

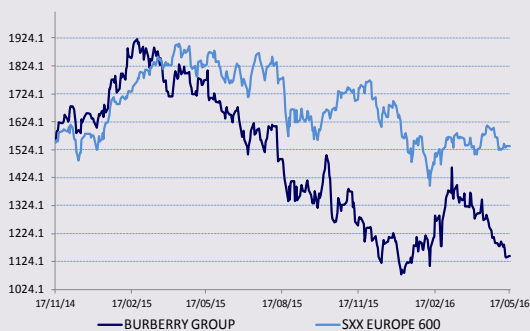
INDEPENDENT RESEARCH

19 mai 2016

Luxe & Biens de conso

Bloomberg	BRBY LN
Reuters	BRBY.L
+Haut /+Bas 12 mois (p)	1 808 / 1 078
Capitalisation Boursière (MGBP)	5 087
Valeur d'Entreprise	4 450
Volume moyen 6 mois (000 actions)	2 284
Flottant	100%
TMVA BPA (3 ans)	2,6%
Gearing (03/15)	-38%
Rendement (03/16e)	3,24%

Fin Mars	03/15	03/16e	03/17e	03/18e
C. d'affaires (MGBP)	2 523	2 515	2 630	2 735
EBIT (MGBP)	455,00	417,80	420,00	485,00
BPA Publié (p)	0,75	0,69	0,70	0,81
BPA dilué (p)	76,75	69,90	71,84	83,01
EV/CA	1,80x	1,77x	1,65x	1,53x
EV/EBITDA	7,8x	8,1x	7,7x	6,7x
EV/EBIT	10,0x	10,7x	10,3x	8,7x
P/E	14,9x	16,4x	15,9x	13,8x
ROCE	49,0	41,4	40,2	45,3



# Burberry

## Trop tôt pour chanter sous la pluie !

Fair Value 1200p (cours 1 143p)

**NEUTRE**  
Initiation de couverture

Nous initions Burberry avec une recommandation Neutre et une Fair Value de 1,200p. Au sein d'un secteur du luxe qui connaît un ralentissement de sa croissance, le groupe Burberry devrait enregistrer une progression légèrement inférieure en 2016/17 comme cela avait été le cas en 2015/16. Selon nous, le groupe souffre d'un profil un peu plus risqué que ses pairs. La valeur se traite avec une légère décote par rapport à la moyenne du secteur sur l'EV/EBIT 2016.

- Burberry est une marque de luxe globale. Toutefois, son profil nous semble plus risqué actuellement que certains de ses pairs en raison i/ d'un poids du réseau Retail (73% du CA) inférieur à celui de ses pairs les plus proches, ii/ d'une surexposition à la clientèle chinoise (37% du CA contre une moyenne de 30% pour le secteur *soft Luxury*), et surtout iii/ un poids très important du prêt-à-porter (53% des ventes), le segment le plus volatile et le plus compétitif au sein de l'industrie du luxe.

- En 2015/16, les ventes de Burberry ont reculé de 1% à taux de change constants à 2,5MdsGBP, dont une hausse de 1% pour le réseau Détail (mais en recul de 1% à magasins comparables dont -5% au T4). Dans ces conditions et compte tenu d'une hausse des OPEX de 5% à tcc, la marge d'EBIT courante (418MGBP) a reculé de 140pb à 16,6%.

- Pour 2016/17, nous tablons sur une stabilité des ventes (à tcc) dont une progression de 2% pour l'activité Détail (stable à magasins comparables). L'EBIT devrait rester stable en dépit du plan de réduction de coûts sur trois ans mis en place qui aura un impact positif de 20MGBP dès cette année (100MGBP sur 3 ans). La MOP devrait baisser de 60pb à 16,0%.

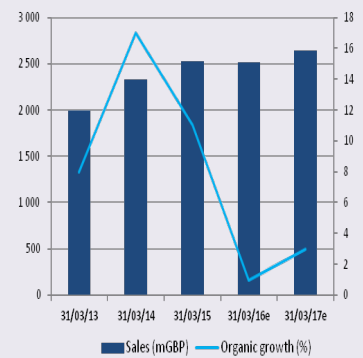
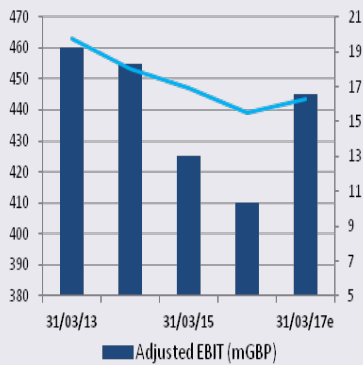
- Même si l'actionnariat de Burberry est composé à 100% du flottant, nous ne croyons pas à une modification du capital. Sa taille (capitalisation boursière de 5MdsGBP ou 6,5MdsEUR) et sa forte dépendance au prêt-à-porter n'en font pas un candidat idéal pour une acquisition. Notre FV de 1,200p provient d'une valorisation par le DCF (WACC de 8,9% et croissance à l'infini de 2,5%). Avec un EV/EBIT 2016 de près de 11x, le titre se traite avec une légère décote par rapport à la moyenne du secteur.



**Analyst:**  
**Loïc Morvan**  
33(0) 1 70 36 57 24  
lmorvan@bryangarnier.com

**Sector Analyst Team:**  
Nikolaas Faes  
Antoine Parison  
Cedric Rossi  
Virginie Roumage

Burberry



Activités

Burberry, marque britannique fondée en 1856 par Thomas Burberry, mondialement connue pour ses trench coat, est un acteur majeur de l'univers du luxe. Le groupe britannique bénéficie d'indéniables atouts (une marque globale et diversifiée, une stratégie digitale performante et une situation financière très saine). Toutefois, le groupe est actuellement pénalisé par rapport à certains de ses pairs en raison i/ d'un poids encore trop faible des ventes détail (même si il s'agit d'un axe de développement important) avec 73% du CA; ii/ d'une surexposition à la clientèle chinoise (37% des ventes, soit un des niveaux les plus élevés du secteur) et iii/ un % de ses ventes encore très élevé réalisé dans le segment du prêt-à-porter (53% du CA). Le flottant est de 100%, ce qui fait de Burberry l'une des rares marques de luxe européennes sans contrôle familial.

Income Statement (GBPm)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Revenue	1 999	2 330	2 523	2 515	2 630	2 735
Change (%)	7,6%	16,6%	8,3%	-0,3%	4,6%	4,0%
Change LFL (%)	-%	-%	-%	-%	-%	-%
Gross Profit	1 442	1 659	1 765	1 763	1 850	1 925
Adjusted EBITDA	539	580	585	550	560	625
EBIT	428	460	455	418	420	485
Change (%)	16,7%	7,5%	-1,2%	-8,2%	0,5%	15,5%
Financial results	4,9	-1,0	4,3	3,0	3,0	3,0
Pre-Tax profits	350	444	444	416	413	478
Tax	-91,5	-112	-104	-101	-95,0	-110
Minority interests	-4,9	-9,8	-4,8	-5,1	-4,0	-4,0
Net profit	200	323	336	310	314	364
Change (%)	-24,2%	61,2%	4,2%	-7,9%	1,5%	15,9%
Cash Flow Statement (GBPm)						
Operating cash flows	346	445	440	434	455	505
Change in working capital	38,9	80,6	39,5	93,9	17,6	16,1
Capex, net	176	151	154	138	160	150
Financial investments, net	-0,43	-2,0	-0,66	0,0	39,5	41,0
Dividends	114	131	145	157	148	157
Other	59,3	-20,8	-47,5	-40,0	0,0	0,0
Net debt	-297	-402	-552	-637	-750	-891
Free Cash flow	131	214	246	202	277	339
Balance Sheet (GBPm)						
Cash & liquid assets	426	546	617	712	802	943
Other current assets	540	665	717	783	818	851
Tangible fixed assets	409	398	437	426	446	456
Intangible assets	210	195	194	190	190	190
Other assets	160	161	209	203	203	203
Total assets	1 746	1 966	2 173	2 314	2 460	2 643
LT & ST debt	130	143	65,2	51,5	51,5	51,5
Other liabilities	564	615	657	642	660	676
Shareholders' funds	1 053	1 208	1 452	1 621	1 748	1 916
Total liabilities	1 746	1 966	2 173	2 314	2 460	2 643
Capital employed	790	845	921	1 001	1 038	1 065
Financial Ratios						
Gross Margin (% of sales)	72,15	71,19	69,97	70,10	70,34	70,38
Adjusted EBITDA margin (% of sales)	26,98	24,91	23,19	21,86	21,29	22,85
EBIT margin (% of sales)	21,42	19,76	18,03	16,61	15,97	17,73
Tax rate	26,14	25,23	23,29	24,30	23,00	23,01
Net Margin	10,01	13,84	13,32	12,31	11,94	13,31
ROE (after tax)	19,68	27,67	23,99	19,71	18,49	19,52
ROCE (after tax)	51,44	54,02	49,03	41,38	40,22	45,33
Gearing	-28,17	-33,32	-38,04	-40,75	-42,92	-46,51
Pay out ratio	40,50	41,78	45,86	52,01	50,61	43,80
Number of shares, diluted	250 000	447 800	447 800	447 800	447 800	447 800
Per share data (p)						
EPS	0,80	0,72	0,75	0,69	0,70	0,81
Restated EPS	1,19	75,26	76,75	69,90	71,84	83,01
% change	12,8%	6 215%	2,0%	-8,9%	2,8%	15,5%
BVPS	4,21	2,70	3,24	3,62	3,90	4,28
Operating cash flows	1,38	0,99	0,98	0,97	1,02	1,13
FCF	0,52	0,48	0,55	0,45	0,62	0,76
Net dividend	29,00	32,00	35,20	37,00	37,00	37,00

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

## Sommaire

1. Investment Case.....	4
2. Une marque de luxe globale.....	5
2.1. Historique de la marque.....	5
2.1.1. De 1856 à nos jours.....	5
2.1.2. Principales étapes récentes du développement de la marque.....	5
2.2. Une marque globale, mais avec un profil plus risqué actuellement.....	6
2.2.1. Un CA réalisé à « seulement » 73% dans le réseau <i>Retail</i> .....	6
2.2.2. 37% du CA est réalisé avec les chinois.....	11
2.2.3. Le prêt-à-porter représente 53% des ventes !.....	13
3. Un exercice 2015/16 pénalisé par la Grande Chine.....	15
3.1. Pas de croissance du CA en 2015, performance inférieure à la moyenne du secteur.....	15
3.1.1. Une sous-performance par rapport aux autres acteurs du secteur.....	15
3.1.2. Dégradation au S2, sauf en Asie-Pacifique.....	15
3.1.3. Une activité pénalisée par le prêt-à-porter.....	16
3.1.4. Stabilité des ventes <i>Retail</i> en 2015/16.....	16
3.1.5. Le réseau <i>Wholesale</i> est en recul de 2% sur l'année.....	19
3.2. Une rentabilité sous pression en 2015/16.....	20
4. Un environnement toujours incertain.....	22
4.1. Une activité encore morose en 2016/17.....	22
4.2. Une rentabilité en retrait en 2016/17 !.....	23
4.3. Une situation financière très confortable.....	25
5. Valorisation.....	26
5.1. Une sous-performance du titre sur 12m.....	26
5.2. Un EV/EBIT 2016 en ligne avec la moyenne sectorielle.....	27
5.2.1. Une décote de 8% vs la moyenne historique cinq ans.....	27
5.2.2. Vair Value de 1,200p.....	28
Bryan Garnier stock rating system.....	31

# 1. Investment Case

*Pourquoi investir maintenant?*



## Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

Nous initions Burberry avec une recommandation Neutre et une Fair Value de 1,200p. Au sein de notre échantillon de groupes de luxe, Burberry, bien que marque globale, nous semble avoir le profil le plus risqué en comparaison de ses pairs les plus proches, d'où notre prudence actuelle.

*Attractif ou non?*



## Valorisation

Le titre se traite avec une légère décote par rapport à la moyenne de notre échantillon de valeurs de luxe sur l'EV/EBIT 2016. En outre, nous ne croyons pas à un facteur spéculatif sur le titre compte tenu tout particulièrement de sa taille (une capitalisation boursière de 5.4MdsGBP ou 6,7MdsEUR) et du manque des synergies potentielles dans l'industrie du luxe qui rendrait, selon nous, une telle acquisition destructrice de valeur. Notre modèle de DCF induit une Fair Value de 1,200p.

*Horizon d'investissement?*



## Catalyseurs

Au-delà des facteurs macro-économiques et monétaires et des risques géopolitiques qui affectent actuellement l'ensemble de l'industrie du luxe, Burberry doit aussi faire face au défi de retrouver une dynamique plus favorable de ses ventes mais aussi de sa marge opérationnelle après le recul de 480pb depuis 2012 pour atteindre 16,6% en 2015/16), ce qui passe par une stratégie de réduction de coûts (opérationnels et industriels) mais aussi par une optimisation de son réseau de magasins contrôlés.

*Valeur ajoutée?*



## Différentiation face au consensus :

Nos hypothèses de chiffre d'affaires et de résultat avant impôts pour l'exercice sont en ligne avec le consensus, compte tenu des « guidances » données par le groupe. Un résultat avant impôts proche de 400MGBP (avant impact du plan de réduction de coûts).

*Quels risques?*



## Risques

Les risques principaux concernant Burberry sont i/ sa forte exposition au marché du Prêt-à-Porter (53% du CA), ii/ un poids du *wholesale* plus élevé que certains de ses pairs et iii/ une forte dépendance à la clientèle chinoise (37% des ventes), trois facteurs qui augmentent la volatilité du business model dans un environnement du luxe toujours incertain.

