

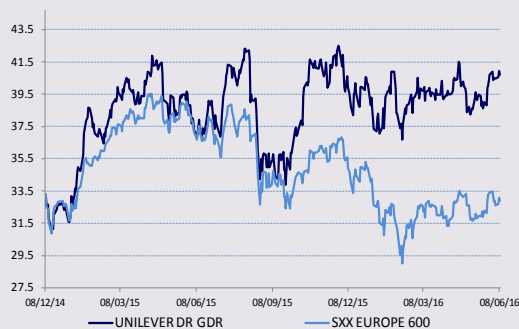
10 juin 2016

Agro-Alimentaire & Boissons

Bloomberg	UNA NA
Reuters	UNc.AS
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	42,5 / 33,9
Capitalisation Boursière (MEUR)	116 495
Valeur d'Entreprise	126 497
Volume moyen 6 mois (000 actions)	4 500
Flottant	100%
TMVA BPA (3 ans)	6,5%
Gearing (12/15)	NM
Rendement (12/16e)	3,19%

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
C. d'affaires (MEUR)	53 272	52 966	55 431	58 309
EBIT (MEUR)	7 865	8 056	8 668	9 355
BPA Publié (EUR)	1,83	1,88	2,04	2,21
BPA dilué (EUR)	1,82	1,87	2,03	2,20
EV/CA	2,40x	2,39x	2,26x	2,13x
EV/EBITDA	13,9x	13,4x	12,3x	11,3x
EV/EBIT	16,3x	15,7x	14,5x	13,3x
P/E	22,4x	21,9x	20,2x	18,6x
ROCE	18,9	19,0	20,7	22,3

Cours et données arrêtés au 7 juin



Unilever

La Qualité au juste prix

Fair Value 43EUR (cours 40,95EUR)

Fair Value 3350p (cours 3220p)

NEUTRE

Si la croissance organique des ventes d'Unilever reste modérée, son potentiel d'amélioration de la marge est substantiel et sa situation financière très saine lui permet de réaliser des acquisitions. Cependant, nous aboutissons à une Fair Value de 43EUR qui implique un potentiel d'appréciation du titre de seulement 5%. Nous initions donc la couverture avec une recommandation Neutre.

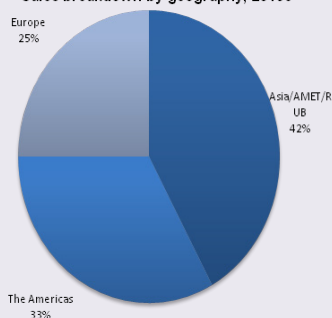
- **Des ventes en hausse de 4% en organique en 2016. La croissance organique des ventes d'Unilever devrait être modeste cette année.** Tout comme ces pairs, le groupe est impacté par un **environnement prix difficile**, résultat de la faiblesse du prix des matières premières et des pressions déflationnistes en Europe. **Le ralentissement économique et les défis géopolitiques dans les émergents** pèsent également sur ses ventes. Nous estimons que le chiffre d'affaires devrait progresser de 4% en organique sur l'année, soit une performance identique à celle de l'année dernière et dans le milieu de fourchette de la guidance donnée par la société (3-5%).
- **Unilever, une « margin story ». Le potentiel d'amélioration de la marge est substantiel** et provient d'une combinaison de plusieurs facteurs. Le groupe travaille à **l'amélioration du mix** de ses divisions Produits de soin de la maison et Rafrâichissements. Il a par ailleurs deux programmes qui devraient lui permettre de réaliser des **économies de coûts de 1MdsEUR d'ici 2018**, les « New Functional Models » et le « Zero Based Budgeting ». Selon nos calculs, la **marge opérationnelle courante devrait augmenter de 40pbs en 2016 et en 2017, au-dessus de la performance de l'année dernière et dans le haut de fourchette du modèle du groupe (+30/40pbs).**
- **Un profil amené à évoluer. La situation financière très saine d'Unilever devrait lui permettre de réaliser des acquisitions** et d'atteindre en 2020 son objectif informel de réaliser 70% de ses ventes sur du HPC. **Le potentiel de croissance du groupe serait donc amené à progresser.** Entre 2010 et 2015, la croissance des Produits de soin personnels et de soin de la maison a été plus de deux fois supérieure à celle de l'Alimentaire et des Rafrâichissements.
- **Neutre. Fair Value de 43EUR.** Le P/E 2016e d'Unilever est de 21,9x, contre 21,1x pour Danone et 21,2x pour Nestlé. **Nous avons choisi de valoriser la société par la méthode du DCF (50%) et de la somme des parties (50%).** Nous aboutissons à une Fair Value de 43EUR par action (3350p pour PLC) qui implique un *upside* de 5%.



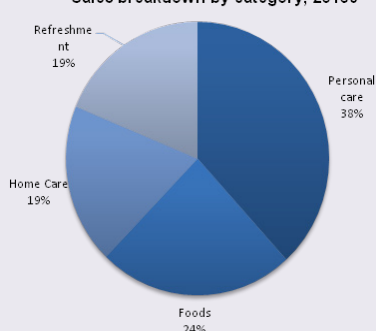
Analyst:
Virginie Roumage
 33(0) 1.56.68.75.22
 vroumage@bryangarnier.com

Sector Analyst Team:
 Nikolaas Faes
 Loïc Morvan
 Antoine Parison
 Cédric Rossi

Sales breakdown by geography, 2016e



Sales breakdown by category, 2016e



Activités

Unilever est une société anglo-néerlandaise qui est présente sur quatre catégories (les produits alimentaires, les rafraîchissements, les produits de soin corporels et les produits d'entretien de la maison) et est divisée en trois régions (Asie/AMET/RUB, Amériques et Europe).

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Revenues	49 797	48 436	53 272	52 966	55 431	58 309
Reported change (%)	-3,0%	-2,7%	10,0%	-0,6%	4,7%	5,2%
Organic change (%)	4,3%	2,9%	4,1%	4,0%	4,7%	5,2%
Adjusted EBITDA	8 167	8 147	9 235	9 433	10 165	10 988
EBIT	7 016	7 020	7 865	8 056	8 668	9 355
Change (%)	-0,5%	0,1%	12,0%	2,4%	7,6%	7,9%
Financial results	-530	-477	-493	-463	-419	-380
Profits from associates	127	143	198	110	115	118
Pre-Tax profits	7 114	7 646	7 220	7 703	8 364	9 093
Tax	-1 851	-2 131	-1 961	-2 003	-2 175	-2 364
Minority interests	421	344	350	370	400	440
Net profit _ group share	4 842	5 171	4 909	5 330	5 790	6 289
Restated net profit	4 607	4 634	5 210	5 330	5 790	6 289
Change (%)	3,4%	0,6%	12,4%	2,3%	8,6%	8,6%
Cash Flow Statement (EURm)						
Operating cash flows	8 099	7 854	9 351	9 062	9 603	10 038
Change in working capital	200	8,0	720	-26,7	-262	-569
Capex, net	-2 027	-2 045	-2 074	-2 013	-2 106	-2 216
Financial investments, net	-411	-398	-460	-460	-400	-400
Dividends	-2 993	-3 189	-3 331	-3 449	-3 725	-4 023
Other	-1 101	-1 444	-1 605	0,0	0,0	0,0
Net debt	8 456	9 900	11 505	10 002	8 805	7 770
Free Cash flow	3 856	3 100	4 796	4 587	4 922	5 058
Balance Sheet (EURm)						
Tangible fixed assets	9 344	10 472	11 058	10 101	8 988	7 670
Intangibles assets	20 904	22 174	25 059	25 560	26 327	27 117
Cash & equivalents	2 285	2 151	2 302	1 516	1 551	2 179
current assets	9 837	10 196	10 384	11 356	12 961	14 897
Other assets	3 143	3 034	3 495	3 625	3 761	3 901
Total assets	45 513	48 027	52 298	52 159	53 588	55 764
L & ST Debt	11 501	12 722	14 643	12 553	11 408	11 018
Others liabilities	19 197	21 042	21 573	21 643	22 153	22 453
Shareholders' funds	14 344	13 651	15 439	17 320	19 384	21 650
Total Liabilities	30 698	33 764	36 216	34 197	33 561	33 472
Capital employed	27 281	29 237	31 468	31 039	30 955	30 996
Ratios						
Operating margin	14,09	14,49	14,76	15,21	15,64	16,04
Tax rate	-26,44	-28,23	-27,57	-26,38	-26,36	-26,34
Net margin (restated)	9,25	9,57	9,78	10,06	10,44	10,79
ROIC	NM	18,36	18,87	19,02	20,69	22,35
Net debt/EBITDA (x)	1,04	1,22	1,25	1,05	0,86	0,70
Pay out ratio	66,64	69,67	66,21	69,89	69,49	69,09
Number of shares, diluted	2 924	2 883	2 855	2 855	2 855	2 855
Data per Share (EUR)						
Restated basic EPS	1,62	1,63	1,83	1,88	2,04	2,21
Restated diluted EPS	1,58	1,61	1,82	1,87	2,03	2,20
% change	3,1%	2,0%	13,5%	2,3%	8,6%	8,6%
BVPS	4,91	4,74	5,41	6,07	6,79	7,58
Operating cash flows	2,77	2,72	3,27	3,17	3,36	3,52
FCF	1,32	1,08	1,68	1,61	1,72	1,77
Net dividend	1,05	1,12	1,21	1,30	1,41	1,52

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

Sommaire

1. Investment Case.....	4
2. Unilever en bref.....	5
3. Une croissance organique des ventes de 4% en 2016.....	8
3.1. Un environnement prix difficile.....	8
3.1.1. La faiblesse du prix des matières premières agricoles.....	8
3.1.2. Pressions déflationnistes en Europe.....	9
3.1.3. Un effet prix de 1,9% en 2016.....	13
3.2. Des volumes sous pression dans les émergents.....	15
3.2.1. Des pays émergents en proie à de nombreuses difficultés.....	15
3.2.2. Une hausse des volumes de 2,1% en 2016.....	17
3.3. 23% des ventes d'Unilever sont exposées.....	19
3.4. Une croissance organique des ventes modeste en 2016.....	22
4. Unilever, une «margin story».....	25
4.1. Une amélioration du mix.....	25
4.2. Des économies de coûts substantielles.....	27
4.2.1. Les « New Functional Models ».....	28
4.2.2. Le « Zero-Based Budgeting ».....	28
4.3. Une hausse de 40pbs de la marge opérationnelle en 2016.....	30
5. Un profil amené à évoluer.....	32
5.1. Une situation financière très saine.....	32
5.2. Des acquisitions sont à venir.....	33
5.3. Le retour aux actionnaires.....	36
5.4. L'impact limité d'une cession des margarines.....	37
6. Neutre, Fair Value: 43 EUR.....	39
6.1. Performance boursière et valorisation par les multiples.....	39
6.2. Méthode de valorisation.....	41
6.2.1. DCF : 43 EUR.....	41
6.2.2. Somme des parties: 44 EUR.....	43
Bryan Garnier stock rating system.....	44

1. Investment Case

Pourquoi investir maintenant?



Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant

Si la croissance organique des ventes d'Unilever reste modérée, son potentiel d'amélioration de la marge est substantiel et sa situation financière très saine lui permet de réaliser des acquisitions. Cependant, nous aboutissons à une Fair Value de 43EUR qui implique un potentiel d'appréciation du titre de seulement 5%. Nous initions donc la couverture avec une recommandation Neutre.

Attractif ou non?



Valorisation

Le P/E 2016e d'Unilever est de 21.9x, contre 21,1x pour Danone et 21,2x pour Nestlé. Nous avons choisi de valoriser la société par la méthode du DCF (50%) et de la somme des parties (50%). Nous aboutissons à une Fair Value de 43EUR par action pour NV ou 3350p pour PLC.

Horizon d'investissement?



Catalyseurs

Unilever publiera ses résultats semestriels le 21 juillet 2016. Nous estimons une progression des ventes de 4,6% en organique sur le S1, soit une performance semblable à celle du T1. La base de comparaison continue en effet d'être favorable. La marge opérationnelle devrait augmenter de 40pbs à 14,9% sur le premier semestre principalement du fait d'une amélioration du mix.

Valeur ajoutée?



Différentiation face au consensus

Nous nous situons globalement en ligne avec le consensus en termes de ventes et de ROP sur les deux prochaines années.

Quels risques?



Risques

Unilever est davantage exposé que ses pairs aux pays émergents, lesquels représentent 58% de ses ventes. Une dégradation de ces marchés pourrait avoir un impact significatif sur nos prévisions.

2. Unilever en bref

Fig. 1: Histoire de la société

1872	In the Netherlands, Jurgens and Van den Bergh open their first factories to produce margarine
1884	In the UK, Lever & Co starts producing Sunlight soap
1927	Jurgens and Van den Bergh join forces to create Margarine Unie
1930	Margarine Unie teams up with Lever Brothers to create Unilever
1971	Lipton International is acquired
2000	Acquisition of Bestfoods
2002	Sale of 87 businesses without acceptable growth or margin potential, generating EUR6.3bn of sale proceeds
2005	Mr Patrick Cescau is named CEO
2009	Mr Paul Polman succeeds Mr Patrick Cescau
2016	Dr. Marijn Dekkers succeeds Mr Michael Treschow as Chairman

Source: Unilever

Fig. 2: Treize des marques du groupe dépassent le milliard de ventes

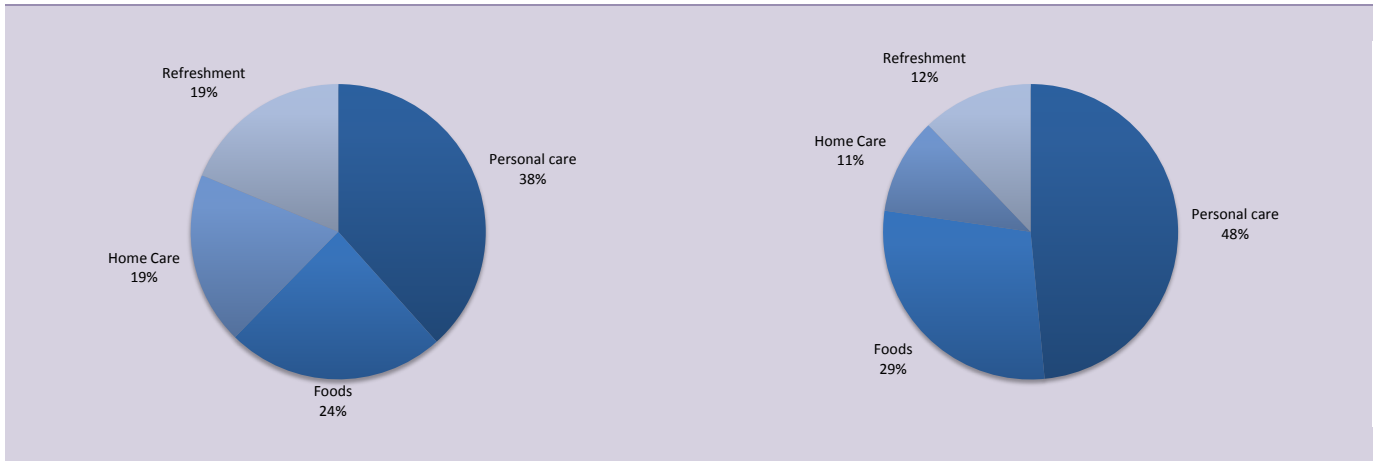


Source: Unilever

Unilever est présent sur quatre catégories: les produits de soins corporels, les produits alimentaires, les produits d'entretien et les rafraichissements (glaces et thés).

Fig. 3: Répartition des ventes par catégorie, 2016e

Fig. 4: Répartition du résultat opérationnel courant par catégorie, 2016e

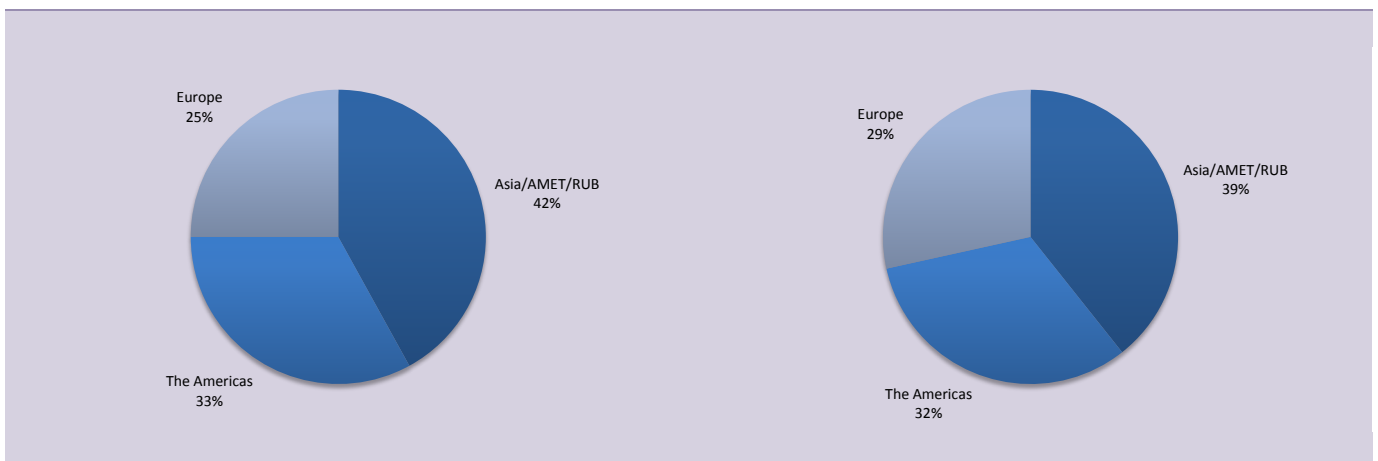


Source: Unilever, Bryan, Garnier & Co

Unilever est divisé en trois régions: l'Asie/AMET/RUB (Asie, Australasie, Moyen-Orient/Afrique, Turquie, Russie, Ukraine, Biélorussie), les Amériques et l'Europe.

