190	264	324	365	409
Change (%)	23,5%	17,2%	39,3%	22,6%	12,6%	12,2%
Financial results	-23,4	-30,8	-66,1	-66,3	-58,0	-55,8
Pre-Tax profits	139	159	227	258	307	353
Tax	-22,1	-31,1	-59,6	-67,0	-82,8	-98,9
Profits from associates	0,30	0,20	0,37	0,0	0,0	0,0
Minority interests	-0,10	0,0	3,1	4,0	4,5	5,0
Net profit	71,9	79,0	90,1	NM	NM	NM
Restated net profit	117	128	167	191	224	254
Change (%)	82,6%	9,8%	30,4%	14,2%	17,4%	13,6%

Cash Flow Statement (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Operating cash flows	156	195	294	365	410	461
Change in working capital	13,8	17,1	-3,0	-81,8	-6,9	12,0
Capex, net	-98,7	-131	-164	-199	-225	-252
Financial investments, net	-87,4	-292	-627	-240	-240	-240
Dividends	-15,5	-18,3	-20,4	-22,2	-23,5	-28,6
Other	-9,7	-5,7	-21,0	-35,6	-35,6	-35,6
Net debt	387	494	916	1 208	1 431	1 585
Free Cash flow	50,3	52,7	101	10,4	143	186

Balance Sheet (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Tangible fixed assets	251	324	428	444	459	473
Intangibles assets	543	873	1 763	2 053	2 349	2 652
Cash & equivalents	297	217	794	288	6,7	-237
current assets	347	404	631	802	908	1 018
Other assets	54,2	52,5	83,0	73,5	408	669
Total assets	1 497	1 873	3 700	3 661	4 131	4 575
L & ST Debt	684	710	1 710	1 497	1 438	1 348
Others liabilities	408	480	887	869	1 170	1 444
Shareholders' funds	395	664	1 080	1 267	1 486	1 736
Total Liabilities	1 102	1 209	2 620	2 394	2 645	2 839
Capital employed	794	1 422	2 491	2 878	3 197	3 501

Ratios	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Operating margin	17,89	18,47	18,50	18,40	18,43	18,58
Income tax	19,30	21,94	31,91	26,00	27,00	28,00
Net margin	9,52	9,08	8,57	7,68	7,97	8,08
ROE (after tax)	29,57	19,29	15,46	15,05	15,06	14,66
ROCE (after tax)	16,46	10,42	7,23	8,33	8,33	8,41
Gearing	98,00	74,32	84,82	95,38	96,28	91,32
Pay out ratio	19,64	16,67	16,53	16,53	16,53	16,53
Number of shares, diluted (000)	15 994	16 060	16 266	16 266	16 266	16 266

Data per Share (EUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
EPS	3,54	5,16	3,69	NM	NM	NM
Restated EPS	6,11	7,92	8,77	9,29	11,30	13,14
% change	21,7%	29,6%	10,7%	5,9%	21,6%	16,3%
BVPS	24,68	41,36	66,42	77,90	91,39	107
Operating cash flows	9,72	12,15	18,08	22,42	25,20	28,34
FCF	3,14	3,28	6,21	0,64	8,79	11,42
Net dividend	1,20	1,32	1,45	1,54	1,87	2,17

