

INDEPENDENT RESEARCH

17 octobre 2016

Santé

Bloomberg	SHP LN
Reuters	SHP.L
+Haut /+Bas 12 mois (p)	5 323 / 3 480
Capitalisation Boursière (MGBP)	46 738
Valeur d'Entreprise	61 711
Volume moyen 6 mois (000 actions)	2 531
Flottant	87,0%
TMVA BPA (3 ans)	14,8%
Gearing (12/15)	14%
Rendement (12/16e)	0,32%

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
C. d'affaires (MUSD)	6 100	11 278	15 272	16 259
EBIT (MUSD)	2 785	4 408	6 287	6 919
BPA Publié (USD)	3,89	4,21	5,15	5,89
BPA dilué (USD)	3,89	4,21	5,15	5,89
EV/CA	9,56x	6,67x	4,67x	4,09x
EV/EBITDA	20,0x	15,6x	10,6x	8,9x
EV/EBIT	20,9x	17,1x	11,4x	9,6x
P/E	16,2x	15,0x	12,3x	10,7x
ROCE	16,3	6,4	9,1	10,4



# Shire PLC

Le re-rating est loin d'être terminé !


Fair Value 6900p (cours 5 176p)

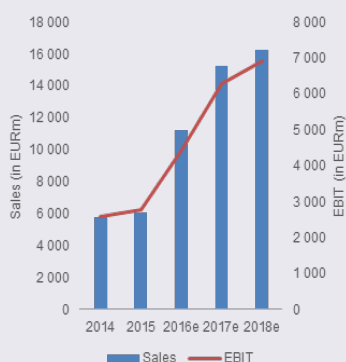
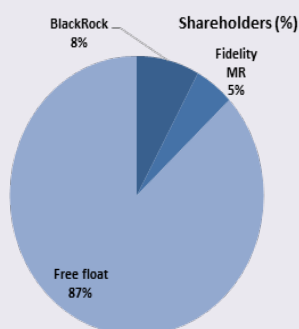
**ACHAT**

Nous pensons toujours que le marché sous-estime la résilience de la franchise Hémophilie de Shire... Et par voie de conséquence la croissance de ses EPS au cours de ces toutes prochaines années (CAGR 2015-18 : +15%). Nous réitérons également notre **ACHAT** dans la mesure où 1/ le titre reste l'un des moins chers du secteur en Europe (P/E 2017<sup>e</sup>: 13x vs 17x pour ses comparables), et que 2/ le *newsflow* associé à Lifitegrast et DX2930 devraient rassurer le marché quant à la capacité du groupe à gérer la décroissance de Feiba (Hémophilie A avec inhibiteurs).

■ **Décroissance des inhibiteurs : un risque gérable.** Nous admettrons bien volontiers qu'ACE910 devrait avoir un impact substantiel sur les ventes de la franchise Inhibiteurs, et le fait que Feiba soit un produit hautement margé en a fait une source palpable d'inquiétudes pour les investisseurs... Mais ce serait sous-estimer la diversité du pipeline du groupe, son positionnement sur des marchés de niche et/ou des maladies rares, et la réactivité de son management. Et plus précisément, nous estimons que 1/ le *newsflow* à venir sur Lifitegrast (montée en puissance commerciale) et DX2930 (résultats de Phase III) devraient rassurer le marché quant à la capacité de SHP à gérer la décroissance de Feiba ; 2/ la société pourrait très positivement surprendre le consensus sur la rapidité d'implémentation de son plan de *cost-cutting*.

■ **Un *risk-reward* attractif.** Nous réitérons notre vision positive sur le titre en dépit de sa surperformance depuis notre initiation (+21% vs -2% pour le STOXX 600 Euro Healthcare). La valorisation nous semble toujours aussi attractive dans la mesure où 1/ SHP se traite aujourd'hui encore avec une décote de 20% sur ses pairs européens, et même de 45% par rapport à CSL ; 2/ il faudrait notamment faire l'hypothèse d'une complète disparition des segments Hémophilie et Inhibiteurs en 2018 (i.e. la première année de commercialisation d'ACE910) pour justifier une FV de 5,000 GBp... Et il va sans dire qu'un tel scénario n'a jamais été observé au cours de la longue histoire de l'industrie pharmaceutique.

	<b>Analyst:</b>	<b>Sector Analyst Team:</b>
	Mickael Chane Du	Eric Le Berrigaud
	33(0) 1 70 36 57 45	Hugo Solvet
	mchanedu@bryangarnier.com	Marion Levy



### Activités

Shire est une société pharmaceutique avec un focus grandissant sur le domaine des maladies rares. La récente acquisition de Baxalta a renforcé cette exposition, en plus de bonifier un profil de croissance d'exception

Simplified Profit & Loss Account (USDm)	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Revenues	5 830	6 100	11 278	15 272	16 259	16 879	17 300
Change (%)	-%	4,6%	84,9%	35,4%	6,5%	3,8%	2,5%
Adjusted EBITDA	2 756	2 924	4 815	6 746	7 456	7 881	8 262
EBIT	2 593	2 785	4 408	6 287	6 919	7 290	7 622
Change (%)	-%	7,4%	58,2%	42,6%	10,0%	5,4%	4,6%
Financial results	-39,7	-48,9	-414	-594	-489	-339	-189
Pre-Tax profits	2 553	2 736	3 993	5 693	6 430	6 951	7 432
Exceptionals	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tax	468	424	715	1 025	1 093	1 112	1 189
Net profit	2 088	2 310	3 279	4 668	5 337	5 839	6 243
Restated net profit	2 088	2 310	3 279	4 668	5 337	5 839	6 243
Change (%)	-%	10,6%	42,0%	42,4%	14,3%	9,4%	6,9%
<b>Cash Flow Statement (USDm)</b>							
Operating cash flows	4 164	2 367	3 090	5 495	6 475	7 084	7 745
Change in working capital	-63,9	30,6	257	226	163	175	8,4
Capex, net	77,0	115	879	1 222	1 138	1 097	1 038
Financial investments, net	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividends	121	134	156	197	280	320	350
Other	-3 287	-4 935	1 038	-3 000	-4 000	-6 000	-4 000
Net debt	-2 187	1 360	18 254	14 403	9 509	4 018	-2 331
Free Cash flow	4 151	2 222	1 954	4 048	5 174	5 812	6 699
<b>Balance Sheet (USDm)</b>							
Tangible fixed assets	838	828	865	1 357	1 727	2 029	2 247
Intangibles assets	7 409	13 321	53 853	53 124	52 355	51 560	50 740
Cash & equivalents	3 037	222	3 058	3 909	4 803	4 295	6 643
current assets	2 146	2 034	4 455	4 552	4 961	5 291	5 405
Other assets	3 239	427	-418	433	1 326	818	3 167
Total assets	13 632	16 610	58 754	59 465	60 370	59 698	61 558
L & ST Debt	850	1 581	21 312	18 312	14 312	8 312	4 312
Others liabilities	4 119	5 199	7 364	7 234	7 481	7 636	7 741
Shareholders' funds	8 663	9 829	30 079	33 919	38 577	43 750	49 505
Total Liabilities	13 632	16 610	58 754	59 465	60 370	59 698	61 558
Capital employed	8 423	14 194	51 338	51 327	51 091	50 772	50 179
<b>Ratios</b>							
Operating margin	44,47	45,66	39,08	41,17	42,56	43,19	44,06
Tax rate	18,31	15,51	17,90	18,00	17,00	16,00	16,00
Net margin	35,82	37,87	29,07	30,57	32,83	34,59	36,09
ROE (after tax)	24,10	23,50	10,90	13,76	13,83	13,35	12,61
ROCE (after tax)	24,79	16,27	6,39	9,10	10,45	11,50	12,44
Gearing	-25,25	13,84	60,69	42,46	24,65	9,18	-4,71
Pay out ratio	5,80	5,82	4,75	4,21	5,25	5,48	5,61
Number of shares, diluted	591	593	778	907	907	907	907
<b>Data per Share (USD)</b>							
EPS	3,53	3,89	4,21	5,15	5,89	6,44	6,89
Restated EPS	3,53	3,89	4,21	5,15	5,89	6,44	6,89
% change	-%	10,3%	8,2%	22,2%	14,3%	9,4%	6,9%
BVPS	14,65	16,57	38,66	37,42	42,55	48,26	54,61
Operating cash flows	7,04	3,99	3,97	6,06	7,14	7,81	8,54
FCF	7,02	3,75	2,51	4,47	5,71	6,41	7,39
Net dividend	0,21	0,23	0,20	0,22	0,31	0,35	0,39

