

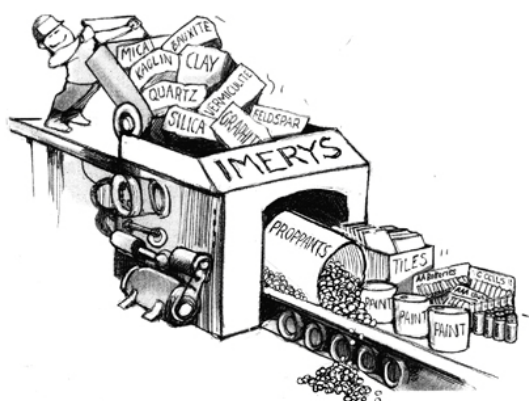
INDEPENDENT RESEARCH

8 juin 2016

Construction & Matériaux

Bloomberg	NK FP
Reuters	IMTP.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	71,6 / 51,6
Capitalisation Boursière (MEUR)	5 069
Valeur d'Entreprise	6 775
Volume moyen 6 mois (000 actions)	85,30
Flottant	40,6%
TMVA BPA (3 ans)	9,6%
Gearing (12/15)	55%
Rendement (12/16e)	2,92%

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
C. d'affaires (MEUR)	4 087	4 206	4 225	4 310
EBIT (MEUR)	468,20	518,07	544,59	564,31
BPA Publié (EUR)	4,24	4,53	4,84	5,10
BPA dilué (EUR)	3,56	4,08	4,41	4,70
EV/CA	1,67x	1,61x	1,58x	1,52x
EV/EBITDA	9,2x	8,6x	7,9x	7,5x
EV/EBIT	14,6x	13,1x	12,2x	11,6x
P/E	17,9x	15,6x	14,4x	13,6x
ROCE	7,9	7,9	8,2	8,4



Imerys

Plus fort que la Kryptonite.

Fair Value 72EUR (cours 63,70EUR)

ACHAT
Initiation de couverture

Leader mondial des minéraux de spécialités, Imerys peut s'appuyer sur les qualités remarquables de ses produits : à la fois utiles voire indispensables pour ses clients, généralement peu chers et offrant une réelle valeur ajoutée. Le marché a implicitement reconnu les qualités fondamentales du groupe avec un *re-rating* depuis 2013 (+1pts de multiple d'EBITDA). La valeur devrait désormais bénéficier de l'amélioration graduelle des marchés de la construction (>25% du CA), de l'automobile (~10%) et de la montée en puissance des nouveaux sites de production, alors que les proppants ne devraient pas peser davantage sur la profitabilité.

- Si Imerys est indéniablement cyclique, elle bénéficie d'atouts indéniables pour résister dans un environnement difficile. Ses produits sont souvent indispensables, représentent généralement une faible part dans le coût des produits de ses clients industriels et apportent une réelle valeur-ajoutée dans les processus de production et d'investissement de ceux-ci. La richesse de son portefeuille produits (plus de 30 minéraux) et une base industrielle mondiale (260 sites, 50 pays), lui permettent de s'adapter, de façon graduelle néanmoins, aux changements de tendances.

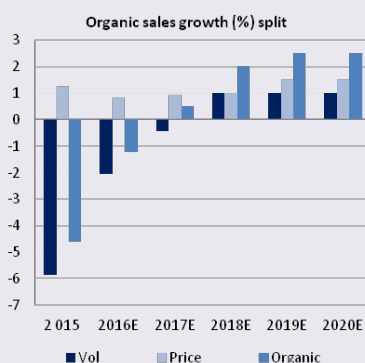
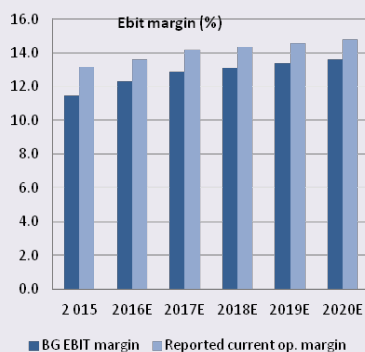
- Si le groupe est pénalisé par un environnement macro déprimé, qui se traduit par une dynamique molle des volumes, sa capacité à générer un prix-mix positif (3% p.a. en moyenne sur 10 ans), combiné à un contrôle des coûts, lui a permis de dégager en 2015 une marge d'EBITDA de 18,2% proche de celle de 2007 de 19%, alors que les groupes de matériaux accusent généralement des baisses de leur marge d'EBITDA ou d'EBIT plus marquées sur la période (-c300bps pour HEI ou SGO).

- L'amélioration graduelle des marchés de la construction (un quart de l'activité) et de l'automobile (10% du CA), la montée en puissance des nouveaux sites de production, sa politique d'innovation et une base de comparaison plus facile dans les proppants devraient soutenir le cours de bourse. Initiation à l'Achat. Fair Value de EUR72 par DCF et multiples.



Analyst:
Eric Lemarié
33(0) 1.70.36.57.17
elemarie@bryangarnier.com

Imerys



Activités

Imerys est le leader mondial des spécialités minérales pour l'industrie, avec des positions de premier plan dans les marchés de la construction, de la sidérurgie ou du papier. Le groupe génère plus de EUR4md de CA avec une présence dans environ 50 pays et au travers de 260 sites industriels. Son portefeuille comprend plus de 30 minéraux et ses carrières & mines en fournissent plus des deux tiers. Imerys compte plus de 16000 employés.

Income Statement (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Revenues	3 698	3 688	4 087	4 206	4 225	4 310
Change (%)	-4,8%	-0,3%	10,8%	2,9%	0,5%	2,0%
Adjusted EBITDA	650	674	745	787	843	870
EBIT	425	444	468	518	545	564
Change (%)	-4,5%	4,6%	5,4%	10,7%	5,1%	3,6%
Financial results	-51,5	-46,6	-55,5	-70,0	-59,6	-47,5
Pre-Tax profits	344	390	125	456	493	525
Exceptionals	344	390	125	456	493	525
Tax	-100	-117	-56,3	-130	-141	-150
Profits from associates	5,3	4,6	8,1	8,1	8,1	8,1
Minority interests	2,1	1,7	0,70	0,70	0,70	0,70
Net profit	244	273	69,1	326	352	375
Restated net profit	262	276	286	325	351	374
Change (%)	-1,1%	5,5%	3,5%	13,7%	8,0%	6,4%
Cash Flow Statement (EURm)						
Operating cash flows	468	423	554	491	555	582
Change in working capital	51,8	-44,5	49,5	-26,2	-16,3	-17,8
Capex, net	-253	-241	-272	-300	-295	-294
Financial investments, net	-109	25,6	-348	0,0	0,0	0,0
Dividends	-119	-125	-133	-139	-146	-157
Net debt	885	882	1 494	1 502	1 407	1 296
Free Cash flow	215	182	282	191	261	288
Balance Sheet (EURm)						
Tangible fixed assets	1 833	1 975	2 142	2 208	2 239	2 262
Intangibles assets	1 133	1 173	1 736	1 736	1 736	1 736
Cash & equivalents	441	704	455	1 055	455	455
current assets	1 246	1 389	1 540	1 585	1 592	1 624
Other assets	220	182	296	338	383	428
Total assets	4 873	5 422	6 169	6 923	6 405	6 505
L & ST Debt	1 327	1 585	1 948	2 556	1 862	1 750
Others liabilities	151	54,8	95,2	95,2	95,2	95,2
Shareholders' funds	2 248	2 444	2 644	2 770	2 955	3 152
Total Liabilities	4 873	5 422	6 169	6 923	6 405	6 505
Capital employed	3 573	3 815	4 611	4 704	4 751	4 792
Financial Ratios						
Operating margin	11,48	12,05	11,46	12,32	12,89	13,09
Tax rate	27,80	29,20	29,10	29,10	29,10	29,10
Net margin	6,60	7,41	1,69	7,75	8,33	8,69
ROE (after tax)	13,54	12,98	12,92	13,20	13,26	13,15
ROCE (after tax)	8,57	8,52	7,88	7,89	8,17	8,39
Gearing	38,98	35,21	55,41	53,66	47,15	40,72
Pay out ratio	41,16	41,79	40,66	40,00	40,00	40,00
Number of shares, diluted	76,34	77,11	80,23	79,73	79,57	79,57
Data per Share (EUR)						
EPS	3,98	4,09	4,24	4,53	4,84	5,10
Restated EPS	3,43	3,58	3,56	4,08	4,41	4,70
% change	-2,0%	4,4%	-0,5%	14,4%	8,3%	6,4%
BVPS	29,48	32,21	33,23	34,82	37,14	39,61
Operating cash flows	6,13	5,49	6,90	6,16	6,98	7,32
FCF	2,82	2,36	3,52	2,39	3,28	3,62
Net dividend	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1

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

Sommaire

1. Investment Case.....	4
2. Imerys en une page.....	5
3. Des fondamentaux hors du commun	6
3.1. Des produits incontournables, peu chers et offrant une réelle valeur-ajoutée	6
3.1.1. Barrières à l'entrée	9
3.1.2. <i>Reporting</i> par branche	9
4. Catalyseurs	12
4.1. Où en est-on dans les proppants ?	12
4.2. Montée en puissance des nouvelles usines	14
4.2.1. Innover ou reculer.....	14
4.2.2. Nouvelles capacités de production.....	15
4.3. Rotation du portefeuille d'activité	16
4.4. Amélioration de certains marchés sous-jacents	18
4.4.1. Rebond graduel des marchés de la construction.....	18
4.4.2. Performance contractée des marchés industriels	19
4.4.3. Performance sans saveur des marchés du papier.....	20
5. Prévisions & Valorisation.....	21
5.1. Prévisions.....	21
5.1.1. Environnement macro – indicateurs avancés.....	21
5.1.2. Scénario central.....	22
5.2. Prévisions détaillées	23
5.3. Valorisation (FV EUR72)	26
5.3.1. Applications des multiples à nos prévisions 2018 (EUR68).....	26
5.3.2. DCF (EUR76).....	26
5.3.3. Multiples sectoriels	27
Bryan Garnier stock rating system.....	31

1. Investment Case

Pourquoi investir maintenant?



Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

Le sentiment de marché vis-à-vis de la valeur a vocation à s'améliorer, selon nous. Si certains marchés sous-jacents devraient rester sous pression (en particulier l'acier), d'autres ont vocation à s'améliorer graduellement, en particulier la construction, alors que les déboires dans les proppants ne pèseront pas d'avantage.

Attractif ou non?



Valorisation :

La valeur se traite sur des multiples d'EBITDA de ~7.9x 2017e et ~7.5x 2018e, très proches des niveaux historiques. Elle n'est donc pas sous-valorisée. Elle a en revanche vocation à continuer à bien se comporter, grâce à des catalyseurs positifs (montée en puissance des nouvelles unités de production) et à un profil plus défensif (fondamentaux solides, *pricing-power*, diversification).

Horizon d'investissement?



Catalyseurs :

Imerys devrait bénéficier **1)** de l'amélioration graduelle des marchés de la construction, en particulier en Europe de l'Ouest, y compris en France. C'est un segment de marché qui pèse pour un quart de son chiffre d'affaires. **2)** dans une moindre mesure de la bonne tenue générale du marché auto (10% du CA) qui devrait soutenir les ventes de plusieurs minéraux ; **2)** de la montée en puissance des nouvelles unités de production, sensées améliorer l'exposition marché/zones géographiques du groupe ; **3)** de la montée en puissance des nouveaux produits et **4)** d'une base de comparaison moins défavorable sur les *proppants*.