Fig. 5: Répartition des ventes par région, 2016e

Fig. 6: Répartition du résultat opérationnel courant par région, 2016e

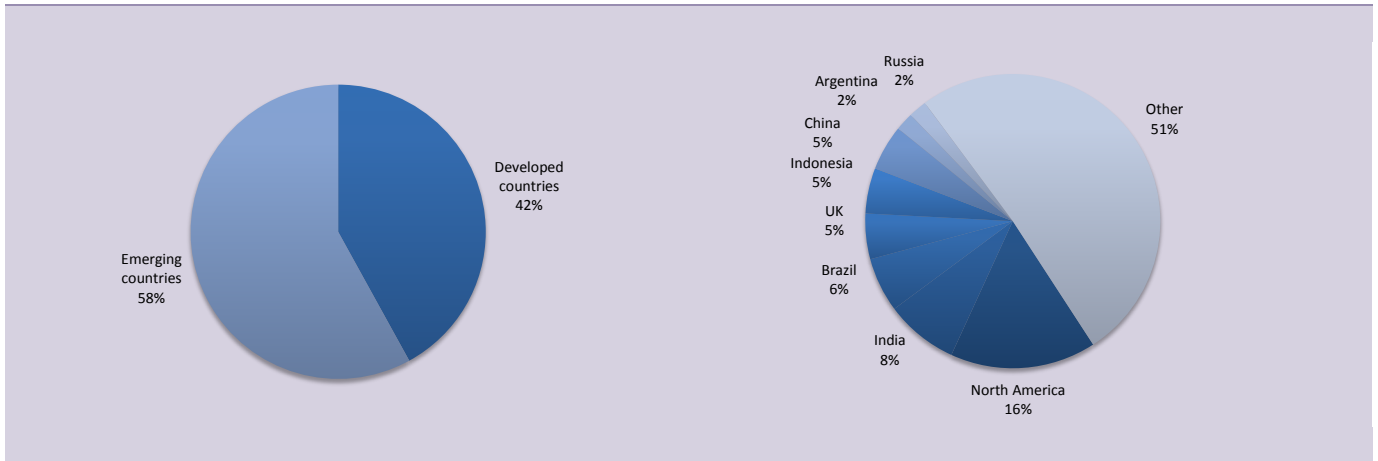


Source: Unilever, Bryan, Garnier & Co

Les pays émergents représentent 58% des ventes du groupe. Ses trois premiers marchés sont l'Amérique du Nord (16% du CA), l'Inde (8%) et le Brésil (6%).

Fig. 7: Poids des marchés émergents en % des ventes du groupe, 2016e

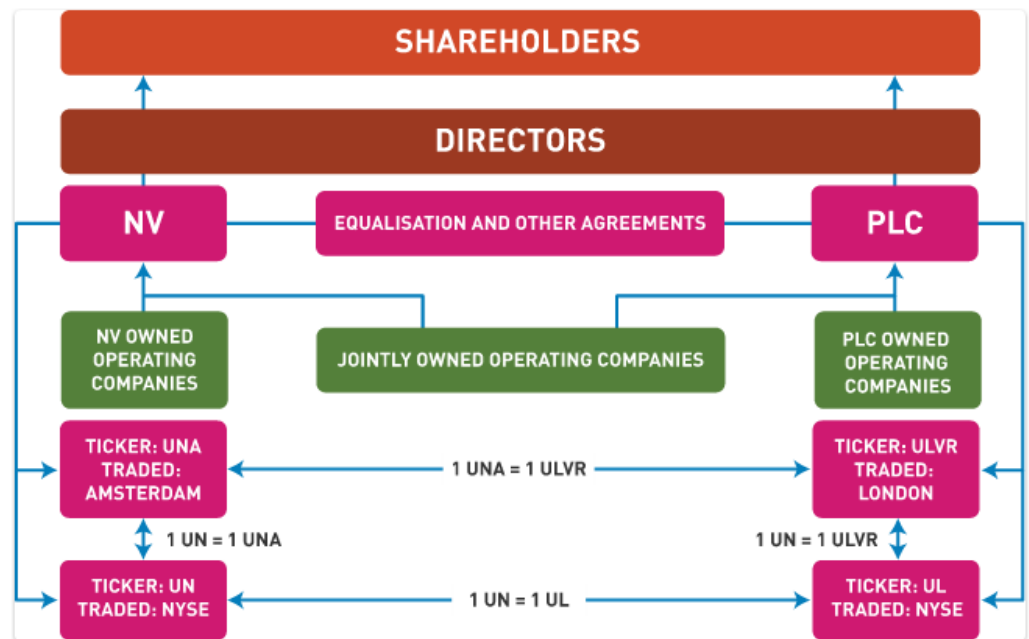
Fig. 8: Les principaux pays du groupe (en % des ventes), 2016e



Source: Unilever, Bryan, Garnier & Co

Unilever fonctionne comme une entité unique. NV et PLC sont les deux sociétés mères du groupe. Leurs entités juridiques sont distinctes mais elles ont les mêmes administrateurs et sont liées par des accords pour assurer l'unité de la gouvernance et de la gestion. Leurs actions cotent séparément (équivalence de un pour un).

Fig. 9: Structure légale d'Unilever



Source: Unilever

3. Une croissance organique des ventes de 4% en 2016

Nous estimons qu'Unilever devrait enregistrer une croissance organique des ventes de 4% en 2016, du fait d'un environnement prix difficile au niveau mondial (3.1) et d'une fragilité économique et politique dans les pays émergents (3.2).

3.1. Un environnement prix difficile

L'effet prix devrait être limité en 2016 compte tenu de la faiblesse du prix des matières premières au niveau mondial et des pressions déflationnistes en Europe.

3.1.1. La faiblesse du prix des matières premières agricoles

En mai 2016, l'indice FAO des prix des matières premières agricoles s'est établi à 156 points, soit une hausse de 2,1% par rapport à avril mais une baisse de 7% par rapport à mai 2015. En 2015, cet indice a reculé de 19%. Les seules matières premières agricoles qui ont connu une progression de leurs prix l'année passée sont le sucre et le chocolat, impactés par des conditions climatiques défavorables en Afrique et en Asie du Sud Est.

Fig. 10: Evolution de l'indice FAO des prix des matières premières agricoles



Source: FAO

La chute du cours des matières premières agricoles résulte d'un excès d'offre. L'explosion de la demande en provenance des pays émergents dans les années 2000 a conduit à une réallocation des ressources vers la production agricole. Depuis quatre ans, ces marchés ralentissent (notamment la Chine), exerçant une pression à la baisse sur les prix. La diminution des coûts énergétiques a également favorisé la production. Le prix du baril a chuté de 47% en 2015, atteignant son plus bas niveau depuis 2004. Il devrait continuer de décliner en 2016. La Banque mondiale prévoit une baisse de 21% sur l'année. Cela est lié tant à l'offre qu'à la demande: du côté de l'offre, une reprise plus rapide que prévue des exportations pétrolières iraniennes, une meilleure tenue de la production américaine grâce à des réductions de coût et des gains d'efficacité, une politique de l'OPEC qui privilégie la protection des parts de marché et, du côté de la demande, un hiver particulièrement doux

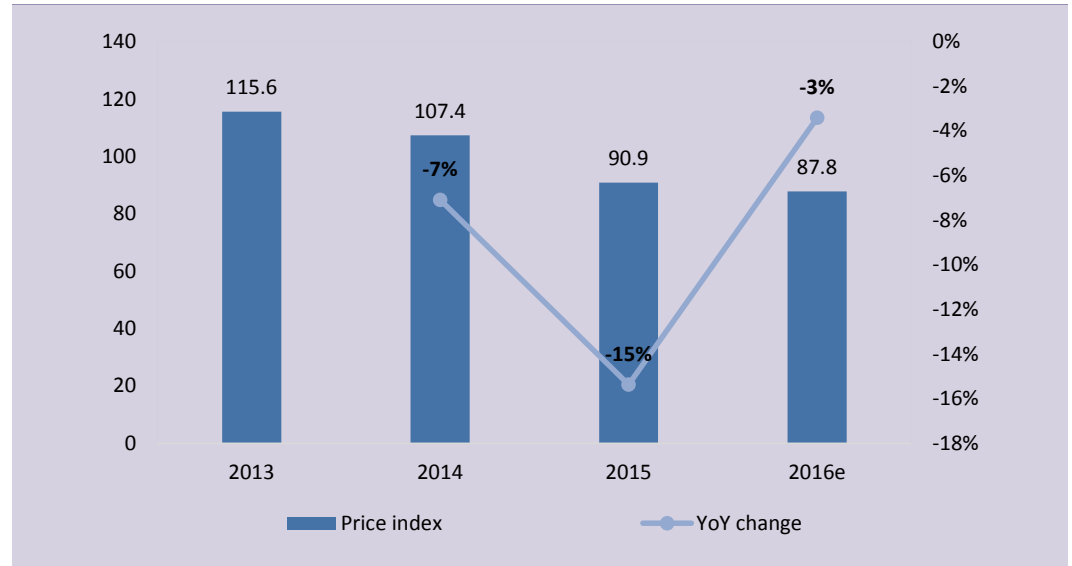
L'indice FAO des prix des matières premières agricoles a enregistré un repli de 19% en 2015

L'excès de l'offre s'explique par le ralentissement des émergents et la baisse des coûts énergétiques

dans l'hémisphère Nord et de faibles projections de croissance dans les grandes économies émergentes. Il faut noter que, **contrairement aux attentes, le phénomène météorologique El Nino n'a pas provoqué de remontée des prix des matières premières agricoles l'année passée.**

Les prix des matières premières agricoles sont encore attendus en baisse en 2016. Néanmoins, un début de retournement de cycle devrait avoir lieu au cours de l'année.

Fig. 11: Indice de prix des matières premières agricoles

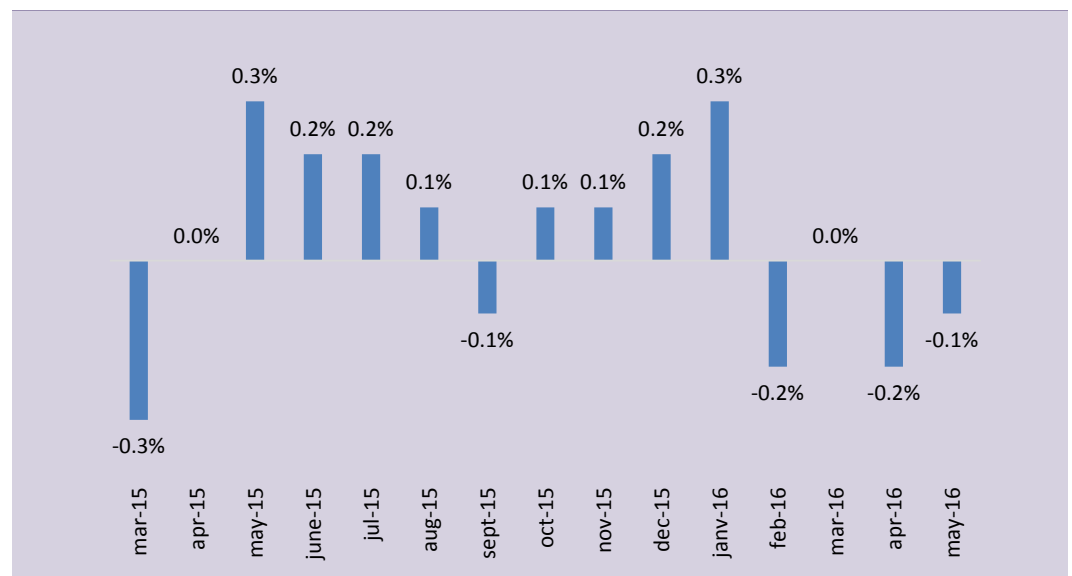


Source: La Banque Mondiale

3.1.2. Pressions déflationnistes en Europe

La déflation, définie comme une diminution générale et durable des prix, n'est pas loin dans la zone euro. Les prix ont enregistré en avril une chute de 0,1% en mai (-0,2% en Avril).

Fig. 12: Variations annuelles des prix dans la zone euro

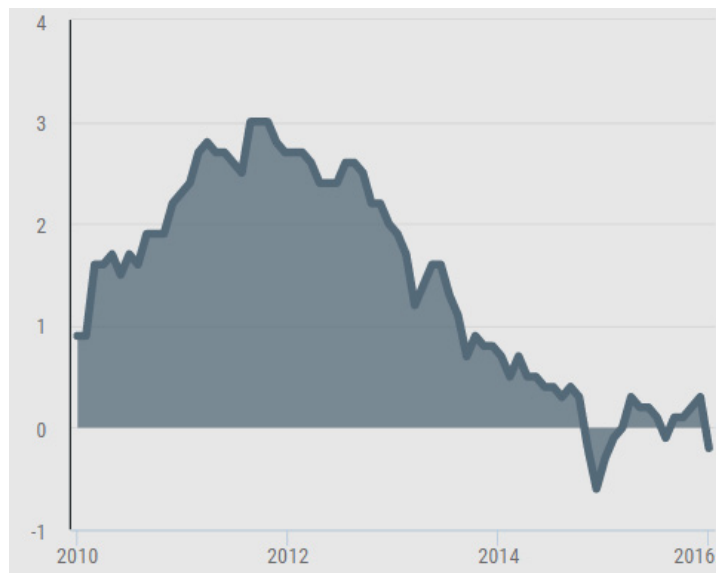


La zone euro est proche de la déflation

Source: Eurostat

Alors que la banque centrale européenne considère qu'il faudrait que l'inflation se situe autour de 2%, elle n'a jamais excédé 0,5% en rythme annuel depuis mars 2014.

Fig. 13: Taux d'inflation annuelle dans la zone euro (%)

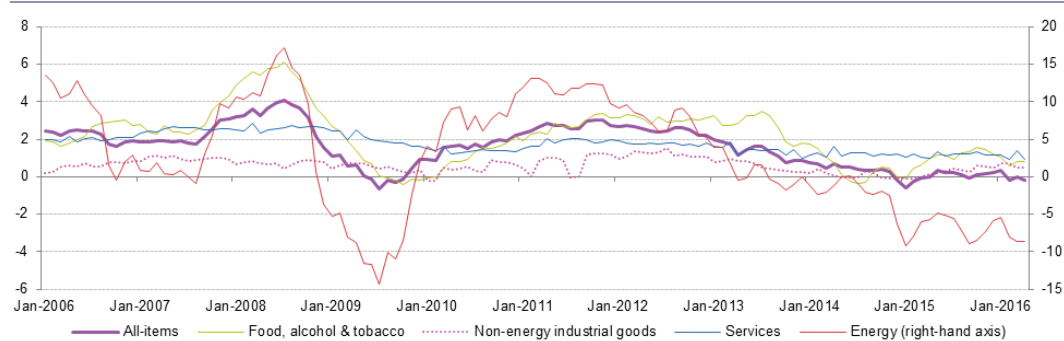


Depuis mars 2014, l'inflation n'a jamais excédé 0,5% en rythme annuel

Source: Eurostat, Alternatives Economiques

La baisse des prix ne concerne pas seulement l'énergie mais aussi les services, l'industrie et l'alimentaire/l'alcool/le tabac.