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

## Sommaire

1. Toujours aussi hyperactif ! .....	32
1.1. Une décote significative par rapport au secteur.....	32
1.2. ACHAT réitéré avec une FV de 6,900GBp.....	34
1.3. Le marché <i>price</i> un scénario trop pessimiste .....	34
1.3.1. Des hypothèses trop pessimistes dans notre DCF inversé.....	34
1.3.1. BXLT : still tax-free .....	35
1.1. Le <i>re-rating</i> devrait se poursuivre .....	36
2. Décroissance des Inhibiteurs : un impact gérable.....	37
2.1. De nombreux coussins amortisseurs .....	37
2.1.1. Lifitegrast : une montée en puissance sous-estimée ? .....	38
2.1.2. DX2930/SHP643 : un essai à transformer.....	40
2.2. Remember OneShire .....	42
3. Annexes.....	45
Price Chart and Rating History .....	47
Bryan Garnier stock rating system.....	51

# 1. Toujours aussi hyperactif !

**Le principal point d'inquiétude des investisseurs reste indéniablement le risque de baisse des activités Hémophilie et Inhibiteurs du groupe** ; et il est vrai que les nouvelles approches en développement (que ce soit ACE910 ou fitusiran) peuvent répondre aux actuels besoins médicaux de diverses manières : plus grande flexibilité dans le calendrier d'administration, possibilité d'adresser les patients hémophiles avec ou sans inhibiteurs, et parfois même indépendamment du sous-type de la maladie (A ou B).

Mais comme nous le disions dans la première partie de cette étude, nous pensons que **le marché sous-estime la résilience des thérapies de remplacement dans le futur paradigme thérapeutique** ; ne serait-ce parce que le profil de sécurité des nouvelles thérapies n'est pas encore pleinement établi (et les raisons d'être prudents ne manquent pas).

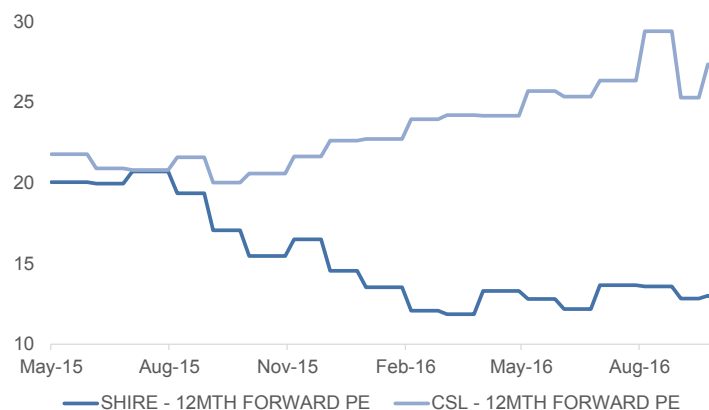
Nous restons par ailleurs persuadés que la décote vs CSL est non seulement illégitime, mais aussi qu'elle devrait progressivement se réduire en faveur de SHP dans la mesure où les fondamentaux des deux sociétés ne nous semblent pas significativement différents. Et de notre point de vue, trois catalyseurs devraient particulièrement participer à ce *re-rating* : 1/ la publication des résultats de Phase I de BAX826 au S1 17 (qui pourrait positivement jouer sur la perception du marché quant à la pérennité de la franchise Hémophilie) ; 2/ le *readout* de la Phase III de DX293, également au S1 17, qui devrait rassurer sur la capacité du groupe à absorber la perte de MB associée à la décroissance de Feiba ; 3/ les premiers chiffres commerciaux de lifitegrast et l'évolution de la base de coûts dans le cadre des toutes prochaines publications trimestrielles.

## 1.1. Une décote significative par rapport au secteur

**Nous réitérons notre vision positive sur le titre en dépit de la performance du titre depuis notre initiation (+18% vs +0% pour le STOXX 600 Euro Healthcare)**, car la valorisation nous semble toujours aussi attractive... SHP se traitant aujourd'hui encore avec une décote de 20% sur ses pairs européens... et même de 45% par rapport à CSL Limited (qui exhibe pourtant un profil de croissance similaire et une exposition tout aussi importante à l'hémophilie A - avec toutefois une plus grande proportion de produits plasmatiques dans son mix).

Une décote de 20% par rapport aux peers européens... Et de 45% vs CSL !

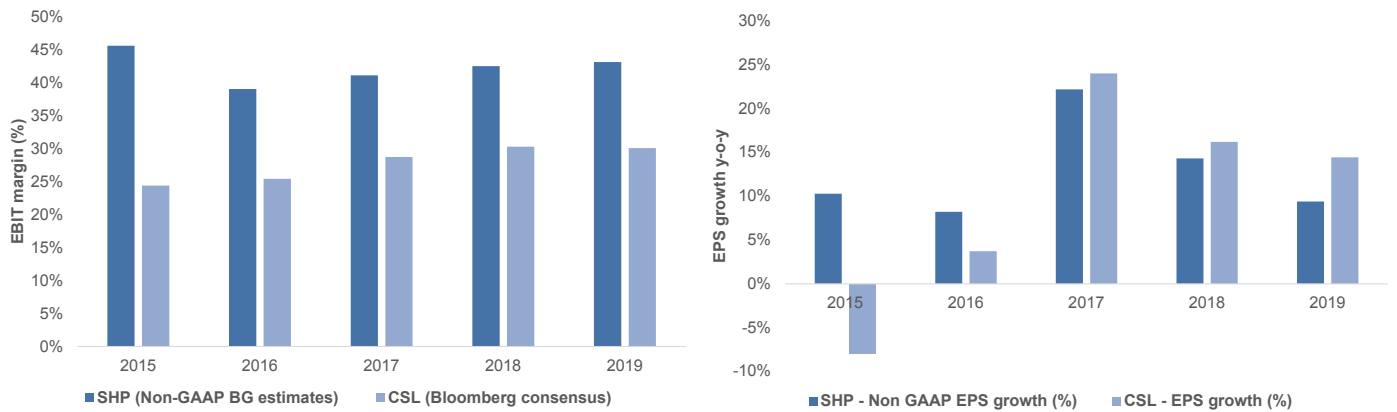
**Fig. 1: SHP vs CSL- P/E 12 mois forward**



Source: Thomson Reuters; Bryan, Garnier & Co. ests.

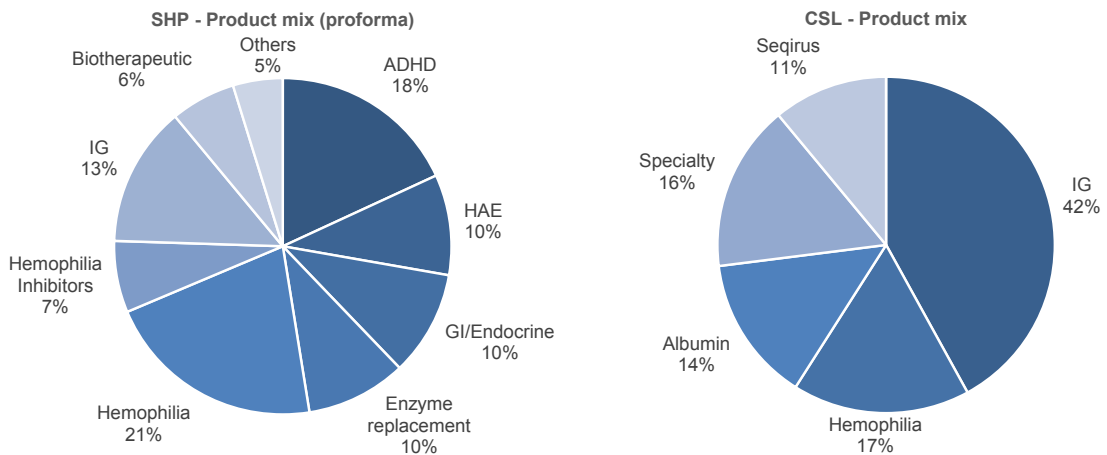
Le fait que CSL soit davantage exposé au segment des immunoglobulines y est peut-être pour quelque chose (c.40% vs 15% pour SHP)... Mais ce serait sous-estimer 1/ le caractère *best-in-class* d'Hyqvia et sa capacité à prendre des pdm aux autres IG (dans l'immunodéficience primaire, et bientôt dans la CIDP), y compris Hizentra ; et 2/ la croissance de franchises historiques comme l'ADHD et l'HAIE (voir notre initiation [ici](#) pour plus de détails).