Valeur ajoutée?



Différentiation face au consensus :

Nous pensons que certains changements récents (base de comparaison dans *l'oil & gas* aux US, politique de rotation du portefeuille) d'Imerys vers des segments de marché plus porteurs, devraient continuer à modifier la perception du groupe, d'une valeur cyclique à une valeur certes toujours dépendant de la macro mais davantage défensive.

Quels risques?



Risques :

Imerys est essentiellement exposé au risque macro, sur les segments de marchés sur lesquels il est présent : construction, sidérurgie, papier..... la valeur serait également pénalisée en cas de détérioration prolongée du secteur du gaz et pétrole de schiste aux Etats-Unis. La sortie de GBL, premier actionnaire (54% des actions ; 70% des DV), pèserait sur la valeur. Concernant le risque Pays Emergents : 4% du CA est généré en Chine, 3% en Inde et 3% au Brésil.

2. Imerys en une page

Fig. 1: Répartition de l'activité en 2015 et poids des grands marchés

26% du CA exposé à la construction, 15% à la consommation et 14% au secteur du papier

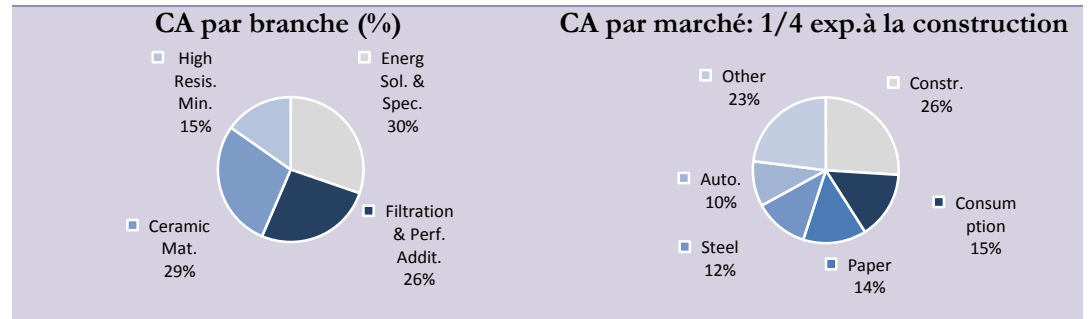


Fig. 2: Capitaux investis par branche et activité par zone géographiques

4% du CA réalisé en Chine, 3% en Inde et 3% au Brésil

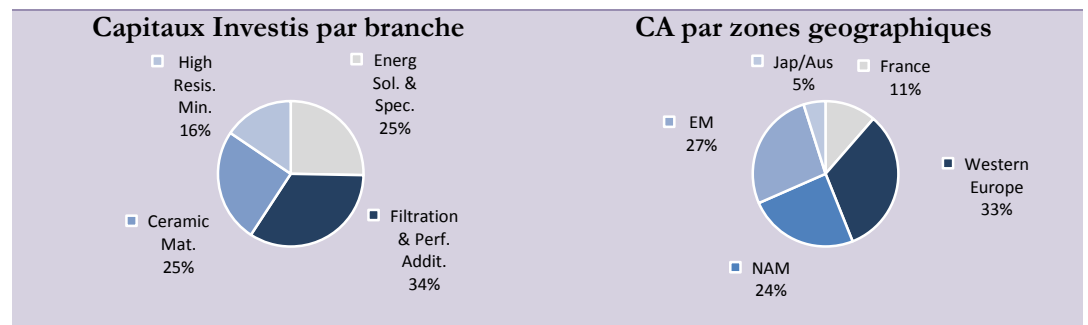


Fig. 3: Profitabilité par branche

Plus d'un tiers du ROC publié généré par la branche Matériaux Céramiques

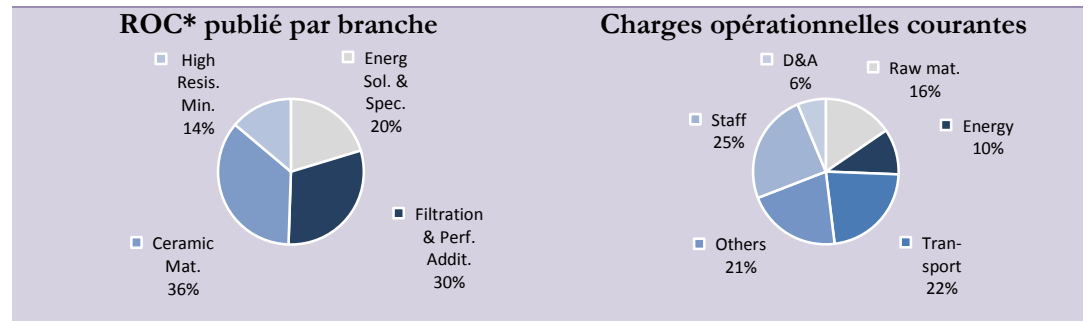
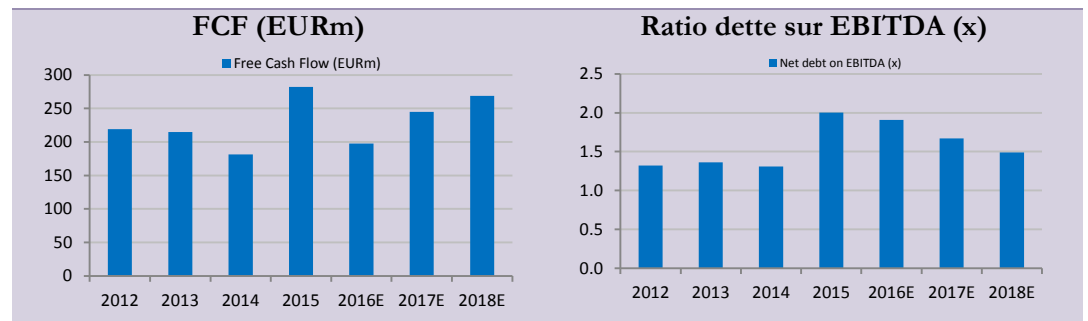


Fig. 4: Dynamique de résultats et politique de dividende

Ratio dette/EBITDA de 2x en 2015 à 1.5x en 2018e



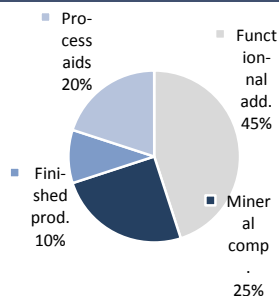
Source: Company Data; Bryan, Garnier & co

* Résultat Opérationnel Courant, tel que publié par Imerys

3. Des fondamentaux hors du commun

3.1. Des produits incontournables, peu chers et offrant une réelle valeur-ajoutée

CA par type de produits



Source: Imerys, Bryan, Garnier & co

Imerys est un groupe industriel verticalement intégré à la mine lorsque cela est pertinent. Il possède une centaine de gisements dans une cinquantaine de pays dont il extrait plus d’une trentaine de minéraux différents. Il ne se contente pas d’extraire pour vendre une commodité mais il transforme le minéral pour en faire un produit à valeur ajoutée. Si certains minéraux, principalement l’alumine, le zircon et la bauxite, ne sont pas extraits des carrières ou des mines d’Imerys, mais acheté à des tiers, puis transformés dans les usines du groupe, la majorité des minéraux transformés par le groupe, plus des deux tiers, proviennent néanmoins des carrières du groupe. Imerys maîtrise donc ses approvisionnements. C’est un point essentiel, dans la mesure où les minéraux du groupe sont bien moins communs, par exemple, que le calcaire nécessaire à un groupe cimentier. Enfin, le groupe produit aussi des minéraux de synthèse comme par exemple le graphite ou le carbonate de calcium précipité.

Le reporting du groupe est structuré autour de quatre branches distinctes, mais on peut également analyser les minéraux en les regroupant selon quatre grands types de produits, comme suit, et sans bien sûr être exhaustifs :

Un portefeuille de plus de 30 minéraux, plus des deux tiers extraits des carrières du groupe

- Les **additifs fonctionnels** qui améliorent les propriétés d’autres produits lorsqu’ils y sont ajoutés : par exemple du kaolin pour la blancheur du papier, l’opacité, la matité, la résistance des peintures ou les qualités de déformations des joints et adhésifs. Environ 45% du chiffre d’affaires d’Imerys sont des additifs fonctionnels.
- Les minéraux qui représentent une part importante des produits finaux. Ce sont des **composants minéraux** que l’on trouve, par exemple, dans les produits sanitaires, les céramiques ou la vaisselle fabriquées à partir de kaolin, d’argile, de talc ou de feldspath. Cela concerne environ un quart du chiffre d’affaires du groupe.
- Les **produits finis**. Principalement les tuiles en terre cuite. Cela concerne moins de 10% du CA du groupe.
- Les **aides au procédé** : ces minéraux utiles pour le processus de fabrication des produits finaux, mais qui n’apparaissent pas dans ces produits finaux. On pense à la diatomite pour la filtration de la bière ou aux réfractaires monolithiques pour les équipements industriels.

Fig. 5: Exemples de minéraux

Minéral	Carbonate de calcium naturel broyé (GCC)	Diatomite	Kaolin	Andalousite
Branche	Solutions pour l’Energie & Spécialités	Filtration & additifs de performance	Matériaux Céramiques	Matériaux de haute résistance
Propriétés	Respirant	Absorption	Blancheur, opacité, brillance	Stabilité de volume, résistance chocs thermiques et chimiques
Applications	Films plastiques alimentaires	Filtration de boissons	Papier, peintures, plastiques	Fonderie

Source : Imerys, Bryan, Garnier & Co

Fig. 6: Des produits utiles, partout.



Source : Imerys

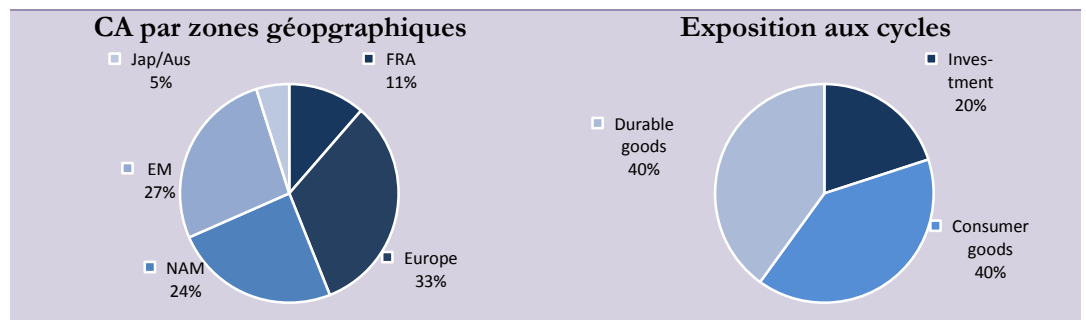
Aucun marché final ne pèse plus de 15% du chiffre d'affaires

Au-delà des qualités techniques intrinsèques des minéraux d'Imerys, qui se traduit par une très large gamme d'application, la force du groupe se retrouve dans aussi la diversité des marchés finaux qu'il sert. Aucun marché final ne représente plus de 15% du CA du groupe (avec la construction subdivisée) et environ la moitié du CA est exposé à des marchés représentant moins de 10% de l'activité du groupe. Cette diversité des marchés auxquels le groupe s'adresse se retrouve aussi dans son exposition à la fois géographique et aux cycles économiques.