Fig. 14: Evolution des prix par catégorie dans la zone euro, 2006-2016

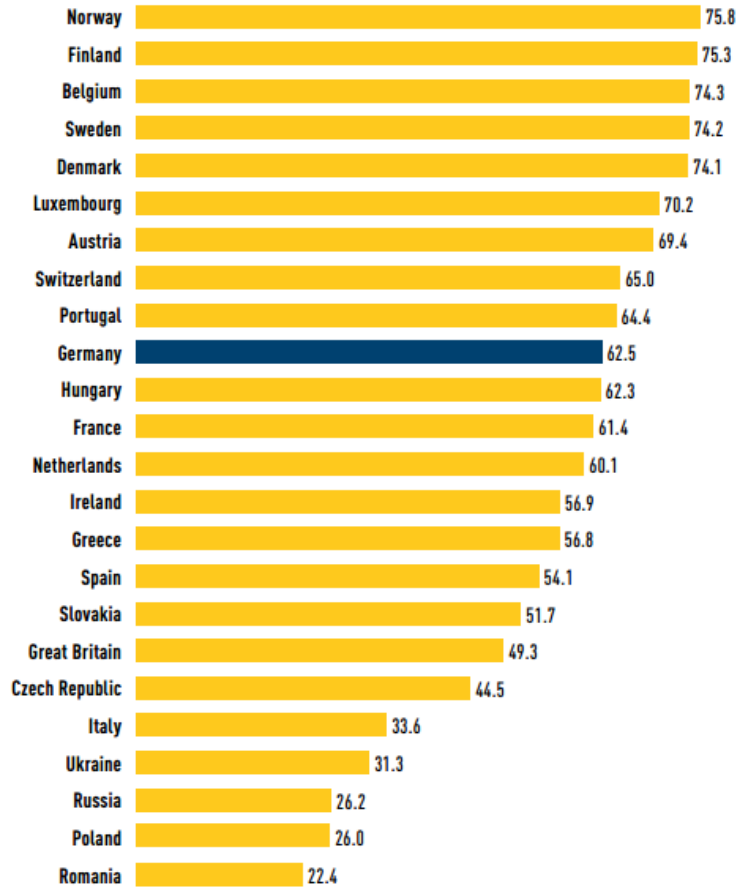


Source: Eurostat

Cette baisse générale des prix se déroule pourtant dans un contexte de politique monétaire accommodante de la part de la banque centrale qui aurait dû créer de l'inflation. **Les causes en sont la remontée de l'euro, la faiblesse du prix des matières premières** mais aussi le pouvoir pris par la grande distribution.

La concentration des enseignes a progressé dans pratiquement tous les pays membres de l'Union Européenne. C'est le résultat de la pénétration accrue des distributeurs modernes (supermarchés, hypermarchés et magasins discount). La part de marché des cinq premiers distributeurs atteint 74% en Belgique, 62% en Allemagne, 61% en France... En juin 2015, Ahold et Delhaize ont annoncé leur fusion.

Fig. 15: Part de marché en valeur des cinq premiers distributeurs



Source: Metro Compendium 2015/16

Les quatre premières centrales d'achat françaises concentrent 92% des ventes en valeur de produits de grande consommation et frais libre-service

Cette tendance à la concentration dans le secteur de la distribution ne se manifeste pas seulement au niveau des enseignes mais également des centrales d'achats, lesquelles ont pour fonction de regrouper les commandes d'un distributeur et de les répartir ensuite entre les magasins. En France, plusieurs distributeurs ont fusionné leurs centrales d'achat en 2014: Système U et Auchan en septembre, Intermarché et Casino en octobre, et Carrefour et Cora/Match en décembre. Selon Kantar Worldpanel, les quatre premières centrales d'achat françaises concentrent 92% des ventes de produits de grande consommation et frais libre-service.

Les choix des groupes français ont catalysé des rapprochements observables à une échelle bien plus large. En novembre 2014, Auchan s'est allié avec l'allemand Metro, quelques semaines seulement après son accord avec Système U (centrale Eurauchan). Colruyt, Conad et Coop ont rejoint

Alidis (Eroski, Edeka, Intermarché) en août 2015 tandis que REWE a intégré Coopernic (Leclerc, Coop Italia et Delhaize) début 2016.

Fig. 16: L'alliance internationale Alidis, première centrale d'achat européenne



Source: *Les Mousquetaires*

Les moyens de pression des distributeurs sont multiples: menaces de déréférencement, augmentation des délais de paiement, hausse des frais de linéaires...

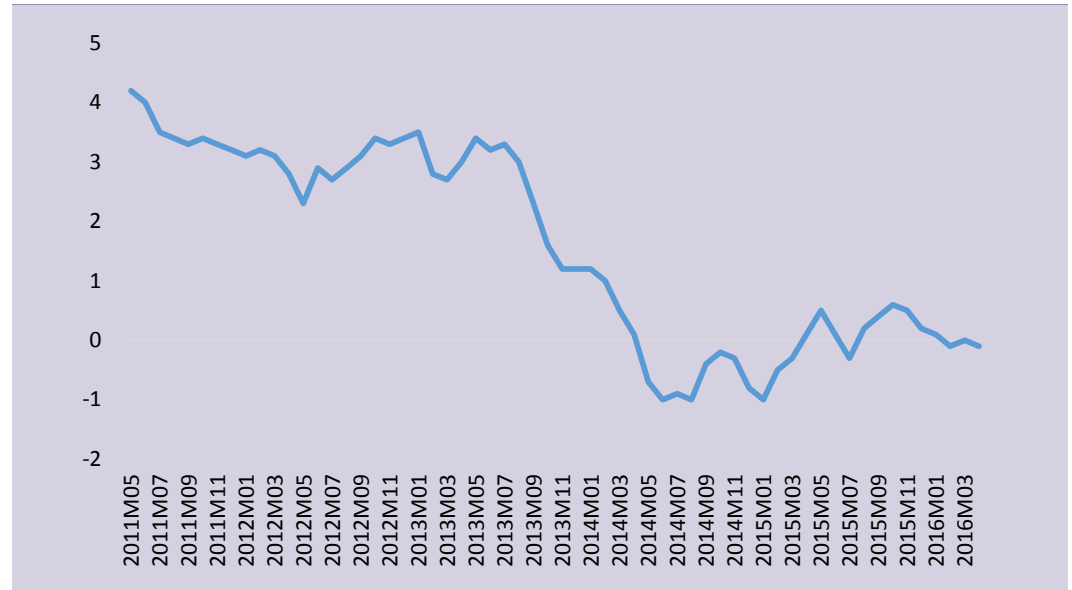
Les conditions de négociation avec les distributeurs se sont durcies du fait de cette **concentration**. Ils disposent de plusieurs moyens de pression pour obtenir des baisses de prix ou des garanties de leur marge: **menaces de déréférencement, augmentation des délais de paiement, hausse des frais de linéaires (liés au placement des produits dans les rayons), augmentation des dépenses de publicité...** La faiblesse du prix des matières premières fournit un **argument supplémentaire aux distributeurs pour légitimer leurs demandes**. Bien sûr, des marques incontournables en rayon et qui servent de produits d'appel disposent clairement d'un pouvoir de négociations supérieur.

Une pression à la baisse s'exerce donc en Europe sur les prix au détail. En France, sur les 103 milliards d'euros de produits de grande consommation vendus l'an dernier, les promotions représentaient 3 milliards d'euros. L'écart de prix entre les marques nationales et les marques de distributeurs se réduit dans le pays. Les premières servant de produits d'appel, les promotions portent souvent sur celles-ci.

3.1.3. Un effet prix de 1,9% en 2016

La baisse du prix des matières premières au niveau mondial et les pressions déflationnistes en Europe (lesquelles résultent en partie du pouvoir pris par la grande distribution) sont responsables de la faiblesse des prix au détail des produits alimentaires. **Au sein de l'Union Européenne, l'inflation des produits alimentaires a perdu 3 points depuis mai 2011.**

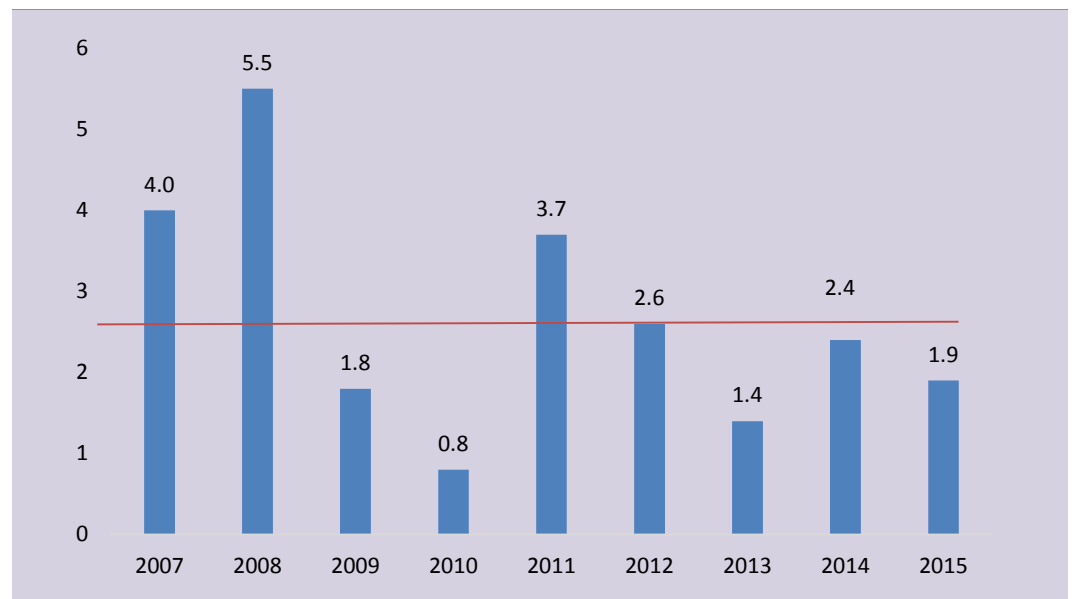
Fig. 17: Variation annuelle des prix des produits alimentaires dans l'Union Européenne



Source: Eurostat

La hausse des prix des produits alimentaires a également décéléré aux Etats-Unis. Ils n'ont progressé que de 1,9% en 2015 contre 2,4% en 2014 et une moyenne de 2,6% sur les vingt dernières années.

Fig. 18: Evolution des prix des produits alimentaires aux Etats-Unis



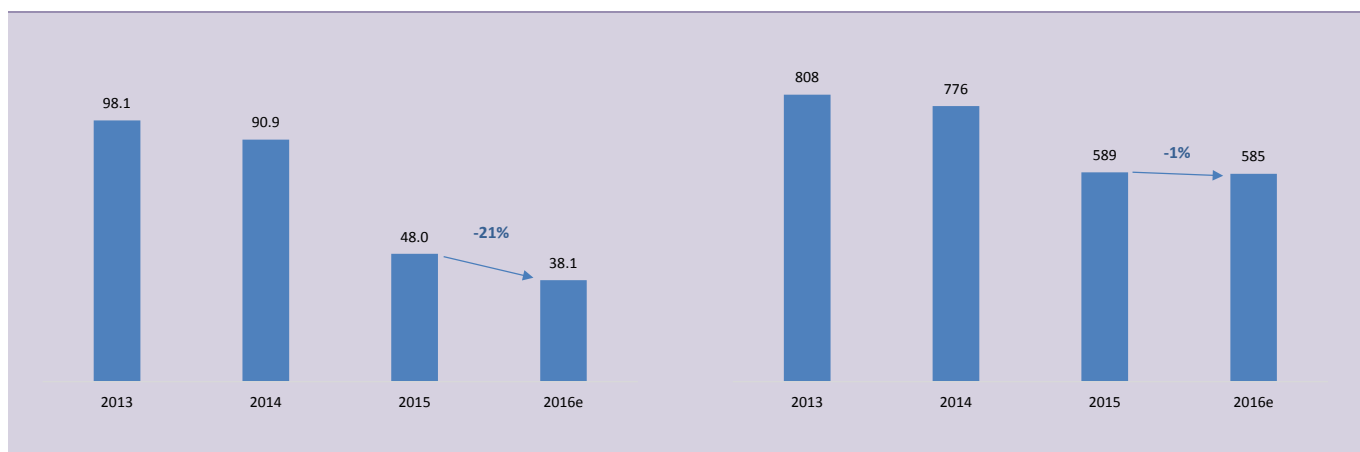
Source: USDA

25% des coûts des matières premières d'Unilever sont liés au pétrole

Unilever est principalement exposé au pétrole (dérivés), lequel représente 25% de ses coûts de matières premières. La baisse du prix du baril de 47% en 2015 s'est répercutée sur les prix au détail des produits de soins personnels et de soin de la maison (en particulier en Chine et en Inde), leur emballage étant réalisé à partir de dérivés de pétrole. **Le groupe est aussi dépendant de l'huile de palme** dont le prix devrait diminuer de 1% l'année prochaine. **Au total et hors effets de change, les prix des matières premières du groupe sont attendus stables sur l'année.**

Fig. 19: Evolution du prix du baril de pétrole brut (\$)

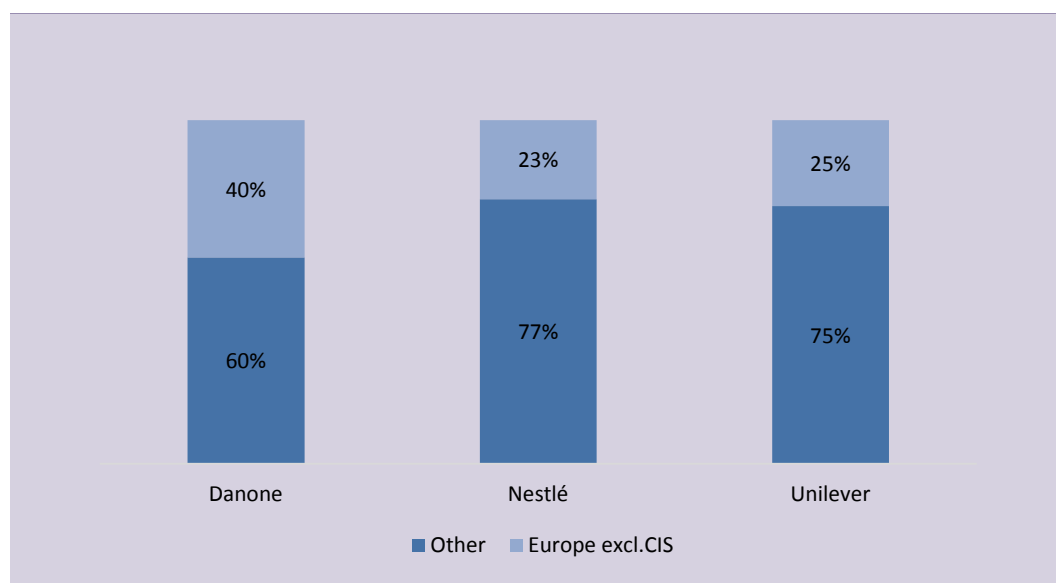
Fig. 20: Evolution du prix de l'huile de palme (\$/mt)



Source: Banque Mondiale

La zone Europe agitée par des pressions déflationnistes représente 25% des ventes du groupe (Nestlé: 23% et Danone: 40%).

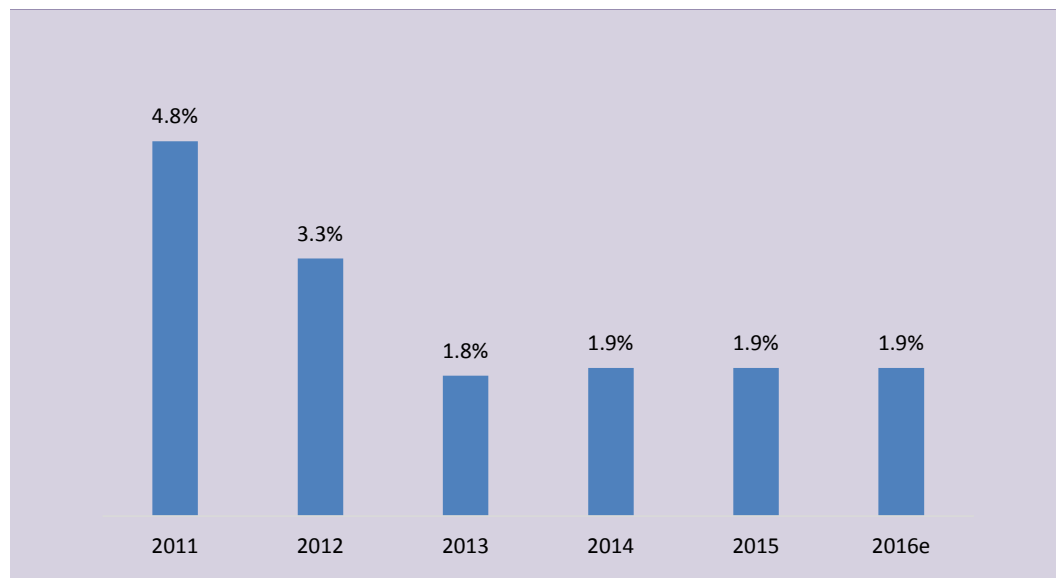
Fig. 21: Poids de l'Europe (hors CEI) en % des ventes des groupes



Source: Groupes, Bryan, Garnier & Co

Nous anticipons une progression de l'effet prix de 1,9% en 2016, en ligne avec la performance de l'année dernière et les indications d'Unilever. C'est le résultat d'une déflation en Europe, d'une stabilité des prix en Amérique du Nord et d'une inflation en-deçà des niveaux historiques en Asie/AMET/RUB. Les prix en Amérique latine devraient continuer d'augmenter à deux chiffres.