**Fig. 2: SHP vs CSL – Evolution des marges d'EBIT / Croissance des EPS**



Source: Bloomberg; Bryan, Garnier & Co. ests.

**Fig. 3: SHP vs CSL – Mix produits**



Source: Shire; CSL; Bryan, Garnier & Co. ests

En outre, le groupe est loin d'avoir démerité au cours de ces derniers mois : 1/ approbation de lifitegrast aux Etats-Unis et pour lequel nous anticipons un CA de 1.0 MdUSD en 2020, 2/ T2 16 et guidance pour l'ensemble de l'année tous deux supérieurs aux attentes, 3/ relèvement des objectifs de synergies de coûts avec Baxalta (au moins 700 MUSD vs 500 MUSD précédemment), etc. Mais nous comprenons qu'une partie du marché reste assez sceptique quant à la capacité de création de valeur associée au rapprochement avec Baxalta (et certains semblent même anticiper une importante destruction de valeur)... Mais il va sans dire que nous n'adhérons pas à ce scénario pessimiste.

## 1.2. ACHAT réitéré avec une FV de 6,900GBp

Nous réitérons plus que jamais notre ACHAT sur le titre à l'aune des précédents éléments... D'autant que notre valorisation par DCF (6,900GBp - P/E 2017<sup>e</sup> implicite: 18x) suggère un potentiel *upside* de plus de 30%.

**Fig. 4: SHP – Valorisation par DCF**

(in USDm)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Revenues</b>	<b>11,674</b>	<b>15,618</b>	<b>16,614</b>	<b>17,245</b>	<b>17,676</b>	<b>17,979</b>	<b>18,465</b>	<b>17,329</b>	<b>17,427</b>	<b>17,676</b>
% chg yoy		33.8%	6.4%	3.8%	2.5%	1.7%	2.7%	-6.2%	0.6%	1.4%
<b>(+) Current EBIT</b>	<b>4,408</b>	<b>6,287</b>	<b>6,919</b>	<b>7,290</b>	<b>7,622</b>	<b>7,509</b>	<b>7,489</b>	<b>6,792</b>	<b>6,578</b>	<b>6,812</b>
in % of sales	37.8%	40.3%	41.6%	42.3%	43.1%	41.8%	40.6%	39.2%	37.7%	38.5%
% chg yoy		42.6%	10.0%	5.4%	4.6%	-1.5%	-0.3%	-9.3%	-3.2%	3.6%
(-) Taxes	789	1,132	1,176	1,166	1,219	1,201	1,198	1,087	1,052	1,090
(+) D&A	307	458	537	591	640	704	777	778	833	862
<b>= Net operating income after tax</b>	<b>3,926</b>	<b>5,614</b>	<b>6,280</b>	<b>6,714</b>	<b>7,042</b>	<b>7,011</b>	<b>7,067</b>	<b>6,484</b>	<b>6,358</b>	<b>6,584</b>
(-) CAPEX	879	1,222	1,138	1,097	1,038	1,056	903	846	850	862
(-) Change in WCR	257	226	163	175	8	6	9	-23	2	5
<b>= Free Cash Flows</b>	<b>2,790</b>	<b>4,167</b>	<b>4,979</b>	<b>5,442</b>	<b>5,996</b>	<b>5,950</b>	<b>6,155</b>	<b>5,661</b>	<b>5,507</b>	<b>5,717</b>
<b>= Enterprise Value (USDm)</b>	<b>103,036</b>									
(-) Minority interests	0									
(-) Net debt	23,314									
<b>= Equity value (USDm)</b>	<b>79,722</b>									
Number of diluted shares	906.5									
= Fair Value per share (USD)	88									
<b>= Fair Value per share (GBp)</b>	<b>6,925</b>									

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

## 1.3. Le marché *price* un scénario trop pessimiste

### 1.3.1. Des hypothèses trop pessimistes dans notre DCF inversé

Une FV de 5,000GBp impliquerait la disparition des franchises Hémophilie et Inhibiteurs en 2018 !

Le marché s'inquiétant de la pérennité des activités Hémophilie et Inhibiteurs de Shire, nous nous sommes assez naturellement tournés vers l'exercice du DCF inversé afin de faire ressortir les différentes hypothèses que le marché intégrerait quant à l'évolution de cette franchise (toutes choses étant égales par ailleurs). Et en l'occurrence, **il faudrait notamment faire l'hypothèse d'une complète disparition de la franchise dès 2018 (i.e. la première année de commercialisation d'ACE910) pour justifier une FV proche de 5,000 GBp...** Il va sans dire qu'un tel scénario n'a jamais été observé au cours de la longue histoire de l'industrie pharmaceutique !

**Fig. 5: SHP – Détails de notre DCF inversé**

(in USDm)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Revenues</b>	<b>11,674</b>	<b>15,618</b>	<b>12,496</b>	<b>13,349</b>	<b>13,945</b>	<b>14,354</b>	<b>14,917</b>	<b>13,826</b>	<b>13,950</b>	<b>14,215</b>
% chg yoy		33.8%	-20.0%	6.8%	4.5%	2.9%	3.9%	-7.3%	0.9%	1.9%
<b>(+) Current EBIT</b>	<b>4,408</b>	<b>6,287</b>	<b>4,860</b>	<b>5,342</b>	<b>5,756</b>	<b>5,697</b>	<b>5,714</b>	<b>5,040</b>	<b>4,839</b>	<b>5,081</b>
in % of sales	37.8%	40.3%	38.9%	40.0%	41.3%	39.7%	38.3%	36.5%	34.7%	35.7%
% chg yoy		42.6%	-22.7%	9.9%	7.8%	-1.0%	0.3%	-11.8%	-4.0%	5.0%
(-) Taxes	789	1,132	826	855	921	911	914	806	774	813
(+) D&A	307	458	537	591	640	704	777	778	833	862
<b>= Net operating income after tax</b>	<b>3,926</b>	<b>5,614</b>	<b>4,570</b>	<b>5,078</b>	<b>5,475</b>	<b>5,489</b>	<b>5,577</b>	<b>5,012</b>	<b>4,898</b>	<b>5,130</b>
(-) CAPEX	879	1,222	1,138	1,097	1,038	1,056	903	846	850	862
(-) Change in WCR	257	226	42	146	16	11	14	-25	3	6
<b>= Free Cash Flows</b>	<b>2,790</b>	<b>4,167</b>	<b>3,390</b>	<b>3,835</b>	<b>4,421</b>	<b>4,422</b>	<b>4,660</b>	<b>4,191</b>	<b>4,045</b>	<b>4,262</b>
<b>= Enterprise Value (USDm)</b>	<b>77,874</b>									
(-) Minority interests	0									
(-) Net debt	23,314									
<b>= Equity value (USDm)</b>	<b>54,560</b>									
Number of diluted shares	906.5									
= Fair Value per share (USD)	60									
<b>= Fair Value per share (GBP)</b>	<b>4,739</b>									

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

### 1.3.1. BXLT : still tax-free

Nous comprenons par ailleurs **qu'une partie du marché redoute toujours la perte du *tax-free status* de Baxalta suite à son acquisition.** Il est vrai que nous n'avons pas provisionné ce risque dans notre modélisation, et ce contrairement à certains de nos confrères... Mais nous sommes assez confiants quant à la pérennité de ce statut dans la mesure où trois importantes conditions ont été respectées avec cette transaction : 1/ elle est avant tout motivée par un « *strong business purpose* », et en l'occurrence il s'agissait notamment de faire naître un nouveau leader dans le domaine des maladies rares ; 2/ la vaste majorité des activités de Baxalta a été poursuivie (pour l'heure, seuls quelques projets bien précis ont été arrêtés) ; 3/ le spin-off de Baxter et le rachat par Shire ne font pas partie d'un même plan.

