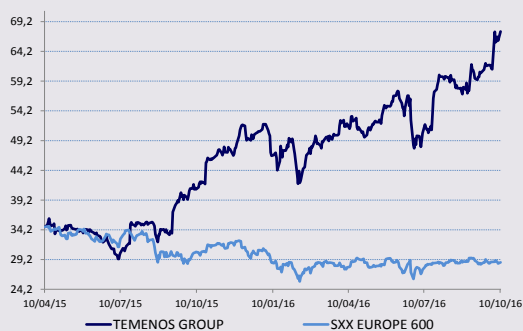


13 octobre 2016

TMT

Bloomberg	TEMN SW
Reuters	TEMN.SW
+Haut /+Bas 12 mois (CHF)	67,6 / 41,4
Capitalisation Boursière (MCHF)	4 679
Valeur d'Entreprise	4 792
Volume moyen 6 mois (000 actions)	210,0
Flottant	83,9%
TMVA BPA (3 ans)	19,0%
Gearing (12/15)	71%
Rendement (12/16e)	0,73%

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
C. d'affaires (MUS\$)	542,50	620,47	684,12	757,29
EBITA US\$m)	166,9	204,2	231,7	263,3
Op.Margin (%)	30,8	32,9	33,9	34,8
BPA dilué (US\$)	1,82	2,29	2,65	3,06
EV/CA	9,2x	7,8x	6,8x	5,9x
EV/EBITDA	23,6x	19,2x	16,6x	14,0x
EV/EBITA	30,0x	23,7x	20,2x	16,9x
P/E	37,5x	29,8x	25,7x	22,2x
ROCE	23,9	31,6	39,6	51,6



Temenos Group

Le succès appelle le succès

Fair Value 77CHF vs. 71CHF (cours 67,25CHF) **ACHAT**


Nous réitérons notre opinion Achat et relevons notre *fair value* issue d'un DCF à 77 CHF (vs. 71 CHF) après prise en compte d'un scénario de marges plus favorable. Nous estimons que la valorisation élevée de Temenos se justifie par une croissance des EPS de presque 20% par an tirée pour des années par une vague de modernisation informatique des banques. Le titre est selon nous la valeur de croissance par excellence.

■ **Marché en croissance de 8% par an.** Confrontées à l'explosion du digital, à la vague de l'« expérience client » et à l'« ubérisation » de leur industrie par l'émergence de nouveaux concurrents (les « FinTech »), les banques entament la modernisation progressive de leur informatique. Ces plans stratégiques, étalés sur 4-5 ans en moyenne, impliquent souvent le remplacement du noyau bancaire par une plateforme logicielle d'éditeur.

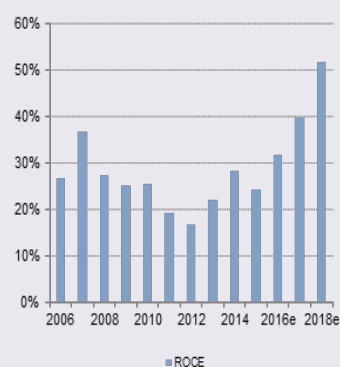
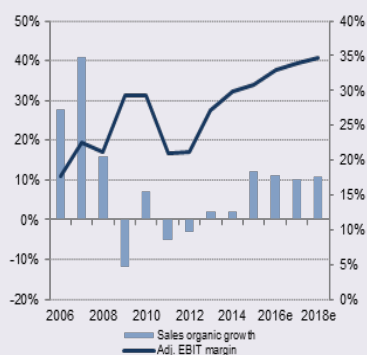
■ **La spirale du succès.** Le retour de Temenos depuis 2015 à une croissance organique à deux chiffres, tirée par les affaires avec des banques « tier 1 » et « tier 2 », est la suite logique des bons choix d'architecture, des partenariats d'intégration et de l'élargissement de l'offre produit menés depuis 5-10 ans. Nous estimons qu'une telle croissance est soutenable compte tenu de la capacité croissante de Temenos à remporter des affaires d'au moins 5 M USD (Nordea, Standard Chartered, Bank of Ireland...).