Fig. 22: Effet prix



Source: Unilever, Bryan, Garnier & Co

3.2. Des volumes sous pression dans les émergents

Le ralentissement économique et les défis géopolitiques dans les émergents pèsent sur la performance des groupes de l'agroalimentaire.

3.2.1. Des pays émergents en proie à de nombreuses difficultés

L'environnement macroéconomique est resté morose en 2015, la décélération des émergents ayant plus que compensé la timide reprise dans les pays développés. La croissance économique mondiale s'est établie à 2,4% sur l'année, après +2,6% en 2014. **Les pays émergents ont enregistré une croissance de 4,3% en 2015, soit le plus faible niveau depuis 2010. Dans la moitié d'entre eux, la croissance annuelle est ressortie en dessous des attentes**, les plus grandes déceptions venant des pays exportateurs d'énergie (Angola, Nigeria, Colombie, Russie, Venezuela...), en proie à des conflits (Ukraine) ou subissant un durcissement de leur politique monétaire (Brésil). Mais un point bas semble avoir été atteint en 2015. Selon la banque mondiale, la croissance économique dans les émergents devrait s'accélérer en 2016 à 4,8%. **C'est toutefois 60pbs en dessous de sa précédente prévision.**

La Banque mondiale a revu à la baisse sa prévision de croissance économique dans les émergents en 2016

Fig. 23: Les taux de croissance économique réels et leurs révisions

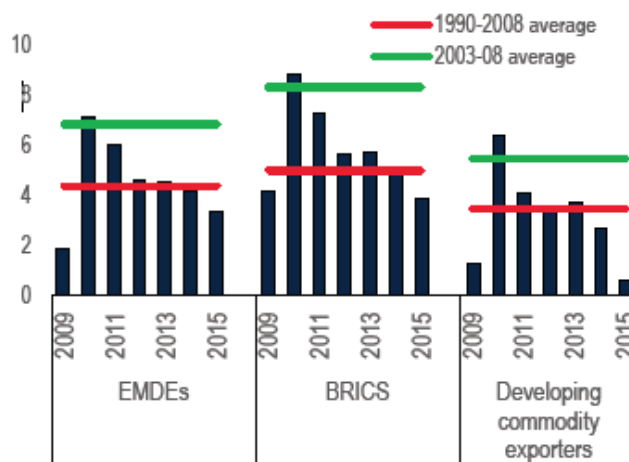
	2013	2014	2015e	2016f	2017f	2018f	(Percentage point difference from June 2015 projections)		
							2015e	2016f	2017f
World	2.4	2.6	2.4	2.9	3.1	3.1	-0.4	-0.4	-0.1
High income^a	1.2	1.7	1.6	2.1	2.1	2.1	-0.3	-0.2	-0.1
United States	1.5	2.4	2.5	2.7	2.4	2.2	-0.2	-0.1	0.0
Euro Area	-0.2	0.9	1.5	1.7	1.7	1.6	0.0	-0.1	0.1
Japan	1.6	-0.1	0.8	1.3	0.9	1.3	-0.3	-0.4	-0.3
United Kingdom	2.2	2.9	2.4	2.4	2.2	2.1	-0.2	-0.2	0.0
Russia	1.3	0.6	-3.8	-0.7	1.3	1.5	-1.1	-1.4	-1.2
Developing countries^a	5.3	4.9	4.3	4.8	5.3	5.3	-0.4	-0.6	-0.2
East Asia and Pacific	7.1	6.8	6.4	6.3	6.2	6.2	-0.3	-0.4	-0.4
China	7.7	7.3	6.9	6.7	6.5	6.5	-0.2	-0.3	-0.4
Indonesia	5.6	5.0	4.7	5.3	5.5	5.5	0.0	-0.2	0.0
Thailand	2.8	0.9	2.5	2.0	2.4	2.7	-1.0	-2.0	-1.6
Europe and Central Asia²	3.9	2.3	2.1	3.0	3.5	3.5	0.3	-0.4	-0.2
Kazakhstan	6.0	4.4	0.9	1.1	3.3	3.4	-0.8	-1.8	-0.8
Turkey	4.2	2.9	4.2	3.5	3.5	3.4	1.2	-0.4	-0.2
Romania	3.5	2.8	3.6	3.9	4.1	4.0	0.6	0.7	0.6
Latin America and the Caribbean²	3.0	1.5	-0.7	0.1	2.3	2.5	-1.5	-2.3	-0.6
Brazil	3.0	0.1	-3.7	-2.5	1.4	1.5	-2.4	-3.6	-0.6
Mexico	1.4	2.3	2.5	2.8	3.0	3.2	-0.1	-0.4	-0.5
Colombia	4.9	4.6	3.1	3.0	3.3	3.5	-0.4	-0.9	-0.9
Middle East and North Africa	0.6	2.5	2.5	5.1	5.8	5.1	0.1	1.4	2.0
Egypt, Arab Rep. ³	2.1	2.2	4.2	3.8	4.4	4.8	0.0	-0.7	-0.4
Iran, Islamic Rep.	-1.9	4.3	1.9	5.8	6.7	6.0	0.9	3.8	4.7
Algeria	2.8	3.8	2.8	3.9	4.0	3.8	0.2	0.0	0.0
South Asia	6.2	6.8	7.0	7.3	7.5	7.5	-0.1	0.0	0.0
India ³	6.9	7.3	7.3	7.8	7.9	7.9	-0.2	-0.1	-0.1
Pakistan ^{3,4}	4.4	4.7	5.5	5.5	5.4	5.4	-0.5	1.8	0.9
Bangladesh ³	6.1	6.5	6.5	6.7	6.8	6.8	0.2	0.0	0.1
Sub-Saharan Africa²	4.9	4.6	3.4	4.2	4.7	4.7	-0.8	-0.3	-0.3
South Africa	2.2	1.5	1.3	1.4	1.6	1.6	-0.7	-0.7	-0.8
Nigeria	5.4	6.3	3.3	4.6	5.3	5.3	-1.2	-0.4	-0.2
Angola	6.8	3.9	3.0	3.3	3.8	3.8	-1.5	-0.6	-1.3

Source: La Banque mondiale

Cette performance reste néanmoins très nettement en-dessous des niveaux historiques. En effet, les facteurs responsables du ralentissement de ces dernières années sont toujours présents: faiblesse du prix des matières premières, faiblesse du commerce mondial, faiblesse de la croissance de la productivité et volatilité des monnaies...L'importance des passifs libellés en dollars fait peser un risque sur ces économies: toute nouvelle hausse des taux d'intérêt américains pourrait avoir des conséquences dévastatrices.

Les facteurs responsables du ralentissement des émergents demeurent

Fig. 24: Une croissance économique dans les émergents en-dessous de ses niveaux historiques

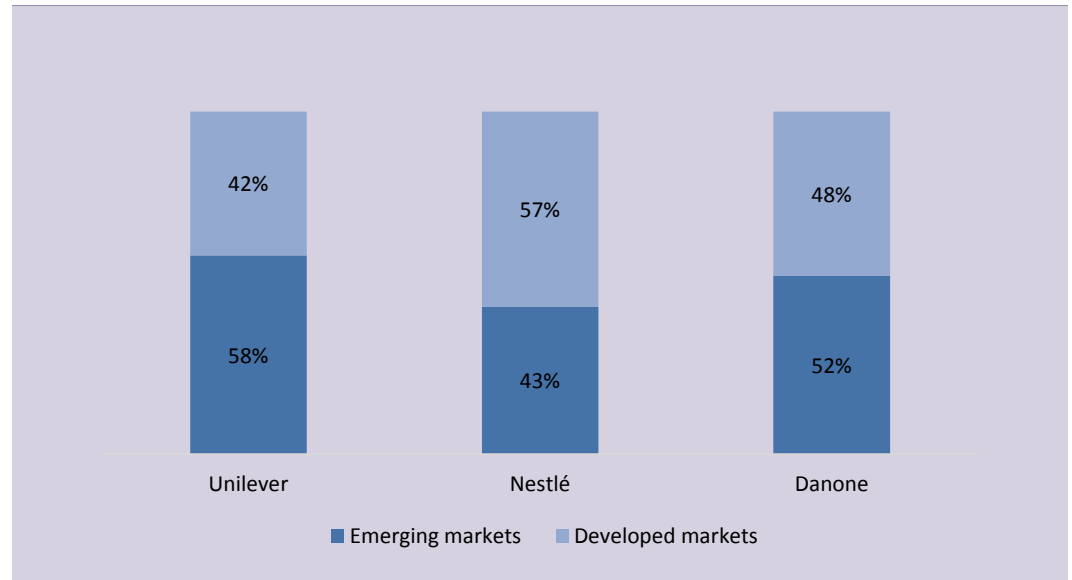


Source: La Banque mondiale

3.2.2. Une hausse des volumes de 2,1% en 2016

Les marchés émergents représentent 58% des ventes d'Unilever, une proportion supérieure à celle de Nestlé (43%) ou de Danone (52%).

Fig. 25: Poids des émergents (en % des ventes)



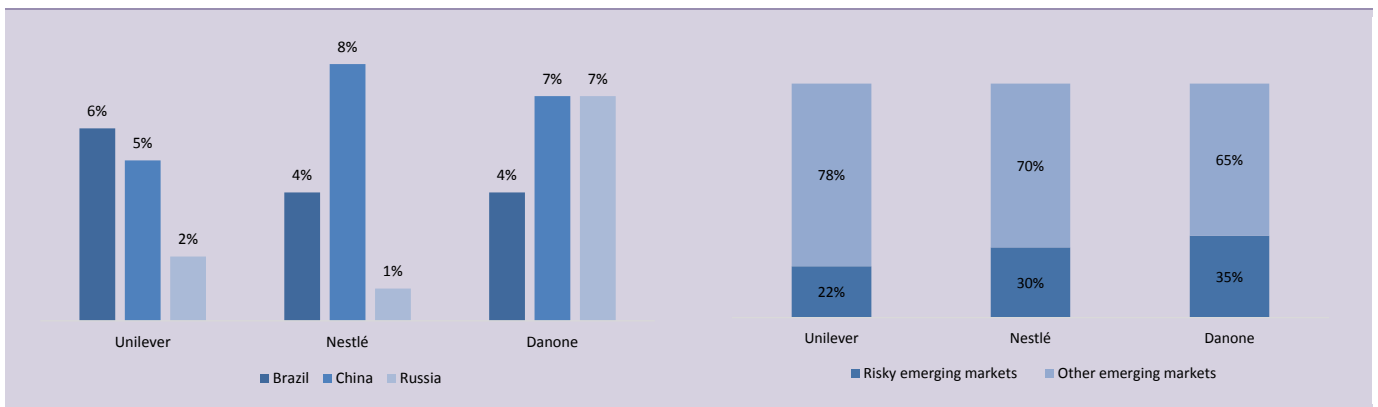
Unilever est le groupe le plus exposé, générant 58% de ces ventes dans les pays émergents

Source: Groupes, Bryan, Garnier & Co

Néanmoins, seuls 22% des ventes dans les émergents d'Unilever sont générés sur des marchés à risque, à savoir le Brésil, la Chine ou la Russie (Nestlé: 30% ; Danone: 35%).

Fig. 26: Exposition Brésil/Chine/Russie (en % des ventes)

Fig. 27: Poids des marchés à risque (en % des ventes dans les émergents)

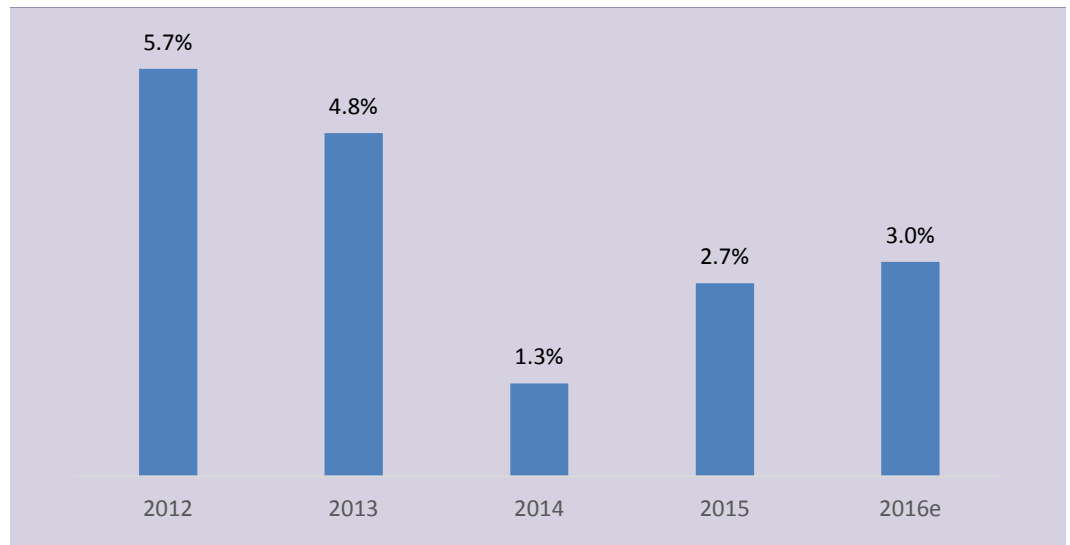


Source: Groupes, Bryan, Garnier & Co

Si la performance du groupe dans les émergents reste en-deçà des niveaux historiques, elle se compare favorablement à celle de ses pairs

Les volumes du groupe dans les émergents ont progressé de 2,7% en 2015, soit une amélioration par rapport à une année 2014 impactée par le déstockage en Chine (volumes en hausse de seulement 1,3%). Cette performance reste bien en-deçà des niveaux historiques mais elle se compare favorablement à celle de ses pairs (P&G, Colgate, Mondelez...). Les parts de marché d'Unilever résistent bien. Ses concurrents américains affrontent des effets change encore plus défavorables et, de ce fait, augmentent leurs prix de manière encore plus significative. **Les volumes dans les émergents devraient légèrement s'améliorer en 2016 à +3%.**

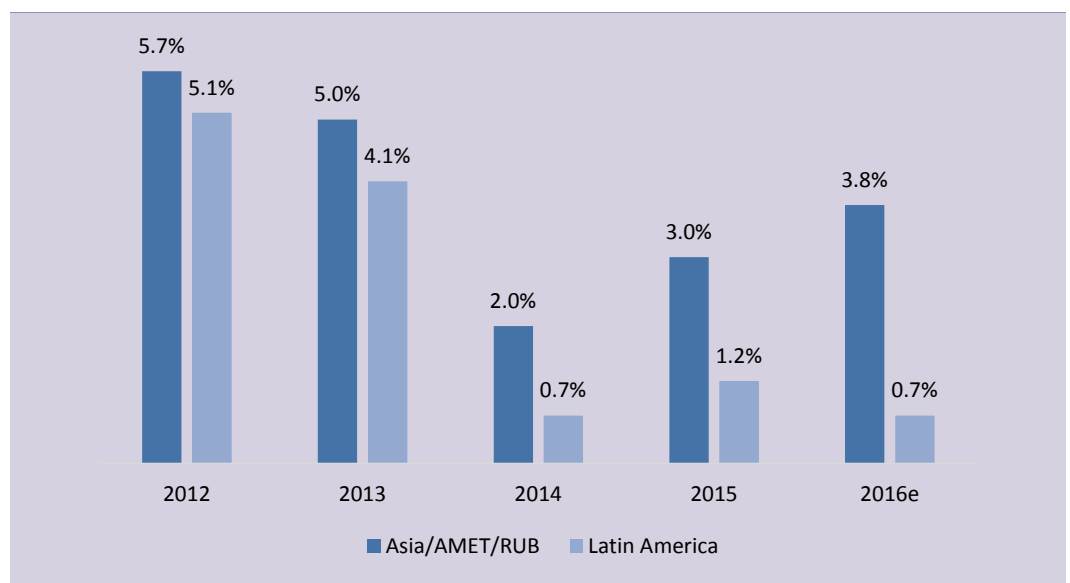
Fig. 28: Evolution des volumes d'Unilever dans les émergents



Source: Unilever, Bryan, Garnier & Co

L'Amérique latine et l'Asie/AMET/RUB devraient enregistrer des progressions respectives de 0,7% et 3,8% sur l'année.

Fig. 29: Evolution des volumes du groupe en Amérique latine et en Asie/AMET/RUB



Source: Unilever, Bryan, Garnier & Co

Au niveau du groupe, nous attendons des volumes en hausse de 2,1% en 2016, soit une performance semblable à celle de l'année dernière.