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

# 1. Eurofins SWOT

**Fig. 1: Eurofins SWOT**

Forces	Faiblesses
<p>Société spécialisée dans des activités peu sensibles aux cycles économiques.</p> <p>Eurofins compte parmi sa clientèle plusieurs grands comptes internationaux (le Top 5 des compagnies pharmaceutiques représentent 5 % de son activité dans ce secteur) et n'est pas excessivement dépendant de certains clients.</p> <p>De puissants moteurs de croissance structurels et conjoncturels dans chacun de ses trois sous-secteurs d'activité.</p> <p>Un large éventail de tests commercialisés par un réseau mondial de laboratoires.</p>	<p>Exposition limitée aux pays émergents.</p> <p>Endettement en augmentation (ratio endettement net/EBITDA = 2,54x).</p> <p>Position renforcée sur le marché français des tests cliniques de routine.</p> <p>Forte dépendance aux tests médicaux destinés au diagnostic pharmaceutique et clinique (55 % du chiffre d'affaires).</p> <p>Structure caractérisée par une plus forte intensité capitalistique que celle d'autres leaders du marché des Tests, de l'Inspection et de la Certification (TIC).</p> <p>Faible capacité d'adaptation des structures de coûts en cas de ralentissement économique : les plans sociaux et les fermetures de sites ne font pas partie de la culture d'Eurofins.</p>
Opportunités	Menaces
<p>Faible taux d'externalisation dans le secteur des TIC (40 %), notamment dans l'industrie pharmaceutique (24 %).</p> <p>Acquisition d'acteurs de petite taille ayant développé une clientèle et de nouvelles expertises.</p> <p>Les scandales sanitaires, environnementaux ou médicaux tendent à augmenter l'inquiétude des consommateurs et conduisent à un durcissement de la réglementation.</p> <p>Les entreprises cherchent à protéger leur image de marque face à de possibles incidents de contamination.</p> <p>Le secteur est connu pour ses importantes barrières à l'entrée : la notoriété exigée conduit nécessairement à une consolidation.</p>	<p>Un boom économique serait moins favorable aux secteurs d'activité dans lesquels Eurofins est présent.</p> <p>Risque de réputation en cas d'erreurs d'analyse.</p> <p>Intégration ratée ou médiocre d'une acquisition.</p> <p>Abondance de nouveaux entrants dans le secteur des sciences de la vie.</p> <p>Appétit récent des principaux leaders pour les analyses alimentaires.</p> <p>Le taux de fidélisation élevé du secteur limite la croissance des parts de marché et, par conséquent, les opportunités de croissance organique.</p>

Source: Bryan, Garnier & Co ests

## 2. Investment Case

*Pourquoi investir maintenant?*



### Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

Nous élargissons notre couverture du secteur des Tests, de l'Inspection et de la Certification (TIC) à Eurofins qui, à la différence des autres acteurs, n'est présent que sur le marché des tests. Le groupe est très présent non seulement dans les analyses alimentaires mais aussi plus récemment dans le diagnostic pharmaceutique et clinique, des segments en forte croissance offrant de bonnes perspectives.

*Attractif ou non?*



### Valorisation

Un solide parcours boursier accompagné de résultats globalement conformes aux attentes. La valorisation actuelle reflète parfaitement cette situation mais laisse peu de place à d'éventuelles améliorations.

*Horizon d'investissement?*



### Catalyseurs

Grâce à son activité exclusivement dédiée au domaine des tests et à son absence de celui des matières premières, les résultats d'Eurofins surperforment de loin ceux des principaux leaders. Eurofins s'est montré particulièrement actif en matière de croissance externe et a effectué des opérations sur des multiples nettement inférieurs à ceux que laisse apparaître la valorisation du groupe.

*Valeur ajoutée?*



### Différentiation face au consensus :

Nos estimations pour 2016-2018 intègrent les contributions des opérations de croissance externe prévues par le plan stratégique de la direction. C'est notamment pour cela que notre EBITDA ajusté pour 2017e et 2018e se situe au-dessus du consensus (environ 3% et 8% respectivement). En revanche, nous sommes en ligne avec le consensus en ce qui concerne 2016e.

*Quels risques?*



### Risques

Nous avons identifié quatre risques : 1/ une stratégie de croissance externe qui pourrait peser sur les marges ; 2/ une stratégie de croissance gourmande en liquidités qui exigerait de nouvelles ressources à long terme pour faire face aux contraintes financières ; 3/ une concurrence renforcée par les ambitions des deux principaux leaders dans le segment des analyses alimentaires ; et 4/ une valorisation ne tolérant aucune désillusion.

INDEPENDENT RESEARCH  
UPDATE

30 mai 2016

Services aux entreprises

Bloomberg	SGS VX
Reuters	SGS.VX
+Haut /+Bas 12 mois (CHF)	2 178 / 1 626
Capitalisation Boursière (MCHF)	16 708
Valeur d'Entreprise	17 219
Volume moyen 6 mois (000 actions)	23,40
Flottant	60,6%
TMVA BPA (3 ans)	7,9%
Gearing (12/15)	24%
Rendement (12/16e)	3,18%