■ **Potentiel de rehaussement de la guidance.** Nous anticipons qu'avec la signature de Bank of Ireland Temenos va relever ses prévisions 2016 (CA +7.5%/+11% à tcc, marge op. non-IFRS de 30%). Au-delà de 2016, nous estimons que la profitabilité devrait bénéficier de l'amélioration de la marge des services et d'une hausse à deux chiffres des ventes de licences.

■ **Valorisation élevée, mais justifiée.** L'action Temenos se paie sur des multiples d'EV/EBIT de 23.7x 2016e et 20.2x 2017e. Cette valorisation élevée est justifiée selon nous, car nous prévoyons une croissance moyenne des EPS de presque 20% par an, susceptible d'être revue en hausse.

	Analyst:	Sector Analyst Team:
	Gregory Ramirez	Richard-Maxime Beaudoux
	33(0) 1 56 68 75 91	Thomas Coudry
	gramirez@bryangarnier.com	Dorian Terral

Temenos Group



Activités

Fondé en 1993 et coté sur SIX Swiss Exchange depuis 2001, Temenos Group est l'un des plus grands éditeurs de logiciels bancaires. Sa plate-forme Temenos T24 s'adresse aux banques de détail, universelles, privées, de gros et islamiques. Sa couverture fonctionnelle est centrée sur le Core Banking (retraits, dépôts, règlements, crédits...), les canaux de distribution (agence, centre d'appel, mobile, web), la gestion de la relation client, le back-office, les paiements, le reporting, l'administration de fonds, la gestion des risques et la mise en conformité réglementaire. En 2015 le groupe générait 56% de ses ventes totales de licences en Europe, 17% en Amérique, 15% en Asie-Pacifique, et 12% au Moyen-Orient et en Afrique.

Income Statement (USDm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Revenues	468	469	543	620	684	757
Change (%)	3,9%	0,2%	15,7%	14,4%	10,3%	10,7%
lfl change (%)	2,0%	2,0%	12,0%	11,0%	10,3%	10,7%
Adjusted EBITDA	164	182	212	253	283	316
Depreciation & amortisation	-36,7	-41,9	-45,2	-49,0	-51,0	-53,0
Adjusted EBIT	127	140	167	204	232	263
EBIT	93,5	118	96,8	152	182	214
Change (%)	94,3%	26,4%	-18,1%	56,7%	20,1%	17,4%
Financial results	-11,1	-11,9	-18,7	-16,7	-13,0	-10,0
Pre-Tax profits	82,4	106	78,1	135	169	204
Exceptionals	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tax	-14,2	-14,7	-11,7	-21,6	-28,8	-34,6
Profits from associates	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minority interests	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net profit	68,2	91,6	66,3	113	140	169
Restated net profit	93,8	108	121	159	184	213
Change (%)	60,3%	15,2%	12,0%	31,5%	15,8%	15,6%

Cash Flow Statement (USDm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Operating cash flows	152	171	189	208	235	266
Change in working capital	9,7	10,9	27,1	42,2	34,2	35,6
Capex, net	-50,3	-51,4	-55,4	-54,2	-55,0	-54,0
Financial investments, net	-6,2	1,5	1,9	-3,6	0,0	0,0
Acquisitions, net	-12,4	0,04	-298	-0,96	-1,7	-1,7
Dividends	-20,4	-26,6	-28,6	-31,7	0,0	0,0
Other	-20,6	91,5	168	-6,7	-44,1	-9,3
Net debt	97,4	99,5	267	114	-54,6	-291
Free Cash flow	111	131	161	196	214	248