## 2. Une marque de luxe globale

Le groupe Burberry est composé de la seule marque éponyme. C'est donc un groupe mono-marque à l'image d'Hermès et de Salvatore Ferragamo.

### 2.1. Historique de la marque

#### 2.1.1. De 1856 à nos jours

La marque a été fondée en 1856 par Thomas Burberry

La marque Burberry est une marque de luxe globale britannique fondée en 1856 par M. Thomas Burberry, âgé de 21 ans. Dès 1879, apparaît le premier modèle de la fameuse gabardine imperméable. En 1891, le premier magasin londonien est ouvert. Au début du vingtième siècle naît le logo du chevalier équestre, emblème de la marque britannique. En 1909, Burberry inaugure son premier magasin à Paris, boulevard Malesherbes. Puis en 1920, la marque est, une première fois, introduite en bourse. En 1955, la marque est acquise par le groupe de distribution anglais Great Universal Stores (GUS) et ce n'est qu'en 2002, que Burberry est coté sur le LSE à l'occasion d'une introduction en bourse avec, en 2005 la sortie définitive et totale de son ancien actionnaire GUS. Dès lors, le flottant du groupe est de 100%.

Si la création des produits est entièrement réalisée en interne au sein du siège de Londres, la production est effectuée soit en interne dans des ateliers situés au Royaume-Uni mais soit confiée à des sous-traitants localisés en Europe. La sous-traitance représente plus de 80% de la production. Si la maroquinerie sont les racines de marques comme Louis Vuitton et Hermès, et les souliers celles de Salvatore Ferragamo, l'héritage de Burberry est le « vêtement d'extérieur » ou « outerwear ».

En 2006, Madame Angela Ahrendts devient le CEO du groupe et le reste jusqu'en mai 2014, date à laquelle elle est remplacée par M. Christopher Bailey, Directeur Artistique de la marque depuis 2001, qui garde toutefois cette fonction initiale. C'est la seule marque de luxe de taille significative dont le CEO est aussi le directeur Artistique.

#### 2.1.2. Principales étapes récentes du développement de la marque

En 1970, Burberry signe avec les groupes japonais Mitsui et Sanyo Shokai un accord de licence pour développer la marque au Japon. Mais dès 2000, une stratégie d'intégration en aval est mise en place avec le rachat de son ancien licencié en Espagne. La même décision est prise en 2002 concernant ses activités en Asie suite à un accord avec ses distributeurs. En 2008, le développement de la marque au Japon se poursuit grâce à la création d'une Joint-Venture pour les accessoires avec les partenaires historiques Sanyo et Mitsui. L'intégration se poursuit en 2010 avec la prise de contrôle de sa distribution en Chine. Une nouvelle étape du développement de la marque est franchie en 2011 avec la création du site e-commerce, Burberry.com, présent actuellement dans 44 pays avec désormais un accès via iPad et iPhone.

L'intégration en aval se poursuit avec l'annonce en 2012 de la reprise en direct des activités Parfums, auparavant confiées à InterParfums. Cette activité devient donc la cinquième division de la marque britannique, au côté du prêt-à-porter Femmes, Hommes, Enfants et des Accessoires.

En 2015, pour parfaire l'intégration du groupe, Burberry a annoncé la reprise en interne des activités au Japon, suite à l'expiration des accords de licence. Cette reprise en direct aura pour conséquence de développer la présence de la marque et de mettre en place les collections de Burberry dans un réseau de magasins contrôlés et au travers de sites e-commerce. Ainsi dès l'exercice 2014/2015, la marque a

ouvert un « flagship store » à Osaka et relocalisé son magasin d'Omotesando à Tokyo. D'autres ouvertures ont eu lieu durant l'exercice 2015/16.

Enfin, le groupe a annoncé en novembre 2015 la création d'une marque unique « Burberry » rassemblant les anciennes lignes *Prorsum*, *London* and *Brit* (la segmentation avait été mise en place vers 2005, alors que la marque était essentiellement commercialisée dans le réseau *wholesale*). Cette décision sera mise en place dans le courant de l'année 2016 avec une finalisation pour la fin de cette année. Ce mouvement aura pour effet une simplification de la présentation de toutes les lignes de produits avec comme corollaire d'éventuelles économies de coûts. Il a aussi pour objet de mettre en avant l'héritage britannique de la marque, alors que tous les produits de la marque sont créés et développés à Londres.

## 2.2. Une marque globale, mais avec un profil plus risqué actuellement

Une marque avec un profil plus risqué que la plupart de ses pairs...

Avec une exposition au *Retail* relativement plus faible que les marques les plus comparables

Burberry est une marque de luxe globale diversifiée (par produits, réseau de distribution et géographiquement), distribuée au travers d'un réseau de magasins en propre mais aussi de franchisés, présente dans toutes les zones géographiques et enfin dans tous les types de produits.

**Mais par rapport à certains de ses pairs, le profil du groupe britannique nous semble plus risqué.** En effet, **i/** il est relativement moins exposé au *Retail* que d'autres marques de luxe globales ; **ii/** il est fortement dépendant de la clientèle chinoise qui est toujours volatile et surtout **iii/** le poids du prêt-à-porter est sensiblement plus élevé que chez d'autres groupes de luxe, ce qui le rend moins résilient dans un environnement incertain alors qu'inversement celui de la maroquinerie est plus faible.

### 2.2.1. Un CA réalisé à « seulement » 73% dans le réseau *Retail*

La marque Burberry réalise 73% de ses ventes dans le réseau *Retail* contre 25% pour le réseau *Wholesale*.

**Fig. 1: Répartition du CA 2015/16 par réseau de distribution (en %)**



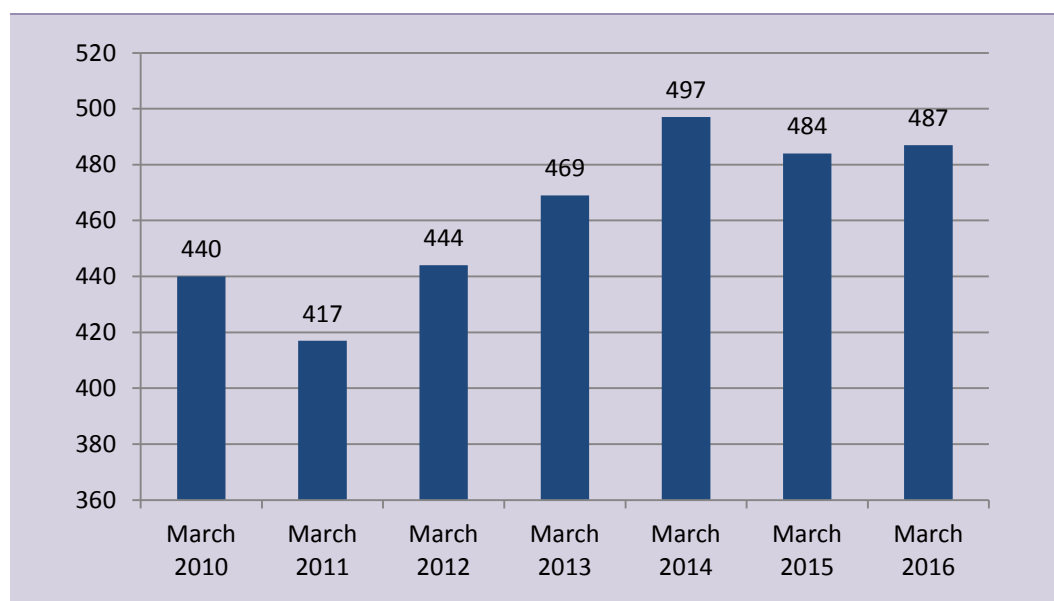
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Un nombre de DOS quasiment identique en 2015/16

Le réseau Retail est composé à fin mars 2016 de 487 magasins (trois de plus qu'à fin mars 2015) dont 215 « Mainline stores » ou « free standing stores », 214 concessions au sein de grands magasins et 58 « outlets ». Durant l'exercice 2014/15, 16 « free standing stores » avaient été inaugurés dont ceux de Los Angeles et d'Osaka mais ces ouvertures avait été accompagnées de presque autant de fermetures pour *in fine* une évolution nette quasiment nulle. Pour l'exercice 2015/16, clos en mars 2016, c'est 18 magasins « free standing » qui ont été ouverts (13 au S1 et 5 au S2) mais là aussi avec presque autant de fermetures (17 dont 9 au S1 et 8 au S2), soit un total de 215 « Mainline stores » contre 214 fin mars 2015. De même, quelques boutiques au sein d'aéroports ont été ouvertes sur l'exercice écoulé après les sept de l'exercice 2014/15. A titre de comparaison, Louis Vuitton gère près de 485 magasins selon nos estimations (dont aucun outlet) et Gucci 525 (dont quelques *outlet*).

Durant l'exercice 2015/16, les ventes du réseau en propre ont cru d'un modeste 1% (hors effet change) après une progression de 13% en 2014/15. A magasins constants, le recul a même été de 1% (+1% au S1 et -2% au S2 dont une baisse de 5% au T4). Peu nombreux sont les groupes à donner des croissances à magasins identiques (Moncler, Hugo Boss, Tod's, Ferragamo...) ce qui rend difficile une comparaison sectorielle.

**Fig. 2: Evolution du parc de magasins contrôlés (y compris outlet)**



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

Sans parler de Louis Vuitton avec la totalité de son parc de magasins qui est contrôlé, ce ratio de 73% pour Burberry est légèrement inférieur à la moyenne des grandes marques globales de luxe qui est plutôt légèrement supérieur à 80% à l'instar de Gucci et d'Hermès, mais il est supérieur au poids du Retail des marques italiennes de plus petite taille comme Tod's (63%) et Salvatore Ferragamo (62%). Burberry est en ligne avec le poids chez Moncler (70%).

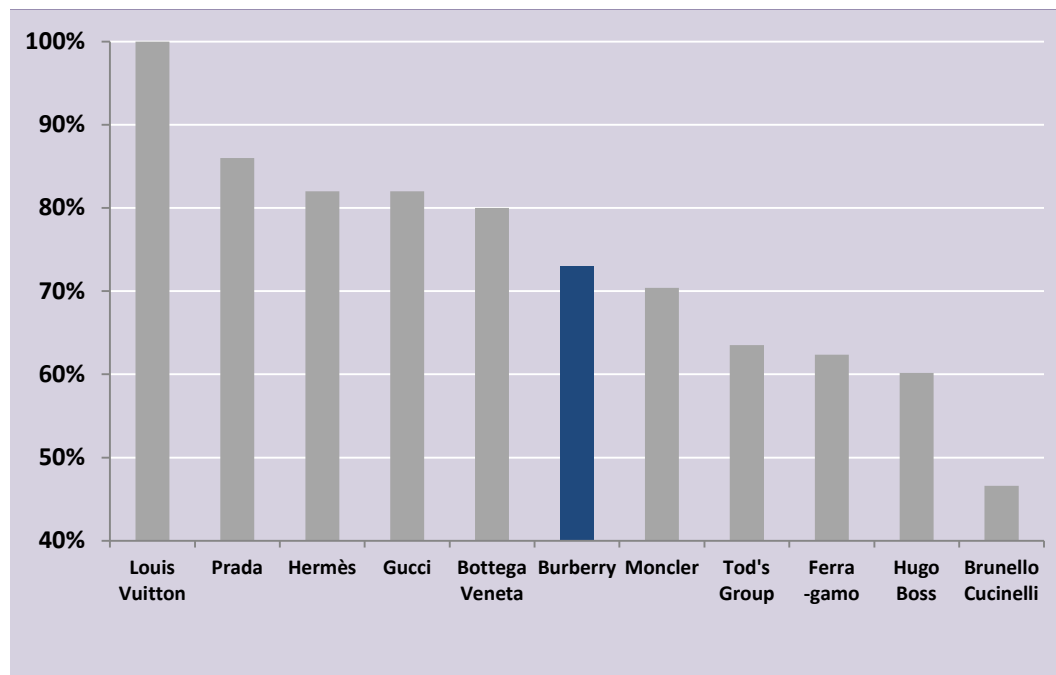
Le décalage entre les ratios de Gucci et d'Hermès et celui de la marque britannique peut s'expliquer par le poids plus important de l'activité Prêt-à-Porter chez Burberry et aussi par la reprise en interne toute récente de la distribution au Japon (dont le potentiel n'a pas été encore totalement exploité), auparavant mis en licence, alors que ce pays est essentiellement un marché *Retail* pour ses concurrents.



L'objectif du groupe est d'améliorer la productivité des magasins existants et de se concentrer sur l'expérience d'achats du consommateur afin de faire progresser le taux de conversion et d'augmenter le panier moyen.

Le graphe ci-dessous illustre bien le retard de Burberry par rapport à ses pairs concernant le poids des ventes *Retail* qui peut aussi se rapprocher de celui en termes de rentabilité opérationnelle, le réseau *Retail* étant plus rentable que le *Wholesale*, expliquant la marge exceptionnelle de LV (supérieur à 40%).