Seulement 20% du chiffre d'affaires exposé au processus d'investissement des clients d'Imerys

- Imerys est présent à travers le monde, avec une présence pour raisons historiques en Europe pour 44% de son CA, un peu moins d'un quart est généré en Amérique du Nord, 5% au Japon et en Australie et le solde dans les pays émergents.
- Environ 80% de son chiffre d'affaires est exposé au processus de production et/ou de vente, avec des minéraux que l'on retrouve dans les produits de consommation (~40%) ou les produits durables (~40%). Environ 20% seulement du CA est exposé aux processus d'investissement des clients industriels, par définition le plus cyclique.

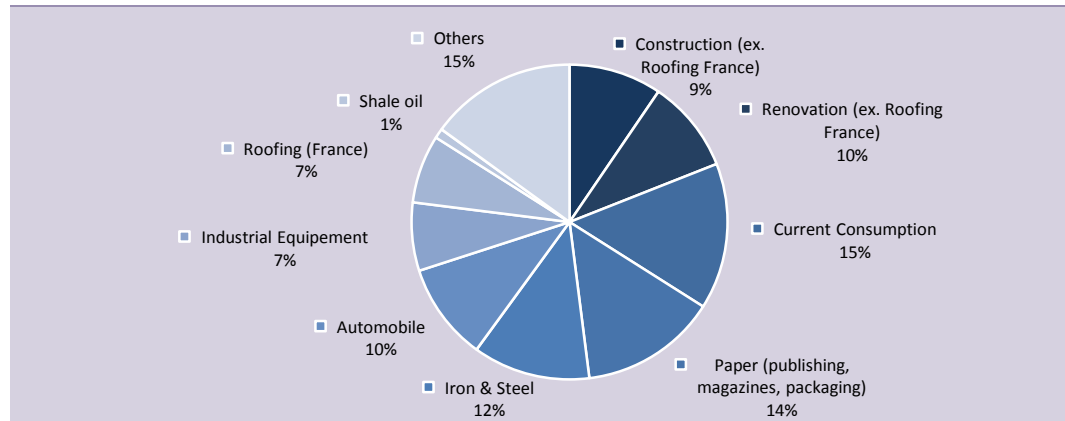
Fig. 7: Exposition pays & exposition cycles macro



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

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

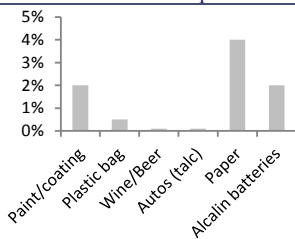
Fig. 8: Une gamme d'applications très large. Un quart lié à la construction.



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

Enfin, les minéraux sont, en général, peu chers, si on les compare à la valeur des produits finaux auxquels ils se rapportent. Par exemple, la part du coût de la diatomite (utilisée ici pour ses qualités de filtration) dans celui de la fabrication de la bière est inférieure à 1%. Comme le minéral est indispensable, cela se traduit pas un *pricing power* assez naturel. Cela est d'autant plus le cas, que les minéraux n'étant pas des commodités, les prix sont négociés de gré à gré.

Poids des minéraux dans le coût final d'un produit



Source: Imerys, Bryan, Garnier & co

Pour autant, un prix bas n'est pas systématique. Les *proppants* par exemple, fabriqués à partir de kaolin bauxitiques; sont idéals dans le cadre de l'extraction du pétrole et du gaz de schiste. Ils permettent de maintenir ouvertes les fractures permettant le passage des hydrocarbures et leur rendement est bien supérieur à celui du sable. En revanche, dans un scénario de forte tension sur les coûts comme c'est le cas actuellement, en particulier en Amérique du Nord, les producteurs vont leur substituer du sable, de 4 à 5x moins onéreux, même si l'extraction ne sera ici pas optimisée.

A contrario, le kaolin est un minéral d'une efficacité économique redoutable dans l'industrie du papier. Non seulement va-t-il en améliorer les qualités, mais il peut également se substituer en partie à la pâte à papier en étant même moins cher que celle-ci (le groupe avait communiqué en 2012 sur un prix du kaolin pour papier de EUR100 à EUR250 la tonne contre EUR500 à 700 pour la pâte à papier).

Fig. 9: Pricing power : un effet toujours largement positif

EURm	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Impact prix/mix sur EBIT courant	64	94	123	61	160	129	27	154	109	37	45	35
Variation coûts variables	37	109	84	34	159	15	-22	91	71	1	5	-20
Delta prix/mix vs coût	27	-15	39	27	1	114	49	63	37	36	40	55
Effet prix/mix sur CA (% , échelle de droite)	2.6	3.0	4.0	1.8	4.5	3.9	1.9	4.4	3.3	1.2	1.5	1.3

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

Un impact prix-mix plus modeste...

...mais des charges variables sous contrôle, voire en net retrait comme en 2015...

...et finalement un delta-prix/coût toujours très soutenu.

Bien entendu, l'environnement déflationniste ne favorise pas l'augmentation des prix et l'effet prix-mix au niveau du chiffre d'affaires a été limité en 2015, inférieur à 1.5% et il est probable que l'impact soit similaire en 2016, avec un début d'année à +0.8% au T1.

Néanmoins, malgré cela, le groupe a réussi à plus que couvrir l'évolution de ses charges variables au niveau de l'EBIT courant, y compris en 2015, et cela grâce à une gestion très serrée de ses charges qui n'ont pratiquement pas augmenté depuis 2012 – et même légèrement reculé l'an passé. Ainsi, le *pricing*

power du groupe, que l'on peut mesurer par la différence entre l'impact du prix-mix sur l'EBIT et l'impact des coûts variables sur l'EBIT (le delta prix-coût) est toujours largement positif depuis 2009. Il est de EUR13.4m au T1 2016, en ligne avec les EUR55m de l'année 2015.

3.1.1. Barrières à l'entrée

Alors que pour un groupe minier, l'essentiel des actifs sera constitué des carrières et ou des mines, dans le cas d'Imerys, l'outil industriel prend une place centrale. Le groupe dispose de 260 sites industriels à travers le monde, avec une présence dans une cinquantaine de pays.

Le portefeuille de minéraux est en également une barrière à l'entrée, avec des carrières qui assurent en moyenne une visibilité de 20 années de production (mesurée à partir des réserves minérales). Ce sont de vraies barrières à l'entrée dans la mesure où un nouvel entrant aurait à investir considérablement, à la fois en argent et en temps (il s'agit d'identifier les sources d'approvisionnement adéquates) pour atteindre une taille similaire.

Le groupe bénéficie également de positions de leadership : il est numéro 1 ou 2 mondial sur de nombreux marchés et ce sur toutes les branches. Numéro un des réfractaires monolithiques, de la diatomite et de la perlite pour la filtration, du kaolin pour papier, des minéraux fondus pour abrasifs... Ce sont d'ailleurs ces différentes barrières à l'entrée qui justifient le recours à la croissance externe pour acquérir des positions de premier plan dans de nouveaux minéraux (Talc de Luzenac, S&B dans la bentonite, World Minerals dans la filtration, etc).

3.1.2. Reporting par branche

- La Branche **Solutions pour l'Energie & Spécialités** (30% du CA, 20% du ROC publié, cette activité étant en 2015 la moins profitable (marge opérationnelle courante publiée à 9.6%) et la moins rentable (ROIC à 6.7%) en raison des proppants céramiques fournit des minéraux pour le secteur des biens de consommation et du papier (division Carbonates), des industries de haute température, comme la sidérurgie ou le ciment (div. Réfractaires Monolithiques), de l'énergie mobile (div. Graphite & Carbone) et de l'Exploitation Pétrolière (proppants).
- La Branche **Filtration & Additifs de Performance** (26% du CA, 30% du ROC publié) fournit des minéraux (bentonite, diatomite, mica, perlite, talc...) à de nombreuses industries : agro-alimentaire, boissons, acier, construction, horticulture, plastiques, peintures, caoutchoucs, catalyse, papier, santé, santé et la beauté.
- La Branche **Matériaux Céramiques** (28% du CA, 36% du ROC publié, la branche étant à la fois la plus profitable et la plus rentable) est composée de la division Kaolin (industries du papier, des cartons et emballages, de la peinture, des plastiques, des joints et des adhésifs, et des céramiques), de la division Toiture (tuiles en terre cuite en France) et de celle des minéraux pour Céramiques (sanitaire, vaisselles, carrelage).
- La Branche **Minéraux de Haute Résistance** (15% du chiffre d'affaires, 14% du ROC publié) est spécialisée dans les minéraux résistants aux hautes températures, avec une grande capacité abrasive, etc. On les retrouve dans l'industrie, en particulier dans la sidérurgie ou l'automobile.

260 sites industriels à travers le monde et 20 ans de production assurée par les réserves minérales.

La branche Matériaux Céramiques est la branche phare du groupe. Elle combine des marges (quasiment 18% en opérationnel) et un ROIC élevé (12.5%)

... avec des minéraux très bien placés pour bénéficier de l'amélioration des marchés de la construction.

Fig. 10: Chiffres clés par branche

EURm	Energy Sol. & Sp.	Filtr. & Perf. Add.	Ceramic Mat.	High Resist. Min.	Total Imerys
2015 REV	1253	1081	1172	629	4087
y/y I-f-I %	-6.6	2.2	-4.2	-8.0	-4.6
2015 EBIT (reported)	120	178	210	82	538
EBIT Margin %	9.6	16.5	17.9	13.0	13.2
Capex	86	65	78	43	274
in % of sales	6.8	6.0	6.7	6.8	6.7
Industrial sites (units)	74	76	82	28	260
Average invested capital	1266	1109	1192	731	4728
Capital intensity (x)	1.0	1.0	1.0	1.2	1.2
ROIC % post tax*	6.7	11.4	12.5	7.8	8.8
% of total revenues	30	26	28	15	100
% of total EBIT	20	30	36	14	100

* le ROCE 2015 publié par Imerys est de 11.2% avant impôt. Notre ROIC est ici calculé après impôt (taux de 29%) et sur les capitaux investis moyens 2014 et 2015.