Balance Sheet (US\$m)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Tangible fixed assets	12,9	14,1	15,6	11,0	6,8	2,2
Intangibles assets & goodwill	475	438	738	714	689	662
Investments	0,0	0,0	0,0	3,6	3,6	3,6
Deferred tax assets	24,8	23,9	17,3	17,3	17,3	17,3
Current assets	291	257	265	270	275	284
Cash & equivalents	116	193	193	346	515	752
Total assets	920	926	1 229	1 363	1 508	1 721
Shareholders' equity	408	342	375	457	563	732
Provisions	4,1	6,4	7,9	11,9	11,9	11,9
Deferred tax liabilities	2,8	1,1	23,2	23,2	23,2	23,2
L & ST Debt	213	292	460	460	460	460
Current liabilities	292	284	362	410	449	494
Total Liabilities	920	926	1 229	1 363	1 508	1 721
Capital employed	506	442	642	571	508	441

Financial Ratios	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Operating margin	27,12	29,84	30,77	32,92	33,87	34,77
Tax rate	17,23	13,83	15,03	16,00	17,00	17,00
Net margin	14,58	19,55	12,23	18,27	20,52	22,34
ROE (after tax)	16,71	26,79	17,68	24,78	24,94	23,10
ROCE (after tax)	22,01	28,04	23,93	31,63	39,58	51,57
Gearing	23,87	29,09	71,20	24,93	-9,70	-39,78
Pay out ratio	36,95	30,51	45,19	30,67	27,25	24,67
Number of shares, diluted	72,69	70,04	66,65	69,57	69,57	69,57

Data per Share (USD)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
EPS	0,95	1,31	1,00	1,63	2,02	2,43
Restated EPS	1,29	1,54	1,82	2,29	2,65	3,06
% change	61,1%	19,5%	17,7%	26,0%	15,8%	15,6%
EPS bef. GDW	1,29	1,54	1,82	2,29	2,65	3,06
BVPS	5,61	4,88	5,63	6,57	8,09	10,52
Operating cash flows	2,09	2,44	2,84	2,99	3,38	3,82
FCF	1,53	1,86	2,41	2,82	3,08	3,56
Net dividend	0,35	0,40	0,45	0,50	0,55	0,60

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

Sommaire

1. Investment Case.....	4
2. Le statut de la croissance.....	5
2.1. Modèle DCF : 77 CHF par action	5
2.2. Analyse de la performance du titre	6
3. Des catalyseurs de marché intacts.....	8
3.1. Un marché en croissance de 8% par an	8
3.1.1. Le faible ROE des banques rend nécessaire la modernisation	8
3.1.2. La route vers la banque digitale	9
3.1.3. Les banques dans une industrie « ubérisée »	10
3.2. La transformation progressive du noyau bancaire	11
3.3. Le « Brexit » ne semble pas impacter Temenos	13
4. Le cercle vertueux.....	15
4.1. La recette du succès	15
4.1.1. L'architecture produit est prête depuis 5 ans	16
4.1.2. L'écosystème de partenaires en marche	16
4.1.3. L'élargissement de la gamme de produits	16
4.2. Une croissance à deux chiffres soutenable	17
4.2.1. Le haut de la guidance 2016 peut être dépassé selon nous	18
4.2.2. Vers une croissance durable à deux chiffres ?	20
5. Maîtrise des coûts et du cash flow.....	26
5.1. La marge brute des services en voie de reprise	26
5.2. Les charges opérationnelles maîtrisées	27
5.3. Toujours une forte conversion en trésorerie	29
6. Comptes.....	32
6.1. Compte de résultat	32
6.2. Bilan	33
6.3. Tableau de financement	33
Bryan Garnier stock rating system.....	35

1. Investment Case

Pourquoi investir maintenant?



Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

Malgré une performance boursière exemplaire sur 4 ans, nous estimons que Temenos offre toujours un profil unique de valeur de croissance au sein du secteur informatique en Europe. Nous prévoyons la poursuite d'une croissance à deux chiffres du CA et de l'amélioration de la rentabilité, et un TMVA de l'EPS de presque 20% sur 2015-2018e, soutenus par les programmes pluriannuels de transformation digitale des banques.