Fig. 30: Volumes du groupe



Source: Unilever, Bryan, Garnier & Co

3.3. 23% des ventes d'Unilever sont exposées

Notre dernière étude sectorielle visait à estimer le pourcentage des ventes de Danone et Nestlé à risque au vue des dernières tendances de l'industrie agroalimentaire. Nous avons analysé le portefeuille d'Unilever de la même manière.

L'industrie agroalimentaire concentre beaucoup d'attentions, celles des politiques d'abord qui font de la lutte contre l'obésité une priorité et montent au créneau contre l'insécurité alimentaire face à la multiplication des scandales. **Les réglementations s'accumulent** : taxes sur les produits caloriques, normes plus strictes en matière d'étiquetage des produits, de publicité... **En un mot, l'environnement est moins favorable pour les grands groupes. Parallèlement, certaines évolutions sociologiques les mettent sous pression**: la montée du e-commerce et de l'e-publicité, l'augmentation de la consommation hors foyer, et surtout l'émergence de la génération du Millénaire. **A l'opposé, des marques nouvellement nées sont très dynamiques.** Elles ont su tirer parti des nouvelles technologies pour se faire connaître et distribuer à moindre frais. Leur taille réduite leur permet de s'adapter plus facilement aux nouvelles réglementations. Surtout, elles ont su proposer des produits qui répondaient à des désirs des consommateurs que les grands groupes n'avaient pas su combler.

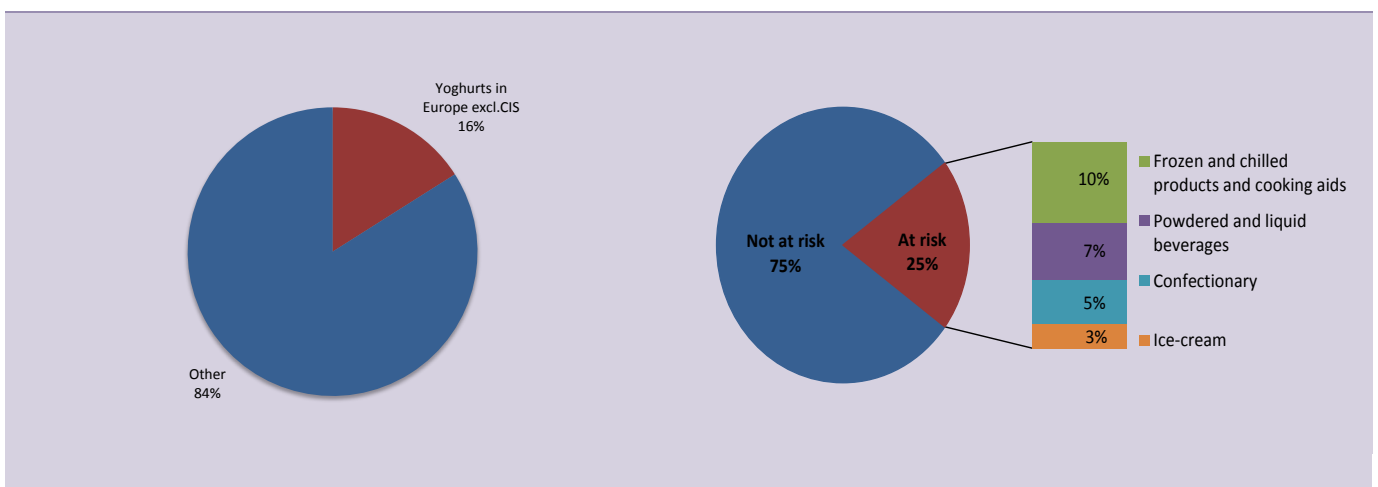
Les grands groupes reformulent leurs produits : diminution de la taille des portions, réduction du sel, du sucre, des acides gras saturés ou au contraire ajout d'ingrédients bénéfiques (vitamines, minéraux...). Cette démarche présente des inconvénients: coûts supplémentaires, obstacles techniques et surtout rejet possible des consommateurs déçus du goût ou inquiets des ingrédients utilisés comme substituts. **Une solution alternative pour les groupes est d'acquérir une petite marque (ex: rachat de Annie's par General Mills en septembre 2014).** Elle renforce leur capacité d'innovation et leur efficacité, améliore leur réputation...Mais la stratégie n'est pas dénuée de risques: perte de

confiance de la clientèle, mesures de rétorsion de la part de la grande distribution... En outre, ces acquisitions sont de taille trop réduite pour faire la différence.

Danone ne génère que 16% de ses ventes sur des catégories à risque, c'est-à-dire impactées négativement par les évolutions de l'industrie agroalimentaire que nous avons décrites ci-dessus. Il s'agit des yaourts vendus en Europe (hors CEI). **Nestlé est plus exposé. Nous estimons que 25% de son portefeuille est à risque**, ce qui correspond aux ventes dans les pays développés de produits surgelés et réfrigérés, d'aides culinaires, de boissons liquides et en poudre, de confiserie et de glaces.

Fig. 31: 16% du portefeuille de Danone est à risque

Fig. 32: Ce pourcentage s'élève à 25% pour Nestlé



Source: Groupes, Bryan, Garnier & Co

Nous estimons que 23% des ventes d'Unilever (l'intégralité dans les pays développés) est à risque du fait des dernières tendances de l'industrie agroalimentaire. Cela se décompose comme suit:

- **Les glaces: 8%**

Les fabricants de crèmes glacées connaissent dans les pays développés une baisse structurelle de leurs volumes. C'est le résultat des changements dans les goûts des consommateurs qui privilégient les petits formats et les alternatives plus saines telles que les yaourts glacés ou les glaces artisanales. La concurrence s'est ainsi considérablement accrue, notamment de la part des petites marques. Mais Unilever fait preuve de résilience, notamment en Europe de l'Ouest où le groupe a enregistré de belles réussites sur le segment premium avec Magnum, Carte D'Or et Ben & Jerry's.

- **Le thé: 2%**

La catégorie correspond bien aux dernières tendances de consommation (saine, riche en antioxydants). Mais Unilever souffre de sa surexposition au segment du thé noir *mainstream*, lequel représente 80% de ses ventes de thé. La croissance est surtout tirée par le thé premium vert et aux fruits.

- **Les aides culinaires: 6%**

La première marque du groupe est Knorr qui est vendue dans le monde entier. Les aides culinaires sont affectées par le changement de goûts des consommateurs qui sont à la recherche d'une nourriture plus saine et équilibrée.

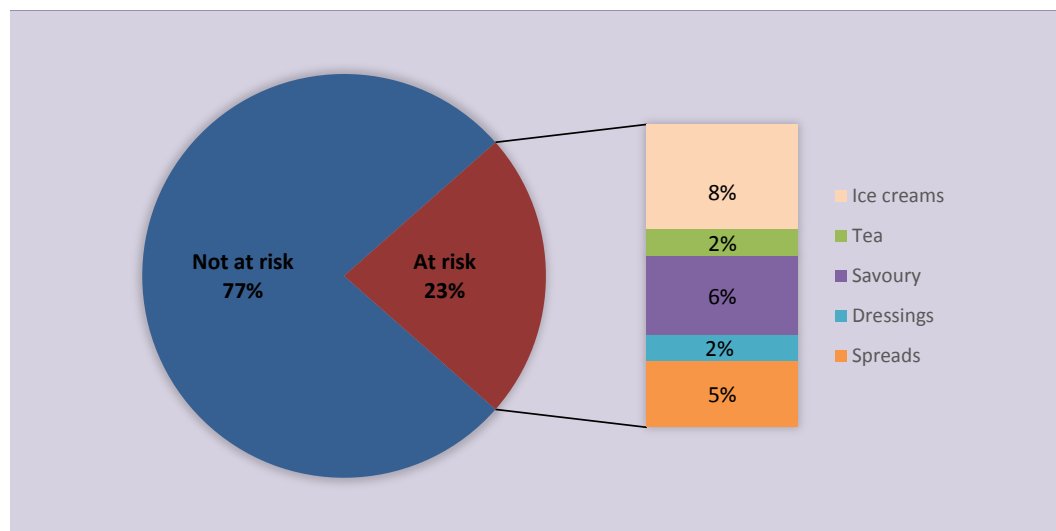
- **Les sauces: 2%**

Le portefeuille d'Unilever comprend principalement de la mayonnaise et de la moutarde, deux catégories difficiles compte tenu des dernières tendances de consommation.

- **Les margarines: 5%**

Nous développerons par la suite les difficultés de cette catégorie dans les pays développés.

Fig. 33: 23% du portefeuille d'Unilever est à risque



Source: Unilever, Bryan, Garnier & Co

3.4. Une croissance organique des ventes modeste en 2016

Nous anticipons une progression en organique des ventes d'Unilever de 4% en 2016. C'est le résultat des pressions qui s'exercent sur les volumes dans les émergents et d'un environnement prix difficile à cause de la faiblesse du prix des matières premières et de la déflation en Europe. Le S1 devrait bénéficier d'une base de comparaison favorable. **Cette performance sur l'année serait globalement semblable à celle de ses pairs (Danone: +4% et Nestlé +4,7%) et se situerait dans la fourchette de guidance fournie par le groupe (3-5%).** Le groupe a rapporté que sa croissance sous-jacente était de 4%, ce qui implique une surperformance par rapport à un marché qui progresse de 2,5%. Maintenir cette surperformance fait partie des objectifs d'Unilever pour l'année 2016.

En 2015, le groupe a enregistré une hausse de ses ventes en organique de 4,1%, très légèrement au-dessus de la guidance annuelle (2/4%). La tendance s'est améliorée au deuxième semestre grâce à la base de comparaison (déstockage au S2 2014 en Chine), à des conditions estivales particulièrement favorables et à une accélération de l'inflation en Amérique Latine.

Fig. 34: Croissance organique des ventes d'Unilever



La croissance sous-jacente actuelle est de +4%

Source: Unilever, Bryan, Garnier & Co

L'absence d'accélération de la croissance organique des ventes en 2016 s'accompagne d'effets change défavorables. Nous estimons un impact négatif de 5% sur l'année, en ligne avec la guidance du groupe (-5/6%). Les détails par catégorie et région se trouvent ci-dessous:

Fig. 35: Vente par catégorie

EURm	2015	2016e	2017e	2018e
GROUP				
Sales	53 272	52 966	55 431	58 309
% reported	10.0%	-0.6%	4.7%	5.2%
% FX	5.9%	-5.0%	0.0%	0.0%
% acquisitions/disposals	-0.1%	0.6%	0.0%	0.0%
% organic	4.1%	4.0%	4.7%	5.2%
<i>Underlying volume/mix growth</i>	2.1%	2.1%	2.6%	2.8%
<i>Underlying pricing growth</i>	1.9%	1.9%	2.1%	2.4%
PERSONAL CARE				
Sales	20 074	20 262	21 425	22 754
% reported	13.2%	0.9%	5.7%	6.2%
% organic	4.1%	5.2%	5.7%	6.2%
<i>Underlying volume/mix growth</i>	2.3%	2.9%	3.2%	3.5%
<i>Underlying pricing growth</i>	1.8%	2.3%	2.5%	2.7%
FOODS				
Sales	12 919	12 704	12 894	13 087
% reported	4.5%	-1.7%	1.5%	1.5%
% organic	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
<i>Underlying volume/mix growth</i>	0.8%	0.8%	1.0%	1.0%
<i>Underlying pricing growth</i>	0.8%	0.8%	0.5%	0.5%
HOME CARE				
Sales	10 159	10 054	10 747	11 564
% reported	10.9%	-1.0%	6.9%	7.6%
% organic	5.9%	5.5%	6.9%	7.6%
<i>Underlying volume/mix growth</i>	4.0%	3.2%	4.1%	4.3%
<i>Underlying pricing growth</i>	1.9%	2.3%	2.8%	3.3%
REFRESHMENT				
Sales	10 120	9 947	10 365	10 904
% reported	10.3%	-1.7%	4.2%	5.2%
% organic	5.4%	3.2%	4.2%	5.2%
<i>Underlying volume/mix growth</i>	1.5%	1.2%	1.8%	2.2%
<i>Underlying pricing growth</i>	3.9%	2.0%	2.4%	3.0%

Source: Unilever, Bryan, Garnier & Co

Fig. 36: Croissance organique des ventes par région

	2015	2016e	2017e	2018e
ASIA/AMET/RUB				
% organic	4.5%	4.4%	5.2%	5.7%
Underlying volume/mix growth	3.0%	3.8%	3.6%	3.4%
Underlying pricing growth	1.5%	0.7%	1.6%	2.3%
THE AMERICAS				
% organic	6.6%	6.4%	7.2%	7.7%
Underlying volume/mix growth	0.4%	0.8%	2.2%	3.2%
Underlying pricing growth	6.1%	5.6%	5.0%	4.5%
EUROPE				
% organic	0.4%	0.4%	0.6%	0.8%
Underlying volume/mix growth	2.6%	1.2%	1.3%	1.4%
Underlying pricing growth	-2.2%	-0.8%	-0.7%	-0.6%

Source: Unilever, Bryan, Garnier & Co

4. Unilever, une «margin story»

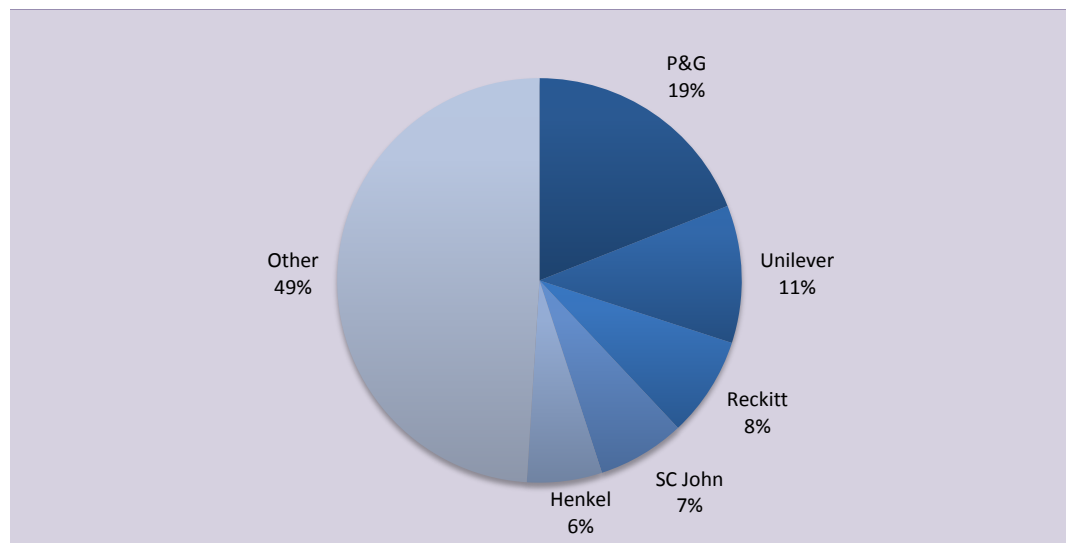
Si la croissance organique des ventes d'Unilever reste modérée, son potentiel d'amélioration de la marge est substantiel. Le groupe travaille à l'amélioration du mix de ses divisions Produits de soin de la maison et Rafrâichissements (4.1). Il a par ailleurs plusieurs programmes qui devraient lui permettre de réaliser des économies de coûts (4.2).

4.1. Une amélioration du mix

Les efforts d'Unilever en termes d'amélioration du mix se portent avant tout sur les divisions Produits de soin de la maison et Rafrâichissements qui représentent chacune 19% des ventes du groupe.

La marge opérationnelle des Produits de soin de la maison était de 7,6% en 2015, soit un niveau nettement inférieur à celui de ses pairs. La marge d'Henkel est de 17% et celle de P&G de 18%. Si une partie de cette sous-performance s'explique par la surexposition d'Unilever aux produits *mainstream* dans les émergents (ces pays représentent 80% des ventes de la division), cela reste surprenant compte tenu de la part de marché du groupe sur ce segment. Elle atteint 11% à l'échelle globale (Soin du linge: 16%, Produits vaisselle: 10%).