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

Fig. 11: Exposition géographique par branche

%	Energy Solutions & Specialties	Filtration & Performance Additives	Ceramic Materials	High Resistance Minerals	Total Imerys
France	not disclosed	not disclosed	not disclosed	not disclosed	11
Western Europe	35	37	62	40	33
US / Canada	21	34	18	28	24
EM	36	26	18	27	27
Japan / Australia	8	3	2	5	5

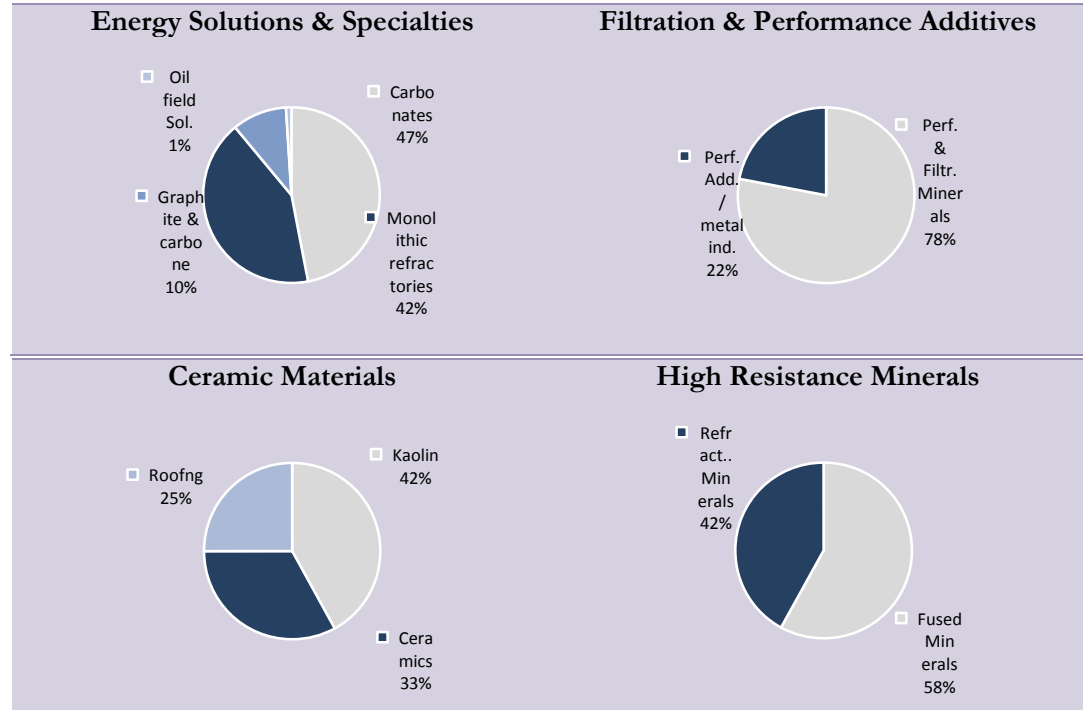
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 12: Exposition géographique par branche

Energy Solutions & Specialties		Filtration & Performance Additives		Ceramic Materials		High Resistance Minerals	
End Market	%sales	End Market	%sales	End Market	%sales	End Market	%sales
Paper	18	Consumer goods	24	Construction & renovation	53	Iron & Steel	26
Iron & Steel	17	Automotive	21	Paper	29	Industrial Equipment	18
Energy	17	Construction & renovation	17	Current consumption	7	Automotive	16
Construction & renovation	13	Iron & steel	12	Automotive	3	Construction & renovation	14
Current consumption	12	Industrial equipment	9	Other	8	Energy	10
Automobile	5	Paper	4			Current consumption	8
Industrial equipment	3	Other	13			Others	6
Other	15						

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

Fig. 13: Divisions par branche



Source: Company Data; Bryan, Garnier

4. Catalyseurs

4.1. Où en est-on dans les proppants ?

Le marché des proppants céramiques, utilisés comme agent de soutènement (les billes injectées dans la roche maintiennent les fracturations ouvertes pour laisser passer le gaz ou le pétrole de schiste), est aujourd'hui au point mort, les producteurs leur préférant le sable, moins efficace mais de 4 à 5 fois moins cher.

Rappelons les points clés du développement d'Imerys dans ce segment de marché :

- Le 20 septembre 2011, Imerys inaugure une usine de production de proppants céramiques aux Etats-Unis pour un investissement d'environ USD60m
- En avril 2013, Imerys complète ce premier investissement par l'acquisition de PyraMax Ceramics, essentiellement constitué de deux lignes de production, à l'époque en cours d'achèvement. L'investissement est de USD335m, dont USD100m de complément de prix (qui ne seront finalement pas versés intégralement, le prix payé total est un peu inférieur à USD310m (ou EUR237m).
- L'activité proppants monte en puissance graduellement, avec en particulier la constitution de stocks au cours de l'exercice 2014.
- Fin 2014/début 2015, le marché s'effondre, pénalisé par la baisse brutale du prix du pétrole, qui se traduit par une préférence pour le sable dans l'extraction du pétrole et gaz non conventionnel. Les volumes de proppants reculent vraisemblablement de ~80% y/y sur le T1 2015. L'impact sur le résultat courant aura été estimé à -EUR5m par le management sur le seul premier trimestre. Sur l'année entière, il sera de -EUR27m. Le groupe ne vendra quasiment pas de proppants au cours de 2015, mais s'évertuera à maintenir opérationnel son outil industriel. Les volumes vendus proviendront du stock.
- Une dépréciation de EUR274m (EUR209m après impôt) est passée dans les comptes 2015 (le goodwill est intégralement déprécié). Les capitaux investis dans les proppants ne sont donc plus désormais que de EUR158m (soit moins de 5% des capitaux investis), contre environ EUR430m auparavant.
- En 2016, Imerys génère toujours un peu de chiffre d'affaires sur cette activité, autour de EUR20m (vs EUR22m en 2015 et EUR98m en 2014), par la vente de stocks résiduels.

La situation est donc aujourd'hui au point mort. L'outil industriel est néanmoins en mesure de redémarrer dans les meilleurs délais et le coût de maintien en ordre de marche de cet outil de production, ainsi que des équipes commerciales et logistiques, ne dépassera pas les EUR27m en 2016 (au niveau de l'EBIT courant).

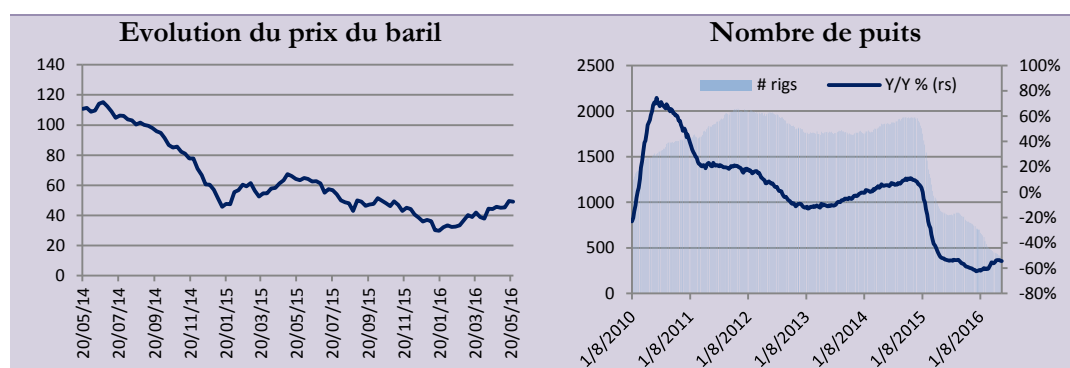
Pour que l'activité redémarre, il faudrait bien sûr que le prix du baril remonte. On estime généralement qu'il lui faudrait repasser durablement la barre des 50 dollars le baril, soit un niveau proche des cours actuels, pour que les producteurs choisissent de repasser aux billes céramiques à la

place du sable. Si les cours du Brent continuent de progresser et s'installent durablement au-delà des 50 dollars, on ne peut exclure une bonne nouvelle pour l'activité proppants d'Imerys.

A noter que ce retour aux proppants céramiques n'entraîne pas de coûts d'exploitation additionnels.

La visibilité est donc naturellement très modeste, mais nous considérons que le sujet des proppants ne devait plus peser sur le cours de bourse, dans la mesure où les pertes sont stabilisées et le sujet bien connu et intégré par les investisseurs.

Fig. 14: Puits aux US et prix du baril



Sources: Datastream pour le pétrole, Baker Hughes pour les puits ; Bryan, Garnier & co

Enfin, il n'est pas inutile de rappeler ici le « rig count » publié par Baker Hughes, qui recense le nombre de puits ouverts en Amérique du Nord. Certains n'étant pas exploités, les chiffres ne reflètent pas les puits en activité et sous-estime la baisse du marché sous-jacent pour les proppants. A contrario, cela signifie que le « rig count » de Baker Hughes va également sous-estimer le rebond, en ne prenant pas en compte les puits ouverts mais non exploités initialement et dont l'exploitation démarre.

4.2. Montée en puissance des nouvelles usines

4.2.1. Innover ou reculer.

De nombreux exemples de nouveaux produits :

- ✓ Graphite pour batteries Lithium-Ion pour véhicules électriques
- ✓ Perlite pour produits de gommage dans la cosmétique
- ✓ Pesticides/fertilisants à base de solutions minérales
- ✓ Fiberlean

Au-delà des nouvelles unités de production que nous présentons ci-après, il y a l'innovation. Ce n'est pas un mythe : 400 chercheurs travaillent chez Imerys et le groupe vient de nommer un nouveau *Chief Innovation Officer*, Thierry Materne, PhD, ancien de Goodyear, Dow Corning et Sabic Innovative Plastics (ex-GE Plastics). Avec environ 1300 brevets à fin 2015, l'innovation a généré un chiffre d'affaires de EUR200m en 2011 et EUR490m en 2015 (12% du CA consolidé). Si l'ambition de faire EUR700m de CA en 2016 grâce à l'innovation est contrariée par la contreperformance des proppants (censé générer à l'origine EUR150m de CA), elle demeure une priorité. A ce titre, Fiberlean est un bon exemple. C'est un nouveau composite minéral qui va à la fois **1**) améliorer le papier auquel il sera associé (amélioration de la douceur, de l'opacité et de la porosité du papier) ; **2**) améliorer la productivité du fabricant du papier grâce à un séchage plus rapide tout en réduira sa facture finale (grâce au composite, le papier va nécessiter moins d'efforts de pression dans le processus de fabrication). Le développement de cette technologie pour d'autres applications va désormais se faire au travers d'une JV technologique entre Imerys et Omya.

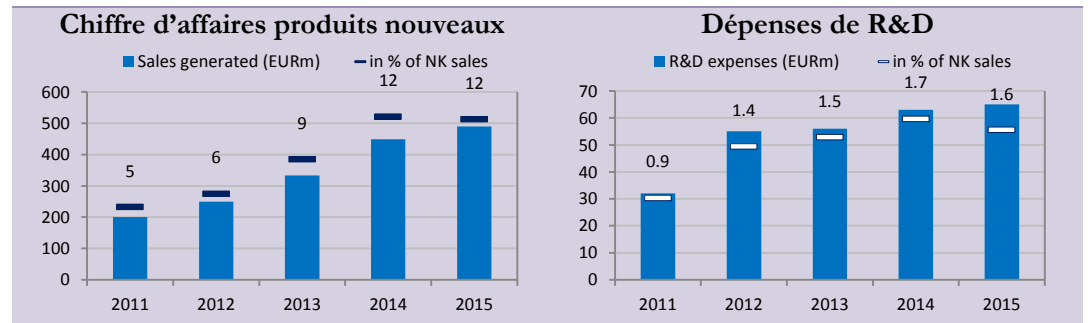
Cela étant dit, nous nous interrogeons sur la traduction boursière des efforts et résultats en matière d'innovation.