**Fig. 3: Poids comparé du réseau *Retail* dans les ventes de groupes de luxe**



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

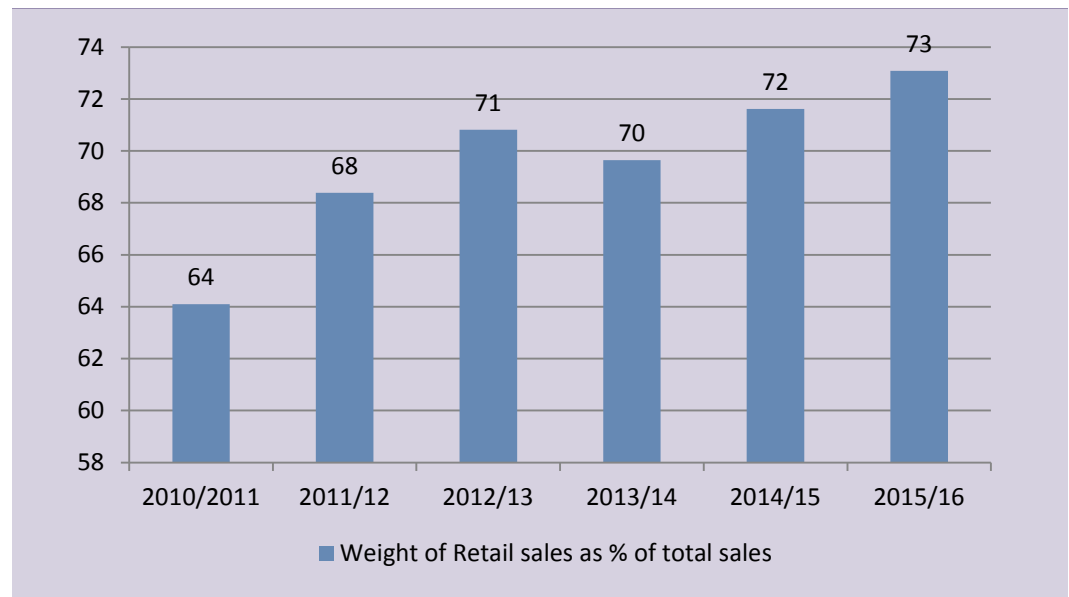
Dont une seule ouverture de « free standing store » à 215.

En outre, le poids du réseau *Retail* n'a pas beaucoup évolué sur la période toute récente. Ainsi, il représentait déjà 71% des ventes en 2012 (mais 40% en 2006) et ce chiffre n'a pas vocation à beaucoup progresser dans les années à venir, sauf peut-être sous l'impact de la reprise en interne de la distribution au Japon. Il avait en revanche sensiblement progressé entre 2009 et 2012 voir graphe ci-dessous, correspondant à des croissances des ventes *Retail* à magasins comparables de plus de 10% (+14% même sur l'exercice 2011/12). La relative stabilité récente est due à la faible performance des ventes à magasins comparables ainsi qu'au rythme des ouvertures qui s'est réduit tout récemment et qui n'a pas vocation, selon nous, à s'accélérer dans les prochaines années, voire même à reculer comme cela a été le cas en 2014/15. Durant l'exercice 2015/16, seule une ouverture (nette des fermetures) a été réalisée.

En revanche, le développement du réseau *Retail* est un objectif stratégique pour le management. Ce qui passera beaucoup plus par des rénovations ou extensions de magasins plus que par des ouvertures. Autre moyen d'augmenter le poids du réseau *Détail* dans les ventes du groupe est de faire progresser les ventes au m<sup>2</sup> et les ventes par magasins ou la direction admet être en retard par rapport à ces concurrents du secteur du luxe, mais pas forcément par rapport aux acteurs du seul marché *Apparel*.



**Fig. 4: Evolution du poids des ventes *Retail* dans le CA total**



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

Les 25% des ventes réalisées dans le réseau *wholesale* le sont au travers de 62 magasins franchisés (fin mars 2016), des points de vente dans les grands magasins, de boutiques multimarques et dans le réseau de *Travel Retail*. Par ailleurs, l'activité Beauté (CA :203MGBP en 2015/16), est commercialisée au travers de 80 distributeurs spécialisés comme Sephora.

En outre, près de 2% des ventes est le fruit d'accord de licences, essentiellement au Japon mais aussi les lunettes (Luxottica) et les montres (Fossil), ce dernier accord ne sera pas renouvelé au-delà de 2017. La licence au Japon a expiré durant l'exercice clos en mars 2016 d'où la baisse significative du poids des revenus de licences (3% en 2014/15), soit un recul des revenus de licences de 68MGBP en 2014/15 à 42MGBP en 2015/16. Une nouvelle réduction (estimée à 20MGBP par la direction) est par ailleurs attendue sur l'exercice 2016/17.

De même, un effort est particulièrement fait pour développer le poids des ventes e-commerce et surtout en direction des mobiles (iPhone et Ipad). Les ventes via « Ipad in store » représentent 25% des ventes digitales. En outre, le management a mené une stratégie avec les distributeurs d'e-commerce pour améliorer le trafic et l'activité via ce réseau. Le site d'e-commerce est présent dans 44 pays.

Enfin le réseau du *Travel Retail* (15% des ventes *Wholesale* et 2% environ du CA *Retail*) est aussi une opportunité de croissance future pour le groupe britannique compte tenu de la progression attendue du tourisme mondial (3 à 4% par an dans les prochaines années). Ainsi par exemple, en 2015, ce sont plus de 120 millions de touristes chinois qui ont voyagé (dont encore une majorité à Hong Kong) et d'ici 2020, ils devraient même être près de 200 millions. Il faut rappeler que près de 45% du marché mondial du luxe (253MdsEUR en 2015 selon le cabinet en stratégie Bain & Cie) est réalisé par des touristes, ce chiffre est même de près de 80% à Hong Kong, de 60% en Europe, mais seulement de 20% aux Etats-Unis et pas plus de 10% au Japon, malgré l'afflux de touristes chinois en 2015 compte tenu des différences de prix de vente entre l'archipel nippon et l'Empire du Milieu.

Ainsi, la marque est bien présente dans les principaux aéroports mondiaux comme l'illustre ce tableau.

**Fig. 5: Les principaux points de ventes dans les aéroports**

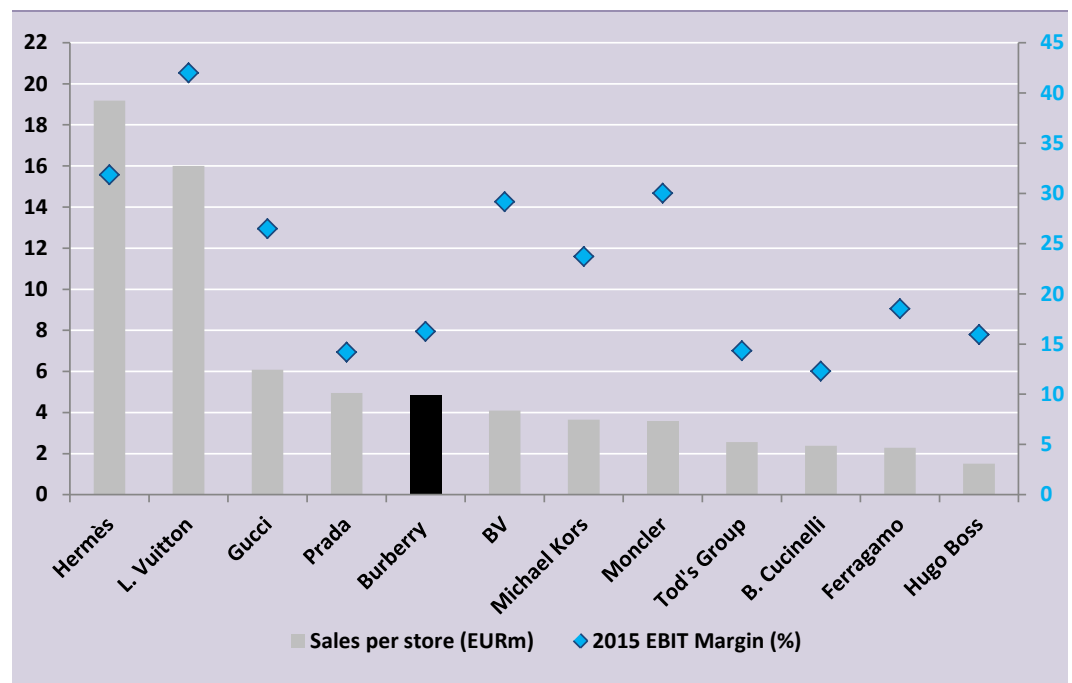
Rank	Airport	Country	Total PAX in 2015	% change vs. 2014	Burberry	Ferragamo	Moncler	Hugo Boss	Prada/ Miu Miu	Tod's
1	Atlanta	USA	101.5	5.1	0	2	0	0	0	0
2	Beijing	China	89.9	4.4	0	3	0	1	0	0
3	Dubai	UAE	78.0	10.7	0	0	0	0	0	0
4	Chicago	USA	76.9	9.8	0	1	0	0	0	0
5	Tokyo Haneda	Japan	75.3	3.5	0	1	0	0	0	0
6	London Heathrow	UK	74.9	2.1	4	0	0	3	1 / 1	0
7	Los Angeles	USA	74.9	6.0	0	1	0	0	0	0
8	Hong-Kong	HK	68.5	8.1	1	1	1	1	1 / 1	0
9	Paris	France	65.8	3.1	1	0	0	1	3 / 1	1
10	Dallas	USA	64.2	1.0	0	0	0	0	0	0
11	Istanbul Ataturk	Turkey	61.3	7.7	1	0	0	0	0	0
12	Frankfurt	Germany	61.0	2.5	1	1	0	1	0	0
13	Shanghai Pudong	China	60.1	16.3	0	2	0	1	0	0
14	Amsterdam	The Netherlands	58.3	6.0	1	0	0	0	0	0
15	Jakarta Soekarno	Indonesia	57.0	0.0	0	0	0	0	0	0
-	<b>Total</b>	-	-	-	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>1</b>	<b>8</b>	<b>5 / 3</b>	<b>1</b>

Source: Airports Council International, Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

Le graphe ci-dessous met en lumière que Burberry est moins performant que certaines autres marques de luxe, concernant le CA par magasin, 5MEUR (20MEUR pour Hermès et 16MEUR pour LV).

Un CA par magasin inférieur à celui de ses pairs les plus proches.

L'explication de cette différence de productivité par magasins, qui implique en outre une rentabilité inférieure, provient, entre autres, de la répartition des ventes par métiers. Alors que LV et Hermès réalisent un poids très élevé de leurs CA dans la maroquinerie (respectivement 75% et 50%), pour Burberry, ce ratio est seulement de 35% et la maroquinerie est le métier qui dégage la rentabilité la plus importante du secteur. Le segment du prêt-à-porter implique des magasins plus grands, nécessitant par exemple des cabines d'essayage.

**Fig. 6: Un CA par magasin Retail moyen de 5MEUR**


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

38% du CA est réalisée en Asie-Pacifique et ...

Il aurait été plus parlant de comparer les CA par m2, mais en l'absence de telles informations pour la plupart des marques du secteur, nous nous contentons du CA par magasins.

### 2.2.2. 37% du CA est réalisé avec les chinois

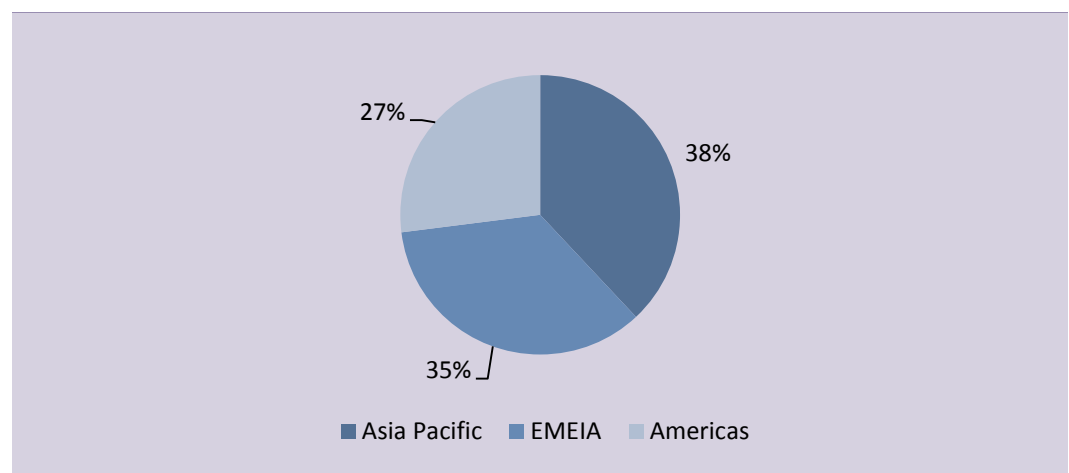
A l'instar d'autres valeurs du secteur du luxe, Burberry est fortement exposé à la zone Asie-Pacifique qui représente près de 38% de ses ventes, alors que le poids de l'Europe-Moyen-Orient (zone EMEIA) est de 35% et celui de la zone Amériques est de 27% (20% pour la moyenne du secteur). Le Japon (inclus dans la zone Asie) ne représente que 2% des ventes compte tenu de l'accord de licence pour ce pays même si celui-ci a expiré au cours de l'exercice écoulé. L'activité y est à l'équilibre.

Au sein de la zone Asie-Pacifique, la Chine continentale compte, selon nous, pour 14% des ventes de la marque contre une moyenne de 10% pour les groupes de luxe. De même, Burberry réalise 9% de son chiffre d'affaires dans l'ensemble Hong-Kong et Macao, ce qui est là dans la moyenne du secteur. Malgré l'environnement actuel dans l'ex-colonie britannique et les difficultés pour renégocier les baux avec les « landlords », tous les magasins de la marque y sont significativement rentables, ce qui est aussi le cas de la plupart des autres marques du secteur. En Asie-Pacifique, le groupe profite aussi du potentiel de croissance de l'Asie du Sud-Est (Indonésie, Vietnam, Thaïlande...) et de la bonne dynamique actuelle de Singapour, à l'instar des autres marques de luxe.