Fig. 37: Parts de marché mondiales sur les produits de soin de la maison



Source: Euromonitor

L'objectif du groupe est un doublement de la marge des Produits de soin de la maison

Unilever a indiqué que son objectif était de doubler la marge opérationnelle des Produits de soin de la maison. Pendant plusieurs années, les succès enregistrés par le groupe ont été bien minces mais l'année 2015 a marqué une inflexion avec une hausse de la marge de 130pbs grâce à la réduction du nombre de références et à l'amélioration du mix. **Cette amélioration du mix devrait permettre une progression de la rentabilité dans les trois prochaines années (en 2016e, +90pbs à 8,5%):**

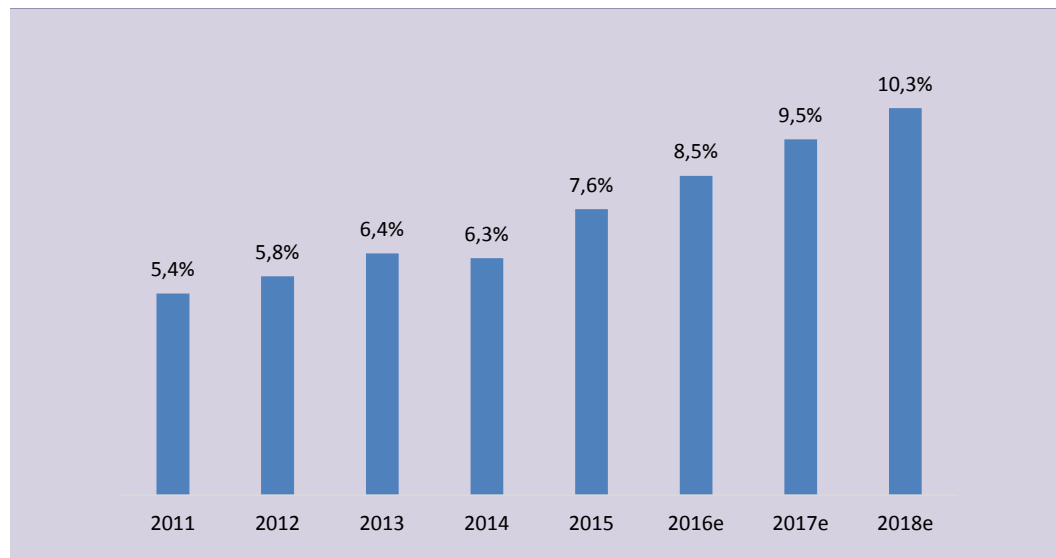
Surf Sensations



Source: Unilever

- Le groupe a multiplié **les innovations relatives sur la marge** telles que les formules super-concentrées ou les doses de lessive qui permettent une sensation de fraîcheur supérieure.
- Il opère une **montée en gamme sur un certain nombre de marques déjà existantes** telles que les adoucissants Comfort Intense ou la lessive Surf (Surf Sensations).
- Enfin, il cherche à **augmenter le poids dans son portefeuille de produits comme les adoucissants ou les détergents liquides** dont les marge sont supérieures.

Fig. 38: Marge des Produits de soin de la maison



Source: Unilever, Bryan, Garnier & Co

Ben&Jerry's Cookie Dough's Wich



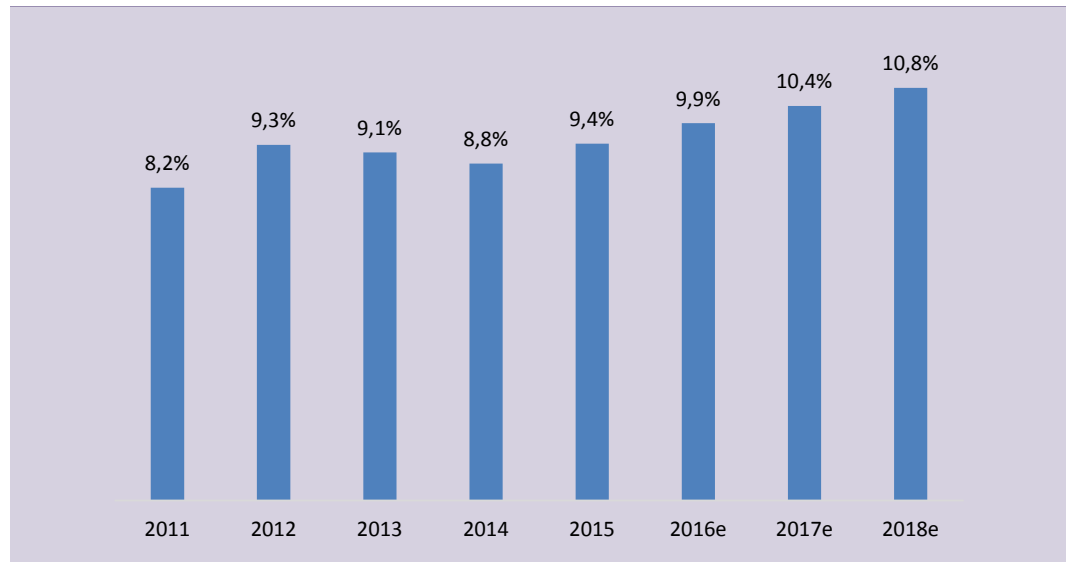
Source: Unilever

Unilever cherche également à faire progresser la marge opérationnelle de la division **Rafraichissements** dont les ventes se composent aux deux tiers de glaces et à un tiers de thé. Le groupe est leader sur les deux catégories. Au global, sa part de marché mondiale sur les glaces atteint 23%, contre 11% pour le n°2 Nestlé. Sur le thé, sa part de marché mondiale est de 12% alors que celle de Tata qui est n°2 n'est que de 3%. En 2015, les Rafraichissements enregistraient une marge opérationnelle de 9,4% et continuaient donc d'être dilutifs pour le groupe. Nous estimons que la marge des produits glacés n'atteint pas 10% tandis que celle du thé est légèrement au-dessus. Pour remédier à cette situation, **Unilever opère une montée en gamme.**

- **Glaces.** Le groupe a renforcé un portefeuille de marques premium déjà bien étoffé (Ben & Jerry's, Magnum et Carte d'Or) avec les acquisitions de Talenti (2014) et Grom (2015). Les innovations ont par ailleurs été nombreuses, avec par exemple les Magnum Pink & Black (nouveaux parfums) ou les Ben & Jerry's Cookie Dough' Wich (les glaces sandwiches).
- **Thé.** Unilever veut corriger sa surexposition au thé noir *mainstream* (80% de ses ventes). Pour ce faire, il a étendu la gamme de Lipton vers le thé vert et les thés noirs de spécialité qui sont plus premium et il a développé les thés prêt-à-boire (marque Pure Leaf). Il a également lancé des dosettes avec la machine T0 de Lipton (40 cents la capsule) et il a investi dans des nouveaux réseaux de distribution avec l'acquisition en 2013 de la chaîne australienne de vente de thé T2 (75 boutiques aujourd'hui).

Le groupe devrait intensifier ses efforts de montée en gamme sur les trois prochaines années. Nous prévoyons ainsi une progression de la marge opérationnelle des Rafrachissements de 50bps à 9,9% en 2016.

Fig. 39: Marge des rafraichissements



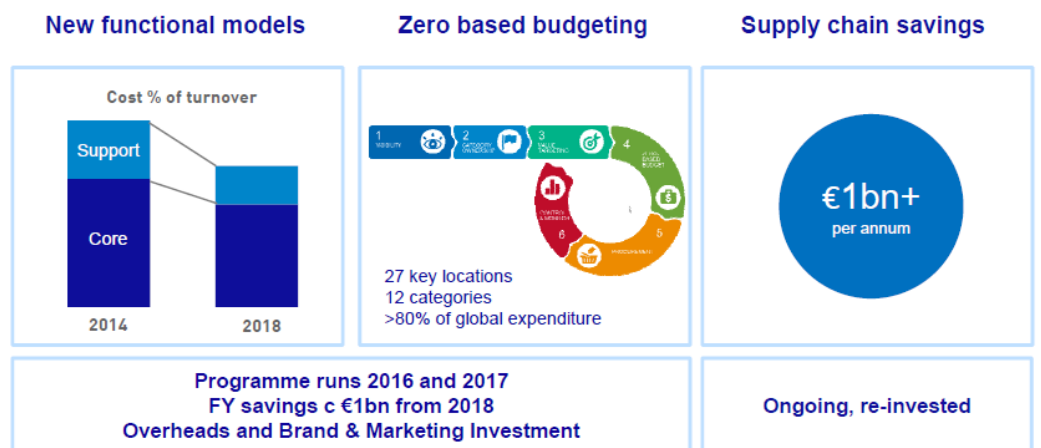
Source: Unilever, Bryan, Garnier & Co

4.2. Des économies de coûts substantielles

Unilever réalise chaque année 1MdsEUR d'économies d'approvisionnement qui permettent de compenser l'augmentation du prix des matières premières. En 2016, deux nouveaux programmes d'économies de coûts seront mises en place: les «New functional models» et le «zero based budgeting».

Fig. 40: Les différents programmes du groupe

Deux nouveaux programmes en 2016 :
 - Les « New Functional Models »
 - Le « Zero-Based Budgeting »



Source: Unilever

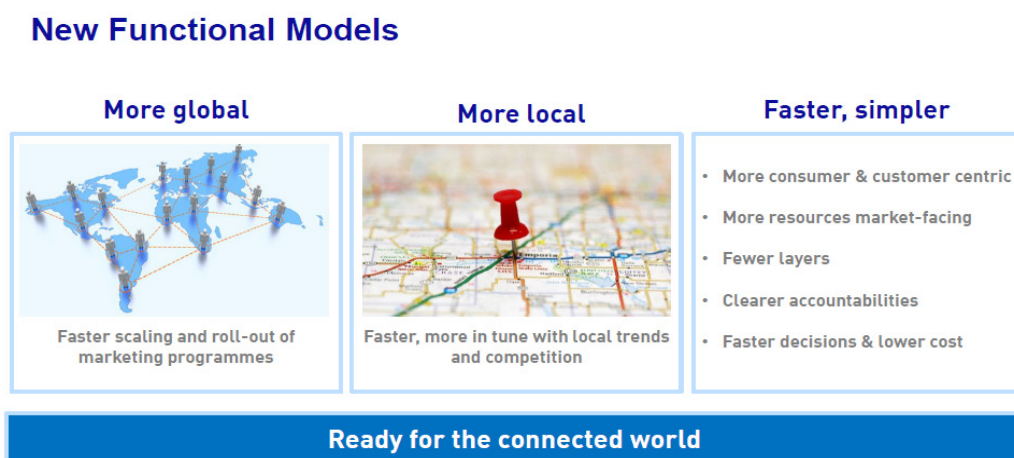
4.2.1. Les « New Functional Models »

L'organisation générale du groupe reste inchangée, avec quatre catégories et huit clusters. Le programme a plusieurs objectifs:

- Un déploiement plus rapide à l'échelle mondiale des programmes marketing et des nouvelles technologies
- Une plus grande adéquation avec les besoins locaux des consommateurs
- Une structure plus simple et plus agile: moins de strates, une meilleure définition des responsabilités, un processus de décision plus rapide...

Fig. 41: Les objectifs des « New Functional Models »

Le programme des « New Functional Models » implique une réduction des frais de personnel



Source: Unilever

Concrètement, cela devrait permettre une **réduction des coûts, notamment de personnel**. Mr Peter Van Kulve qui était précédemment dirigeant de l'Asie du Sud Est est en charge de ce programme. Il devrait être **déployé à partir du S2 2016**.

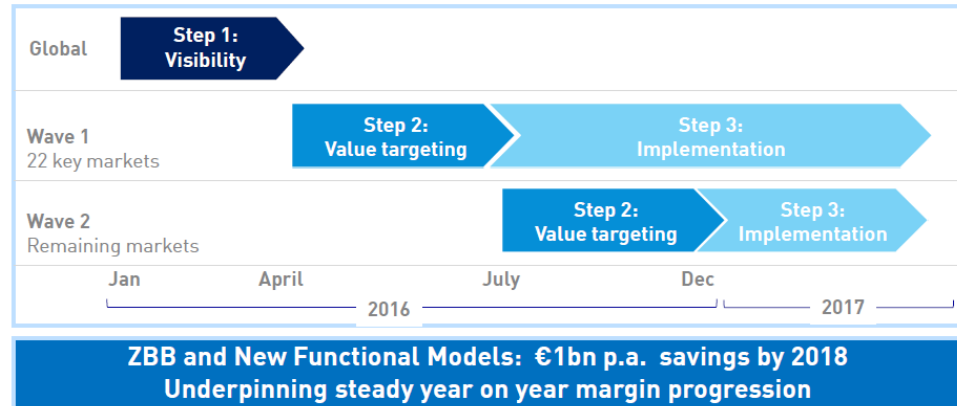
4.2.2. Le « Zero-Based Budgeting »

Unilever a annoncé lors de son séminaire Investisseurs de décembre 2015 qu'il mettrait en place à partir de 2016 un programme de « Zero-Based Budgeting ». Le principe est différent de celui des autres programmes d'économies de coûts dans le sens qu'il cherche à baisser les frais de structure en absolu sans se comparer aux concurrents et aux normes de l'industrie. **Chaque département débute l'année avec un budget de zéro et doit justifier toute dépense par le retour qui en est attendu**. Le programme devrait se dérouler en plusieurs étapes:

- La première s'est achevée à la fin du mois d'avril. Elle consistait à obtenir une meilleure visibilité sur ce qui était dépensé et par qui et à nommer des responsables pour chacun des 18 segments de coûts préalablement définis.
- Un montant d'économies est fixé avec chacun des 18 responsables lors de la seconde étape qui se déroule entre mai et juillet.
- Durant la troisième étape, des rapports réguliers sont réalisés afin de s'assurer que les économies soient réalisées.

Fig. 42: Les étapes du Zero Based Budgeting

Zero Based Budgeting



Source: Unilever

Nous pensons qu’Unilever réunit les conditions requises pour que le programme ZBB soit un succès:

Au total les deux programmes devraient permettre de générer 1MdsEUR d’économies d’ici 2018

- Une culture corporate flexible (plusieurs programmes d’économies de coûts ont déjà été réalisés)
- L’appartenance à une industrie mature dont la croissance n’exige pas d’investissements substantiels
- L’existence de barrières à l’entrée. Unilever dispose d’un réseau de distribution étendu, en particulier dans les marchés émergents comme l’Indonésie, l’Inde ou le Brésil

Unilever a indiqué que **les programmes “New functional models” et ZBB délivreront au moins 1MdsEUR d’économies d’ici 2018**. Nous pensons que la moitié des économies devraient provenir des « New Functional Models » et l’autre moitié du ZBB. Alors que le premier programme concerne avant tout les dépenses de personnel, le second est davantage axé sur les frais généraux et les dépenses marketing. Ces économies qui seront partiellement réinvesties devraient impacter positivement la marge opérationnelle courante à partir du S2 2016.

4.3. Une hausse de 40pbs de la marge opérationnelle en 2016

Nous estimons une forte progression de la marge brute sur les deux prochaines années (+80pbs en 2016 et +70pbs en 2017) du fait de l'amélioration du mix des divisions Produits de soin de la maison et Rafrichissements mais aussi de la faiblesse du prix des matières premières. En 2016, ces derniers sont attendus stables en dollars mais en hausse de 3 à 5% en monnaies locales compte tenue de la dévaluation des monnaies en Russie, Brésil, Afrique du Sud ou Indonésie. Unilever bénéficie tout particulièrement de la baisse des prix du pétrole qui diminue le coût des intrants de ses divisions Produits de soin de la maison et Produits de soin personnels.

Cette augmentation de la marge brute couplée avec la baisse des frais généraux du fait des « New Functionel Models » et du « Zero-Based Budgeting » devraient permettre une hausse de la marge opérationnelle courante de 40pbs en 2016 et en 2017, au-dessus de la performance de l'année dernière et dans le haut du modèle du groupe (+30/40pbs). Le management a indiqué lors de la publication de ses ventes T1 que la différence entre le premier et le deuxième semestre ne devrait pas être significative.