- Quand bien même cette innovation rapporterait du CA additionnel (en croissance de +29% hors *proppants* en 2015) pesant tout de même 12% du chiffre d'affaires, cette dynamique est contrariée par la modeste croissance du reste du portefeuille. Avec une baisse en organique de -4.6% du chiffre d'affaires en 2015 (mais de -1.8% seulement au T1 2016, par ailleurs essentiellement liée au recul du marché de l'acier et de celui des proppants), on ne peut que constater qu'à court terme, la contribution des nouveaux produits est plus que consommée par ailleurs. Néanmoins, il faut souligner que les nouveaux produits génèrent des marges opérationnelles supérieures à la moyenne du groupe. Ils contribuent donc à la résilience de la marge en consolidée.
- Sauf exception, les acteurs du marché ne sont ni géologues, ni chimistes. Apprendre qu'Imerys a développé un abrasif de nouvelle génération ou des nouveaux talcs pour l'industrie cosmétique peut, au mieux attiser la curiosité, au pire susciter l'indifférence, voire malencontreusement le doute (« est-ce *réellement* des nouveaux produits ? »). La problématique est différente du secteur de la Santé par exemple, où les futurs médicaments doivent passer par différents phases d'autorisations avant leur mise sur le marché et où la communauté des analystes peut donc estimer leur chiffre d'affaires futur. Certes, Imerys peut entreprendre un travail de pédagogie, mais on peut légitimement s'interroger sur la traduction boursière d'une telle démarche. D'ailleurs, il nous semble que le nombre de brevets déposés parle assez peu au marché.

Pour agir davantage en tant que catalyseur, la croissance des nouveaux produits devrait s'additionner à une croissance interne déjà présente et non pas simplement compenser son recul.

Les nouveaux produits génèrent une marge supérieure à la moyenne du groupe.

Fig. 15: Innovation : impact & coût



Sources : Imerys, Bryan, Garnier & co

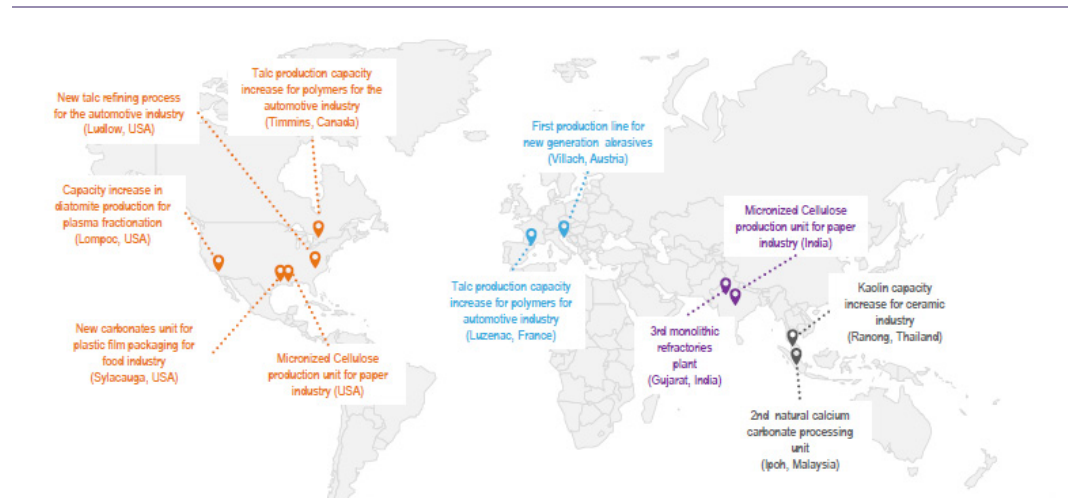
4.2.2. Nouvelles capacités de production

Imerys a investi EUR78m dans de nouvelles capacités de production en 2015, un niveau similaire à celui de 2014 (EUR82m). Sur la base d'une intensité capitalistique proche de 1x, le chiffre d'affaires additionnel devant être généré par ces nouvelles unités de production devrait être proche de EUR80m à vitesse de croisière.

L'idée directrice est de renforcer des capacités situées soit dans des pays matures mais exposées à des segments de marché en croissance, soit dans des pays émergents et donc naturellement bénéficiaires, on peut l'espérer, d'une croissance de ses marchés sous-jacents. On pourra en particulier souligner, pour le seul exercice 2015 :

- L'augmentation de la capacité de production de talc pour plastiques dans l'automobile en France et aux Etats-Unis.
- L'extension de la capacité de diatomite pour le secteur de la santé aux Etats-Unis. Le minéral est ici utilisé pour le fractionnement du plasma sanguin.
- Dans les émergents : une nouvelle usine de réfractaires monolithique en Inde et une extension de capacité de production de kaolin pour l'industrie céramique en Thaïlande.

Fig. 16: Nouvelles usines – nouvelles lignes de production



Source : Imerys, Bryan, Garnier & co

4.3. Rotation du portefeuille d'activité

Depuis 2011 et l'acquisition de Talc de Luzenac, Imerys n'a cessé d'optimiser son portefeuille d'activité, afin de renforcer son exposition aux segments de marché les plus dynamiques et réduire celle aux marchés les plus matures. Nous pensons que le groupe, dans la mesure du possible, continuera d'arbitrer pour optimiser son portefeuille d'actifs :

- 2011 : Imerys finalise l'acquisition de 100% de Talc de Luzenac pour EUR232m en VE au groupe Rio Tinto. La cible est leader mondial de la transformation du talc, utilisé en particulier dans l'industrie automobile pour alléger et renforcer certaines parties plastiques – mais que l'on retrouve également dans nombre d'applications, de la santé à l'hygiène. Le chiffre d'affaires s'élevait à EUR270m en 2010.
- 2011 : lancement outre-Atlantique en Géorgie d'une activité de proppants céramiques pour un investissement de USD60m. Cette première sera complétée en 2013 par l'acquisition de Pyramax pour USD310m (EUR237m). Comme nous l'avons rappelé, le calendrier de cet engagement dans les métiers de l'industrie pétrolière s'est finalement avéré malheureux.
- 2013 : le groupe décide de sortir de l'activité de briques en terre cuite, avec la cession d'Imerys Structure, présente également sur le segment des conduits de cheminée. C'est bien vu : Imerys Structure est exposée à un marché mature : le résidentiel neuf en France, pour un chiffre d'affaires de EUR75m. En revanche, Imerys Toiture, dont l'activité est exposée au marché de la rénovation (moins cyclique que le neuf), n'est pas cédée (et pèse aujourd'hui environ EUR300m). L'opération de cession d'Imerys Structure sera finalisée fin 2013.
- En 2014, Imerys décide de céder quatre sites industriels de carbonate de calcium générant un CA de EUR75m (finalisée fin janvier 2014). L'opération est intéressante dans la mesure où les usines concernées sont toutes situées dans des pays matures (France, Suède, Italie et Etats-Unis) et qu'elles s'adressent à des segments de marché également matures (en l'occurrence le marché du papier).
- Début 2014, Imerys lance une offre de USD1.6md en VE sur le groupe américain Amcol, leader mondial de la bentonite, minéral utilisé dans la secteur de la fonderie pour les secteurs de l'automobile ou des machines-outils, dans celui de la construction pour les produits d'étanchéité, celui du forage ou des produits de consommation courante. L'offre du groupe français est relevée deux fois mais c'est finalement Mineral Technologies qui remporte la mise pour une VE de USD 1.7md. Amcol réalise en 2013 un chiffre d'affaires de USD1md.
- Fin 2014, le groupe jette finalement son dévolu sur le groupe grec S&B, pour une valeur hors dette de EUR525m et de EUR760m en VE. S&B génère environ EUR400m de chiffre d'affaires avec un bon niveau de marge d'EBITDA retraitée de 20%. Cette acquisition renforce le portefeuille de minéraux d'Imerys, S&B étant le leader européen de la bentonite, avec également une présence dans la wollastonite (additifs pour polymères et peintures), la perlite (construction, agriculture) et les fondants pour *coulée continue* (sidérurgie). S&B est consolidé à partir du 1^{er} mars 2015.
- Début novembre 2015, trois acquisitions complémentaires sont réalisées :

Imerys

- Imerys signe un accord pour acquérir la division carbonate de calcium précipité (PCC) de Solvay, comprenant 4 sites de production en Europe pour un chiffre d'affaires de EUR60m dans les marchés de l'automobile, de la construction et de la santé/beauté.
- Imerys récupère également l'activité kaolin hydraté pour papier de BASF aux Etats-Unis, concomitamment au portefeuille clients, pour un chiffre d'affaires de USD60m.
- Enfin, Imerys acquiert la société Matisco, spécialiste des accessoires métalliques dans la toiture en France. En tout état de cause, même si c'est une opération de petite taille pour Imerys (Matisco génère EUR23m de CA en 2014), cela démontre une certaine confiance dans le retour graduel à un meilleur marché de la construction résidentielle en France.

4.4. Amélioration de certains marchés sous-jacents

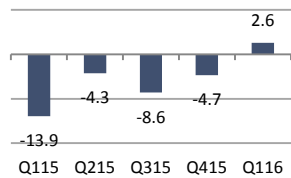
Si certains indicateurs avancés laissent peu d'espoir de rebond, comme la production industrielle, en particulier l'acier, les indicateurs avancés dans la construction nous semblent de bon augure (mises en chantiers mieux orientées), ainsi que les statistiques d'immatriculations automobiles. En revanche, les marchés du papier restent très calmes, y compris dans les zones émergentes.

4.4.1. Rebond graduel des marchés de la construction

Les mises en chantiers des logements sont en phase d'amélioration dans plusieurs marchés clés, notamment en France et aux Etats-Unis alors que 19% du chiffre d'affaires est exposé à la construction (hors toiture), en particulier résidentielle, aux Etats-Unis et en Europe. S'y ajoute 7% du chiffre d'affaires exposé à la toiture en France, pour laquelle on suivra plus particulièrement l'évolution des mises en chantier des maisons individuelles, mais aussi les ventes de tuile en terre cuite.

26% du chiffre d'affaires 2015 exposé aux marchés de la construction, en particulier au travers la branche matériaux céramiques, la plus profitable (marges) et la plus rentable (ROIC).

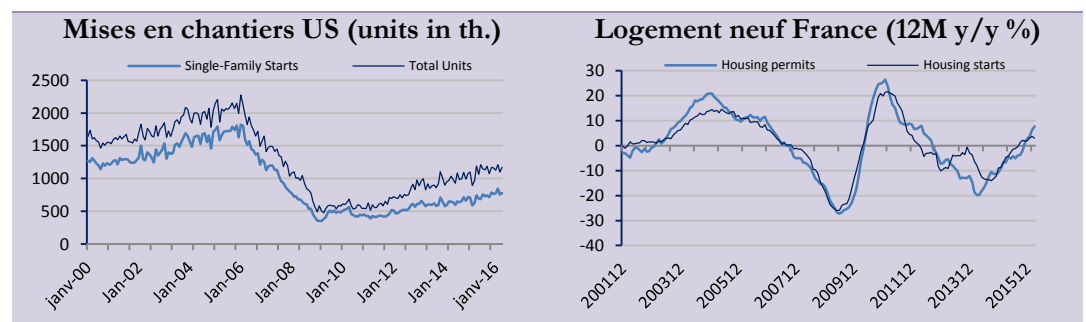
Marché français de la tuile en terre cuite (y/y%)