Attractif ou non?



Valorisation

L'action se paye sur des niveaux élevés - avec des multiples EV/EBIT de 23.7x 2016e et 20.2x 2017e, qui se justifient par les perspectives de croissance bénéficiaire. Notre *fair value* de 77 CHF est obtenue par un DCF sur 10 ans mettant en évidence, à moyen terme, un CA en hausse de 11% par an et une marge opérationnelle ajustée (avant stock-options) de 37%.

Horizon d'investissement?



Catalyseurs

Résultats T3 2016 le 19 octobre 2016. Nous attendons pour le T3 2016 un CA en hausse de 3%, en raison de la base de comparaison élevée liée à l'affaire Nordea un an plus tôt, et une marge op. non-IFRS de 31% (+1.7 points). Nous n'excluons pas qu'à cette occasion le management revoie en hausse la guidance 2016 (CA +7.5%/+11% à cc et marge op. non-IFRS de c. 30% à tcc) en raison de l'affaire Bank of Ireland annoncée début octobre.

Valeur ajoutée?



Différentiation face au consensus :

Notre prévision de marge op. non-IFRS 2016 (30.6%) est supérieure à celle du consensus (30%, aligné sur la guidance à tcc), dans la mesure où nous estimons que la faiblesse de la livre sterling par rapport au dollar US engendrera un effet positif de 1.1 point sur celle-ci. Temenos réalise 8% de son CA et 20% de ses charges opérationnelles en livres sterling.

Quels risques?



Risques

1) Risques d'exécution : performance commerciale en-dessous des attentes notamment auprès des grandes banques, et/ou dérapage des charges opérationnelles ; **2) Change :** forte exposition aux fluctuations de la livre sterling (8% du CA et 20% des charges op.) et de l'euro (31% du CA et 20% des charges op.) ; **3) Une dégradation de l'environnement économique** qui aurait une incidence négative sur la situation des banques.

2. Le statut de la croissance

2.1. Modèle DCF : 77 CHF par action

Notre *fair value* de 77 CHF obtenue à partir d'un modèle DCF intègre une marge d'EBIT ajustée de 37% à moyen terme.

Fig. 1: Hypothèses DCF

Risk-free rate	1,6%
Equity risk premium	7,0%
Beta	1,2
Return expected on equity	10,0%
Stock price (CHF)	67,25
Number of shares (m)	69,54
Market capitalisation (CHFm)	4 677
Net debt on 31/12/2016e (CHFm)	113
Entreprise value (CHFm)	4 789
Interest rate on debt	1,7%
Tax rate	17,0%
Sales growth rate to perpetuity	2,5%
WACC	9,8%

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

Fig. 2: FCF actualisés

in USDm (FYE 31/12)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Sales	543	620	684	757	841	933	1 036	1 150	1 276	1 416	1 572	1 745
% chg	15,7%	14,4%	10,3%	10,7%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Operating profit	167	204	232	263	311	345	383	425	472	524	582	646
as a % of sales	30,8%	32,9%	33,9%	34,8%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%
Theoretical tax rate	15,0%	16,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Theoretical tax	25	33	39	45	53	59	65	72	80	89	99	110
NOPAT	142	172	192	219	258	287	318	353	392	435	483	536
Depreciation	45	49	51	53	59	65	72	80	89	99	110	122
as a % of sales	8,3%	7,9%	7,5%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Capex	55	54	55	54	59	65	72	80	89	99	110	122
as a % of sales	10,2%	8,7%	8,0%	7,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
WCR	-97	-140	-174	-209	-235	-261	-290	-322	-357	-397	-440	-489
as a % of sales	-18%	-22%	-25%	-28%	-28%	-28%	-28%	-28%	-28%	-28%	-28%	-28%
Change in WCR	-27	-42	-34	-36	-26	-26	-29	-32	-35	-39	-44	-48
Free cash flows	159	209	222	253	284	312	347	385	427	474	526	584
Discounted free cash flows	159	205	199	207	211	212	214	216	219	221	223	226
Sum of discounted FCF	2 127											
Terminal value	3 140											
Enterprise value	5 267											
Fair value of associates	0											
Fair value of financial assets	4											
Provisions	12											
Fair value minority interests	0											
Dilution (s/o, warrants, conv bds)	226											
NPV of tax credits	17											
Net debt on 31/12/2016e	114											
Equity value	5 388											
Diluted nbr of shares (m)	69,6											
Valuation per share (USD)	77											
CHF/USD	1,012											
Valuation per share (CHF)	77											