Il est vrai que le dernier point est un peu plus difficile à apprécier en tant qu'externe aux deux structures... mais nous noterons néanmoins que Shire et AbbVie étaient en discussion en vue d'une fusion lorsque Baxter préparait la sortie de ses activités biopharmaceutiques. En outre, nous avons du mal à penser qu'AbbVie avait également pour volonté d'acquérir BXLT dans la foulée dans la mesure où 1/ la principale raison derrière le rapprochement avec SHP était probablement d'ordre fiscal (le deal ayant été abandonné suite à diverses variations dans les dispositifs de l'époque) ; 2/ depuis, AbbVie a plutôt réalisé des acquisitions dans des domaines plus vastes, à l'instar de l'oncologie...

**Fig. 6: BXLT – Critères pour un statut tax-free**

Criteria	BXLT/SHP
Device	A business purpose is considered as an evidence that the transaction was not a “device” aiming to distribute earnings (hidden dividend).  In this case, the aim was to form a global leader in rare diseases.
Continuity	Baxalta's business is continuing / still expanding
Not part of an acquisition plan	When Baxter announced the spinoff, SHP was supposed to be acquired by AbbVie  The main reason behind AbbVie's move was a fiscal one (SHP benefiting from a lower tax rate) rather than diversifying its business with rare diseases.

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

## 1.1. Le re-rating devrait se poursuivre

Trois catalyseurs devraient continuer à supporter le re-rating du titre

Nous pensons que le titre devrait bénéficier d'au moins trois catalyseurs significatifs au cours des douze prochains mois :

- **L'Investor Day du 10 Novembre** sera très certainement l'occasion de se focaliser sur le pipeline de développement. Nous pensons tout d'abord aux candidats récemment acquis à travers des accords de collaboration (à l'instar de l'anti-MadCAM de PFE qui devrait être développé sans la colite ulcéreuse), mais aussi à des molécules moins matures comme BAX826. L'optimisation de la structure de coûts sera bien évidemment à l'ordre du jour, et il est probable que le management fasse un parallèle avec OneShire du fait des similitudes avec le nouveau plan (« *The legacy Baxalta business operated on a divisional structure akin to that which Shire used prior to 2013* »)... Mais nous porterons surtout notre attention sur les commentaires du management quant aux éventuelles synergies de revenus avec BXLT.
- La publication des **données de Phase III de DX2930 au S1 17** en tant que traitement prophylactique des angioedèmes héréditaires... Et qui, nous l'espérons, devraient confirmer son statut de *best-in-class*. D'autres readouts sont bien évidemment attendus à plus court terme, mais leur impact devrait être beaucoup moins significatif qu'avec SHP643 (-300 GBp ou +200 GBp, simplement en ajustant notre probabilité de succès).
- **Les premiers chiffres commerciaux de lifitegrast et l'évolution de la base de coûts** dans le cadre des toutes prochaines publications trimestrielles.

**Fig. 7: SHP - Prochains catalyseurs**

Date	Product	Indication	Event	BG Peak sales
H2 16	SHP610	SanFilippo A	Phase IIb data	USD250m
H2 16	SHP609	Hunter's syndrome	Phase IIb/III data	USD150m
H2 16	Pipeline	All of them	Investor day in NYC	N/A
H2 16	Natpara	Hypoparathyroidism	EU approval	USD700m
H2 16	Onivyde	2L pancreatic cancer	EU approval	USD150m
H1 17	ROG's ACE910	Haemophilia A with inhibitors	Phase III data	USD1.5Bn
H1 17	Adynovate	Haemophilia A	EU approval	USD800m
H1 17	BAX826	Haemophilia A	Phase I/II data	Not included
H1 17	SHP643 / DX2930	Hereditary angioedema	Phase III data	USD1.7Bn

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



## 2. Décroissance des Inhibiteurs : un impact gérable

Nous pensons que la décroissance de la franchise Inhibiteurs sera largement compensée par 1/ la croissance de produits clés comme lifitegrast et DX2930, et 2/ des mesures de cost-cutting

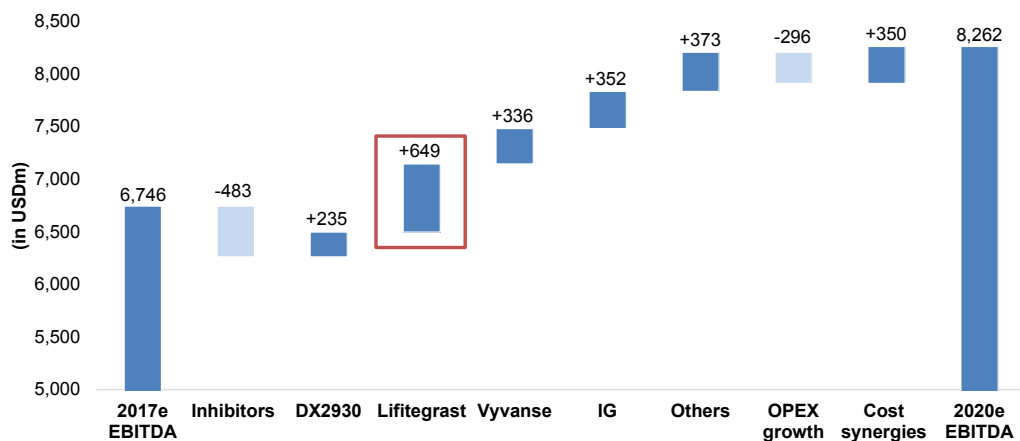
Nous admettrons bien volontiers qu'ACE910 devrait avoir un impact substantiel sur les ventes de la franchise Inhibiteurs, et le fait que Feiba soit un produit hautement margé (MB ~90%) en a fait une source palpable d'inquiétudes pour les investisseurs... Mais ce serait sous-estimer la diversité du pipeline du groupe, son positionnement sur des marchés de niche et/ou des maladies rares, et la réactivité de son management. Et plus précisément, nous estimons que 1/ le *newflow* associé à Lifitegrast et DX2930 devraient rassurer le marché quant à la capacité de SHP à gérer la décroissance de Feiba, et 2/ la société pourrait surprendre positivement quant à sa capacité à réduire significativement et rapidement les coûts.

### 2.1. De nombreux coussins amortisseurs

Comme nous le disions dans la première partie de cette étude, nous faisons aujourd'hui l'hypothèse qu'ACE910 aura surtout un impact les ventes de la partie Inhibiteurs (CAGR 2017-2020 : -23%)... Mais nous pensons également que cette régression devrait être largement compensée par 1/ la croissance de plusieurs autres franchises/produits (tout en sachant que certaines de nos hypothèses sont aujourd'hui encore ajustées du risque clinique) ; et 2/ les synergies de coûts avec Baxalta (sachant que le dernier objectif explicite était d'au moins 700 MUSD d'ici 2019e).

Mais parmi ces différents éléments, nous pensons que deux d'entre eux devraient notamment participer au re-rating du titre/rassurer le marché quant à la capacité du groupe à absorber un choc dans l'hémophilie A : 1/ DX2930/SHP643 dans le traitement des angioedèmes héréditaires (HAE), et 2/ lifitegrast pour l'œil sec modéré à sévère.