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
C. d'affaires (MCHF)	5 712	6 125	6 395	6 715
EBIT(MCHF)	916,90	983,80	1 036	1 099
BPA Publié (CHF)	71,98	85,07	92,68	98,86
BPA dilué (CHF)	82,01	89,19	96,91	103,09
EV/CA	3,01x	2,81x	2,69x	2,56x
EV/EBITDA	15,0x	13,3x	12,7x	12,0x
EV/EBIT	18,7x	17,5x	16,6x	15,6x
P/E	26,0x	23,9x	22,0x	20,7x
ROCE	20,9	21,4	21,8	22,4



SGS SA

SGS! Qualité GARANTIE

Fair Value 2400CHF (cours 2 136CHF)

ACHAT

Le net re-rating, notamment dans la foulée des résultats annuels mi-janvier, a confirmé la flexibilité du groupe en matière de coûts dans un environnement manquant de visibilité (titre en hausse de 9% ytd en absolu, soit une surperformance de 17,5% du DJ Stoxx en Euros). Bien que les secteurs historiquement porteurs de croissance (pétrole/gaz, mines et minéraux, industrie) n'affichent pas actuellement des résultats satisfaisants, il semblerait, suite à nos échanges avec l'entreprise, que l'activité se porte néanmoins sensiblement mieux que chez Bureau Veritas dans les différents segments. Compte tenu de cette situation, la croissance du CA à données comparables au premier semestre devrait être en ligne avec les prévisions de la direction pour l'exercice 2016 (entre 2,5 % et 3,5 %) et le haut de la fourchette semble désormais atteignable pour l'exercice complet. Nous revoyons à la hausse notre croissance du CA à données comparables, tout en maintenant la marge opérationnelle ajustée au même niveau que l'an dernier à 16,1 %. Notre Fair Value passe de 2 150 CHF à 2 400 CHF.

■ **Un début d'année qui serait meilleur qu'initialement anticipé.** Alors que la plupart des concurrents ont publié des résultats décevants sur la première partie de l'exercice, ceux de SGS (pas de publication trimestrielle) seraient sur les premiers mois parfaitement en ligne avec les anticipations annuelles de la direction i.e. entre 2.5% et 3.5%. En conséquence, nous avons décidé de modifier notre prévision de croissance du CA à données comparables à 3,3 % (contre 2,5 % auparavant) avec 2,6 % au premier semestre (contre 2,1% précédemment).

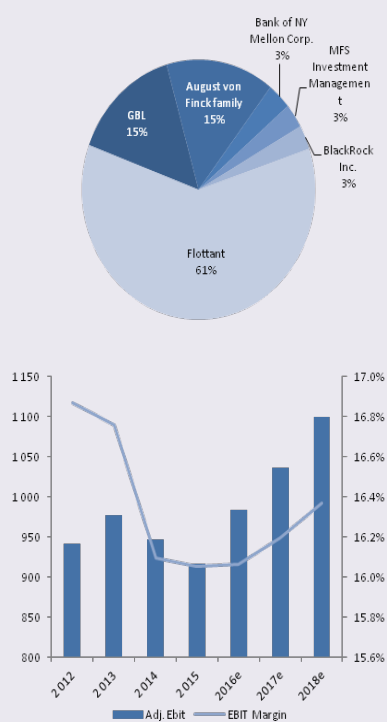
■ **Une stabilité de la marge opérationnelle qui semble en conséquence largement assurée.** Considérant cette situation, l'objectif de la direction d'une marge stable par rapport à l'an passé sur l'ensemble de l'année nous semble largement assuré même en tenant compte de l'impact dilutif des dernières acquisitions. Rappelons que l'exercice 2016 bénéficiera des pleins effets des mesures de restructuration prises en 2015 i.e. 64 MCHF.

■ **Fair Value révisée en hausse à 2 400 CHF vs. 2 150CHF.** Notre FV résulte de la moyenne entre une actualisation des cash flows et le multiple historique médian EV/EBIT des 10 dernières années utilisée comme multiple de sortie sur notre EBIT estimé N+3. A noter qu'au cours actuel les multiples de valorisation demeurent élevés (17,5x EV/EBIT 2016e et 16,6x 2017e vs. un multiple historique médian de 14,8x) mais justifiés selon nous compte tenu des performances du groupe. Par ailleurs, rappelons qu'en 2014, le Conseil d'administration de SGS avait garanti le versement d'un dividende d'au moins 65 CHF par action pour les trois années suivantes. Enfin, un programme de rachat d'actions est en cours pour un montant total de 750 MCHF dont 500 MCHF d'actions seront annulés et 250 MCHF seront utilisés pour des plans d'options d'achat d'actions. Celui-ci doit prendre fin en décembre 2016.