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

Nous obtenons une valorisation par modèle DCF de 77 CHF, soit 14% au-dessus du cours actuel, sur la base d'un taux sans risque de 1.6%, d'une prime de risque actions de 7%, et d'un bêta de 1.2.

Fig. 3: Analyse de sensibilité - marge d'EBIT et CMPC (EUR)

		EBIT margin				
		31.0%	34.0%	37.0%	40.0%	43.0%
WACC	9.0%	76	82	87	93	99
	9.5%	70	75	80	86	91
	9.8%	66	71	77	82	87
	10.5%	60	64	69	74	78
	11.0%	56	60	64	69	73

Source: Bryan, Garnier & Co. ests.

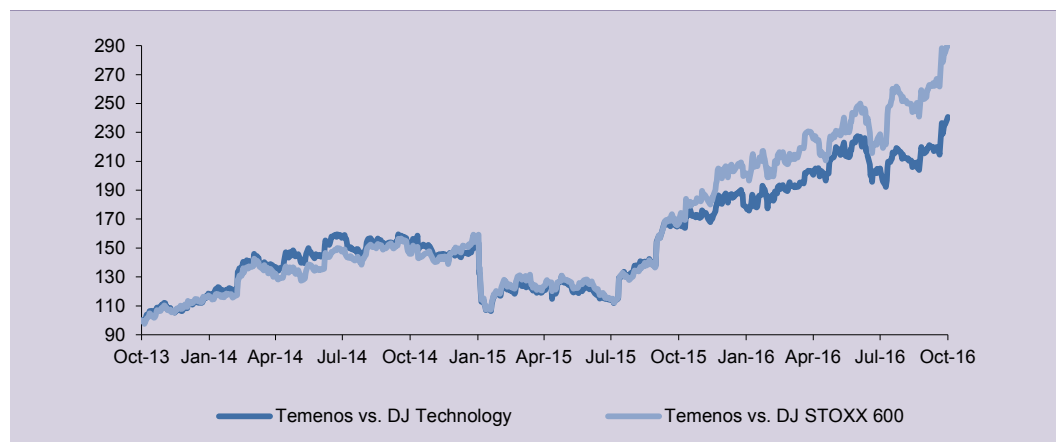
Notre changement de *fair value* de 71 CHF à 77 CHF se justifie :

- 1) Par un impact positif de nos prévisions d'EPS ajustés (+3%) compte tenu d'une révision en hausse de nos anticipations de résultat opérationnel (+2 CHF) ;
- 2) Par une révision de notre scénario de marge opérationnelle à moyen terme, avant coût des stock-options, de 36% à 37% (de 34% à 35% si l'on traduit en marge opérationnelle non-IFRS après coût des stock-options tel que publié par Temenos) (+2 CHF) ;
- 3) Par la baisse du taux de change CHF/USD (1.01 vs. 1.02) (+1 CHF) ;
- 4) Par l'ajustement de nos hypothèses de BFR/CA : 28% vs. 25% (+1 CHF).