L'amélioration du mix et les programmes d'économies de coûts devraient permettre une progression de la marge de 40pbs en 2016 et en 2017

Fig. 43: Marge opérationnelle courante par région

	2015	2016e	2017e	2018e
ASIA/AMET/RUB				
Margin	13.5%	13.9%	14.3%	14.8%
Variation in bps	30	40	40	40
THE AMERICAS				
Margin	14.6%	14.9%	15.2%	15.4%
Variation in bps	-10	30	30	30
EUROPE				
Margin	17.1%	17.5%	18.1%	18.5%
Variation in bps	90	50	50	50

Source: Unilever, Bryan, Garnier & Co

Fig. 44: Résultat opérationnel courant par catégorie

<i>EURm</i>	2015	2016e	2017e	2018e
GROUP				
EBIT	7 865	8 056	8 668	9 355
% reported	12.0%	2.4%	7.6%	7.9%
Margin	14.8%	15.2%	15.6%	16.0%
Variation in bps	30	40	40	40
PERSONAL CARE				
EBIT	3 788	3 881	4 172	4 506
% reported	13.9%	2.5%	7.5%	8.0%
Margin	18.9%	19.2%	19.5%	19.8%
Variation in bps	10	28	32	33
FOODS				
EBIT	2 354	2 332	2 401	2 474
% reported	2.1%	-1.0%	3.0%	3.0%
Margin	18.2%	18.4%	18.6%	18.9%
Variation in bps	-40	13	27	28
HOME CARE				
EBIT	775	857	1 019	1 193
% reported	33.9%	10.5%	19.0%	17.0%
Margin	7.6%	8.5%	9.5%	10.3%
Variation in bps	130	89	96	83
REFRESHMENT				
EBIT	948	987	1 075	1 183
% reported	16.9%	4.1%	9.0%	10.0%
Margin	9.4%	9.9%	10.4%	10.8%
Variation in bps	50	55	46	47

Source: Unilever, Bryan, Garnier & Co

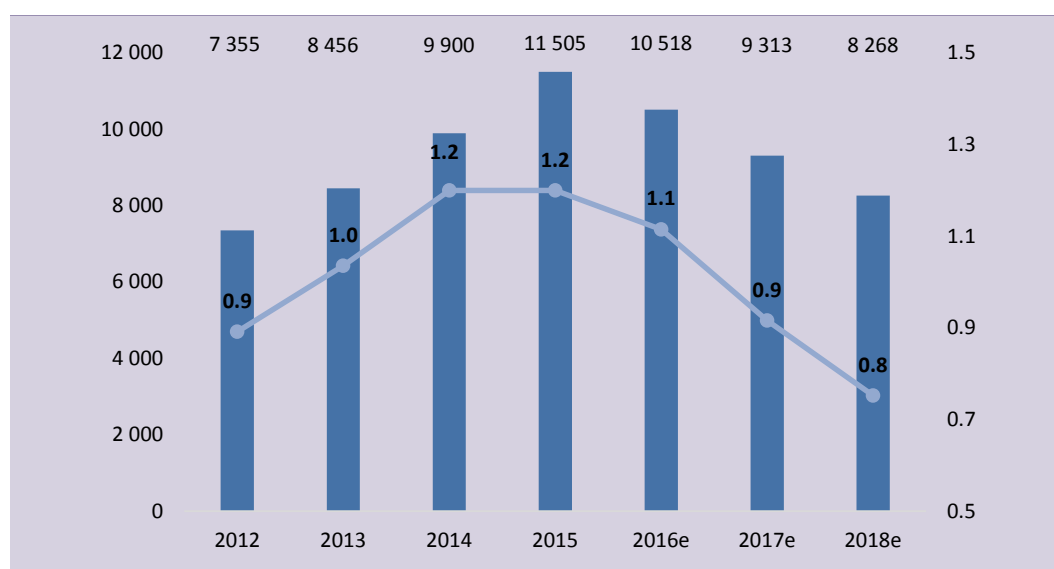
5. Un profil amené à évoluer

La situation financière très saine d'Unilever devrait lui permettre de réaliser des acquisitions et d'atteindre en 2020 son objectif informel de réaliser 70% de ses ventes sur du HPC. Si elles ne se matérialisaient pas, des retours aux actionnaires sont possibles. Il convient par ailleurs de souligner que la cession des margarines probable à la fin de l'année 2016 ne devrait avoir qu'un impact limité sur le BPA mais serait relative sur la croissance organique des ventes du groupe.

5.1. Une situation financière très saine

La dette nette d'Unilever en 2016 devait s'élever à 10,5MdsEUR, ce qui implique un ratio de dette nette/EBITDA de 1,1x (1.2x en 2015).

Fig. 45: Ratio de dette nette/EBITDA



Un ratio de dette nette/EBITDA de 1,1x en 2016^e

Source: Unilever, Bryan, Garnier & Co

En supposant que le groupe souhaite ne pas dépasser un ratio de dette nette/EBITDA de 2,5x (niveau nécessaire pour maintenir sa notation A+), nous calculons qu'il **dispose de 13,1Mds EUR en 2016e et de 16,1MdsEUR en 2017e**. S'il acceptait un ratio de dette nette/EBITDA de 3,0x (niveau atteint en 2001 suite à l'acquisition de Bestfoods), 17,8MdsEUR seraient disponibles en 2016e et 21,2MdsEUR en 2017e.

13,1MdsEUR sont disponibles en 2016 si dette nette/EBITDA < 2,5x

Fig. 46: Capacité d'endettement

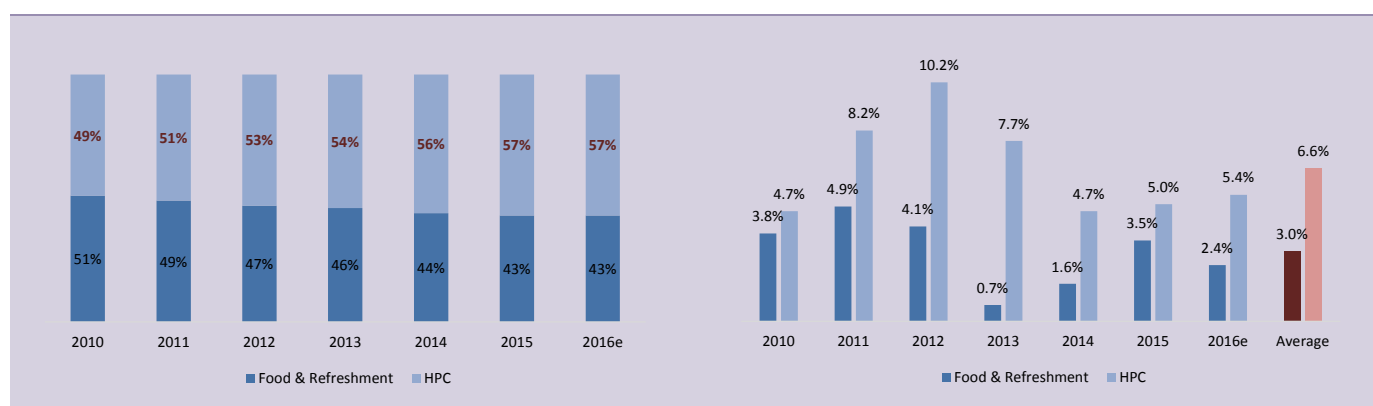
	2016e	2017e	2018e
Net debt/EBITDA ratio	1.1x	0.9x	0.8x
		2.5x	
Debt capacity	13,064	16,100	19,201
Total net debt	23,582	25,413	27,469
		3.0x	
Debt capacity	17,781	21,182	24,695
Total net debt	28,299	30,495	32,963

Source: Unilever, Bryan, Garnier & Co

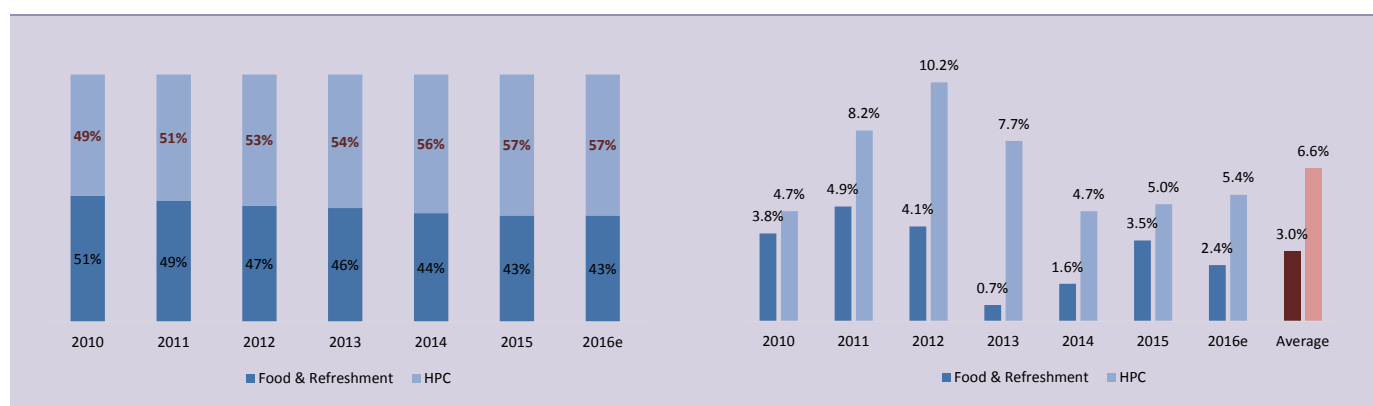
5.2. Des acquisitions sont à venir

Unilever a les moyens de réaliser des acquisitions. Même si aucune catégorie n'est à exclure, le groupe affiche une nette **préférence pour les produits de soin personnels**. Son objectif (informel) est réduire son exposition à l'agroalimentaire et de générer à **horizon 2020 70% de ses ventes sur les Produits de soin personnels et de soin de la maison**. A l'heure actuelle, ces catégories représentent 57% des ventes du groupe contre 49% en 2010. Le potentiel de croissance d'Unilever serait donc amené à progresser. Entre 2010 et 2015, la croissance des Produits de soin personnels et de soin de la maison a été plus de deux fois supérieure à celle de l'Alimentaire et des Rafrichissements.

L'objectif pour 2020: 70% des ventes sur du HPC

Fig. 47: Composition du portefeuille d'Unilever entre Food et HPC


Source: Unilever, Bryan, Garnier & Co

Fig. 48: Croissance des divisions Food et HPC


En considérant qu'Unilever dispose de 13,1MdsEUR en 2016 et de 16,1MdsEUR en 2017 et en supposant une acquisition à un prix de 15,5x l'EV/EBITDA, nous calculons une relation sur le **BPA de 3% la première année et de 4% la seconde**.

Fig. 49: Impact sur le BPA d'une acquisition en 2016s

<i>EURm</i>	Current		Pro forma
EBIT	8 056	817	8 873
Net interest	-463	-585	-1 048
Associates	110		110
Pre-tax	7 703	232	7 935
Taxation	-2 003	-61	-2 064
Minorities	-370		-370
Net income_group share	5 330		5 501
Number of shares	2 840		2 840
Basic EPS	1.88		1.94
Accretive impact			3%

Source: Unilever, Bryan, Garnier & Co

Fig. 50: Impact sur le BPA d'une acquisition en 2017s

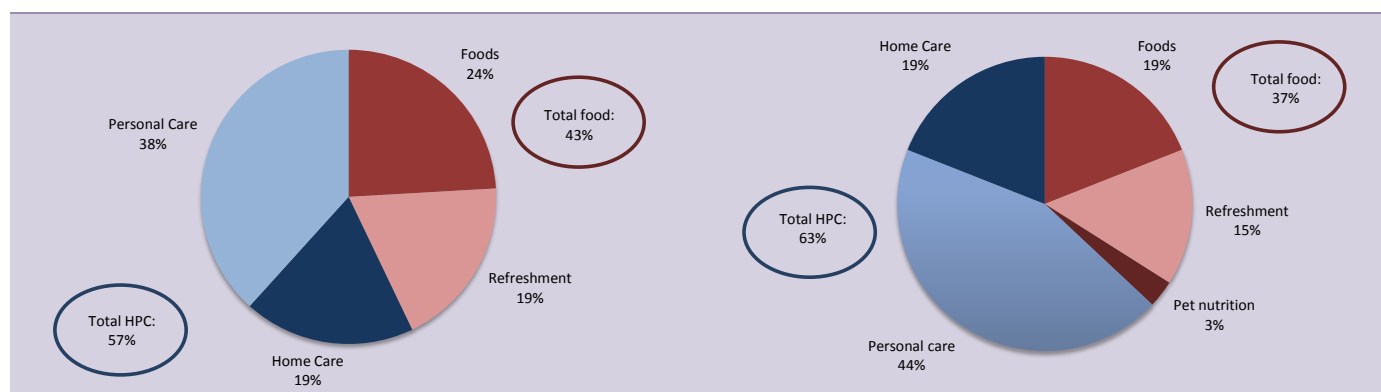
<i>EURm</i>	Current		Pro forma
EBIT	8 056	1 012	9 068
Net interest	-463	-715	-1 178
Associates	110		110
Pre-tax	7 703	297	8 000
Taxation	-2 003	-78	-2 081
Minorities	-370		-370
Net income_group share	5 330		5 549
Number of shares	2 840		2 840
Basic EPS	1.88		1.95
Accretive impact			4%

Source: Unilever, Bryan, Garnier & Co

Colgate a été une cible maintes fois évoquée au cours des dernières années. Son acquisition aiderait Unilever à atteindre son objectif de générer à horizon 2020 70% des ventes sur les produits de soin personnel et de soin de la maison et de progresser ainsi dans sa conversion d'un acteur de l'agroalimentaire à un acteur du HPC. Ses ventes dans le HPC augmenteraient de 600pbs à 63%.

Fig. 51: Composition du portefeuille d'Unilever, 2016e

Fig. 52: Composition du portefeuille d'Unilever en cas d'acquisition de Colgate, 2016e



Source: Unilever, Colgate, Bryan, Garnier & Co

Nous ne croyons pas en une acquisition de Colgate

Nous jugeons cette acquisition extrêmement difficile à réaliser d'un point de vue financier.

En supposant une prime de 35% par rapport au cours actuel, le rachat coûterait au groupe 95USD par action ou 85MdsUSD (76MdsEUR). La dette nette du groupe atteindrait alors un niveau très élevé de 6,5x, et ce en prenant en compte des synergies équivalentes à 5% du chiffre d'affaires. Afin que le ratio de dette nette/EBITDA baisse à un niveau plus raisonnable de 3,2x, il faut procéder à une émission de titres de un pour deux à un prix de 32,7EUR (décote de 20% par rapport au cours actuel).

Cette acquisition serait également très complexe. Elle nécessiterait en effet des cessions de la part des deux sociétés pour des raisons de maintien de la concurrence. Nous jugeons peu probable qu'Unilever se lance dans une telle opération alors qu'un certain nombre d'efforts doivent être faits en interne, notamment en ce qui concerne l'amélioration de la performance des margarines ou la mise en place du ZBB.

Fig. 53: Impact de l'acquisition de Colgate sur le ratio de dette nette/EBITDA, 2016e

EURm	100% debt	1 for 2 rights issue
Net debt _ Unilever	10,518	10,518
Net debt _ Colgate	5,023	5,023
Debt issued for Colgate	76,347	29,899
Total net debt	91,888	45,440
Equity issue		46,448
EBITDA _ Unilever	9,433	9,433
EBITDA _ Colgate	4,739	4,739
Total EBITDA	14,171	14,171
Net debt/EBITDA (x)	6.5	3.2

Source: Companies, Bryan, Garnier & Co

Des acquisitions totalisant 400MEUR de ventes sur une année rajouterait 45bps à la croissance organique du groupe

Des opérations tactiques nous semblent plus probables. Au sein de la catégorie des produits de soin personnels, le prestige reste la cible préférée d'Unilever. Le groupe a pour objectif de générer 1MdsEUR de ventes sur le segment à horizon 2020 contre 400MEUR (en incluant Nexxus) à l'heure actuelle. A titre de comparaison, L'Oréal réalise plus de 4MdsEUR sur le prestige (dans sa division Luxe and Active Cosmetics). Unilever a déjà procédé à quatre acquisitions sur le segment en 2015, à savoir Kate Somerville, Murad, Dermalogica et REN. **Son objectif est de corriger graduellement sa surexposition au segment du mass market** dont le taux de croissance est de 3% contre 6% pour le prestige et dont les marges sont inférieures. **Des opérations tactiques fréquentes sur le segment sont à même d'améliorer le profil de croissance du groupe.** Si elles totalisent 400MEUR de ventes sur une année, elles rajouteraient 45bps à la croissance organique du groupe.

5.3. Le retour aux actionnaires

Si aucune acquisition ne se matérialise, de nombreuses options sont envisageables, telles que **des rachats d'action**. Si nous supposons un **programme de 16.1Mds EUR** (soit la capacité d'endettement maximum en 2017^e) qui est réalisé à moitié en 2016 et l'autre moitié en 2017 et que le cours moyen d'achat est de 40,9EUR (*spot*), nous calculons une **reduction du BPA dilué de 3,6% en 2016 et de 11,6% en 2017**. Nous pensons qu'Unilever devrait néanmoins privilégier l'augmentation du dividende, dont le *yield* dépasse déjà 3%. Nous estimons une hausse de 8% sur les trois prochaines années.

Fig. 54: Simulation de programme de rachat d'actions sur 2016-2017

	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e
Amount (EURm)	10 000		16 100		20 000	
Number of repurchased shares (in millions)	245		394		489	
New diluted EPS	1.91	2.17	1.93	2.26	1.95	2.33
Accretive impact	2.2%	6.9%	3.6%	11.6%	4.5%	14.8%

Source: Unilever, Bryan, Garnier & Co

5.4. L'impact limité d'une cession des margarines

Le repli des margarines a atteint 5% en 2015

La division Produits Alimentaires (24% du CA du groupe et 29% du ROP) se compose principalement des produits aromatiques (45% des ventes de la division), des sauces (18%) et des margarines (30%). En 2015, les ventes de produits aromatiques (marque phare : Knorr) ont augmenté de 5% sur une base organique grâce aux pays émergents et à un certain nombre d'innovations intelligentes centrées sur la naturalité des produits. La performance des sauces a également été satisfaisante, la croissance de la marque clé Hellmann's ayant atteint 7% sur l'année. Mais les ventes de margarines ont de nouveau reculé (-5%), pénalisant toute la division. Cette dernière n'a enregistré une progression de ses ventes en organique en 2015 que de 1,5%, nettement en-dessous du groupe (+4,1%). Unilever continue néanmoins de gagner des parts de marché sur le segment des margarines.