**Analyst:**  
**Bruno de La Rochebrochard**  
33(0) 1 56 68 75 88  
bdelarochebrochard@bryangarnier.com

**Research assistant**  
Clément Genelot



### Activités

Fondée en 1878 avec une offre de services d'inspection agricole, SGS (Société Générale de surveillance) est devenu le leader mondial dans l'industrie de l'inspection, de la vérification, des tests et de la certification en réalisant un CA de près de CHF6mds.

Actuellement, l'offre du groupe se répartie en 10 secteurs d'activité avec une présence dans quelque 140 pays à travers un réseau de 1800 bureaux et laboratoires et l'emploi de plus de 85 000 personnes.

L'introduction en bourse en Suisse à été réalisée en 1985.

Simplified Profit & Loss Account (CHFm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Revenues	5 830	5 883	5 712	6 125	6 395	6 715
Change (%)	4,5%	0,9%	-2,9%	7,2%	4,4%	5,0%
EBITDA	1 210	1 245	1 144	1 292	1 353	1 434
Adjusted EBIT	977	947	917	984	1 036	1 099
Change (%)	3,8%	-3,1%	-3,2%	7,3%	5,3%	6,1%
Financial results	-38,0	-41,0	-43,0	-39,0	-35,0	-35,0
Pre-Tax profits	874	900	779	910	966	1 029
Exceptionals	23,0	8,1	48,0	7,5	7,5	7,5
Tax	-236	-234	-195	-227	-241	-257
Profits from associates	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minority interests	38,0	37,0	35,0	37,5	39,2	41,1
Net profit	600	629	549	645	685	731
Restated net profit	651	662	625	676	716	762
Change (%)	3,4%	1,7%	-5,6%	8,1%	6,0%	6,4%
<b>Cash Flow Statement (CHFm)</b>						
Operating cash flows	977	1 021	902	1 025	1 076	1 141
Change in working capital	-29,0	-109	160	-13,2	-8,6	-10,2
Capex, net	-341	-299	-286	-337	-352	-369
Financial investments, net	-84,0	-101	-104	-183	-89,5	-94,3
Dividends	-471	-523	-556	-492	-586	-622
Net debt	335	340	480	510	504	492
Free Cash flow	591	607	673	675	716	762
<b>Balance Sheet (CHFm)</b>						
Tangible fixed assets	1 029	1 043	964	958	958	958
Intangibles assets	1 216	1 337	1 306	1 401	1 462	1 535
Cash & equivalents	964	1 341	1 490	1 075	1 069	1 069
current assets	1 597	1 778	1 787	1 916	2 001	2 101
Other assets	233	268	347	372	389	408
Total assets	5 039	5 767	5 894	5 722	5 879	6 071
L & ST Debt	1 308	1 690	2 214	1 847	1 847	1 848
Others liabilities	1 519	1 674	1 699	1 822	1 902	1 997
Shareholders' funds	2 212	2 403	1 981	2 053	2 129	2 226
Total Liabilities	5 039	5 767	5 894	5 722	5 879	6 071
Capital employed	3 316	3 620	3 287	3 449	3 559	3 689
<b>Ratios</b>						
Operating margin	16,76	16,10	16,05	16,06	16,20	16,37
Tax rate	27,01	26,00	25,04	25,00	25,00	25,00
Net margin	11,17	11,26	10,95	11,04	11,20	11,35
ROE (after tax)	30,40	28,46	32,81	34,27	35,03	35,65
ROCE (after tax)	21,50	19,36	20,91	21,39	21,83	22,35
Gearing	15,14	14,15	24,23	24,84	23,69	22,10
Pay out ratio	89,08	86,70	82,94	85,00	85,00	85,00
Number of shares, diluted	7 708	7 702	7 630	7 584	7 397	7 397
<b>Data per Share (CHF)</b>						
EPS	78,43	81,98	71,98	85,07	92,68	98,86
Restated EPS	85,27	82,69	82,01	89,19	96,91	103
% change	3,2%	-3,0%	-0,8%	8,8%	8,7%	6,4%
EPS bef. GDW	85,27	82,69	82,01	89,19	96,91	103
BVPS	287	312	260	271	288	301
Operating cash flows	127	133	118	135	145	154
FCF	76,63	78,80	88,19	89,04	96,77	103
Net dividend	65,00	68,00	68,00	68,00	72,31	78,78