2.2. Analyse de la performance du titre

Après des hausses de 41% en 2014 et 46% en 2015, l'action Temenos a grimpé de 29% depuis début 2016. Ceci correspond à une surperformance par rapport à l'indice DJ EuroSTOXX de 37% en 2014, de 39% en 2015 et de 36% depuis début 2016.

Fig. 4: Temenos vs. indices DJ Technology et DJ EuroSTOXX



Source: Thomson Reuters.

Une performance boursière impressionnante depuis 2012...

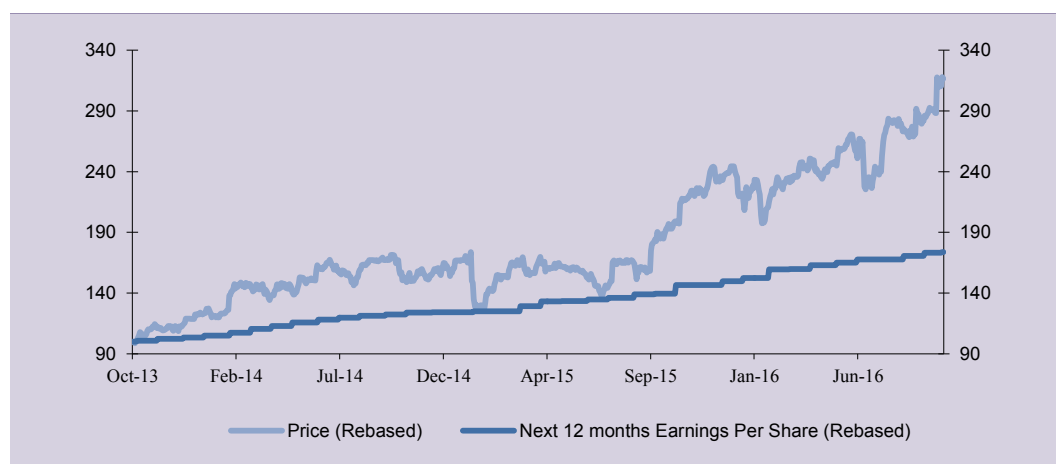
... qui résulte du retour à la croissance, puis d'une accélération de celle-ci, et d'une immunité aux coupes de dépenses informatiques discrétionnaires.

L'action Temenos a connu un parcours remarquable (+550% depuis le 12/07/2012) depuis la nomination de David Arnott au poste de CEO, à la suite d'une chute de 18 mois (-74% entre un plus haut de 39.6 CHF le 29/12/2010 et un plus bas de 10.3 CHF le 12/07/2012) due à des chiffres décevants, la crise de l'euro et un rapprochement avorté avec le concurrent Misys. Les catalyseurs de ce très fort rebond ont été : 1) le retour à la croissance organique et à une hausse spectaculaire de la marge dès 2013 ; 2) des acquisitions réussies (Multifonds en particulier) ; 3) d'une accélération de la croissance suite à l'annonce en septembre 2015 de la plus grosse affaire de refonte de noyau bancaire jamais signée par Temenos (Nordea) ; 4) une immunité de Temenos aux coupes de dépenses informatiques discrétionnaires dans les banques compte tenu du caractère stratégique de la transformation digitale des banques, pour laquelle Temenos est partie prenante.

Avec une hausse de 31% en euros sur les 6 derniers mois, l'action Temenos fait partie de la tête du peloton des principaux éditeurs européens en termes de performance boursière (Nemetschek +31%, SimCorp +30%, Micro Focus +24%, SAP +19%, Aveva +14%, Software AG +11%, Dassault Systèmes +8%, Sage +5%, Fidessa -10%). Cela se compare aux Etats-Unis, en euros, à +48% pour VMware, +44% pour Symantec, +28% pour Autodesk, +20% pour Adobe, +19% pour Workday, +11% pour CA Technologies, +9% pour Red Hat, +9% pour Microsoft, +8% pour Intuit, +7% pour IBM, +1% pour Salesforce.com, -3% pour Oracle, et -7% pour Check Point Software. **Nous expliquons cette surperformance par la croissance organique supérieure aux acteurs du secteur, la spirale positive de signature d'affaires de taille significative** (Nordea, Standard Chartered Bank, Bank of Ireland...), **et des résultats supérieurs aux attentes du consensus sur 2 trimestres consécutifs.**