**Fig. 8: EBITDA 2017-2020 – Principaux drivers**



Source: Bryan, Garnier & Co. ests.

**Fig. 9: EBITDA 2017-2020 – Hypothèses BG**

(in USDm)	Gross margin (%)	2017e	2018e	2019e	2020e	Var 2017-20
DX2930	80%	0	69	133	235	235
Inhibitors	90%	888	812	569	405	-483
Lifitegrast	80%	211	423	640	860	649
Vyvanse	90%	2,140	2,290	2,404	2,477	336
Hemophilia	80%	2,486	2,573	2,612	2,625	139
IG	55%	1,149	1,275	1,390	1,501	352
Others		4,566	4,698	4,831	4,799	234
<b>Group Gross margin</b>		<b>11,440</b>	<b>12,140</b>	<b>12,578</b>	<b>12,902</b>	<b>1,462</b>
Cost Synergies		350	525	700	700	350
OPEX (excl. Synergies)		5,045	5,209	5,398	5,340	296
% var y-o-y			3%	4%	-1%	
<b>EBITDA</b>		<b>6,746</b>	<b>7,456</b>	<b>7,881</b>	<b>8,262</b>	<b>1,516</b>

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

### 2.1.1. Lifitegrast : une montée en puissance sous-estimée ?

Lifitegrast : un blockbuster en puissance

L'histoire clinique de Xiidra (lifitegrast) est assez chahutée, il faut bien l'admettre... Mais elle s'est finalement soldée par une mise sur le marché avec un label bien plus large que celui de Restasis chez Allergan (qui pourtant réalise un CA proche de 1.0 MdsUSD). Et après avoir attentivement comparé les labels et packages cliniques des deux médicaments, nous ne voyons objectivement pas comment Xiidra ne pourrait pas rapidement prendre des pdm à ce concurrent (d'autant que les prix annuels sont a priori très similaires). Certes, une nouvelle version de Restasis, flacon multi-doses sans conservateurs, serait par ailleurs en cours d'approbation... Mais nous avons du mal à voir comment une simple évolution du mode d'administration pourra réellement changer la donne.

Deux interrogations subsistent néanmoins : au bout de combien de temps Xiidra pourrait-il s'imposer (sachant qu'il n'est commercialement disponible que depuis ce T3 16) ? Et à quel point peut-il élargir le marché de l'œil sec ? En ce qui nous concerne, nous avons fait l'hypothèse que 1/ la barre du milliard d'USD ne sera pas atteinte avant 2020e, surtout au vu de sa supériorité, et que 2/ la part de patients souhaitant être traités restera aux alentours des 15%e... Ce qui au global est assez conservateur de notre point de vue.

**Fig. 10: Xiidra vs Restasis**

	<b>Xiidra (SHP)</b>	<b>Restasis (AGN)</b>
MoA	Lymphocyte-function associated antigen-1 antagonist	Cyclosporine - Immunosuppressive agent
Indication	" Indicated for the treatment of the signs and symptoms of dry eye disease"	"Indicated to increase tear production in patients whose tear production is presumed to be suppressed due to ocular inflammation associated with keratoconjunctivitis sicca. Increased tear production was not seen in patients currently taking topical anti-inflammatory drugs or using punctual plugs
Adverse reactions	Most common AE (incidence 5-25%) were instillation site irritation, dysgeusia (distortion of sense of taste) and decreased visual acuity	Most common AE (incidence 17%) was ocular burning. Other events reported in 1-5% of patients included conjunctival hyperaemia, discharge, epiphora, eye pain, foreign body sensation, pruritus, stinging and visual disturbance

Source: FDA; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 11: Estimations BG – CA de Xiidra (lifitegrast)**

	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Dry eye Prevalence (in millions)</b>	<b>60</b>	<b>61</b>	<b>61</b>	<b>62</b>	<b>62</b>	<b>63</b>	<b>64</b>	<b>64</b>
% var y-o-y		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
- US	25	25	26	26	26	26	27	27
- Europe	35	35	36	36	36	37	37	38
% Patients with moderate-to-severe forms	30%							
% Patients seeking treatment	15%							
Pricing per patient - US (in USD)	2,900							
Pricing per patient - Europe (in USD)	1,938							
% Market shares - US	0.0%	2.0%	7.0%	12.0%	17.0%	22.0%	25.0%	27.0%
% Market shares - Europe	0.0%	0.0%	1.0%	4.0%	7.0%	10.0%	12.0%	15.0%
<b>Lifitegrast - Sales (in USDm)</b>	<b>0</b>	<b>66</b>	<b>264</b>	<b>529</b>	<b>799</b>	<b>1,075</b>	<b>1,255</b>	<b>1,435</b>
% var y-o-y		n/s	n/s	100%	51%	34%	17%	14%

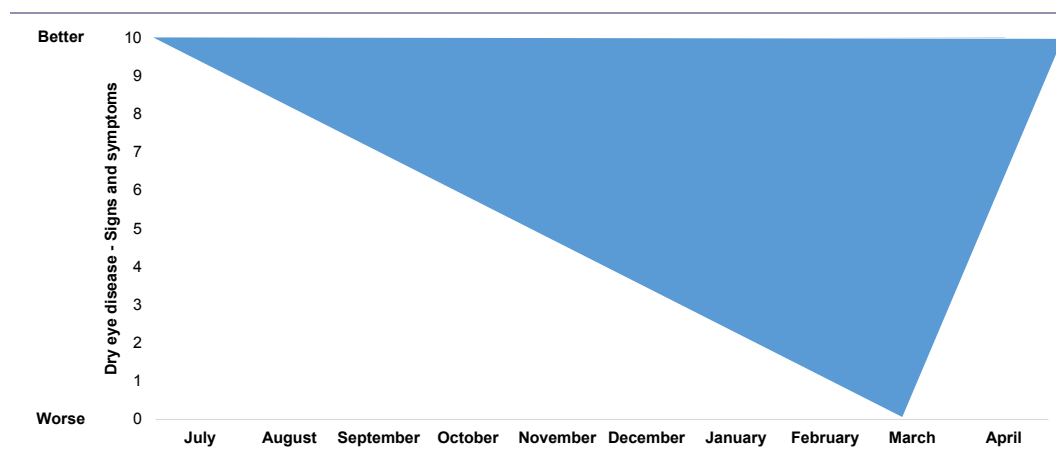
Source: Bryan, Garnier & Co ests.

En partant de là, nous ajouterons deux commentaires :

Les prochaines publications trimestrielles devraient confirmer ce statut... Et pourraient même se traduire par des relèvements des prévisions

- En dépit de notre conservatisme, nos prévisions pour ce produit ressortent au-dessus de celles du consensus (la moyenne pour 2018<sup>e</sup> s'élevant à c. 400 MUSD alors que nous tablons sur 529 MUSD)... Mais nous comprenons que la majorité des analystes sont assez prudents vis-à-vis des lancements commerciaux dans le contexte actuel.

Sachant cela, nous porterons une attention toute particulière aux premières publications trimestrielles du produit dans la mesure où elles impliquent la saison hivernale - où les symptômes de la maladie ont tendance à être exacerbés – et permettront de fait de confirmer les attentes pour l'exercice 2017<sup>e</sup> ... voire de les relever.

**Fig. 12: Œil sec – Symptômes/signes de la maladie selon les saisons**


Source: Review of Ophthalmology; Bryan, Garnier & Co. ests

- Certains investisseurs pourraient par ailleurs nous rétorquer que les estimations sont potentiellement à risque dans un contexte où le secteur a souffert de nombreuses déceptions en termes de lancements commerciaux (les PCSK9 et Entresto étant de parfaits exemples)... Mais il est important de toujours re-contextualiser les choses : 1/ il n'y a qu'une seule option directement concurrente, et le *pricing* de Xiidra a été aligné avec ce dernier ; 2/ « lifi » ne souffre pas de la concurrence d'alternatives génériques (les brevets de Restasis tenant a priori jusqu'en 2023). Certains auront peut-être noté que les patients souffrant de cette maladie peuvent avoir recours à des larmes artificielles dont le coût est assez limité... Mais il faut garder en tête qu'elles sont surtout utilisées pour les formes les moins sévères (Bhavsar et al, 2011).