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



INDEPENDENT RESEARCH  
UPDATE

30 mai 2016

Services aux entreprises

Bloomberg	BVI FP
Reuters	BVI.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	21,8 / 16,1
Capitalisation Boursière (MEUR)	8 471
Valeur d'Entreprise	10 256
Volume moyen 6 mois (000 actions)	777,6
Flottant	56,9%
TMVA BPA (3 ans)	6,2%
Gearing (12/15)	166%
Rendement (12/16e)	2,84%

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
C. d'affaires (MEUR)	4 635	4 740	4 925	5 139
EBIT(MEUR)	775,20	789,20	828,76	871,17
BPA Publié (EUR)	0,58	0,88	0,94	1,01
BPA dilué (EUR)	0,96	1,03	1,08	1,15
EV/CA	2,23x	2,16x	2,06x	1,95x
EV/EBITDA	13,2x	11,2x	10,6x	9,9x
EV/EBIT	13,3x	13,0x	12,2x	11,5x
P/E	20,0x	18,7x	17,7x	16,7x
ROCE	15,2	15,2	15,3	15,4



# Bureau Veritas

## Trop tôt pour revenir sur le titre

Fair Value 22EUR (cours 19,17EUR)

NEUTRE

Les perspectives à moyen / long terme du marché TIC restent très positives, même si la croissance du marché sera moins soutenue par la mondialisation des échanges, qui a mûri, ou le super cycle des matières premières. Au-delà, rappelons que Bureau Veritas a engagé une vaste réorganisation qui doit lui permettre de retrouver un rythme de croissance organique d'au moins 4% par an, même en l'absence de croissance du marché. Néanmoins, à court terme les difficultés subsistent et aucune amélioration n'est anticipée avant la deuxième partie de l'année qui bénéficiera notamment d'une base de comparaison plus favorable. Compte tenu de cette situation, le titre devrait rester volatile dans l'attente d'un peu plus de visibilité.

■ **Une activité à court terme sous pression.** La première partie de l'année a été un peu plus difficile que prévu, le chiffre d'affaires ayant accusé une baisse de 0,6 % à données comparables au premier trimestre (alors que les prévisions étaient de 0,3 %), sans espoir d'embellie au deuxième trimestre. Le deuxième semestre 2016 s'annonce sous de meilleurs auspices en raison de bases de comparaison plus favorables et de l'impact positif des nouveaux succès commerciaux annoncés par la direction (mais non précisés), qui a confirmé ses prévisions de croissance du chiffre d'affaires entre 1 % et 3 % à données comparables pour l'exercice (notre prévision est de 1,6 %), avec une marge opérationnelle comprise entre 16,5 % et 17 % (notre prévision de 16,7 %, stable par rapport à l'exercice précédent).

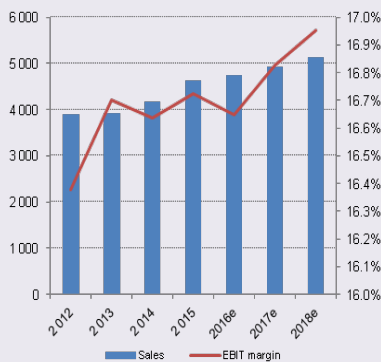
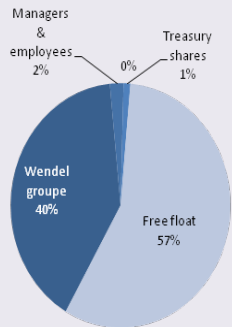
■ **Des perspectives à moyen/long terme qui restent solides.** La croissance du marché des TIC sera inférieure à celle enregistrée au cours des 10 dernières années soutenue par la mondialisation des échanges et le super-cycle sur les matières premières. Néanmoins les fondamentaux restent positifs avec une nouvelle croissance «normalisée» du marché estimée à 3%. Dans un tel marché, Bureau Veritas a engagé des initiatives de croissance clés qui concernent 60% du portefeuille actuel (2 milliards d'euros de revenus supplémentaires prévus en 2020 par rapport à 2015, équilibrés entre organique et acquisitions). En ne prenant en compte que la contribution de ces initiatives, le taux de croissance organique annuel moyen sur la période 2015-2020 atteindrait environ 4 % (contre 4,6 % sur la période 2010-2014).