Par ailleurs, nous estimons que la variation du cours de l'action Temenos reflète la dynamique de croissance des EPS du consensus, mais nous n'excluons pas de nouvelles révisions en hausse de ce consensus si la dynamique positive se perpétue au-delà du T3 2016. Comme indiqué dans la Fig. 5, sur les 3 dernières années le cours de l'action s'est apprécié de 216% alors que l'EPS « forward » à 12 mois du consensus a progressé de 74% sur la période.

Fig. 5: Dynamique des EPS et variation de cours sur 3 ans (base 100)



Source: Thomson Reuters.

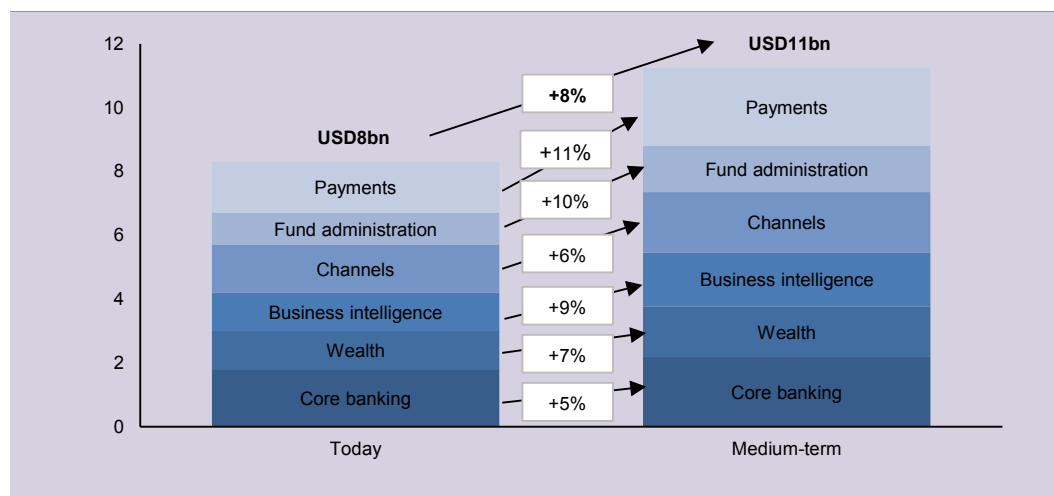
3. Des catalyseurs de marché intacts

3.1. Un marché en croissance de 8% par an

Sur un marché en croissance de 8% par an, le noyau bancaire croît de 5%, tandis que les paiements et l'administration de fonds progressent sur un rythme à deux chiffres.

Le marché de Temenos - les systèmes de noyau bancaire¹ et les segments ajoutés au cours de ces 10 dernières années - banque privée, paiements, canaux de distribution, gestion des risques, administration de fonds, etc. - poursuit son embellie depuis fin 2014. La Fig. 6 ci-dessous montre les prévisions de marché de Temenos, effectuées à partir des analyses des cabinets de recherche Gartner, IDC et Celent. Ces chiffres s'entendent sur le moyen terme, i.e. à horizon 4-5 ans.

Fig. 6: Dépense mondiale en logiciels bancaires – part des éditeurs (Md USD)



Source: Company Data; Gartner; IDC; Celent.

78% du marché des logiciels bancaires reste à conquérir par les éditeurs.