Il est important de préciser qu'en Asie-Pacifique (près de 63 « freestanding stores » et de 143 concessions), le poids du réseau *Retail* est proche de 85% du CA contre un ratio de près de 65% en Amériques et en Europe. Donc, le groupe britannique souffre particulièrement de la situation actuelle en Asie.

En Amérique du Nord, l'objectif est la montée en gamme des flagships existants grâce à des agrandissements/rénovations voire des relocalisations, comme pour le magasin de Rodeo Drive à LA. 70% des ventes réalisées dans la région Amériques le sont dans le réseau Retail.

**Fig. 7: Répartition du CA 2015/16 par zone géographique**



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

Nous estimons le poids des ventes de Burberry réalisées au Royaume-Uni à près de 14% du total du CA du groupe (ensemble le R-U et le M-O représente 40% des ventes Détail), soit un niveau sensiblement plus élevé que la moyenne du secteur qui est proche de 5 à 6% (la France représente près de 7% du marché mondial). En outre, à titre indicatif, la ville de Londres est la troisième ville la plus importante pour le secteur du luxe avec près de 4,5% du marché mondial contre un peu plus de

5% pour Paris et 11% pour New-York. Les indications récentes données par certains opérateurs du luxe, y compris Burberry, mettent en avant que le R-U n'a pas été épargné par les effets négatifs des attentats de Paris et de Bruxelles, même si la tendance est de moindre ampleur. Le CFO de LVMH précisait récemment que les ventes de Louis Vuitton à Paris avaient été en recul à deux chiffres sur le T1. En revanche, les magasins d'Hermès situés dans la capitale française ont enregistré une légère hausse de leur activité.

... surtout une exposition aux clients chinois relativement élevée (près de 40% de ses ventes).

Beaucoup plus significative, compte tenu des flux de voyageurs de plus en plus nombreux, est la répartition de l'activité sous l'angle de la clientèle et non seulement sous l'angle de celui de la seule zone géographique. Ainsi, selon nos estimations, la clientèle chinoise représenterait 37% du CA de Burberry dont 32% en provenance de la seule Chine Continentale contre par exemple près de 22% pour Tod's, 28% pour Louis Vuitton mais 38% pour Prada. Burberry est, avec Prada, le groupe de luxe le plus exposé à la clientèle chinoise comme le montre le tableau ci-dessous.

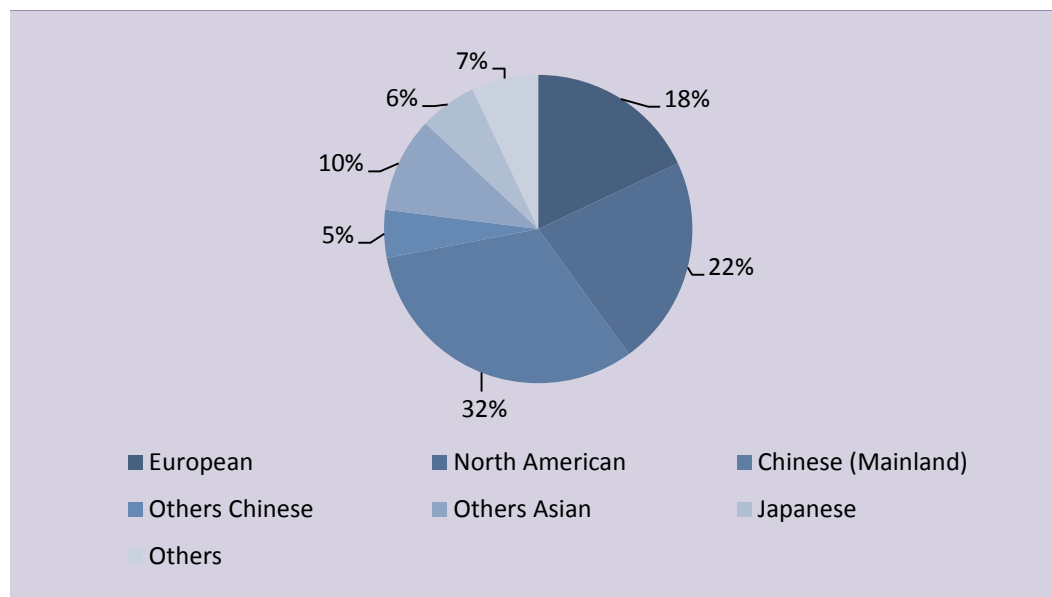
**Fig. 8: Poids comparé estimé de la répartition du CA par nationalités.**

	Burberry	LVMH	Kering Luxury	Hermès	Prada	Ferragamo	Tod's
European	18	20	21	21	13	15	43
North American	22	17	18	13	11	18	10
Total Chinese	37	27	38	29	40	31	28
Japanese	6	11	13	13	12	12	6
others	17	25	10	24	24	24	13

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

Cette nationalité est de loin la principale pour la marque Burberry (comme pour la plupart des marques de luxe globales) alors que les clientèles américaines et européennes représentent respectivement 18% et 22% de ses ventes. Les japonais comptent pour 5% dans le CA de la marque. **Ce poids prépondérant de la clientèle chinoise est clairement un handicap actuellement pour le groupe britannique. C'est le deuxième facteur qui accentue le profil plus risqué du groupe.**

**Fig. 9: Répartition du CA 2015/16 de Burberry par clientèle (est)**



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

### 2.2.3. Le prêt-à-porter représente 53% des ventes !

Troisième « faiblesse » relative, selon nous, du groupe Burberry, le poids important du P-à-P dans le chiffre d'affaires. Ce segment représente 53% des ventes du groupe, soit un des ratios les plus élevés du secteur dont la moyenne est de 24% (50% pour le segment Hommes et 50% pour celui des femmes) selon le cabinet en stratégie Bain & Cie. Alors que les accessoires, dont la maroquinerie (16% du marché total), représentent 30% du marché mondial contre 35% des ventes chez Burberry.

**Fig. 10: Répartition du marché mondial du luxe par principaux segments**

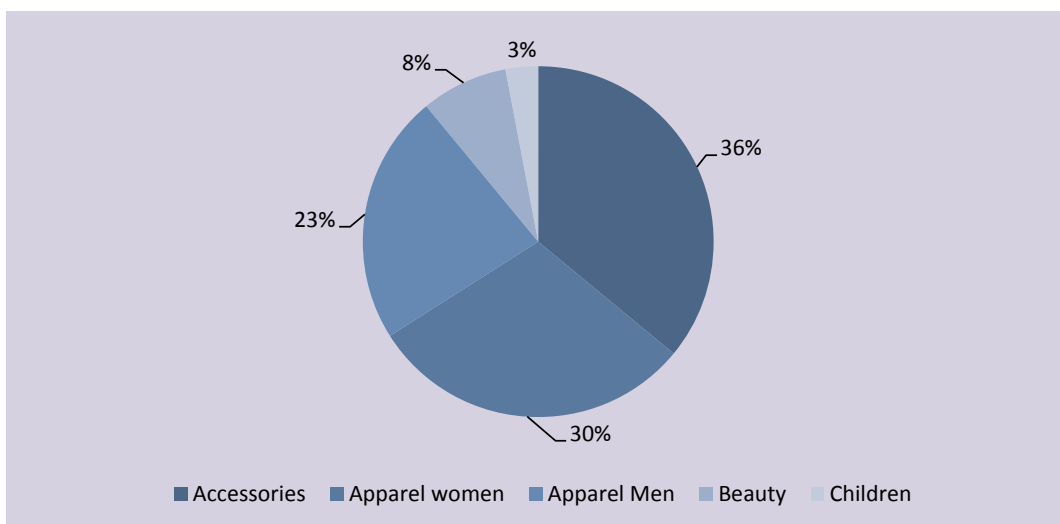
in %	2014	2015	chge %	LFL chge %
Accessories	29	30	15	3
Apparel	24	24	13	2
Hard Luxury	23	22	10	-3
Beauty	20	20	13	1
other	4	4	10	1
<b>Total (EURbn)</b>	<b>224</b>	<b>253</b>	<b>13</b>	<b>2</b>

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

Troisième relative faiblesse : un poids important de l'activité *Apparel*.

Ainsi chez Gucci et chez Hermès, le métier du Prêt-à-Porter ne représente que près de 15% des ventes, voire 10% chez Louis Vuitton selon nos estimations. Ces différences mettent en évidence le caractère plus volatile du profil du groupe britannique et selon nous moins favorable car ayant une visibilité inférieure, le prêt-à-porter étant plus cyclique que celui de la maroquinerie et surtout dépendant du succès de collections saisonnières, sans parler des effets climatiques. En outre et pour illustrer ces différences, en 2015, selon Bain & Cie, le segment des Accessoires a été plus dynamique (+3%) que celui du prêt-à-porter (+2%) qui a cru globalement en ligne avec la moyenne du secteur.

**Fig. 11: Répartition du CA 2015/16 par métiers**



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

Toutefois, le management de Burberry capitalise sur son héritage pour saisir les opportunités de croissance sur le segment du *Trench Coat* alors que 50% des ventes de la marque proviennent de l'*outerwear*. Un nouvel atelier de production dédié au trench devrait ouvrir au Royaume-Uni en 2019.

De plus, le segment des costumes pour hommes est aussi une source de croissance future pour la marque en se basant sur le savoir-faire britannique historique en la matière. Il en est de même pour ce qui concerne les accessoires pour hommes. En effet, le segment du marché de luxe dédié à l'homme (prêt-à-porter et accessoires) est, depuis quelques années, plus dynamique que celui de la femme.

Cette répartition des ventes fait de Burberry un acteur du marché du luxe moins favorable que d'autres, selon nous, car plus sensible aux phénomènes de mode et de collections ainsi qu'aux facteurs climatiques, ce qui en fait, selon nous, une marque plus volatile donc avec un profil de risque plus élevé. Dans le même temps, les accessoires et en particulier la maroquinerie ne représentent que 23% des ventes alors que ce ratio est sensiblement plus important pour d'autres marques (60% chez Gucci et même 70% chez LV par exemple). De plus, sur le segment du prêt-à-porter, la concurrence est forte et Burberry n'est pas positionnée sur une véritable niche, au contraire de Moncler par exemple.

En 2015/16, les ventes d'accessoires ont cru de 1% à tcc (+12% en 2014/15) contre un recul de 2% pour le prêt-à-porter femmes (malgré le succès des *trench coat* et des robes) et pour le prêt-à-porter Hommes alors qu'en 2014/15, le P-à-P avait surperformé le métier des accessoires (l'activité Costumes ayant tiré la croissance). Les accessoires dédiés aux hommes représentent 20% de la totalité des accessoires (80% pour les femmes). En 2015/16, le métier des accessoires a donc été plus résilient que le p-à-p dans un environnement difficile, ce qui n'est pas surprenant.

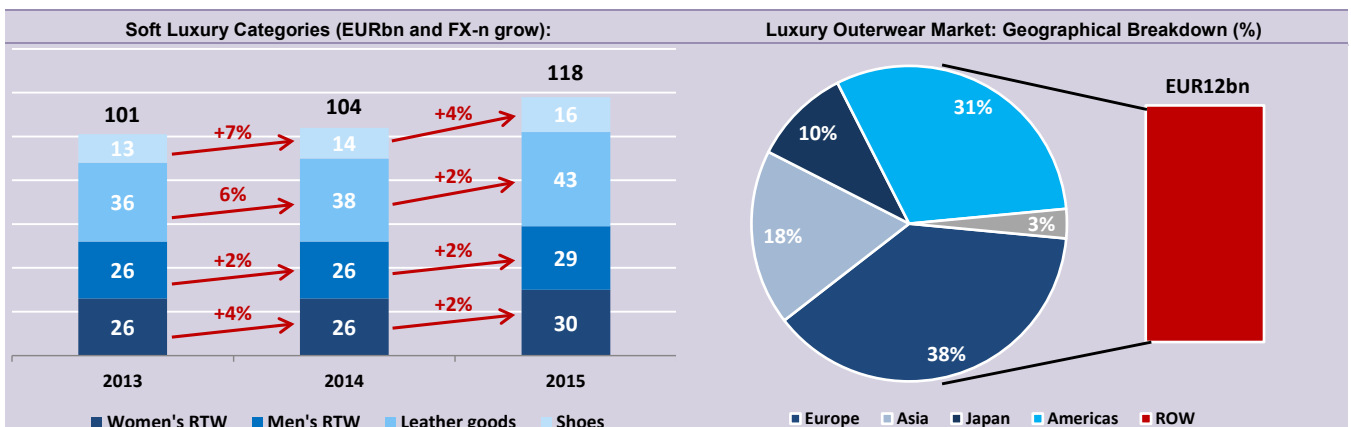
Le CA Beauté a cru de 8% à tcc en 2015/16 (+26% en 2014/15). Il s'agit là aussi d'une source de croissance potentielle pour les années à venir, la marque étant encore sous pénétrée sur ce marché que l'on peut évaluer à 50MdsEUR (20% du marché mondial du luxe) et qui progresse chaque année de 5% en moyenne. Le maquillage représente moins de 5% des ventes Beauté.

L'activité e-commerce est loin d'être négligeable chez Burberry, en effet, elle représente selon nous près de 8% du CA de la marque contre moins de 5% pour la plupart des autres marques du secteur.

Le marché de l'*outerwear* (50% du CA), sur lequel opère en partie Burberry, a été en croissance de près de 5% sur la période 2011-2014 (+7% pour la moyenne du secteur Luxe) et représente un total de 12MdsEUR, soit seulement 5% du marché total du luxe.

Le segment de l'*outerwear* est surtout présent en Europe (38% du marché) et en Amériques (31%). Sans surprise, l'Asie-Pacifique est un marché moins important pour ce segment, soit 18% du marché, contre près de 30% pour la moyenne du secteur du luxe. En revanche, l'Asie-Pacifique est surtout un marché important pour la Maroquinerie et l'horlogerie.