### 2.1.2. DX2930/SHP643 : un essai à transformer

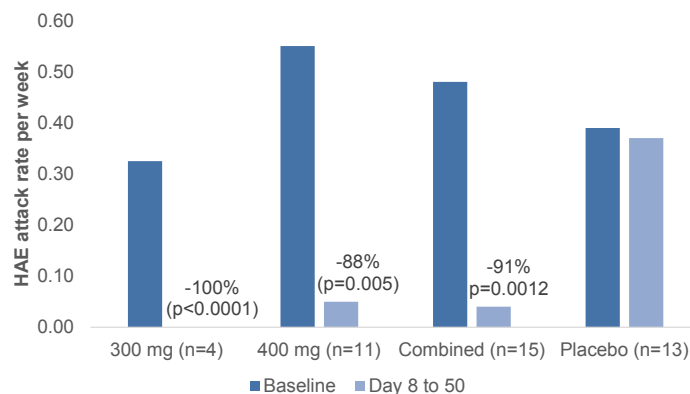
#### ■ Un potentiel nouveau best-in-class dans l'HAE

DX2930 dans l'HAE : un potentiel *game-changer* dont les résultats de Phase III sont attendus au S1 17

**A titre de rappel, DX2930 a tout pour devenir le futur standard de traitement de l'HAE.** Le fait qu'il soit administrable par voie sous-cutanée une fois par mois est un premier argument (alors que Cinryze doit être injecté deux fois par semaine par intraveineuse). Mais c'est aussi son profil d'efficacité et de sécurité qui en fait un potentiel *game-changer* ; le nombre d'attaques ayant été réduit de 90% par rapport à un placebo ( $p < 0.005$ ) sur une période de 6 semaines dans le cadre d'un essai de Phase I/II... Alors que ce taux est plus proche de 50-60% pour les actuelles options (Cocchio et al, 2009).

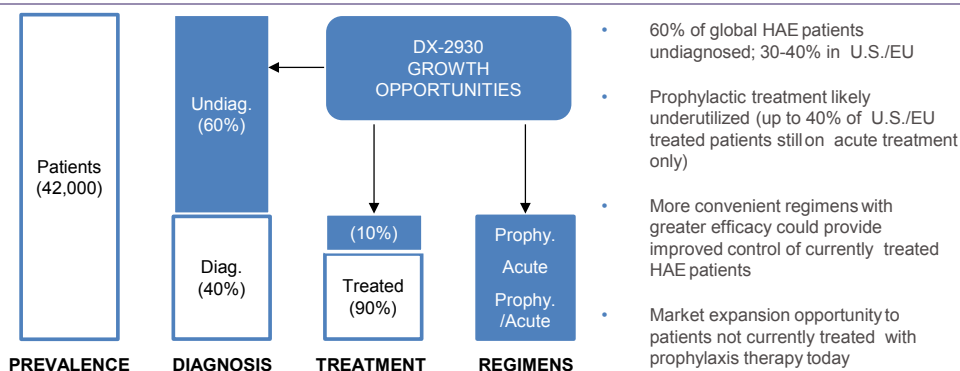
De fait, nous estimons qu'une large partie des patients sous Cinryze pourrait rapidement être basculé vers cette nouvelle approche (ce qui serait plutôt positif pour les marges, un mAb étant beaucoup moins complexe et onéreux à produire qu'un dérivé plasmatisé). Plus efficace et plus *convenient*, il n'est d'ailleurs pas impossible qu'il participe substantiellement à une plus grande adoption de la prophylaxie (près de 40% des patients traités en Europe et aux US restant sur du traitement à la demande).

**Fig. 13: DX2930 – Résultats de Phase Ib à 6 semaines**



Source: Dyax; Bryan, Garnier & Co. ests.

**Fig. 14: DX2930 – Potentiel de croissance**



Source: Shire market research  
Patient prevalence based on 1,40,000 (Zuraw BL. Clinical practice. Hereditary angioedema. N Engl J Med. 2008;359(10):1027-1036)

Source: Dyax; Bryan, Garnier & Co. ests.

■ **Un coussin significatif pour les marges qui se confirmera au S1 17**

Le potentiel de CA et de marge de DX2930 est tel qu'il pourrait complètement compenser les pertes associées à Feiba

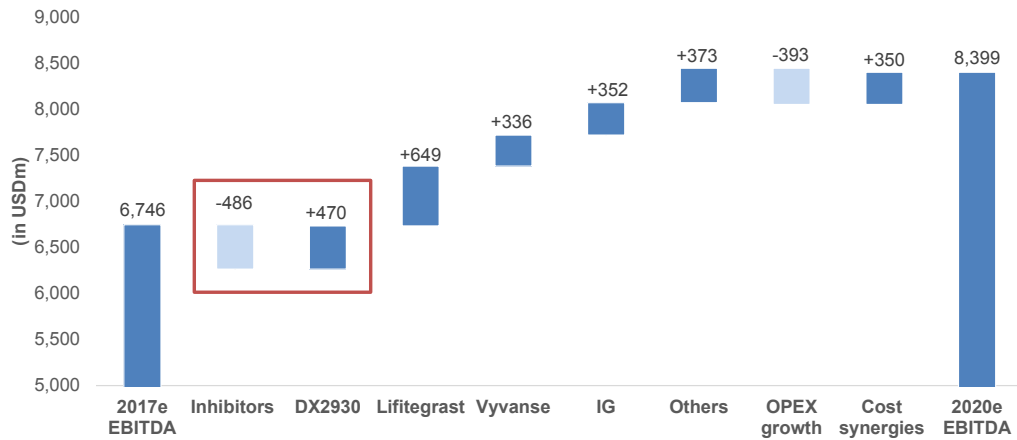
Point important à noter : nos hypothèses de CA pour ce projet sont actuellement ajustées du risque clinique ; et plus précisément, nous n'intégrons que 50% de son potentiel dans l'attente de son approbation (BG : 2018e)... Et si cela devait être le cas, nous estimons que sa mise sur le marché permettra au groupe de pleinement absorber la perte de marge associée au déclin de la franchise Inhibiteurs (d'autant que DX2930 devrait dégager une MB proche de 80%e compte tenu du positionnement-prix que nous anticipons, et des COGS généralement associés au manufacturing d'un mAb).

**Fig. 15: DX2930 - Prévisions de CA non ajusté du risque**

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>HAE – Prevalence</b>	<b>24,482</b>	<b>24,727</b>	<b>24,974</b>	<b>25,224</b>	<b>25,476</b>	<b>25,731</b>	<b>25,989</b>	<b>26,248</b>
% var y-o-y								
- US	12,241	12,364	12,487	12,612	12,738	12,866	12,994	13,124
% var y-o-y	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
- Europe	12,241	12,364	12,487	12,612	12,738	12,866	12,994	13,124
% var y-o-y	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
% Diagnosis rate	50%							
Pricing per patient - US - Prophylaxis (in USD)	400,000							
Pricing per patient - ROW - Prophylaxis (in USD)	280,000							
% Market shares – US	7%	12%	20%	25%	30%	35%	40%	40%
% Market shares – Europe	0%	2%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
<b>DX-2930 - HAE - Sales (in USDm)</b>	<b>171</b>	<b>331</b>	<b>587</b>	<b>807</b>	<b>1,032</b>	<b>1,261</b>	<b>1,494</b>	<b>1,601</b>
% var y-o-y	n/s	93%	77%	38%	28%	22%	19%	7%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 16: EBITDA 2017-2020 en cas d'approbation de DX2930**



Source: Bryan, Garnier & Co. ests.