Source: Unicem, Bryan, Garnier & c

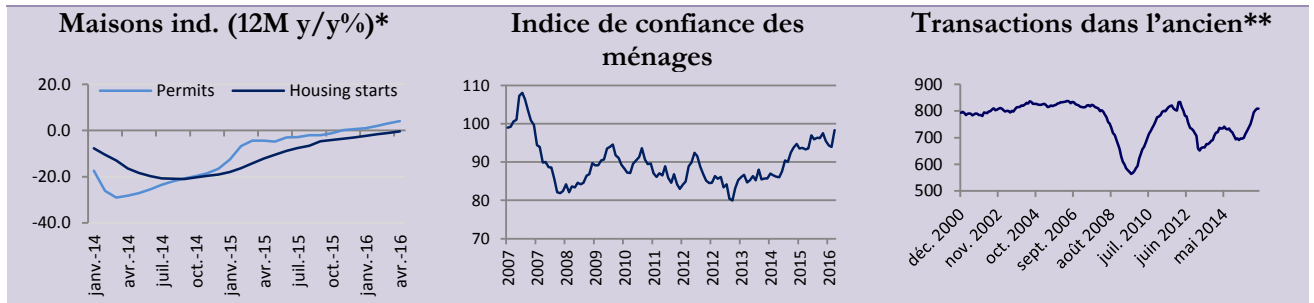
- C'est la branche Matériaux Céramiques la plus exposée à la construction, avec un peu plus de EUR620m de chiffre d'affaires généré en 2015, soit 15% du CA consolidé. C'est la branche qui génère la meilleure marge opérationnelle courante (17.9% vs 13.2% en consolidé) et, de loin, la meilleure rentabilité (ROIC à deux chiffres à 12.5% vs 8.8% pour le groupe). Si comme nous le pensons les marchés de la construction vont aller s'améliorant, l'impact sur Imerys sera amplifié par un effet mix favorable.
- Les mises en chantiers sont en général bien orientées aux Etats-Unis (+6.6% en séquentiel mais en recul cependant de -1.7% y/y à fin avril – et les dépenses de construction dans le résidentiel annualisées et corrigées des variations saisonnière sont en hausse de +7.7% y/y en annualisé en avril 2016 mais en recul de -1.5% en séquentiel) comme en France (+3.8% y/y sur 12 mois à fin avril). Néanmoins on ne peut nier un marché français de la maison individuelle qui, selon les statistiques du ministère, restent sous pression, avec une baisse de -0.4% des mises en chantiers sur 12 mois glissants à fin avril. Cela dit, la tendance s'est très nettement améliorée puisque la baisse était à deux chiffres il y a un an. D'ailleurs, les permis de construire pour les maisons individuelles sont repassées dans le vert (en terme de croissance y/y) depuis fin 2015.
- Enfin, le marché de la tuile en terre cuite, en recul de -8% en 2015, est en hausse de +2.6% à fin mars 2016 selon l'Unicem.

Fig. 17: Construction : un quart du chiffre d'affaires



Source : US Census Bureau, Ministère de l'Environnement, Bryan, Garnier & co

Fig. 18: Indicateurs avancés prometteurs en France



* logements individuels purs et logements individuels groupés ; ** milliers
 Source : Ministère de l'Environnement., Insee, Bryan, Garnier & co

Enfin, on restera raisonnablement optimiste concernant le marché de la rénovation dans le résidentiel en France. La CAPEB prévoit une hausse (certes légère) du marché en 2016, entre +0.5% et 1.5%, après un tassement mesuré en 2015 (-0.5% selon la CAPEB). Toujours en France, on pourra souligner le rebond de la confiance des ménages en mai, avec un indicateur communiqué par l'Insee de 98, comparable à celui d'octobre 2007, mais toujours inférieur à sa moyenne sur longue période de 100. Le marché de la rénovation est en général corrélé à l'indice de confiance des ménages. Enfin, les transactions dans l'ancien sont très bien orientées depuis l'été dernier (+17% 12 mois à fin février).

4.4.2. Performance contractée des marchés industriels

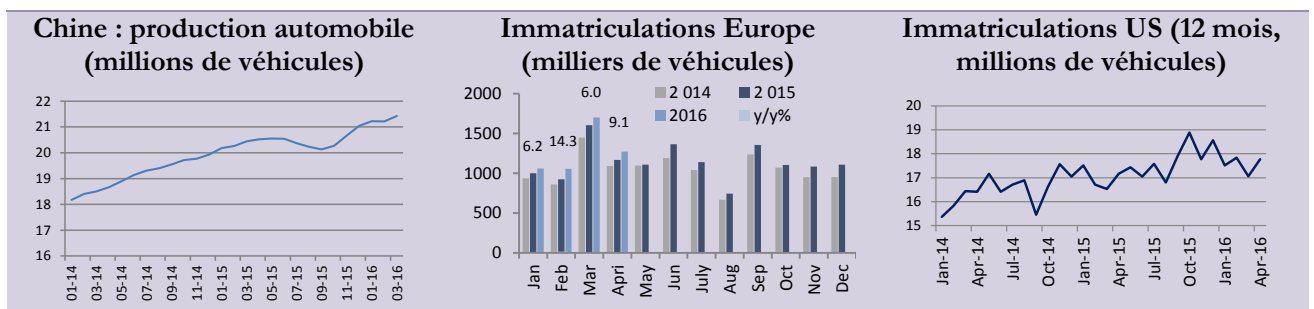
EUR400m de CA généré avec le marché automobile, soit 10% du CA consolidé, principalement au travers la branche Filtration & Performance Additives, la seconde plus profitable du groupe

Pour la partie industrielle, les immatriculations (10% du CA est exposé à l'automobile), la production d'acier (12% du CA) et la production industrielle (7% du CA exposé à l'équipement industriel) ne suivent pas les mêmes tendances.

Les marchés automobiles sont plutôt bien orientés en 2016 : les ventes sont en hausse de +3.6% en avril en annualisé aux Etats Unis selon les dernières statistiques de Autodata Corp., alors que les immatriculations sont en hausse de 8.5% sur 4 mois à fin avril en Europe, selon l'ACEA. Enfin, en Chine, la croissance de la production automobile est quasiment de 5% y/y sur 12 mois à fin mars.

Imerys génère environ EUR400m pour le secteur automobile et c'est la branche Filtration & Performance Additives qui est la mieux placée pour en bénéficier (CA d'environ EUR230m réalisé pour le secteur automobile). A noter que c'est la seconde branche la plus profitable du groupe, avec une marge opérationnelle courant publiée de 16.5% en 2015 (vs 13.2% pour le groupe en consolidé). On retrouve dans cette branche le talc par exemple, comme additif de performance dans les polymères utilisés pour concevoir les plastiques automobiles.

Fig. 19: Marchés automobiles bien orientés (véhicules particuliers neufs)

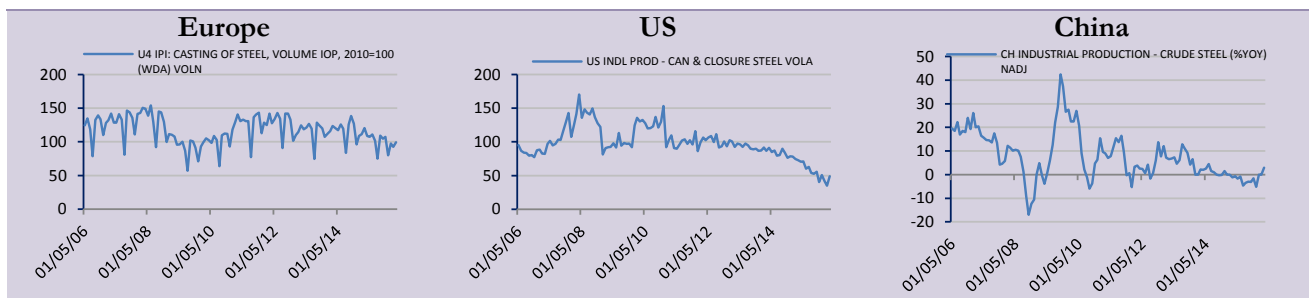


Source : datastream, ACEA, Good Car Bad Car data, Bryan, Garnier & co

- En revanche, l'acier, marché qui pèse pour 12% de l'activité d'Imerys, est sous pression aux Etats-Unis et dans une moindre mesure en Europe. La production mondiale était en recul de -2.9% y/y en 2015 selon Worldsteel. La branche concernée en premier est Energy Solutions & Specialties (~EUR215m de CA contre EUR490m pour l'acier en totalité), avec en particulier les réfractaires monolithiques ; mais aussi la branche High Resistance Minerals (~EUR165m de CA sur l'acier) avec les minéraux réfractaires.
- On notera néanmoins que le taux d'utilisation mondial communiqué par Worldsteel est repassé cette année au-dessus des 70% (71.5% en Avril 2016, 0.8 points de pourcentage au-dessus de mars 2016). Il était passé en dessous dans le courant du second semestre 2016.
- Les dernières statistiques d'avril reflètent une croissance aux Etats-Unis de la production d'acier (+2.5% y/y mais stable en Amérique du Nord dans son ensemble), en Asie de +0.6% mais une baisse de 5.2% en Europe. YTD à fin avril, les tendances restent malheureusement médiocres : -2.5% dans le monde, -1.7% en Asie, -1.3% en Amérique du Nord (-0.3% aux Etats-Unis) et -6.5% en Europe.

Production mondiale d'acier en recul de -2.5% YTD à fin avril 2016

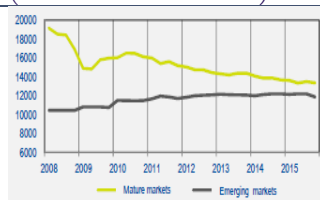
Fig. 20: Production d'acier



* EU-28, Casting of Steel, Vol. Index of Production, Calendar Adjusted, Index, 2010 = 100; ** United States, Production, Manufacturing, Primary Metal, Iron and Steel, Can and Closure Steel, Vol., SA, Index, 2012 = 100; *** China, Production, by Commodity, Crude Steel, Change y/y (%) Source : datastream, Bryan, Garnier & co

- 7% du CA d'Imerys est exposé aux marchés des équipements industriels, soit environ EUR285m. Comme l'acier, nous restons ici sur des tendances difficiles, qui ne devraient pas apporter de croissance *top line*. La production industrielle au T1 est sous pression dans la plupart des grandes zones : en baisse -1.1% y/y (à fin avril) aux Etats-Unis, de +0.5% y/y (-0.6% en séquentiel) en France et de +5.8% y/y en Chine.

Marché du papier d'impression et d'écriture (en millions de tonnes)



Source: RISI, Bryan, Garnier&co

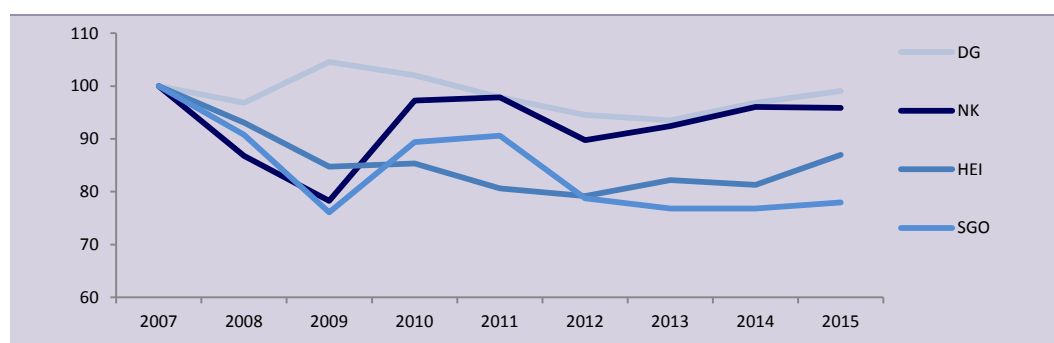
4.4.3. Performance sans saveur des marchés du papier

Le papier pèse pour 14% du chiffre d'affaires d'Imerys, soit plus de EUR570m, principalement dans la branche Ceramic Material (EUR340m) et Energy Solutions & Specialties (EUR225m). Le marché du papier d'impression et d'écriture est en phase de stabilisation dans les pays matures, sans que les émergents ne semblent prendre le relais. Le marché dans son ensemble a reculé de -2.4% y/y en 2015.