**Fig. 12: Evolution des marchés du P-à-P haut de gamme et de l'outerwear**



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

### 3. Un exercice 2015/16 pénalisé par la Grande Chine

Comme pour toutes les autres marques du secteur, Burberry a été négativement impacté par l'environnement difficile du marché du luxe au T4 (janvier-mars) en particulier en Asie-Pacifique (essentiellement à Hong-Kong) et en Europe (conséquence des attentats de Paris et de Bruxelles), mais aussi aux Etats-Unis en raison de difficultés avec les Grands Magasins. La forte exposition du groupe britannique à la clientèle chinoise (37% du CA) est en outre un handicap actuellement. De plus, les derniers chiffres de Global Blue ne sont pas encourageants pour le secteur avec une moindre activité touristique en particulier de la part des chinois sur les premiers mois de l'année 2016.

#### 3.1. Pas de croissance du CA en 2015, performance inférieure à la moyenne du secteur

Une sous performance par rapport à ses pairs en 2015 !

Alors que sur l'exercice 2014/15, les ventes *Retail/Wholesale* avaient cru de 11% à taux de change constants (+9% à données publiées), la progression a été nulle à tcc sur celui clos en mars 2016 à 2,47MdsGBP, soit un nouveau ralentissement au S2 (stabilité) après une hausse de 1% sur le premier semestre. La dégradation du S2 est par ailleurs en ligne avec les performances des autres opérateurs du secteur du luxe. Burberry ne communique pas de tendance trimestrielle d'activité pour la totalité du groupe mais seulement pour son réseau *Retail* (voir plus bas). Le CA total de Burberry a atteint 2,51MdsGBP en 2015/16, en retrait de 1% à taux de change constants.

##### 3.1.1. Une sous-performance par rapport aux autres acteurs du secteur

Cette évolution se situe en dessous de la croissance moyenne du secteur qui était de 3% en 2015, dont près de +4% pour Louis Vuitton et même +8% pour Hermès mais -7% for Prada. A nouveau, la répartition géographique (faible présence au Japon et surexposition à l'Asie-Pacifique) et un mix-produits défavorable expliquent, selon nous, cette sous-performance.

**Fig. 13: Croissance organique comparée du CA des groupes du luxe (2012-2015)**

Chge in %	2012	2013	2014	2015
<b>Burberry</b>	<b>9</b>	<b>19</b>	<b>12</b>	<b>-1</b>
Ferragamo	13	11	7	2
Hermès	16	13	11	8
Kering	11	4	5	5
o/w Kering Luxe	15	7	5	4
LVMH	9	8	5	6
o/w F&L div	7	4	3	4
Prada	25	13	-1	-7
Richemont	8	10	2	0
Swatch Group	12	6	1	1
Tod's	8	2	0	2
<b>Average</b>	<b>13</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>3</b>

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

##### 3.1.2. Dégradation au S2, sauf en Asie-Pacifique

Le tableau ci-dessous illustre très bien la dégradation globale au S2 mais aussi les récentes évolutions divergentes par zone géographique d'un semestre à l'autre. En effet, alors que les ventes *Retail/Wholesale* en Asie-Pacifique étaient en recul de 6% sur le S1, elles sont restées stables sur le seul



S2 (soit -2% sur la totalité de l'année), grâce à un retour à la croissance en Chine Continentale et en Corée, alors qu'à Hong-Kong le retrait est toujours significatif (recul à deux chiffres). Dans le même temps, la situation s'est, en revanche, dégradée en Europe (zone EMEIA : *Europe, Middle-East, India, Africa*) d'un semestre à l'autre, clairement affectée par le moindre flux de touristes en Europe de l'Ouest, suite aux attentats à Paris. La dynamique a été aussi nettement moins favorable dans la zone Amériques (surtout dans le réseau *Wholesale*), en raison de difficultés avec les grands magasins américains et de moindres flux touristiques aux Etats-Unis.

**Fig. 14: Evolution du CA Retail/Wholesale semestriel à taux de change constants**

in %	H1 2015/16	H2 2015/16	FY 2015/16
Asia-Pacific	-6	0	-2
EMEIA	8	3	5
Americas	0	-3	-2
<b>Total Retail/Wholesale</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

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

### 3.1.3. Une activité pénalisée par le prêt-à-porter

Un élément important de l'analyse de l'activité de l'exercice écoulé est la sous-performance du segment Prêt-à-Porter (hommes et femmes) alors que le segment Accessoires (dont les articles de maroquinerie) a été plus résilient en particulier sur le second semestre. Ainsi sur cette période, les ventes de P-à-P ont reculé de 3% (en année pleine, recul de 2%) alors que les accessoires ont crû de 1%. Ces chiffres illustrent la plus grande volatilité et la plus grande fragilité du « business model » de Burberry dans un environnement incertain en raison du poids important du P-à-P (53% du CA).

Sur l'exercice et au sein de la catégorie Accessoires, les ponchos, les châles et écharpes ainsi que les nouvelles lignes de sacs-à-dos ont particulièrement bien performé.

**Fig. 15: Evolution du CA Retail/Wholesale semestriel à taux de change constants**

in %	H1 2015/16	H2 2015/16	FY 2015/16
Accessories	2	1	1
Womens	0	-3	-2
Mens	-1	-3	-2
Childrens	8	22	15
Beauty	4	10	8
<b>Total Retail/Wholesale</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

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

### 3.1.4. Quasi stabilité des ventes Retail en 2015/16

Alors qu'aux neuf mois, les ventes *Retail* de Burberry (73% du CA) avaient cru de 1% à taux de change constants (à 1,83MdGBP), sur l'ensemble de l'exercice fiscal clos fin mars 2016, le chiffre d'affaires a enregistré une quasi stabilité toujours à taux de change constants, soit un recul de près de 0,5% sur le seul quatrième trimestre. A données publiées, la progression a été de 1,7% à 1,83MdsGBP grâce en partie à la récente faiblesse de la livre.

L'activité a été encore plus morose à magasins constants, les ventes ont reculé de 1% sur l'exercice clos en mars 2016 (+1% au S1 et recul de 2% au S2), soit une nette détérioration sur le seul quatrième trimestre avec une baisse de 5% après la quasi stabilité aux neuf mois (mais en hausse de 3% hors Hong Kong/Macau) dont une stabilité aussi au T3. Il faut noter que tout au long de l'exercice

Recul des ventes Retail de 1% à magasins comparables...

2015/16, la séquence trimestrielle du chiffre d'affaires n'a fait que se dégrader (voir ci-dessous). En effet, au T1, la progression à magasins comparables était de 6%, puis le T2 a enregistré un recul de 4% (soit +1% au S1), le manque d'activité avec les chinois étant principalement responsable de ce mouvement. En outre, le décrochage du T4 provient surtout d'un manque de trafic dans les magasins, toutes zones confondues, particulièrement en Europe (moins de touristes) alors que le panier moyen et le taux de conversion ont légèrement augmenté (malgré un léger ralentissement du taux de conversion au T4), conséquence d'une stratégie volontariste d'amélioration de l'expérience d'achat dans les magasins (service, accueil, formation des vendeuses).

L'activité e-commerce, une des principales forces de la marque britannique, a clairement sur-performé le reste des métiers de Burberry et représente quasiment 8% de ses ventes, selon notre estimation (le groupe ne communique pas ce chiffre), contre près de 5% pour la moyenne du secteur du luxe.

**Fig. 16: Croissance trimestrielle de ventes du réseau Retail**

	Q1 15/16	Q2 15/16	H1 15/16	Q3 15/16	9m 15/16	Q4 15/16	FY 15/16
Sales in GBPm	407	367	774	603	1,377	461	1,838
Underlying chge (%)	8	-4	2	1	1	-0.5	1
Comparable store (%)	6	-4	1	0	0	-5	-1

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

Dont un recul de 5% au quatrième trimestre !

Si la dynamique des ventes *Retail* à magasins comparables durant l'exercice a été tirée par l'Europe (35% du CA de la marque), essentiellement au premier semestre d'ailleurs avec une progression à deux chiffres dans la zone EMEA, elle n'était plus en hausse que de « mid single digit » au T3 (octobre-décembre), et même en recul de « mid-single digit » sur le T4 (janvier-mars). C'est surtout le net ralentissement des flux touristiques (en particulier en provenance de Chine) qui a pénalisé l'activité dans la zone. La France et l'Italie ont été particulièrement touchées. La situation est aussi restée difficile au Royaume-Uni et au Moyen-Orient.

La zone Asie-Pacifique (38% des ventes) a été en recul sur l'ensemble de l'année de « mid single digit », affectée, comme les autres marques de luxe, par des baisses à deux chiffres au sein de l'ensemble Hong Kong/Macau (-20% pour le quatrième trimestre consécutif). Mais il faut rappeler à ce stade, que la Chine continentale a renoué avec une tendance positive sur le second semestre. Ainsi, hors HK/Macau, au S2, l'activité en Asie-Pacifique à magasins comparables a crû de près de 5%, « mid-single digit », grâce à la Chine continentale et à la Corée et de près de 3% sur l'ensemble de l'année. Il est intéressant de noter que le ralentissement à partir du T2 est surtout le fait d'un moindre trafic dans les magasins et donc d'une diminution du nombre des transactions, en revanche, le montant du panier moyen de chaque transaction est en légère augmentation.

En outre, l'activité *Retail* au Japon (qui est intégrée à la zone Asie-Pacifique chez Burberry alors qu'elle est séparée pour la majorité des autres groupes de luxe) a quasiment doublé sur le second semestre 2015/16 (mais sur des bases très faibles) grâce à la reprise en direct de la distribution avec six « Mainline stores » au S1 et 19 concessions, ce qui a aidé la performance de la zone. Le Japon représente 2% des ventes *Retail/Wholesale*.

La zone Amériques a enregistré sur le second semestre un recul « marginal » de ses ventes *Retail* à magasins comparables accentué au T4 avec un retrait de près de 5% contre une stabilité au T3, soit une quasi stabilité sur l'ensemble de l'année. Le ralentissement a été particulièrement significatif aux Etats-Unis. La demande en provenance de la clientèle locale est restée morose y compris à New-York

et surtout très volatile d'un mois à l'autre alors que l'activité avec les touristes est en retrait de plus de 10%. Burberry n'est pas le seul groupe à pointer des difficultés du marché du luxe aux E-U.

**Fig. 17: Tendence des ventes Retail par zone géographique**

	FY 14/15	Q1 15/16	Q2 15/16	H1 15/16	Q3 15/16	9m 15/16	Q4 15/16	FY 15/16
APAC	up lsd	decl lsd	decl hsd	decl msd	down msd	down msd	down msd	down msd
EMIA	up dd	up dd	up dd	up dd	up msd	up msd	down msd	Up msd
Americas	up dd	up lsd	up lsd	up lsd	stable	stable	down msd	stable

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

Pénalisée par les ventes en Asie-Pacifique et aux E-U!

La situation contrastée aux Etats-Unis est, selon nous, la conséquence **i/** de marchés financiers moroses (absence de création de richesse, bonus en retrait...), **ii/** de la force du dollar (moindres flux touristiques en provenance d'Europe et d'Amérique Latine) même si récemment la tendance s'est inversée, **iii/** d'une consommation ralentie des ménages américains notamment à l'approche des élections de novembre prochain et **iv/** une situation contrastée dans les Grands Magasins.

Burberry a ouvert plus de 40 magasins en propre en 2015/16 dont 18 *free standing stores* ou *Mainline stores* pour reprendre la définition de la marque britannique (dont 13 au premier semestre et 5 au S2) avec en particulier des ouvertures au Moyen-Orient, en Russie et surtout au Japon, suite à la reprise en interne de la distribution. Mais, la marque britannique a aussi fermé des *Mainline stores* (17 sur la totalité de l'exercice dont en Chine continentale (fermeture nette de 3 magasins sur un total de 63) comme la plupart des marques globales du secteur luxe et en Corée du Sud. Soit en net, une seule ouverture globalement. En outre, plusieurs magasins ont été rénovés et/ou agrandis, afin d'améliorer l'expérience d'achats comme celui de Soho à New York et celui de Londres (Regent Street).

Le tableau ci-dessous reprend l'évolution du nombre de parc de magasins contrôlés. On peut noter que la séquence d'ouvertures s'est nettement ralentie depuis 2014 avec quasiment aucune ouverture nette de *Mainline stores* en 2014/15 et en 2015/16 contre un rythme d'ouvertures annuel moyen de 20 sur la période 2010-2014.