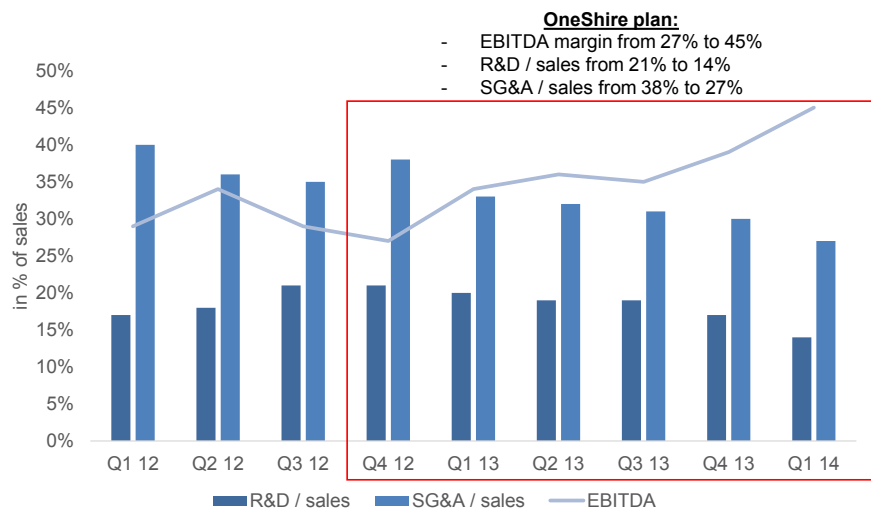
## 2.2. Remember OneShire...

Cost-cutting : un track-record remarquable

Nous pensons que le management pourrait positivement surprendre le marché quant à sa capacité à optimiser sa base de coûts. Un œil dans le rétroviseur n'est d'ailleurs pas inutile pour apprécier cette probabilité, et plus particulièrement sur l'arrivée de Flemming Ornskov et la mise en place du plan OneShire... D'autant que la structure de BXLT est apparemment assez semblable à celle de SHP avant cette initiative (« The legacy Baxalta business operated on a divisional structure akin to that which Shire used prior to 2013 »).

A l'époque, une telle initiative s'était traduite par une amélioration de la marge d'EBITDA de près de +700 bps en à peine un an ! Bien évidemment, la situation actuelle est très différente puisqu'on parle aujourd'hui de l'intégration d'une entreprise autrement plus significative que ce que pouvait être Shire au début de la décennie (et les mix géographiques étaient loin d'être similaires)... Mais elle a au moins le mérite de laisser un beau *benchmark* dans les esprits.

**Fig. 17: Plan OneShire - Evolution de la structure de coûts**



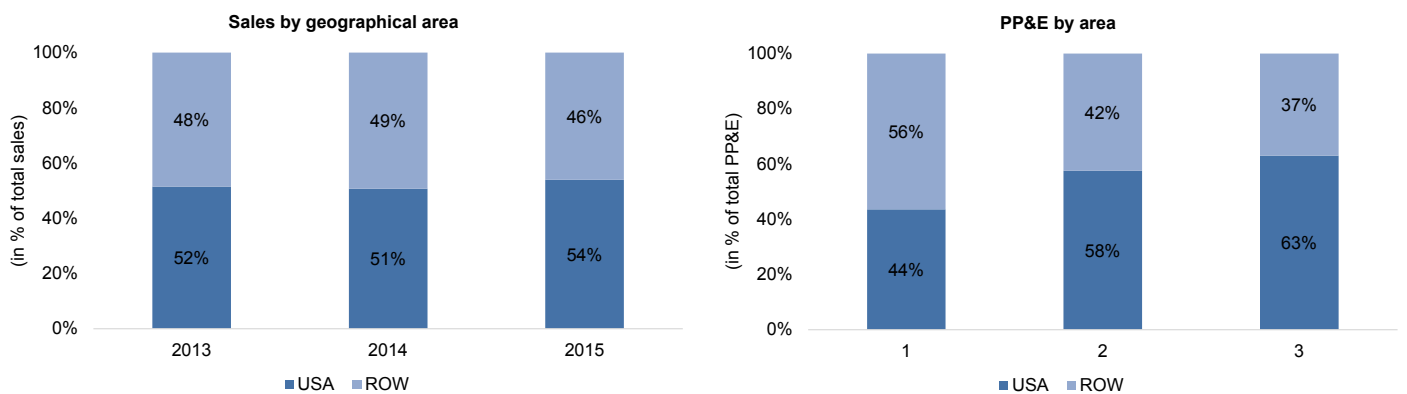
Source: Shire; Bryan, Garnier & Co. ests

Un potentiel de bonne surprise à ne pas sous-estimer

A côté de cela, plusieurs éléments nous laissent assez confiants pour la suite des événements :

- De notre point de vue, **la prépondérance des US dans la base de coûts de Baxalta est un élément clé d'appréciation de la vitesse à laquelle son optimisation pourra être faite** (nous mettons volontairement de côté les Emergents dans cette réflexion compte tenu de la faible exposition historique de SHP à ces zones, et donc du faible potentiel de synergies). Et en l'occurrence, il semblerait que près de 50-60%e pourrait en être dérivé. Si nous partons ensuite du principe que la moitié des G&A (dont nous estimons par ailleurs le montant à près de 500 MUSD) y sont effectivement localisées, cela signifierait que près de 250 MUSD d'économies pourraient théoriquement être rapidement extraites... Ce qui représenterait ~80%e du montant attendu par la société en 2017.

**Fig. 18: Répartition géographique du CA + PP&E de BXLT**



Source: Baxalta; Bryan, Garnier & Co. ests

- **Une première revue des projets de R&D a d'ores et déjà été réalisée, et elle s'est traduite par l'arrêt de huit projets *early/mid-stage*, et nous pensons que plusieurs autres développements pourraient être bientôt stoppés.**  
Récemment, la société a même annoncé l'arrêt de son activité Biosimilaires (BAX2200/etanercept et BAX2923/adalimumab) compte tenu de son opposition avec la volonté de SHP d'élargir son empreinte dans les maladies rares. Certes, des exceptions ont pu être faites par le passé, et la construction d'une franchise Ophtalmologie en est un parfait meilleur exemple... Mais le *risk-reward* associé à ces projets ne nous semble pas aussi attractif dans la mesure où 1/ BXLT était loin d'être la seule société à s'être lancée dans ce type de développement ; 2/ que ce soit dans l'arthrite rhumatoïde ou le psoriasis en plaques, plusieurs nouveaux mécanismes d'action ont émergé, et se sont avérés plus efficaces que les anti- $\alpha$  : anti-IL17, anti-IL23p19, inhibiteurs de JAK, etc.
- La question des dépenses de *sales and marketing* est toujours un peu plus épineuse compte tenu de son potentiel impact sur les perspectives de croissance du groupe... Mais nous noterons tout de même que le CFO du groupe s'est récemment exprimé sur le sujet lors d'une récente conférence santé (« There are a couple of areas where there's a disproportionate number of BXLT employees. Manufacturing being one given the size of the manufacturing network, and then certainly from a commercial standpoint in the Hemophilia, Immunology and Oncology businesses »).