■ **Soyons patients.** A court terme, le titre devrait rester sous pression, dans l'attente d'une conjoncture plus favorable mais surtout des premiers effets positifs des initiatives clés de BVI qui nécessitent du temps. Au cours actuel, la valorisation du titre ressort à 13,0x EV/EBIT 2016e et 12,2x 2017e, à comparer à un multiple historique médian de 14,3x et un TCAM de l'EBIT de 4 % sur la période 2015-2018.



**Analyst:**  
**Bruno de La Rochebrochard**  
33(0) 1 56 68 75 88  
bdelarochebrochard@bryangarnier.com

**Research assistant**  
Clément Genelot



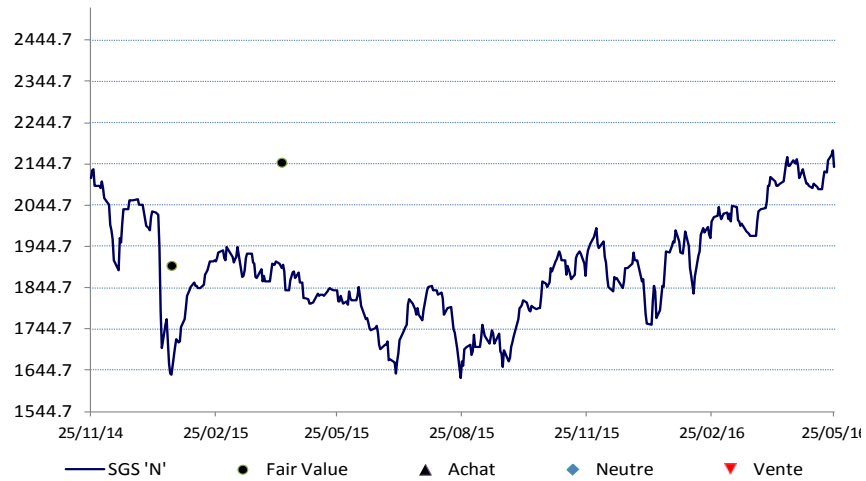
### Activités

Créé en 1828, Bureau Veritas est un leader mondial dans les essais, d'inspection et de certification (TIC). Bureau Veritas propose des solutions innovantes qui vont au-delà du simple respect des règlements et des normes, ce qui réduit les risques, améliorer les performances et la promotion du développement durable. Bureau Veritas est reconnu et accrédité par les grandes organisations nationales et internationales. Le groupe est aujourd'hui présent dans quelque 140 pays à travers un réseau de 1400 bureaux et laboratoires. Le groupe emploie plus de 66.000 personnes et dispose d'un portefeuille de plus de 400.000 clients.