**Fig. 18: Evolution du parc de magasins contrôlés**

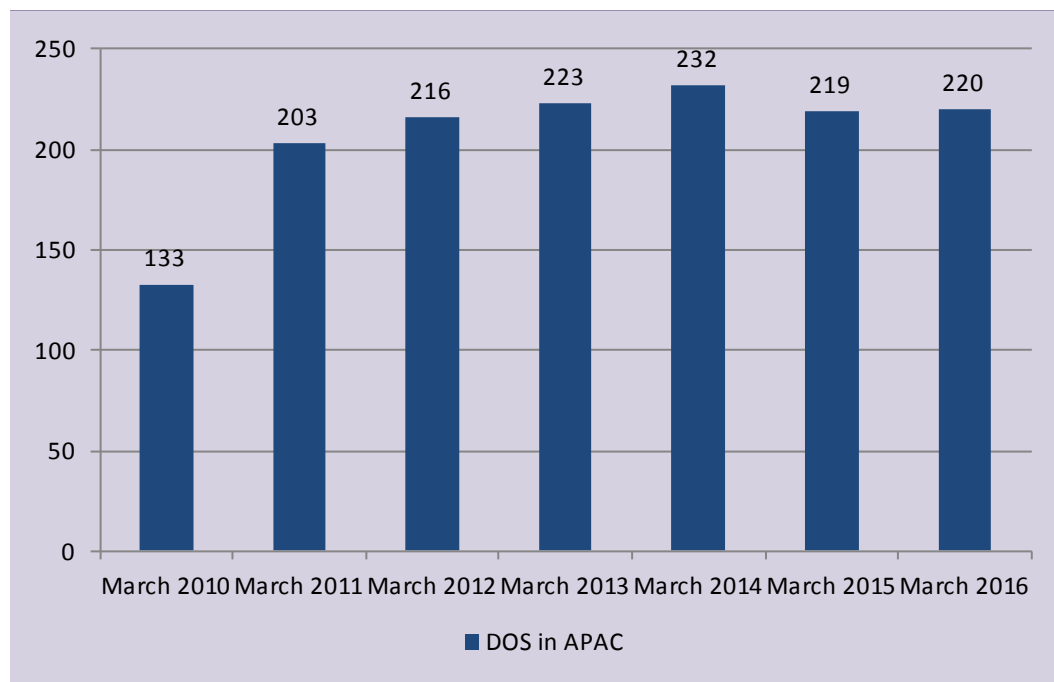
	March 2010	March 2011	March 2012	March 2013	March 2014	March 2015	March 2016
Mainline stores	131	174	192	206	215	214	215
Concessions	262	199	208	214	227	213	214
Outlets	47	44	44	49	55	57	58
<b>Total DOS</b>	<b>440</b>	<b>417</b>	<b>444</b>	<b>469</b>	<b>497</b>	<b>484</b>	<b>487</b>

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

Comme pour la plupart des groupes de luxe, le parc de magasins a été ajusté dans la zone Asie-Pacifique, voir le graphe ci-dessous, et en particulier en Chine Continentale où Burberry détient une soixantaine de boutiques (63 à la fin de l'exercice mars 2016) contre près de 45 pour Louis Vuitton et moins de 25 pour Hermès. C'est selon nous, la marque qui, à l'instar de Gucci avec presque le même nombre de magasins, dispose d'une certaine marge pour y ajuster son parc de boutiques.

L'autre axe de stratégie concernant le parc de magasins en Chine est la montée en gamme de ces boutiques avec en particulier des rénovations et/ou agrandissements afin d'améliorer l'expérience d'achat pour les consommateurs. Cela passera sans doute aussi par une relocalisation de certains magasins avec un focus particulier sur la ville de Pékin. La même stratégie de montée en gamme est menée dans d'autres pays.

**Fig. 19: Evolutions du parc de magasins contrôlés en Asie-Pacifique**



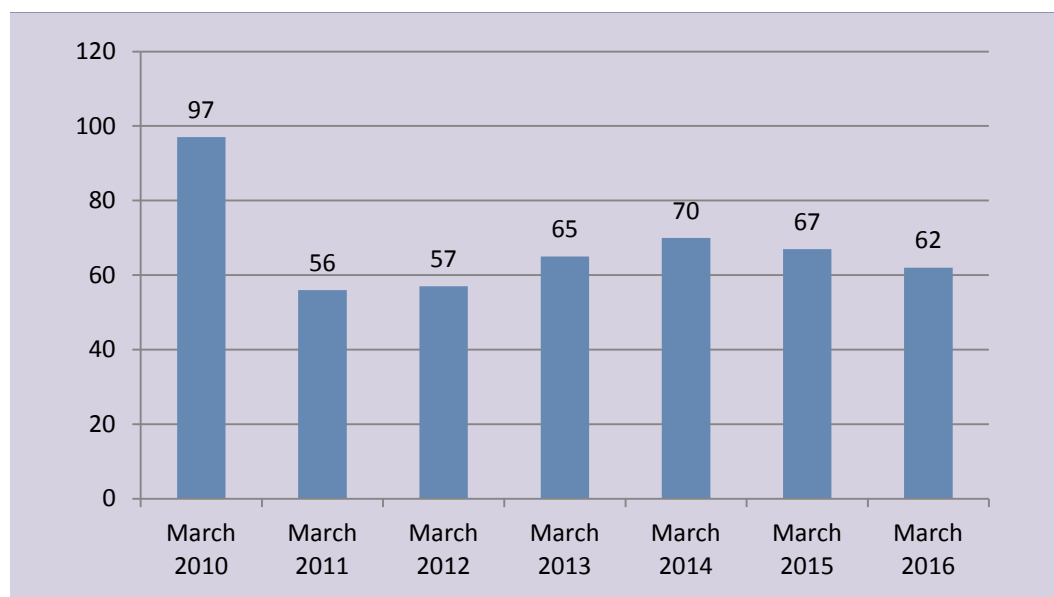
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Les ventes e-commerce ont bien évolué sur l'année (nette surperformance par rapport à la moyenne des ventes Détail), grâce en particulier à celles réalisées via les « mobiles » (iPhone, iPad...). Le site e-commerce de Burberry est présent dans près de 44 pays.

### 3.1.5. Le réseau *Wholesale* est en recul de 2% sur l'année

Dans le même temps, le réseau *wholesale* (25% du CA) a enregistré une diminution de ses ventes de 2% à taux de change constants sur la totalité de l'exercice 2015/16 (-1% au second semestre après un recul de 3% au S1) dont une baisse de 6% pour les activités hors Beauté.

**Fig. 20: Evolution du parc de magasins Wholesale**



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

Des ventes *wholesale* en recul de 2% malgré une progression de 8% pour la Beauté!

En Asie-Pacifique, la tendance, hors Beauté, a été clairement négative (recul de plus de 10%) sur le S1 et le S2, conséquence du circuit du *Travel Retail* affecté par de moindres flux touristiques particulièrement entre la Chine continentale et Hong-Kong/Macao.

La zone Amériques a, elle aussi, enregistré un environnement contrasté avec un recul des ventes à deux chiffres sur le S2 alors qu'au S1, le groupe avait enregistré une hausse des ventes « low single digit » en raison d'un effet de timing de livraisons qui a favorisé le S1 et pénalisé le S2. Au-delà de cet effet de timing, l'activité dans les Grands magasins américains souffre de la concurrence de l'e-commerce.

Les ventes *wholesale* hors Beauté (443MGBP pour la totalité de l'exercice 2015/16) du second semestre ont donc été en recul de 6% à taux de change constants, soit une baisse de près de 5% sur la totalité de l'exercice. Les ventes *wholesale* hors Beauté sont principalement composées des accessoires et du P-à-P Hommes et Femmes.

En revanche, l'activité Beauté (191MGBP de ventes sur la totalité de l'exercice) a enregistré une progression de ses revenus de près de 8% (à taux de change constants) dont +10% au second semestre grâce en partie au lancement du nouveau parfum masculin *Mr Burberry* et à l'extension des lignes de *My Burberry* à l'instar de *My Burberry Black*. Dans le même temps, la distribution s'est élargie avec, en particulier, le développement d'une ligne de maquillage sur le site d'e-commerce de Sephora et dans certains magasins de l'enseigne (40 à la fin de l'exercice). Le maquillage ne représente que 5% du CA Beauté. Les parfums Burberry ont surperformé son marché (*sell-out*) dans de nombreuses régions clés, ce qui n'est pas surprenant, la marque n'en est qu'au début de son développement. Toutefois, il faut savoir que le segment des parfums est hautement concurrentiel (le plus compétitif au sein du marché mondial des cosmétiques) marqué souvent par des durées de vie des jus (masculin et féminin) relativement limitées avec en corollaire une inflation des coûts (innovation, marketing, communication...) d'où souvent des niveaux de marges volatiles pour les plus petits acteurs.

### 3.2. Une rentabilité sous pression en 2015/16

Compte tenu de la stabilité des ventes *Retail/Wholesale* à taux de change constants sur l'exercice (en particulier sur le second semestre) et de coûts en hausse, la rentabilité opérationnelle a reculé de 140pb à 16,6%).

**Fig. 21: Rentabilité opérationnelle Groupe et Retail/Wholesale**

GBPm	2013/14	2014/15	2015/16
Retail/Wholesale sales	2 251	2 455	2 472
<b>Group sales</b>	<b>2 330</b>	<b>2 523</b>	<b>2 515</b>
Retail/Wholesale EBIT	394	399	381
<i>as % of sales</i>	17.5	16.3	15.4
<b>Group EBIT</b>	<b>460</b>	<b>455</b>	<b>418</b>
<i>as % of sales</i>	19.8	18.0	16.6

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

Une MOP en retrait de 140pb en 2015/16 dont près de 200pb au S2!

Le taux de marge brute est resté stable à près de 70% grâce à un effet devises positif permis en partie par la faiblesse de la devise britannique (environ 15% des coûts de production et près de 30% de la totalité des coûts sont libellés en GBP) et grâce à une surperformance relative du réseau *Retail* (mix distribution avantageux). De même, le mix-produits favorable (plus fort dynamisme des accessoires par rapport aux Prêt-à-Porter Hommes et Femmes) devrait participer à la stabilité de ce ratio malgré la

faiblesse des ventes. Le taux de marge brute pour la seule activité Retail/Wholesale a gagné 40pb à 69,6%, dont +70pb grâce à l'effet change.

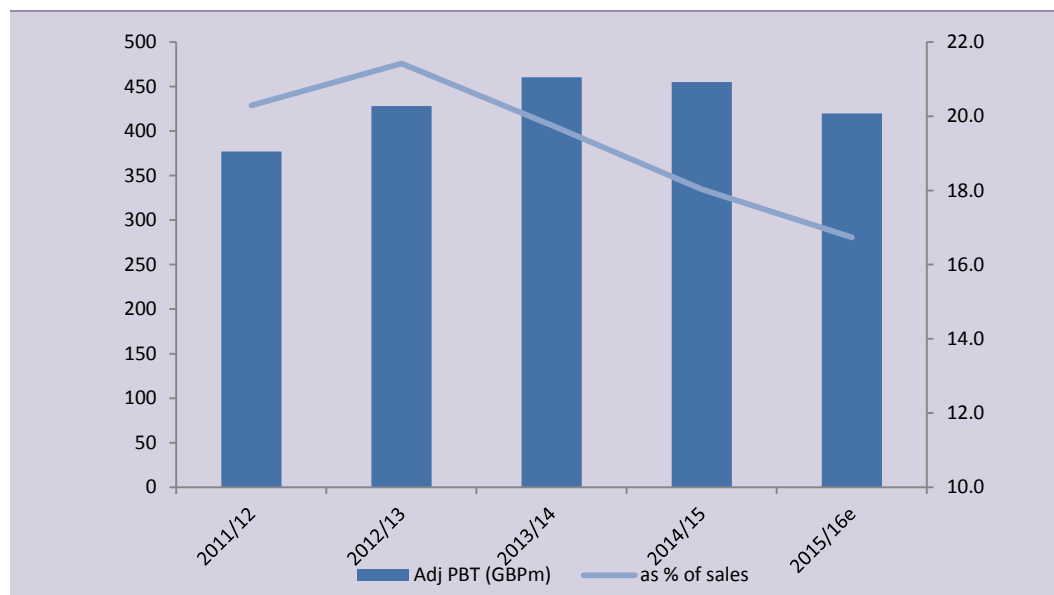
Une hausse des OPEX de 5% à taux de change constants!

En revanche, les OPEX (dont 30% sont des coûts variables) ont progressé plus rapidement que le chiffre d'affaires (hausse de près de 5% à taux de change constants) en particulier en raison de l'inflation des loyers. Les OPEX ont ainsi représenté près de 53,5% des ventes (dont 54,2% pour la seule activité Retail/Wholesale) contre 51,9% sur l'exercice 2014/15. La moitié de la hausse des OPEX provient des ouvertures ou agrandissements de boutiques. Le solde provenant des investissements marketing et IT.

Dans le même temps, les « *Performance Related Pay* » versés aux principaux managers du groupe et aux vendeurs dans les boutiques, devraient être ajustés à la baisse pour tenir compte de la plus faible activité. Ainsi, après un recul de 30MGBP au premier semestre, une baisse de même ampleur a été réalisée sur la seconde partie de l'année. Dans ces conditions, la marge opérationnelle courante du groupe britannique a reculé de 140bp à 16,6% (418MGBP), soit une baisse de près de 200pb sur le seul second semestre après une quasi stabilité sur les six premiers mois de l'exercice (effet de levier opérationnel négatif particulièrement fort selon nous au T4). En outre, en ligne avec la guidance donnée récemment par le CFO du groupe, le résultat avant impôts est ressorti à 421mGBP, en retrait de 10% à taux de change constants. De plus, le montant de frais opérationnels comprend des économies de 25MGBP en liées en particulier à des réductions d'effectifs et à des ajustements sur les frais de voyage.

Ce recul est la continuité d'un mouvement initié en 2013, en effet depuis l'exercice clos en mars 2013, la marge du Résultat Avant Impôts de Burberry a perdu près de 470pb (voir graphe ci-dessous).

**Fig. 22: Evolution du Résultat avant impôts**



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

## 4. Un environnement toujours incertain

Burberry devrait à nouveau pâtir de l'environnement dont souffre actuellement l'industrie du luxe : un marché à Hong-Kong toujours en net recul, une zone européenne affaiblie par un flux touristique en retrait suite aux attentats et par des devises moins favorables et enfin un marché américain incertain. L'activité devrait rester morose durant l'exercice 2016/17 et la rentabilité devrait être affectée.

### 4.1. Une activité encore morose en 2016/17

Pas de réelle reprise de l'activité attendue en 2016/17 !