**Fig. 19: BXLT – Pipeline de développement avant acquisition par SHP**

Program	MoA	Indication(s)	Area	Clinical stage
<b><u>HEMOPHILIA</u></b>				
Adynovate	Long-acting recombinant FVIII	Haemophilia A (adults)	Europe	Phase III
Adynovate	Long-acting recombinant FVIII	Haemophilia A (pediatric)	US	Phase III
Vonvendi	Recombinant von Willebrand Factor	Von Willebrand disease	Europe	Phase III
BAX930	Recombinant ADAMTS13	hTTP	WW	Phase II
BAX335	FIX gene therapy	Haemophilia B	WW	Phase II
BAX826	PSA rFVIII	Haemophilia A	WW	Phase I
<b><u>IMMUNOLOGY</u></b>				
Hyqvia	Subcutaneous 10% IG	CIDP	WW	Phase III
Glassia	Alpha-1 Antitrypsin	Acute graft-versus-host disease	WW	Phase III
SM101	Recombinant FcγRIIb	Systemic lupus erythematosus		Phase II
<b><u>ONCOLOGY</u></b>				
Imalumab	Anti-oxMIF mAb	3L metastatic colorectal cancer	WW	Phase II
Onivyde	Nanoliposomal irinotecan	2L metastatic pancreatic cancer	Europe	Phase III
Onivyde	Nanoliposomal irinotecan	1L metastatic pancreatic cancer	Europe	Phase III
Calaspargase pegol	New-gen PEG-asparaginase	Acute lymphoblastic leukaemia	WW	Phase II/III
<b><u>BIOSIMILARS</u></b>				
BAX2200	Etanercept (anti-TNF-α)	Rheumatoid arthritis	Europe	Phase III
BAX2200	Etanercept (anti-TNF-α)	Plaque psoriasis	Europe	Phase III
BAX2923	Adalimumab (anti-TNF-α)	Plaque psoriasis	WW	Phase III

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



### 3. Annexes

**Fig. 20: SHP – Prévisions du P&L (2015-2020<sup>e</sup>)**

(in USDm)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>(+) Product sales</b>	<b>6,100</b>	<b>11,278</b>	<b>15,272</b>	<b>16,259</b>	<b>16,879</b>	<b>17,300</b>
% growth y-o-y		85%	35%	6%	4%	2%
(-) COGS	885	2,548	3,832	4,118	4,301	4,397
in % of product sales	14.5%	22.6%	25.1%	25.3%	25.5%	25.4%
<b>= Gross margin</b>	<b>5,215</b>	<b>8,731</b>	<b>11,440</b>	<b>12,140</b>	<b>12,578</b>	<b>12,902</b>
in % of product sales	85.5%	77.4%	74.9%	74.7%	74.5%	74.6%
(+) Royalties & Others	317	395	345	356	366	376
(-) R&D	884	1,443	1,680	1,788	1,688	1,730
% growth y-o-y		63%	16%	6%	-6%	2%
(-) SG&A	1,724	2,868	3,360	3,252	3,376	3,287
% growth y-o-y		66%	17%	-3%	4%	-3%
<b>= EBITDA</b>	<b>2,924</b>	<b>4,815</b>	<b>6,746</b>	<b>7,456</b>	<b>7,881</b>	<b>8,262</b>
in % of product sales	47.9%	42.7%	44.2%	45.9%	46.7%	47.8%
(-) D&A	139	307	458	537	591	640
<b>= EBIT</b>	<b>2,785</b>	<b>4,408</b>	<b>6,287</b>	<b>6,919</b>	<b>7,290</b>	<b>7,622</b>
in % of product sales	45.7%	39.1%	41.2%	42.6%	43.2%	44.1%
% growth y-o-y		58%	43%	10%	5%	5%
(-) Interest expense	42	413	594	489	339	189
(+/-) Others	-7	-2	0	0	0	0
(-) Income taxes	424	715	1,025	1,093	1,112	1,189
% Corporate Taxes	15.5%	17.9%	18.0%	17.0%	16.0%	16.0%
<b>= Net income</b>	<b>2,310</b>	<b>3,279</b>	<b>4,668</b>	<b>5,337</b>	<b>5,839</b>	<b>6,243</b>
<b>Basic EPS (USD)</b>	<b>3.91</b>	<b>4.21</b>	<b>5.15</b>	<b>5.89</b>	<b>6.44</b>	<b>6.89</b>
% var y-o-y	10%	8%	22%	14%	9%	7%
<b>Diluted EPS (USD)</b>	<b>3.89</b>	<b>4.21</b>	<b>5.15</b>	<b>5.89</b>	<b>6.44</b>	<b>6.89</b>
% var y-o-y	10%	8%	22%	14%	9%	7%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 21: SHP ex-BXLT – Prévisions de CA (2015-2020<sup>e</sup>)**

(in USDm)	Main indication	PoS (%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
SHP - Sales			6,100	7,005	7,886	8,518	9,033	9,295
% var y-o-y								
Vyvanse	ADHD & BED	100%	1,722	2,069	2,378	2,544	2,672	2,752
Intuniv	ADHD	100%	65	69	62	62	62	62
Adderrall XR	ADHD	100%	363	376	372	368	364	361
SHP465	ADHD	80%	0	0	56	112	202	323
Lifitegrast	Dry eye	100%	0	32	264	529	799	1,075
SHP640 (FST-100)	Bacterial conjunctivitis	50%	0	0	0	18	48	79
Premiplex	Retinopathy of prematurity	20%	0	0	0	0	11	31
Firazyr	HAE	100%	445	570	638	574	488	391
Cinryze	HAE	100%	618	702	772	695	486	340
DX2930	HAE	50%	0	0	0	86	166	293
Kalbitor	HAE	100%	0	68	72	75	78	81
Lialda	Ulcerative colitis	100%	684	798	829	846	854	512
Pentasa	Ulcerative colitis	100%	306	306	300	294	288	282
Gattex	Short bowel syndrome	100%	142	213	298	403	504	579
Natpara	Hypoparathyroidism	100%	24	84	168	269	363	454
SHP621	EoE	50%	0	0	0	0	25	69
SHP555	Chronic constipation	50%	0	0	8	17	28	39
Vpriv	Gaucher Disease	100%	342	338	321	305	290	275
Elaprase	Hunter syndrome	100%	553	557	562	556	540	523
SHP609	Hunter syndrome	50%	0	0	9	25	42	59
SHP610	Sanfilippo A	30%	0	0	0	0	16	47
Replagal	Frabry disease	100%	441	441	432	423	415	394
<b>Others</b>	<b>Others</b>	<b>100%</b>	<b>395</b>	<b>381</b>	<b>346</b>	<b>317</b>	<b>292</b>	<b>273</b>

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 22: Activités de BXLT – Prévisions de CA (2015-2020<sup>e</sup>)**

	2015	2016 <sup>e</sup>	2017 <sup>e</sup>	2018 <sup>e</sup>	2019 <sup>e</sup>	2020 <sup>e</sup>
BXLT - Group sales	6,230	6,876	7,387	7,741	7,846	8,005
% growth y-o-y		10.4%	7.4%	4.8%	1.4%	2.0%
- Hemophilia	2,840	2,938	3,108	3,216	3,265	3,281
% growth y-o-y		3%	6%	3%	2%	1%
- Inhibitor therapies	787	957	987	902	632	450
% growth y-o-y		22%	3%	-9%	-30%	-29%
- Immunoglobulin	1,750	1,874	2,089	2,319	2,528	2,730
% growth y-o-y		7%	11%	11%	9%	8%
- Biotherapeutics	766	866	925	980	1,029	1,081
% growth y-o-y		13%	7%	6%	5%	5%
- Oncology	87	242	278	323	393	463
% growth y-o-y		178%	15%	16%	22%	18%
- Biosimilars	0	0	0	0	0	0

Source: Bryan, Garnier & Co ests

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

# Price Chart and Rating History

## Shire PLC



### Ratings

Date	Ratings	Price
23/05/2016	BUY	42,81p

### Target Price

Date	Target price
03/08/2016	6900p
12/07/2016	6750p
03/06/2016	6500p
23/05/2016	5900p

*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 57.4%

NEUTRAL ratings 31%

SELL ratings 11.6%

## Research Disclosure Legend

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

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



**BRYAN, GARNIER & CO**

---

<b>London</b>	<b>Paris</b>	<b>New York</b>	<b>Munich</b>
Beaufort House	26 Avenue des Champs Elysées	750 Lexington Avenue	Widenmayerstrasse 29
15 St. Botolph Street	75008 Paris	New York, NY 10022	80538 Munich
London EC3A 7BB	Tel: +33 (0) 1 56 68 75 00	Tel: +1 (0) 212 337 7000	Germany
Tel: +44 (0) 207 332 2500	Fax: +33 (0) 1 56 68 75 01	Fax: +1 (0) 212 337 7002	<b>+49 89 2422 62 11</b>
Fax: +44 (0) 207 332 2559	Regulated by the	FINRA and SIPC member	
Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) and Conduct Authority (FCA)	the Autorité de Contrôle prudentiel et de resolution (ACPR)		

---

#### **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.