Fig. 55: Répartition des ventes de Produits alimentaires, 2015

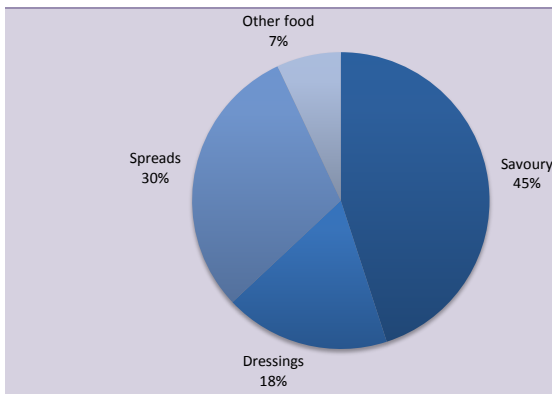
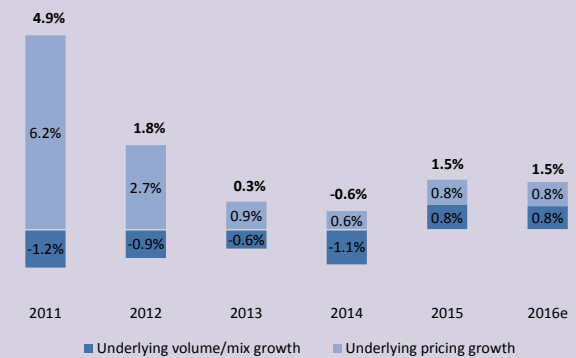


Fig. 56: Croissance organique des ventes de Produits alimentaires



Source: Unilever, Bryan, Garnier & Co

Les ventes de margarines dans les pays développés ont décliné de 7% l'année dernière

Les margarines dans les pays développés (5% des ventes totales) constituent le principal problème. Leurs ventes ont décliné de 7% en organique l'année dernière. A l'inverse, les marchés émergents sont en légère croissance.

Fig. 57: Répartition des ventes de margarines entre pays développés et émergents, 2015

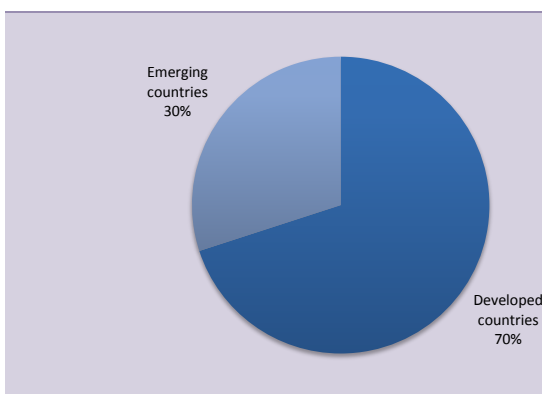
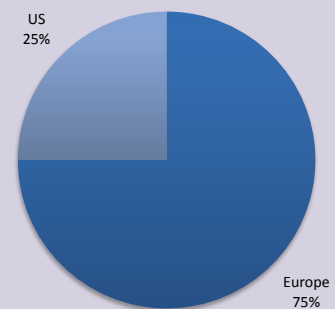


Fig. 58: Répartition géographique des ventes de margarines dans les pays développés, 2015



Source: Unilever, Bryan, Garnier & Co

Le segment souffre d'un changement de goûts des consommateurs. Ces derniers privilégient les aliments issus de la nature aux aliments présentés comme sains mais industriels. Or, contrairement au beurre, la margarine provient d'une usine. **La baisse de la consommation de pain** a constitué un facteur aggravant, de même que la **diminution substantielle des prix du beurre en 2014 et 2015** qui a entraîné un effet de substitution.

Le groupe multiplie les initiatives afin de mettre un terme au déclin des volumes. Il innove, en créant des mélanges (beurre et margarine), des produits faits pour la cuisson (un segment en croissance) ou en modifiant la texture (margarine liquide). Il essaie également de réactiver la marque pro-activ (contribue à la réduction du taux de cholestérol) qui est aujourd'hui en déclin après plusieurs années de très bonne performance. Enfin, il change le contenu marketing en insistant sur la naturalité de ses produits.

2016 est clé: si le déclin des volumes est semblable à celui de 2015, le groupe considérera d'autres options telles qu'une cession. Unilever a établi le 1^{er} juillet 2015 une unité séparée pour les activités européennes et états-uniennes (*The Baking, Cooking & Spreads unit*), ce qui faciliterait ce type d'opérations. Unilever pourrait être aidé dans son entreprise d'amélioration de la performance des margarines par un rebond des prix du beurre. Nous estimons qu'à partir d'une augmentation de 5%, il y aura une substitution et les volumes de margarine montreront des signes d'amélioration. Le fait est que le T1 2016 n'a pas vu d'inflexion, le groupe ayant rapporté une chute de 5% de ses ventes totales de margarines (pays développés et émergents).

Une cession diluerait le BPA de seulement 2% si le groupe utilisait le produit de la cession pour racheter ses actions

Nous pensons qu'une cession est probable. Nous ne remettons pas en cause les efforts d'Unilever mais les dynamiques de marché nous rendent peu confiants sur l'amélioration des volumes de margarines. En cas de cession, il est probable que le groupe souhaite conserver les activités de margarines dans les émergents dont le profil de croissance est meilleur et qui n'ont pas été intégrées dans l'unité BCS. Nous supposons que les ventes de margarines dans les pays développés déclineront de 7% en 2016 pour atteindre 2 477MEUR et que leur marge opérationnelle est de 20% (au-dessus de la marge de la division de 18%), et nous appliquons un multiple de 9,8x (décote de 25% par rapport à la moyenne des multiples de Danone et Nestlé). **Nous aboutissons ainsi à une valeur d'entreprise de 4 975MEUR.**

La croissance organique de ses ventes augmenterait mécaniquement de 35pbs

Le délevier opérationnel devrait être limité car l'unité BCS dispose en propre de son réseau de distribution et de ses fonctions centrales. Nous calculons un impact dilutif de 5% sur le BPA si le produit de la cession est utilisé pour rembourser la dette et de 2% s'il est utilisé pour conduire un programme de rachat d'actions. **L'intérêt réside dans une augmentation de la croissance organique de 35pbs, ainsi que dans une plus grande attention portée aux autres divisions.**

Il est possible que le groupe préfère mettre en place une joint-venture pour des raisons de facilité. Dans ce cas, il vendrait 51% du capital à un tiers, déconsoliderait l'activité (augmentant ainsi sa croissance organique de 35pbs) mais conserverait une partie du cash flows.

6. Neutre, Fair Value: 43 EUR

Le P/E 2016e d'Unilever est de 21.9x, pour une croissance moyenne des BPA sur les trois prochaines années de 6,5%. La comparaison avec ses pairs n'est pas favorable (6.1). Notre Fair Value de 43 EUR repose pour moitié sur une valorisation par DCF et pour moitié sur une somme des parties et implique un *upside* limité à 5% (6.2).

6.1. Performance boursière et valorisation par les multiples

Le titre a surperformé le DJ Stoxx de 1,5% sur les trois derniers mois et de 15% en 2015.

Fig. 59: Performance par rapport au DJ Stoxx en 2015

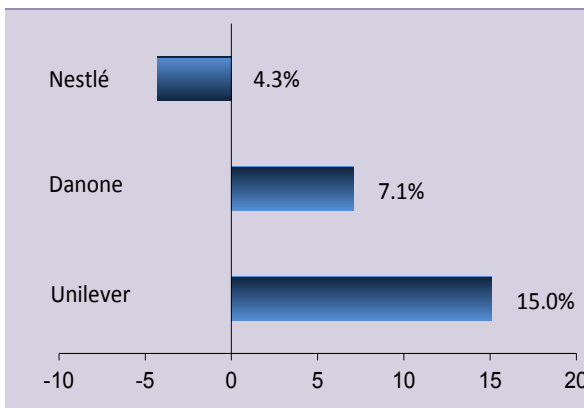
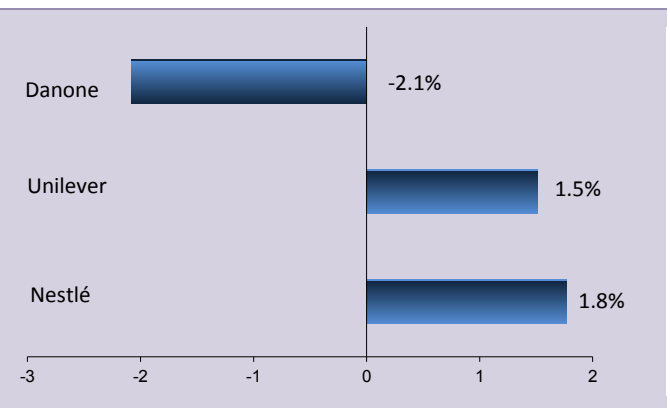


Fig. 60: Performance par rapport au DJ Stoxx sur les trois derniers mois



Source: Thomson Reuters

Unilever se traite avec une prime significative par rapport à sa moyenne historique des dix dernières années (21% en termes d'EV/EBIT et 22% en termes de P/E). La prime de Nestlé atteint 20% en termes d'EV/EBIT et 18% en termes de P/E. Danone fait figure d'exception (6% en termes d'EV/EBIT et 10% en de P/E).

Fig. 61: EV/EBIT sur les dix dernières années



Source: Thomson Reuters

Fig. 62: P/E sur les dix dernières années

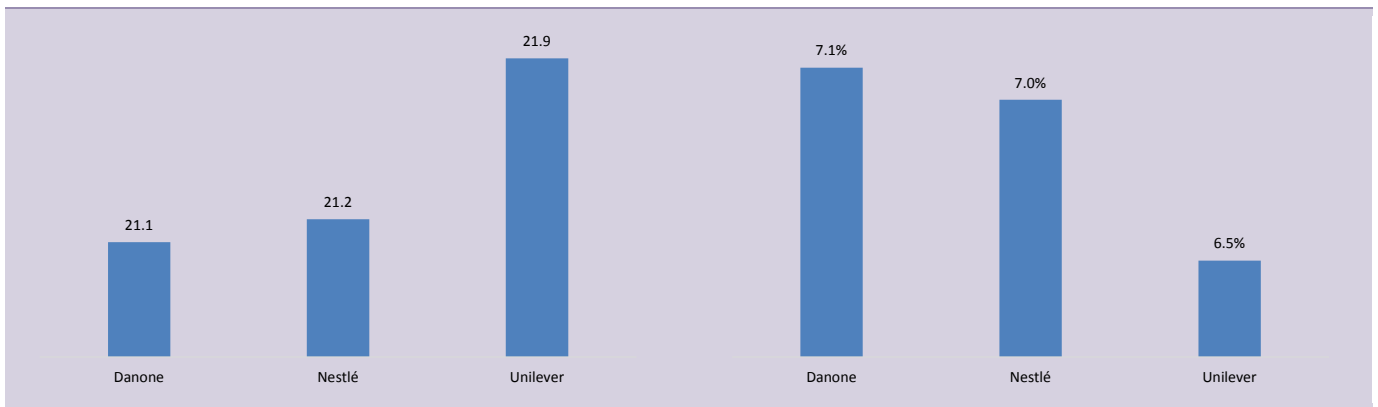


Source: Thomson Reuters

Le P/E 2016e d'Unilever est de 21.9x, contre 21,1x pour Danone et 21,2x pour Nestlé. La croissance moyenne de ses BPA sur les trois prochaines années de 6,5% (Danone : 7.1% and Nestlé : 7%).

Fig. 63: P/E 2016e

Fig. 64: Croissance moyenne des BPA sur trois ans



Source: Thomson Reuters

6.2. Méthode de valorisation

Notre Fair Value de 43 EUR repose pour moitié sur une valorisation par DCF et pour moitié sur une somme des parties et implique un potentiel d'appréciation du titre de seulement 5%. La Fair Value de PLC est de 3350p.

6.2.1. DCF : 43 EUR

L'actualisation des cash flows fait ressortir une valeur par titre de 43 EUR. Au-delà de nos estimations 2016-2018 présentées ci-dessus, nous avons retenu les hypothèses suivantes:

- Un CMPC de 7,0% qui résulte d'un coût des capitaux propres de 7,6% avec :
 - ✓ Un taux sans risque de 1,6%
 - ✓ Une prime de risque de marché de 7%
 - ✓ Un beta de 0,85
- Un taux de croissance à l'infini de 2% à compter de 2025
- Un taux d'impôts moyen récurrent de 26%
- Un taux de croissance de 5,6% en 2020 et une marge opérationnelle courante qui augmente annuellement de 10pbs entre 2020 et 2025

Fig. 65: DCF (1/2)

EURm	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Sales	52,966	55,431	58 309	61,453	64,888	68,049	70,874	73,306	75,293	76,793
% change	-0.6%	4.7%	5.2%	5.4%	5.6%	4.9%	4.2%	3.4%	2.7%	2.0%
EBIT	8,056	8,668	9,355	9,921	10,540	11,122	11,654	12,128	12,532	12,858
EBIT margin	15.2%	15.6%	16.0%	16.1%	16.2%	16.3%	16.4%	16.5%	16.6%	16.7%
-Income taxes	-2,003	-2,175	-2,364	-2,496	-2,652	-2,798	-2,932	-3,051	-3,153	-3,235
+Depreciation	1,377	1,497	1,633	1,801	1,986	2,171	2,353	2,529	2,696	2,849
as % of sales	2.6%	2.7%	2.8%	2.9%	3.1%	3.2%	3.3%	3.5%	3.6%	3.7%
+Change in WC	-27	-262	-569	-615	-649	-680	-709	-733	-753	-768
as of sales	-0.1%	-0.5%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
Operating cash flows	7,403	7,728	8,054	8,611	9,225	9,814	10,366	10,872	11,321	11,704
-Capex	-2,013	-2,106	-2,216	-2,323	-2,440	-2,545	-2,637	-2,712	-2,771	-2,811
as % of sales	-3.8%	-3.8%	-3.8%	-3.8%	-3.8%	-3.7%	-3.7%	-3.7%	-3.7%	-3.7%
Free cash flows	5,391	5,622	5,838	6,288	6,785	7,269	7,730	8,160	8,550	8,893
Discount coefficient	0.93	0.87	0.81	0.76	0.71	0.66	0.62	0.58	0.54	0.50
Discounted free cash flows	5,031	4,897	4,747	4,771	4,805	4,805	4,769	4,698	4,595	4,461

Source: Unilever, Bryan, Garnier & Co

Fig. 66: DCF (2/2)

Sum of discounted cash flows	47,580
+Terminal value	88,458
-Net debt	-11,505
-Pension	-1,569
-Minorities	-643
-Provisions	-1,140
+Financial assets	1,441
Equity value	122,622
Number of shares (m)	2,855
Fair Value (EUR)	43

Source: Unilever, Bryan, Garnier & Co

Fig. 67: Tableau de sensibilité

		Growth rate				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	6,2%	46	50	54	60	68
	6,5%	43	46	50	55	61
	6,8%	40	43	46	51	56
	7,1%	38	40	43	47	51
	7,4%	36	38	41	44	47
	7,7%	34	36	38	41	44
	8,0%	32	34	36	38	41

Source: Bryan, Garnier & Co

6.2.2. Somme des parties: 44 EUR

Nous dérivons une Fair Value de 44EUR de notre somme des parties. Les multiples de chacune des divisions du groupe sont calculés à partir de:

- Danone et Nestlé pour l'Alimentaire et les Rafrichissements
- Henkel, Reckitt et Procter & Gamble pour les Produits de soin de la maison
- L'Oréal et Beiersdorf pour les Produits de soin personnels

Fig. 68: Calcul des multiples (x)

Food and refreshment	
Danone	12.0
Nestlé	13.4
Average	13.0
Home Care	
Henkel	12.0
Reckitt Benckiser	18.1
Procter & Gamble	14.3
Average	14.8
Personal Care	
L'Oréal	16.9
Beiersdorf	15.6
Average	16.3

Fig. 69: Valorisation par somme des parties

EURm	Sales 2016e	EBIT 2016e	EBITDA 2016e	Multiple EV/EBITDA	EV
Personal Care	20,262	3,881	4,408	16.3	71,849
Home Care	10,054	857	1,118	14.8	16,546
Total Foods	22,650	3,318	3,907	13.0	50,791
<i>Refreshment</i>	9,947	987	1,245		
<i>Foods</i>	12,704	2,332	2,662		
TOTAL					139,186
Net debt					11,505
Funded schemes in deficit					1,569
Minorities					643
Provisions					1,140
Financial assets					1,441
Equity Value					125,770
Number of shares (m)					2,855
Fair Value					44

Source of all tables: Unilever, Bryan, Garnier & Co

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

Page laissée blanche intentionnellement

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 56,2%

NEUTRAL ratings 34%

SELL ratings 9,7%

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.