5. Prévisions & Valorisation

Nous évitons de valoriser les cycliques par DCF, essentiellement à cause de leur nature, qui rend selon nous particulièrement ardues et incertaines les prévisions à long terme. Mais Imerys a démontré sur longue période sa capacité à gérer les cycles, davantage qu'un groupe cimentier par exemple. Certes, la « Grande Récession » de 2008/2009 aura été douloureuse, mais Imerys a sensiblement et rapidement redressé sa profitabilité. Si l'on regarde l'évolution de la marge opérationnelle depuis 2007, le groupe a surperformé les valeurs des matériaux de construction, et sa performance est proche de celle d'un Vinci.

Fig. 21: Marge opérationnelle base 100 2007



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

Cela change évidemment la donne. Si cela n'en fait pas une valeur immunisée aux cycles macros, Imerys apparaît comme une valeur plutôt résiliente. A ce titre, nous considérons être en mesure d'appliquer un DCF sur un scénario central peu agressif sur la croissance du chiffre d'affaires mais solide sur le plan des marges.

Le marché ne s'y est pas trompé d'ailleurs, le titre se traitant désormais sur la base de multiple d'EBITDA de 8.6x en moyenne sur 2013-2015, contre une moyenne depuis 2000 de c7.5x.

On peut également souligner qu'Imerys réussit à se refinancer à des niveaux très attractifs à 1.4% (en mars 2016) contre par exemple 2.4% sur 8 ans récemment pour HeidelbergCement.

5.1. Prévisions

5.1.1. Environnement macro – indicateurs avancés

Il est ardu de modéliser la croissance *top line* d'Imerys, tant le groupe est diversifié à la fois au niveau des métiers que géographique. Nous essayons de caler nos hypothèses de croissance organique sur l'évolution de la macro. Notre croissance organique est de 2.5% en vitesse de croisière à partir de 2019 (2% en 2018), relativement proche de la croissance mondiale du PIB telle qu'estimée par le FMI : 3.2% pour 2016 et 3.5% pour 2017, dont 1.9% et 2.0% pour les pays développés, respectivement. Nous restons néanmoins sur des croissances inférieures à la croissance mondiale, dans la mesure où d'une part un peu plus d'un quart seulement de l'activité d'Imerys est généré dans les pays émergents et d'autre part la composition du PIB n'est évidemment pas simplement constituée de marchés sur lesquels Imerys est actif (c'est-à-dire la construction, l'industrie et la consommation), mais aussi par exemple les services. Le PIB n'est donc pas le proxy idéal. Néanmoins, modéliser les volumes à partir des différents indicateurs avancés (que nous présentons ci-après) nous semble extrêmement complexe et aléatoire.

5.1.2. Scénario central

La visibilité est modeste sur les marchés sous-jacents d'Imerys, nos hypothèses de croissance de volumes et de croissance moyen/long terme sont donc prudentes. Nous réduisons graduellement les investissements – en % du chiffre d'affaires. Nous faisons l'hypothèse que la priorité du groupe, tant que la *top line* restera déprimée, sera la maîtrise de ses dépenses d'investissement et opérationnelles. Nous n'avons pas inclus de croissance externe non plus, à cause de la difficulté à la modéliser – mais il est probable que le groupe ne reste pas inactif si des opportunités apparaissent. Nos hypothèses clés sont les suivantes :

- Une croissance organique de -1.2% en 2016, +0.5% 2017 ; +2.0% 2018, puis +2.5% en vitesse de croisière au-delà avec un effet prix-mix supérieur à celui des volumes. 2017 est traité comme une simple année de transition, avec des niveaux de croissance de volume et de prix égaux à la moyenne 2016 & 2018. Nos estimations sont construites par branche et non par zones. Imerys ne communique pas tous les détails par régions, telle que la croissance organique.
- Un effet devises négatif de -EUR29m en 2016 sur le chiffre d'affaires. Il est difficile d'estimer l'impact sur le résultat opérationnel courant, dans la mesure où Imerys exporte du kaolin payé essentiellement en dollars américains à partir du Brésil et bénéficie donc de la baisse du Real. A ce titre, l'effet devise aura été très légèrement négatif sur le chiffre d'affaires du T1 2016 (-EUR4m) mais singulièrement positif sur le ROC (+EUR7m) essentiellement grâce au BRL. Notre prévision d'un impact négatif de EUR4m sur le ROC 2016 est donc vraisemblablement trop négatif, mais sans guidance l'estimation est aléatoire.
- Sauf nouvelle annonce, l'effet périmètre sera réduit cette année. S&B a été consolidé à partir du Q1 2015 et ne contribuera plus en effet périmètre d'ici fin 2016. Restent les trois acquisitions réalisées début novembre 2015 (division PCC de Solvay pour environ EUR60m, kaolin hydraté de BASF pour environ EUR55m et Matisco pour la toiture en France pour env. EUR25m).
- Une évolution des charges opérationnelles « cash », c'est-à-dire avant dotations aux amortissements, de 1.0%/1.5% par an à partir de 2018 pour la partie coûts fixes, qui pèsent pour environ 55% de l'ensemble des coûts (y compris les amortissements pour 5% du total dans notre modèle). Nous faisons évoluer la partie variable en fonction de la croissance organique. Les coûts opérationnels avant amortissement progressent globalement de ~2.0%/2.5% à partir de 2018. Pour information, la nature des processus industriels se retrouve dans la structure des coûts, avec une facture énergétique représentant 10% des coûts opérationnels et les matières premières 20%, le premier poste restant les coûts de personnel (25%) suivi par le transport (22%).
- Nos investissements restent globalement stables autour des EUR300, à environ 7% du CA.
- Nous modélisons la baisse du coût de la dette. Nous prenons en compte l'émission en mars de EUR600m d'obligations (EUR300m à 6 ans à 0.875% de coupon et EUR300m à 1.875% de coupon), dont l'impact se fera surtout sentir l'année prochaine lorsque l'obligation de EUR500m servant un coupon de 5% sera remboursée en avril. Entre temps, le cash excédentaire a peu de chance de créer de la valeur. Au final, le coût de la dette brute moyenne $(n/n-1)$, que nous constatons au bilan, s'élève à 3.4% en 2015, 2.9% en 2016 et 2.4% en 2017.
- Nous maintenons un volant de restructuration de l'ordre de EUR45m avant impôt par an.

5.2. Prévisions détaillées

Fig. 22: Chiffre d'affaires

Revenues - EURm	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Energy Solutions & Specialties	1248	1279	1253	1240	1218	1242
Filtration & Performance Additives	635	658	1082	1155	1180	1203
Ceramic Materials	1204	1156	1172	1284	1315	1342
High Resistance Minerals	654	642	629	577	563	575
Holding & elim.	-44	-46	-50	-50	-51	-52
Total	3698	3688	4087	4206	4225	4310
Apparent growth y/y %						
Energy Solutions & Specialties	-3.1	2.4	-2.0	-1.1	-1.8	2.0
Filtration & Performance Additives	-44.6	3.7	64.4	6.8	2.1	2.0
Ceramic Materials	58.1	-4.0	1.4	9.6	2.4	2.0
High Resistance Minerals	-12.1	-1.9	-1.9	-8.4	-2.3	2.0
Holding & elim.	-19.7	5.7	7.8	1.0	1.5	2.0
Total	-4.8	-0.3	10.8	2.9	0.5	2.0
Growth split %						
Volumes	-2.5	1.7	-5.9	-2.0	-0.4	1.0
Price	1.2	1.5	1.2	0.8	0.9	1.0
Organic	-1.3	3.2	-4.6	-1.2	0.5	2.0
Forex	-3.0	-1.0	5.9	-0.7	-0.1	0.0
Scope	-0.6	-2.5	9.5	4.8	0.0	0.0

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

Fig. 23: Résultat opérationnel courant

EBIT breakdown - EURm	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Revenues	3698	3688	4087	4206	4225	4310
Cash costs incl associates (organic)	-3013	-2984	-3329	-3433	-3373	-3424
Depreciation	-208	-210	-226	-234	-264	-271
Synergies	-	-	6	6	10	3
Forex	-	-	-	-4	0	0
Scope	-	-	-	30	0	0
Current EBIT, as reported	477	495	538	571	598	618
Current EBIT Margin, as reported %	12.9	13.4	13.2	13.6	14.2	14.3
Restructuring expenses paid add-back	-47	-46	-62	-45	-45	-45
Associates deducted	5	5	8	8	8	8
Clean EBIT	425	444	468	518	545	564
Clean current EBIT margin %	11.5	12.0	11.5	12.3	12.9	13.1

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

Fig. 24: ROC par branche

EBIT - EURm	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Energy Solutions & Specialties	128	150	120	121	123	132
Filtration & Performance Additives	101	113	178	193	210	210
Ceramic Materials	220	211	210	233	240	247
High Resistance Minerals	70	73	82	76	75	80
Holding & elim.	-42	-52	-51	-52	-51	-52
Total	477	495	538	571	598	618
EBIT margin %						
Energy Solutions & Specialties	10.3	11.7	9.6	9.8	10.1	10.7
Filtration & Performance Additives	15.9	17.2	16.5	16.7	17.8	17.5
Ceramic Materials	18.2	18.3	17.9	18.2	18.3	18.4
High Resistance Minerals	10.7	11.3	13.0	13.2	13.4	13.9
Total	12.9	13.4	13.2	13.6	14.2	14.3

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

Fig. 25: Compte de résultat

EURm	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Revenues clean	3698	3688	4087	4206	4225	4310
y/y change (%)	-4.8	-0.3	10.8	2.9	0.5	2.0
Operating costs	-3018	-2989	-3331	-3409	-3372	-3430
Operating costs change (%)	-5	-1	11	2	-1	2
D&A	-208	-210	-226	-234	-264	-271
Restructuring expenses paid add-back	-47	-46	-62	-45	-45	-45
EBIT clean	425	444	468	518	545	564
EBIT clean chg (%)	-4.5	4.6	5.4	10.7	5.1	3.6
EBIT margin clean	11.5	12.0	11.5	12.3	12.9	13.1
Others	-33.0	-14.1	-295.4	0.0	0.0	0.0
EBIT	392	430	173	518	545	564
Interest charges	-51.1	-47.0	-58.6	-63.6	-53.2	-41.1
Cost of the avg gross debt %	4.1	3.3	3.4	2.9	2.4	2.3
Interest income	4.5	6.8	9.5	0.0	0.0	0.0
Placement rate (avg) %	1.2	1.2	1.7	0.0	0.0	0.0
Cost of net debt	-47	-40	-49	-64	-53	-41
Cost of net debt - (avg) %	5.3	4.5	4.1	4.2	3.7	3.0
Others financials	-6.1	-4.9	-6.4	-6.4	-6.4	-6.4
Associates	5.3	4.6	8.1	8.1	8.1	8.1
PBT	344	390	125	456	493	525
Tax	-100	-117	-56	-130	-141	-150
Tax rate current reported %	28	29	29	29	29	29
Net profit	244	273	69	326	352	375
Net margin %	6.6	7.4	1.7	7.7	8.3	8.7
Minorities	2	2	1	1	1	1
Group share net profit	242	272	68	325	351	374
y/y change (%)	-16.9	12.2	-74.8	n/s	8.0	6.4
Non- recurring	-62	-46	-273	-41	-41	-41
Net profit clean, as reported	304	317	342	366	392	415
y/y change (%)	1.2	4.3	7.6	7.1	7.1	5.8
Non- recurring, restructuring add-back	-20	-5	-217	0	0	0
Net profit clean	262	276	286	325	351	374
y/y change (%)	-1.1	5.5	3.5	13.7	8.0	6.4