Lors de la dernière réunion d'analystes à l'occasion de la publication des résultats 2015/16, le CEO et la CFO du groupe ont dit s'attendre à un environnement « challenging » pour le secteur du luxe pour l'exercice 2016/17 (clos en mars 2017). En outre, l'effet surface du réseau *Retail* est estimée près de 1 à 2 points, « low single digit » selon la direction du groupe, grâce à l'ouverture de 15 « mainline stores » en dépit de la fermeture d'un nombre à peu près identique de magasins, signe d'une refonte du réseau et d'une montée en gamme du parc de magasins. Mais certaines boutiques seront agrandies et rénovées afin d'améliorer leur CA, expliquant l'effet surface légèrement positif. L'objectif principal du groupe étant cette année d'améliorer la productivité de ses magasins existants. D'où, l'anticipation d'une stabilité des ventes *Retail* à magasins comparables, en ligne avec la tendance de 2015/16 (-1%).

L'activité du réseau *wholesale* devrait reculer de 10% (à tcc) sur le S1 (dont -15% hors Beauté) en raison de la prudence des grands magasins américains et d'une réduction volontariste du nombre de points de vente de l'activité Beauté en particulier au R-U (après une extension sans doute trop rapide voire trop coûteuse lors des exercices précédents ?) afin de poursuivre là aussi une stratégie de montée en gamme. Sur l'ensemble de l'exercice, le recul des ventes *Wholesale* devrait être de près de 8% dont une stabilité pour le segment Beauté. Les revenus en provenance des licences (Japon, lunettes) devraient perdre encore 20MGBP sur le niveau de 2015/16, suite à la reprise en interne des activités au Japon.

Il nous paraît raisonnable d'anticiper pour la totalité du groupe une stabilité des ventes à taux de change constants. Ainsi, nous tablons sur une progression *underlying* des ventes *Retail/wholesale* de 0% (dont +2% pour le *Retail* et stable à magasins comparables), soit une hausse de près de 5% à données publiées pour le groupe, en tenant compte d'un effet devises de 5 points compte tenu de l'érosion récente de la livre sterling, impliquant *in fine* un CA de GBP2.63Mds (voir tableau ci-dessous).

**Fig. 23: Chiffres d'affaires de Burberry (2015/16-2017/18e)**

GBPm	2015/16	2016/17e	2017/18e
<b>Retail</b>	<b>1 838</b>	<b>1 990</b>	<b>2 065</b>
chge %	1.7	8.0	4.0
<i>Underlying chge %</i>	1.0	2.0	4.0
o/w at comp stores	-1.0	0.0	2.0
<b>Wholesale</b>	<b>635</b>	<b>620</b>	<b>640</b>
chge %	-2.0	-2.4	3.2
<i>Underlying chge %</i>	-2.0	-8.0	3.0
<b>Total Retail/wholesale</b>	<b>2 473</b>	<b>2 610</b>	<b>2 705</b>
chge %	0.7	5.0	3.6
<i>Underlying chge %</i>	0.0	0.0	4.0
Licensing	42	20	30
<b>Total Group</b>	<b>2 515</b>	<b>2 630</b>	<b>2 735</b>
chge %	0.0	5.0	4.0
<i>underlying chge %</i>	0.0	0.0	4.0

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



La stabilité des ventes *Retail* à magasins comparables devrait se décomposer de la manière suivante selon nous : dans la région APAC, une activité inchangée, ce qui montre une nette amélioration de la tendance par rapport à l'exercice 2015/16 (en baisse de «mid-single digit»), en raison d'une base de comparaison qui va devenir plus facile tout au long de l'exercice à Hong-Kong et surtout de la reprise en Chine (comme pour l'ensemble des acteurs du secteur) qui devrait se confirmer sur l'exercice en cours, d'autant plus que les autorités chinoises semblent vouloir lutter contre les achats des touristes chinois (ajustement des taux de TVA pour les achats e-commerce, contrôles plus poussés aux frontières...). En un mot, les chinois devraient acheter plus chez eux qu'à l'étranger par rapport à 2015/16. A noter qu'en 2017, l'effet prix devrait être quasi nul.

Une amélioration attendue en Asie-Pacifique en 2016/17!

En outre, nous anticipons une légère amélioration dans la zone «EMEIA» avec une progression des ventes de près de 2%, soit une hausse «Low Single Digit» contre une stabilité en 2015/16 alors que tout au long de l'exercice l'effet négatif des attentats devrait s'amoinrir, permettant aux touristes de progressivement revenir dans la zone. En revanche, dans la zone Amériques, nous anticipons une stabilité de l'activité, sans rebond par rapport à l'évolution de l'exercice 2015/16, compte tenu d'éventuelles perturbations liées aux élections américaines de novembre prochain et d'un environnement peu porteur (dollar fort, consommation des ménages affectée par des marchés financiers incertains et environnement défavorable dans les Grands magasins...).

**Fig. 24: Evolution du CA Retail à magasin constant par zone géographique**

	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e
APAC	Up LSD	Down MSD	stable	Up LSD
EMIA	Up DD	Stable	Up LSD	Up LSD
Americas	Up DD	Stable	Stable	Up MSD
<b>Total Retail</b>	<b>9</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>3</b>

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

## 4.2. Une rentabilité en retrait en 2016/17 !

Nouvelle érosion de la rentabilité en 2016/17 (-60bp) !

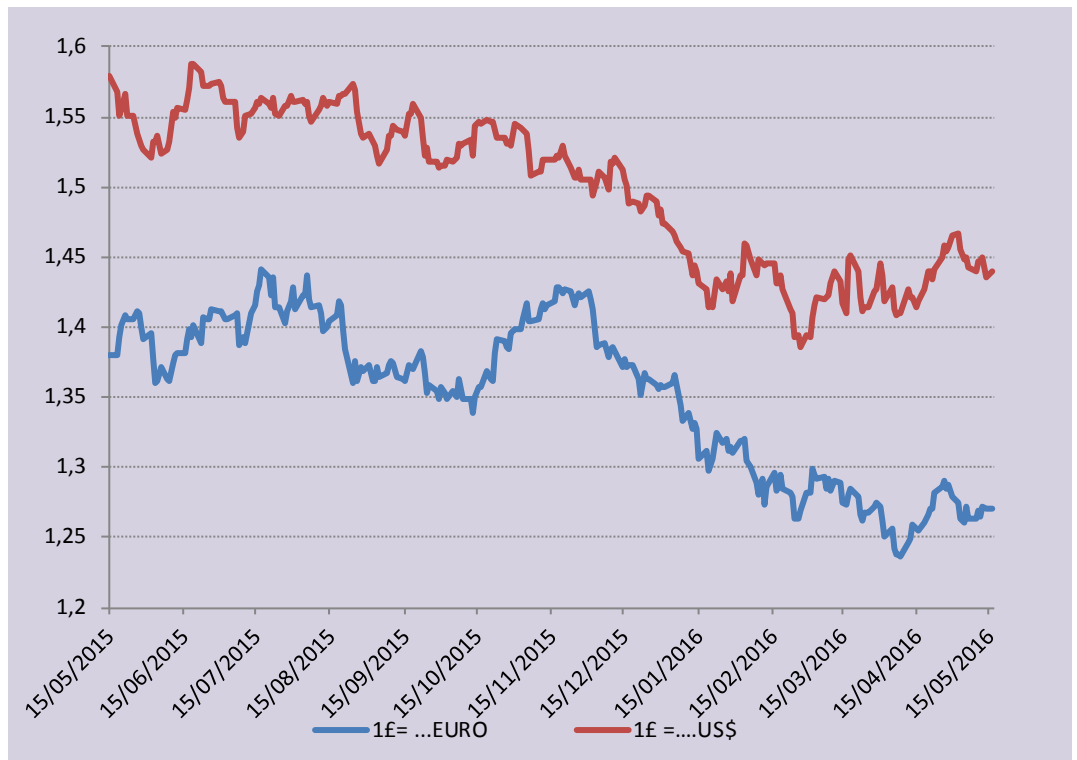
Pour l'exercice en cours, nous tablons sur un niveau de marge opérationnelle qui devrait reculer de nouveau. En effet, compte tenu de la faiblesse anticipée des ventes et d'une progression des coûts liés à nouveau à la hausse des loyers, la marge opérationnelle est attendue en recul de 60pb à 16,0% malgré une stabilité probable de la marge brute en raison de la faiblesse de la livre sterling et d'un mix distribution positif grâce à la surperformance du réseau *Retail* par rapport au réseau *Wholesale* dont les ventes sont attendues en retrait sur l'exercice en cours dont -10% sur le seul premier semestre. D'où notre attente d'une marge brute de 70%, stable par rapport au niveau de l'exercice 2015/16.

A l'occasion de la publication des résultats de l'exercice 2015/16, la Directrice Financière avait précisé que le Résultat avant Impôts de l'exercice 2016/17 devrait se situer dans le bas de la fourchette des attentes des analystes et être proche de 420MGBP, ce qui implique un EBIT quasiment au même niveau, en raison aussi de la hausse des frais opérationnels attendue par la direction générale de 5% à taux de change constants. Ce montant estimé de 420MGBP inclut un impact positif lié au programme de réduction de coûts de 100MGBP sur trois ans, soit 20MGBP dès cette année. Cet impact positif devant être partiellement compensé par des investissements de 10MGBP. Ce plan de 100MGBP d'économies devrait concerner pour la moitié une réduction de la complexité du groupe et l'élimination de « doublons », soit des suppressions de postes et pour moitié la baisse des OPEX.

Dans ces conditions, la marge courante d'EBIT 2016/17 pourrait reculer 60pb à 16,0%. Il est à noter que cette estimation tient compte d'un effet devises positif de 50 MGBP sur l'EBIT *Retail/Wholesale*

par rapport à l'EBIT 2015/16 (sur les niveaux de cours de change actuels, donc susceptible d'évoluer dans le temps, d'ailleurs le groupe avait donné une estimation de 60MGBP), conséquence de la récente faiblesse de la monnaie britannique. Les graphes ci-dessous mettent en lumière la faiblesse de la livre face à l'EURO et au Dollar US. Depuis le début de l'année et les craintes du BREXIT, elle a respectivement reculé de 7% et de 3%.

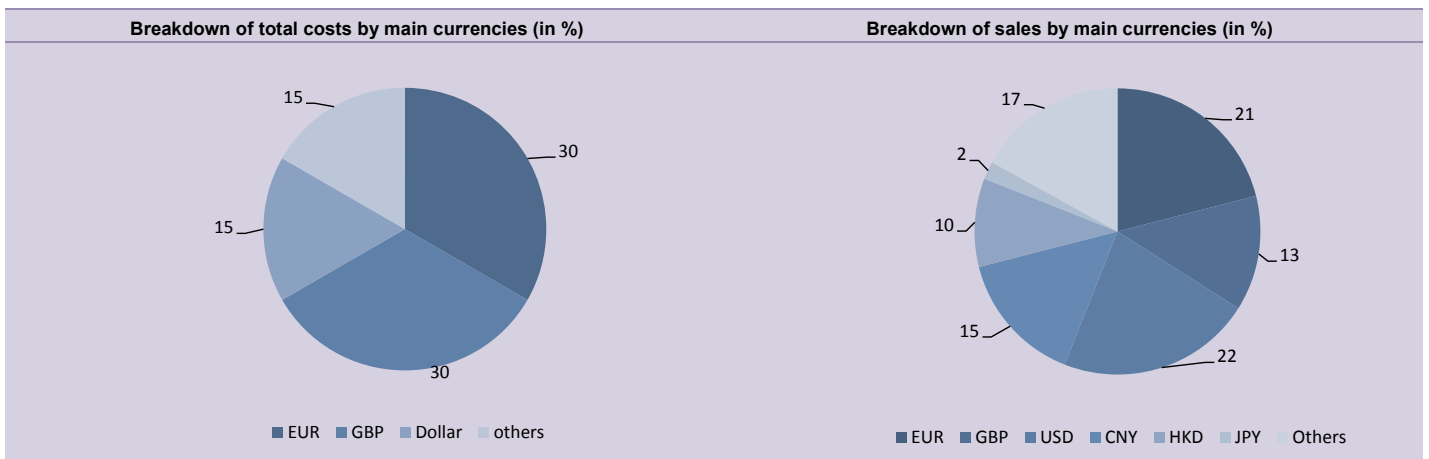
**Fig. 25: Evolution de la GBP face à l'EURO et au USD**



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

Les deux graphes ci-dessous illustrent le poids des principales devises dans les ventes et dans les coûts avec en particulier, celui de la livre sterling dans les premières (13%) et dans les seconds (30%), d'où l'effet positif de la baisse de la devise britannique sur les comptes de Burberry.