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Revenues	3 933	4 172	4 635	4 740	4 925	5 139
Change (%)	0,8%	6,1%	11,1%	2,3%	3,9%	4,3%
EBITDA	739	778	782	913	960	1 012
Adjusted EBIT	657	694	775	789	829	871
Change (%)	2,8%	5,6%	11,7%	1,8%	5,0%	5,1%
Financial results	-64,0	-80,9	-89,3	-95,7	-95,8	-95,9
Pre-Tax profits	526	483	488	604	644	686
Exceptionals	12,8	19,8	20,8	0,0	0,0	0,0
Tax	-169	-175	-221	-205	-219	-233
Profits from associates	0,0	0,70	0,78	0,80	0,83	0,86
Minority interests	11,4	12,9	12,4	12,7	13,2	13,7
Net profit	357	308	268	399	425	454
Adjusted net profit	397	391	420	449	475	503
Change (%)	-1,4%	-1,4%	7,4%	6,9%	5,7%	6,0%
<b>Cash Flow Statement (EURm)</b>						
Operating cash flows	604	661	658	674	711	751
Change in working capital	-75,6	-54,4	48,5	49,6	51,5	53,8
Capex, net	-141	-144	-166	-166	-172	-180
Financial investments, net	-164	-597	-101	-102	-93,5	-75,5
Dividends	-217	-216	-250	-225	-240	-254
Net debt	1 321	1 879	1 867	1 784	1 676	1 530
Free Cash flow	381	459	537	558	590	625
<b>Balance Sheet (EURm)</b>						
Tangible fixed assets	401	476	498	509	529	552
Intangibles assets	1 787	2 465	2 430	2 485	2 582	2 694
Cash & equivalents	191	220	523	608	718	869
current assets	1 170	1 431	1 481	1 515	1 574	1 643
Other assets	169	188	219	224	232	242
Total assets	3 717	4 780	5 157	5 340	5 636	6 000
L & ST Debt	1 511	2 099	2 390	2 392	2 395	2 398
Others liabilities	1 224	1 540	1 641	1 678	1 743	1 819
Shareholders' funds	982	1 141	1 125	1 271	1 498	1 782
Total Liabilities	3 717	4 780	5 157	5 340	5 636	6 000
Capital employed	2 489	3 393	3 358	3 434	3 568	3 723
<b>Ratios</b>						
Operating margin	16,70	16,64	16,73	16,65	16,83	16,95
Tax rate	32,17	36,32	34,00	34,00	34,00	34,00
Net margin	10,09	9,38	9,07	9,48	9,64	9,79
ROE (after tax)	41,52	35,32	38,37	36,21	32,38	28,76
ROCE (after tax)	17,90	13,02	15,24	15,17	15,33	15,44
Gearing	134	165	166	140	112	85,83
Pay out ratio	52,60	52,75	56,67	53,00	53,00	53,00
Number of shares, diluted	443 797	443 797	443 218	443 218	443 218	443 218
<b>Data per Share (EUR)</b>						
EPS	0,79	0,67	0,58	0,88	0,94	1,01
Restated EPS	0,91	0,90	0,96	1,03	1,08	1,15
% change	-0,3%	-1,1%	6,7%	6,9%	5,7%	6,0%
EPS bef. GDW	0,91	0,90	0,96	1,03	1,08	1,15
BVPS	2,21	2,57	2,54	2,87	3,38	4,02
Operating cash flows	1,36	1,49	1,48	1,52	1,60	1,70
FCF	0,86	1,03	1,21	1,26	1,33	1,41
Net dividend	0,48	0,48	0,51	0,54	0,57	0,61

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

## Price Chart and Rating History SGS SA



### Ratings

Date	Ratings	Price
27/06/13	BUY	CHF2033

### Target Price

Date	Target price
14/04/15	CHF2150
23/01/15	CHF1900
21/01/15	Under review
09/01/14	CHF2350
16/12/13	CHF2300
27/06/13	CHF2400

## Bureau Veritas



### Ratings

Date	Ratings	Price
09/11/15	NEUTRAL	EUR19.49
11/12/12	BUY	EUR21.65

### Target Price

Date	Target price
05/01/16	EUR22
14/04/15	EUR26
28/08/14	EUR24
18/06/14	EUR26
21/05/14	EUR27
09/01/14	EUR28
30/09/13	EUR27
29/08/13	EUR29
25/03/13	EUR31
15/01/13	EUR25
11/12/12	EUR23.75

## Bryan Garnier stock rating system

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

### Stock rating

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

### Distribution of stock ratings

BUY ratings 56.3%

NEUTRAL ratings 34.5%

SELL ratings 9.2%

## Research Disclosure Legend

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

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

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



**BRYAN, GARNIER & CO**

<b>London</b>	<b>Paris</b>	<b>New York</b>	<b>Munich</b>	<b>New Delhi</b>
Beaufort House 15 St. Botolph Street London EC3A 7BB Tel: +44 (0) 207 332 2500 Fax: +44 (0) 207 332 2559 Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) and the Financial Conduct Authority (FCA) Autorité de Contrôle prudentiel et de resolution (ACPR)	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 resolution (ACPR)	750 Lexington Avenue New York, NY 10022 Tel: +1 (0) 212 337 7000 Fax: +1 (0) 212 337 7002 FINRA and SIPC member	Widenmayerstrasse 29 80538 Munich Germany +49 89 2422 62 11	The Imperial Hotel Janpath New Delhi 110 001 Tel +91 11 4132 6062 +91 98 1111 5119 Fax +91 11 2621 9062 <b>Geneva</b> rue de Grenus 7 CP 2113 Genève 1, CH 1211 Tel +4122 731 3263 Fax +4122731 3243 Regulated by the FINMA

#### **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..