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

Fig. 26: Données par action

Per share	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Number of shares year end (m)	76	76	80	80	80	80
Number of shares for EPS (m)	76	77	80	80	80	80
EPS as reported (EUR)	3.98	4.09	4.24	4.53	4.84	5.10
EPS clean (EUR)	3.43	3.58	3.56	4.08	4.41	4.70
EPS growth (%)	-2.0	4.4	-0.5	14.4	8.3	6.4
Payout on reported current net profit (%)	41	42	41	40	40	40
DPS (to be paid in year +1) (EUR)	1.60	1.65	1.75	1.86	2.00	2.13
DPS growth (%)	3.2	3.1	6.1	6.4	7.6	6.2

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

Fig. 27: Flux de trésorerie

CF statement (EURm)	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EBITDA clean	650	674	745	787	843	870
EBITDA yoy growth (%)	-2	4	11	6	7	3
EBITDA margin (%)	18	18	18	19	20	20
Interest paid (+ received)	-49	-47	-53	-68	-57	-44
Tax paid	-132	-151	-106	-157	-170	-181
Dividends from associates	0	0	0	0	0	0
Others	-54	-8	-83	-45	-45	-45
WCR change, incl. non-current	52	-45	50	-26	-16	-18
WCR change in % of revenues growth	-28	n/s	12	-22	-85	-21
Cash Flow	468	423	554	491	555	582
Capex	-253	-241	-272	-300	-295	-294
Free Cash Flow	215	182	282	191	261	288
Operationnal Free Cash Flow as reported	306	244	343	297	361	381
Dividends paid	-119	-125	-133	-139	-146	-157
Acquisitions	-179	-53	-362	0	0	0
Disposals	71	79	14	0	0	0
Sharehold' equity, incl. buy-back	36	-43	-22	-60	-20	-20
Others	-9	1	0	0	0	0
= Net debt change impact	14	40	-220	-8	95	112

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

Fig. 28: Bilan

Balance sheet (EURm)	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Intangible assets	1133	1173	1736	1736	1736	1736
Tangible assets, including Mines	1833	1975	2142	2208	2239	2262
Current operating assets	1246	1389	1540	1585	1592	1624
Current operating liabilities	639	723	807	826	817	831
WCR	607	667	733	759	775	793
Capital invested	3573	3815	4611	4704	4751	4792
Cash	427	686	435	1035	435	435
Gross debt	1320	1563	1927	2535	1841	1729
Net debt*	885	870	1480	1502	1407	1296
Equity - group share	2248	2444	2644	2770	2955	3152
Minorities	24	26	28	29	29	30
Provisions	485	589	646	646	646	646
Others liabilities	151	55	95	95	95	95
Total liabilities	4873	5422	6169	6923	6405	6505
Financial assets	28	26	32	32	32	32
Associates	83	83	126	134	142	150
Others assets	109	73	138	173	209	246
Total assets	4873	5422	6169	6923	6405	6505

* includes derivatives

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

Fig. 29: Profil de risque crédit

Credit risk profile (EURm)	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Gearing (%)	39.0	35.2	55.4	53.7	47.2	40.7
Net debt on EBITDA (x)	1.4	1.3	2.0	1.9	1.7	1.5
EBITDA / Cost of the net debt (x)	14.0	16.8	15.2	12.4	15.8	21.2
Calculated cost of the gross debt %	4.1	3.3	3.4	2.9	2.4	2.3
Calculated cost of the net debt %	5.3	4.5	4.1	4.2	3.7	3.0
FFO (CF bef WCR) /Debt (%)	47.0	53.0	33.8	34.4	40.6	46.3
FCF post dividends	96	56	150	52	115	132

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

5.3. Valorisation (FV EUR72)

Notre *Fair Value* s'élève à EUR72. Elle est la combinaison d'une approche par les multiples (EUR68) et d'un DCF (EUR76).

5.3.1. Applications des multiples à nos prévisions 2018 (EUR68)

Nous ne pouvons pas affirmer que la valeur se traite avec une décote significative aujourd'hui. La valeur a en fait bénéficié d'un re-rating depuis 2013 et se traite désormais sur un multiple d'EBITDA proche de 8.6x en moyenne sur la période 2013-2015, contre environ 7.5x en moyenne depuis 2000. Ce sont des multiples basés sur les cours moyens observés rapportés aux résultats publiés. Sur 2016 et 2017, les multiples d'EBITDA sont de 8.6x et 7.9x, respectivement. Il existe donc une certaine décote, sans plus, lorsque nous appliquons les multiples à trois ans à nos estimations 2018.

Il n'est cependant pas inutile de rappeler que les Fair Value ne sont pas des objectifs de cours. En l'occurrence, nous actualisons les résultats obtenus, et une simple projection donnerait un chiffre (un peu) supérieur.

Fig. 30: Approche par les multiples

EUR	2017E	2018E	2019E	2020E
EBITDA multiple valuation				
<i>Targeted multiple - 3-year avg (x)</i>	8.6	8.6	8.6	8.6
EBITDA (EURm)	843	870	906	947
Equivalent EV value (EURm)	7223	7451	7764	8109
Less net debt (EURm)	1407	1296	1169	1018
Others adjustments (EURm)	-200	-190	-180	-170
Equivalent Equity value (EURm)	5617	5966	6415	6921
# shares (m)	79.6	79.6	79.6	79.6
Equivalent Equity value per share	70.6	75.0	80.6	87.0
Value discounted	68.4	68.1	68.5	67.0
EBIT multiple valuation				
<i>Targeted multiple - 3-year avg (x)</i>	13.3	13.3	13.3	13.3
EBIT (EURm)	545	564	590	617
Equivalent Equity value per share	70.6	75.4	81.4	87.9
Value discounted	68.4	68.5	69.2	69.8

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

5.3.2. DCF (EUR76)

Alors que nous sommes peu adeptes d'actualisation de flux pour valoriser les cycliques, nous l'appliquons ici. En effet, au sein de l'univers des valeurs cycliques, les résultats d'Imerys apparaissent comme relativement stables. Cette relative résilience, qui se retrouve dans notre scénario central (croissance CA limitée, combinée à une amélioration très graduelle de la marge) se prête assez bien au jeu du DCF.

Voici nos principales hypothèses :

- Nous modélisons trois périodes : une première à partir de nos prévisions, une seconde intermédiaire basée sur une augmentation de 2.5% des flux par an (similaire à notre croissance *top line* à partir de 2018) et la partie résiduelle, avec une croissance à l'infini de 1%.
- Notre taux d'actualisation est de 6.6% seulement, sur la base d'un taux sans risque de 1.6%, d'une prime de risque de 7%, d'un coût de la dette de 2.4% (supérieure au taux de 1.4% auquel le groupe vient de se refinancer), d'un taux d'impôt de 29% et d'un cours référence (pour la partie Equity du WACC) de EUR70 (équivalent à notre FV mais choisir le cours actuel aurait été moins pénalisant). Notre Bêta est de 0.9, soit le niveau observé sur trois ans contre l'Euro Stoxx 50.
- A noter que le groupe Imerys, dans le cadre des tests de perte de valeur, doit également faire des hypothèses de taux d'actualisation et de croissance à l'infini. En 2015, le taux d'actualisation communiqué était de 6.96% (8.04% en 2014), combiné à un taux de croissance perpétuelle de 1.81% (1.80% en 2014).
- Enfin, nous complétons notre approche en appliquant un multiple de sortie (7.5x EV/EBITDA, soit le multiple historique avant le récent re-rating), en complément de la valeur terminale basée sur 1% de croissance à l'infini.

Fig. 31: DCF

DCF - EURm	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Clean Ebit	468	518	545	564	590	617					
Ebitda	745	787	843	870	906	947	970	995	1019	1045	1071
Tax rate	29	29	29	29	29	29					
Tax on Ebit level	-136	-151	-158	-164	-172	-180					
WCR var.	50	-26	-16	-18	-23	-25					
Capex	-272	-300	-295	-294	-295	-295					
OpFCF (2.5% mid-term growth)	387	310	374	394	417	447	458	470	482	494	506
Incrementation		0.0	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0	9.0
Discounted @6.59%		310	351	347	344	346	333	320	308	296	285
Sum of discounted opFCF		3241				3241					
Exit EV/EBITDA (x) / perp. growth (%)	6.5	7.5	8.5		0.0	1.0	2.0				
PV of Exit value	3678	4244	4810		4057	4783	5825				
Total Sum of PV	6919	7485	8051		7298	8023	9066				
Less net debt (EURm)		1494				1494					
Others ajustements		-220				-220					
Net Value	5206	5771	6337		5584	6310	7352				
# shares	79.7	79.7	79.7		79.7	79.7	79.7				
Net Value / share	65	72	79		70	79	92				

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

5.3.3. Multiples sectoriels

C'est un exercice difficile. Imerys n'est directement comparable à aucun autre groupe coté. Néanmoins, nous avons identifié les valeurs suivantes :

- Mineral Technologies, qui a acquis Amcol au nez et à la barbe d'Imerys en 2014, présent dans les minéraux tels que le PCC, GCC, talc et bentonite (via Amcol).

- Wienerberger et Braas Monier, pour leur exposition au marché des tuiles en terre cuite.
- Saint-Gobain, présent au travers son pôle HPM, dans les réfractaires et les proppants.
- En revanche, les multiples de Carbo Ceramic ne peuvent être directement comparés à ceux d'Imerys, dans la mesure où c'est un groupe essentiellement exposé aux proppants, qui pèsent certes au niveau de l'EBIT dans les compte du groupe français mais moins de 1% au CA.

Fig. 32: Multiples sectoriels

X	Price	Mk. cap.	PE	PE	EV/Sales	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/EBIT	Div. Yield
	06/06/16	M.	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2015E
Imerys (BG)	63.70	5069	15.6	14.4	1.6	1.6	8.6	7.9	13.1	12.2	2.7%
Imerys (CS)	63.70	5069	14.1	13.0	1.5	1.4	8.0	7.2	11.4	10.2	2.7%
Wienerberger	16.15	1898	19.3	14.4	1.0	0.9	7.2	6.4	14.2	11.7	1.2%
Vicat	56.03	2516	17.1	13.7	1.5	1.3	7.9	6.6	13.4	10.5	3.1%
Saint-Gobain	39.11	21698	16.3	13.9	0.8	0.7	7.6	7.0	11.0	9.8	3.2%
Braas Monier	24.99	979	16.5	13.2	1.3	1.2	7.7	6.8	13.2	-	1.6%
Mineral Technologies	59.16	1813	13.5	12.3	1.6	1.4	8.6	7.7	11.9	-	0.3%
Moyenne CS			16.1	13.4	1.3	1.2	7.8	7.0	12.5	7.1	-

Source: IBES; 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 55.9%

NEUTRAL ratings 34.3%

SELL ratings 9.8%

Research Disclosure Legend

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

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



BRYAN, GARNIER & CO

London	Paris	New York	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 Geneva 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.