**Fig. 26: Poids des principales devises dans le CA et les coûts totaux**



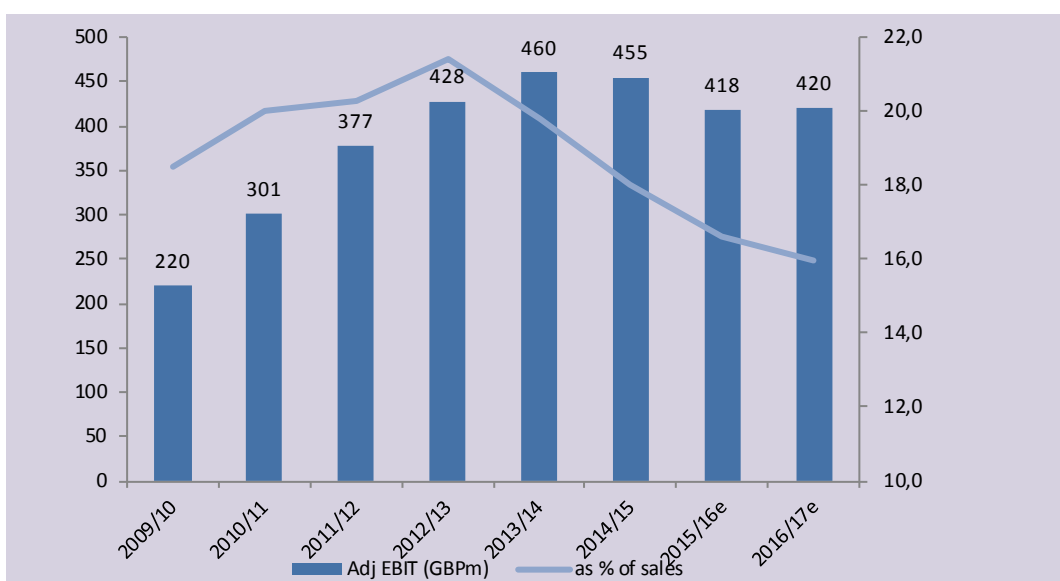
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 27: Compte de résultat résumé**

GBPm	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e
Retail/wholesale sales	2 455	2 473	2 610	2 705
<b>Group sales</b>	<b>2 523</b>	<b>2 515</b>	<b>2 630</b>	<b>2 735</b>
Retail/Wholesale EBIT	399	381	390	430
as % of sales	16.3	15.4	14.9	15.9
<b>Group EBIT</b>	<b>455</b>	<b>418</b>	<b>420</b>	<b>485</b>
as % of sales	<b>18.0</b>	<b>16.6</b>	<b>16.0</b>	<b>17.7</b>

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

Comme le met en exergue le graphe ci-dessous, la profitabilité opérationnelle du groupe Burberry a reculé de près de 540pb depuis le plus haut (21,3%) atteint lors de l'exercice 2012/13.

**Fig. 28: Evolution de l'EBIT et de la marge opérationnelle**


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

### 4.3. Une situation financière très confortable

Un taux de Pay Out de 52% grâce à un cash net de 660MGBP.

L'un des principaux atouts de Burberry est sa situation financière, historiquement très saine avec une trésorerie nette à fin mars 2016 de 660MGBP. Dans ces conditions, le groupe est en mesure de poursuivre sa stratégie ambitieuse de distribution de dividendes comme le met en lumière le tableau ci-dessous. Le taux de Pay-Out avec le dividende de 37p cette année est passé à 52%, inchangé pour l'exercice 2016/17 en anticipant une stabilité du dividende à 37p.

**Fig. 29: Evolution de la situation financière nette**

GBPm	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17e
Net cash	338	297	403	552	660	750
Capex	153	176	151	154	138	160
as % of sales	8.2	8.8	6.5	6.1	5.5	6.1
FCF	174	131	214	246	202	277
Net dividend (p)	25.0	29.0	32.0	35.2	37.0	37.0
Pay-out ratio (%)	40	41	42	46	52	52

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

## 5. Valorisation

Nous initions le titre Burberry avec une recommandation Neutre avec une Fair Value de 1,200p. En effet, malgré une performance boursière décevante (-11% sur un mois) et une valorisation relativement abordable, nous considérons qu'investir sur la valeur est trop risquée dans l'environnement actuel compte tenu de son profil développé plus haut et nous privilégions ainsi d'autres titres pour jouer le secteur du luxe (LVMH, Kering, Hermès).

Une sous performance boursière significative !

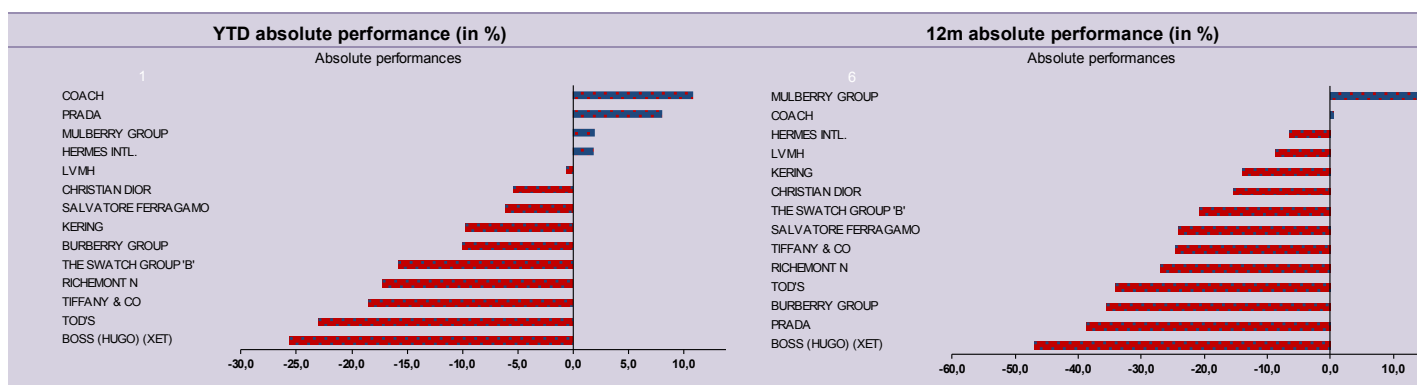
En outre, nous ne croyons pas à une modification de la structure du capital dont le flottant est proche de 100%. En effet, au-delà de LVMH qui a clairement récemment démenti tout intérêt pour le groupe et de Kering dont la structure financière empêche toute opération de croissance externe, la taille déjà acquise par Burberry (CA 2015/16 de 2,5MdsGBP et capitalisation boursière de 5MdsGBP) et la somme qu'il faudrait dépenser pour séduire ses actionnaires (près de 6MdsGBP ou 7,5MdsEUR) sans véritable synergies, sont les principaux obstacles à un tel scénario.

### 5.1. Une sous-performance du titre sur 12m

Burberry a été une des moins bonnes performances boursières du secteur sur les 12 derniers mois (-40%). Depuis le début de l'année, la situation n'est guère meilleure (-10%). Sur 12 mois, la sous performance par rapport à la moyenne du secteur est significative (-20%) alors que LVMH dans le même temps a surperformé le secteur de plus de 10%. Depuis, le début de l'année, le titre du groupe britannique a sous-performé notre échantillon luxe de 3% contre +7% pour LVMH. Une des raisons de l'évolution récente tient à une publication décevante de l'activité au S2 Enfin sur un mois, il a enregistré un recul de 11% (secteur en recul de 4%), suite à la publication décevante de ses ventes 2015/16.

Ces parcours illustrent aussi les interrogations des investisseurs sur le profil risqué du groupe britannique, comme démontré plus haut.

**Fig. 30: Performances boursières des groupes de luxe**



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

## 5.2. Un EV/EBIT 2016 globalement en ligne avec la moyenne sectorielle

Une valorisation quasiment en ligne avec la moyenne du secteur !

Si la valeur britannique se traite quasiment en ligne avec la moyenne du secteur en EV/EBIT16, en prenant en compte les perspectives bénéficiaires sur la période 2015-2017, « l'EV/EBIT to growth » de Burberry est parmi les moins attractifs de notre échantillon de groupes du secteur avec un ratio de 1,6x contre une moyenne de 1,4x (hors Hugo Boss), soit une prime de 15%. LVMH étant à 1,5x et Kering à 1,4x.

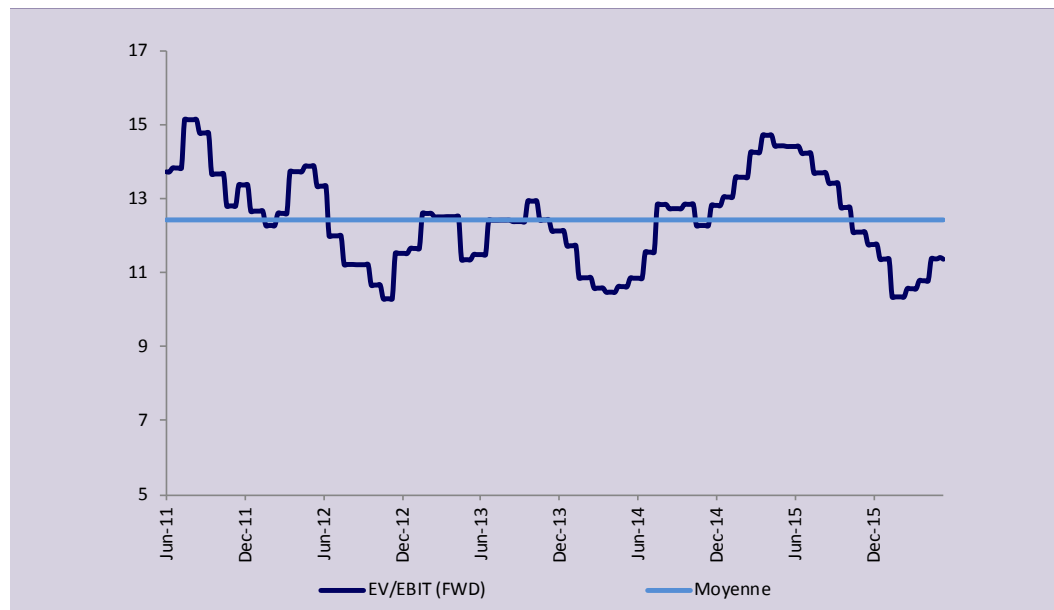
**Fig. 31: Valorisations comparées**

x	2016e EV/EBIT	2017e EV/EBIT	2016 premium on average (ii)	2017 premium on average (ii)
Burberry	11.0	10.5	-2%	4%
Hermès Intl	18.8	16.7	-	-
Kering	11.4	9.9	0%	-4%
LVMH	11.0	9.8	-2%	-2%
Prada	13.0	11.8	-6%	-5%
Richemont	10.6	8.5	-7%	-15%
Salvatore Ferragamo	11.7	10.5	3%	5%
Swatch Group	9.7	8.8	-14%	-13%
Tiffany	10.9	9.9	-4%	-1%
Tod's Group	12.6	11.3	11%	10%
<b>(i) Luxury average</b>	<b>12.1</b>	<b>10.7</b>	-	-
<b>(ii) Luxury average (excl. Hermès)</b>	<b>11.2</b>	<b>10.1</b>	-	-

Source : Company Data; Bryan, Garnier & Co ests

### 5.2.1. Une décote de 8% vs la moyenne historique cinq ans

En EV/EBIT *forward*, la valorisation actuelle de Burberry laisse apparaître une décote de 8% par rapport à sa moyenne historique cinq ans, ce qui apparaît assez logique compte tenu de l'environnement actuel du secteur. Ainsi le secteur du luxe se traite avec une décote de 15% par rapport à sa moyenne historique.

**Fig. 32: EV/EBIT forward historique 5 ans**


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

### 5.2.2. Vair Value de 1,200p

Notre modèle de DCF nous donne une Fair Value de 1,200p. Elle est fondée sur un taux de croissance à l'infini de 2,5%, en ligne avec les autres groupes du secteur. Compte tenu du profil du groupe et de la situation actuelle, nous avons intégré un beta de 1,05x, ce qui implique, conjointement à un taux sans risque de 1,6% et une prime de risque de 7% (hypothèses de valorisation chez Bryan Garnier), un WACC à 8,9%.

**Fig. 33: Modèle de DCF**

EURm	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Net Sales</b>	<b>2 630</b>	<b>2 735</b>	<b>2 844</b>	<b>2 958</b>	<b>3 077</b>	<b>3 215</b>	<b>3 344</b>	<b>3 444</b>	<b>3 547</b>	<b>3 636</b>
% change	5%	3.6%	4.0%	4.0%	4.0%	4.5%	4.0%	3.0%	3.0%	2.5%
EBIT	400	435	458	482	508	531	552	568	585	600
EBIT margin (%)	15.2%	15.9%	16.1%	16.3%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%
Income taxes	-95	-110	-121	-128	-132	-136	-140	-145	-148	-152
Tax rate (%)	23.6%	25.1%	26.5%	26.5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%
<b>Operating profit after taxes</b>	<b>305</b>	<b>325</b>	<b>337</b>	<b>355</b>	<b>367</b>	<b>378</b>	<b>389</b>	<b>401</b>	<b>411</b>	<b>421</b>
+Depreciations	140	140	139	133	138	142	146	151	154	158
-Change in WCR	16	12	14	15	21	22	26	23	24	25
-Investments in fixed assets	160	150	142	148	153	158	162	167	171	176
<b>Operating cash flow</b>	<b>269</b>	<b>302</b>	<b>320</b>	<b>325</b>	<b>330</b>	<b>340</b>	<b>347</b>	<b>361</b>	<b>370</b>	<b>379</b>
PV of terminal value	2,690									
+PV of future cash flows (2016-25)	2,120									
<b>= Enterprise Value</b>	<b>4,810</b>									
Net debt (2016e)	-660									
Other liabilities	140									
Minority interest	51									
Financial assets	145									
<b>Theoretical value of equity</b>	<b>5,424</b>									
Number of shares (m)	447									
<b>Theoretical FV per share (EUR)</b>	<b>1,200</b>									

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

Page laissée blanche intentionnellement



Page laissée blanche intentionnellement

## Bryan Garnier stock rating system

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

### Stock rating

BUY	Positive opinion for a stock where we expect a favourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential upside based on valuation), but also takes into account a number of elements 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 57,4%

NEUTRAL ratings 33,3%

SELL ratings 9,2%

## Research Disclosure Legend

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

Summary of Investment Research Conflict Management Policy is available [www.bryangarnier.com](http://www.bryangarnier.com)



## BRYAN, GARNIER & CO

London	Paris	New York	Munich	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) 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.