Sur la totalité des dépenses consacrées par les banques aux logiciels, estimées à 37 Md USD, seulement 8 Md USD (22%) proviennent d'éditeurs tiers. Cela signifie que 78% du marché reste à conquérir par les éditeurs. Toujours selon Temenos, la dépense en logiciels d'éditeurs tiers devrait croître de 8% par an en moyenne pour atteindre 11 Md USD d'ici 4-5 ans. Au sein de cette part des éditeurs tiers, le noyau bancaire devrait progresser de 5% par an. Les paiements et l'administration de fonds devraient être les segments les plus porteurs, avec des taux de croissance attendus à respectivement 11% et 10%, suivis par le décisionnel (+9%), la banque privée (+7%), et les canaux de distribution (+6%).

3.1.1. Le faible ROE des banques rend nécessaire la modernisation

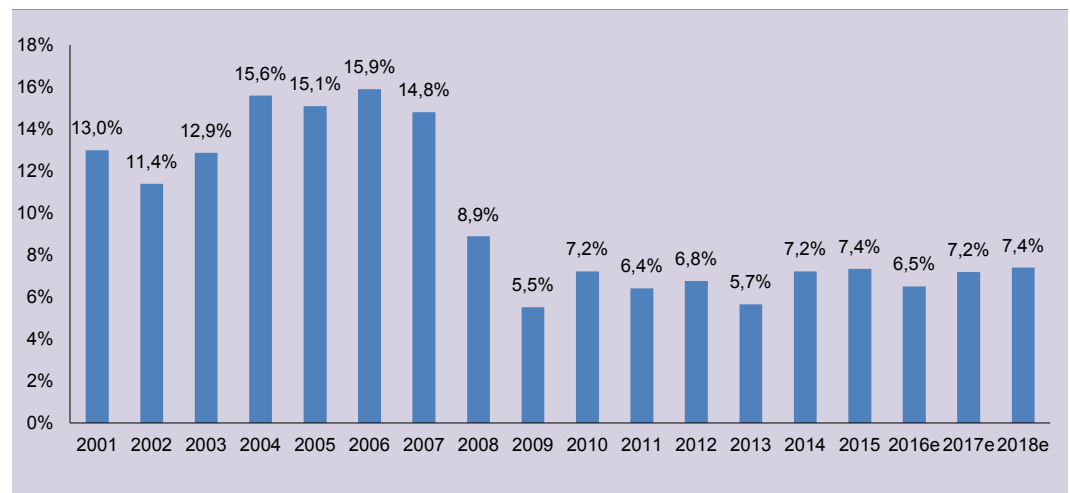
Les banques continuent de souffrir d'un ROE en-dessous de 10%.

Les banques, ayant renforcé leurs fonds propres sous le coup de nouvelles réglementations, sont désormais loin des crises de 2008-09 et de 2011-12 et ont les budgets pour entamer une modernisation de leur informatique, souvent vieillissante. Toutefois, comme indiqué dans la Fig. 7 ci-dessous, elles continuent de souffrir de ROE globalement faibles (en-dessous de 10% depuis 2008), et restent confrontées à un ensemble de facteurs qui laissent comprendre que la situation

¹ Un système de noyau bancaire (ou *core banking*) recoupe l'ensemble des logiciels qui gèrent les services fournis par une banque à ses clients en agence, sur Internet, par téléphone ou via une application mobile : retraits, dépôts, paiements, crédits et financements...

actuelle est là pour durer² : coûts opérationnels très élevés, investissements dans la mise en conformité avec les réglementations bancaires, environnement concurrentiel de plus en plus disputé, et clients de plus en plus exigeants et volatiles. A ces facteurs s'ajoutent des taux d'intérêts très bas, voire négatifs, dans certains pays. La mise en conformité avec les réglementations de chaque pays dans lequel la banque est présente multiplie d'autant les coûts et le temps de mise en conformité - sans oublier les réglementations transnationales ou européennes. Selon McKinsey, la mise en place de Bâle III d'ici 2019 aura un impact négatif de 3-4 pts sur le ROE des banques en moyenne³. Et Bâle IV est en cours de réflexion...

Fig. 7: Evolution du ROE moyen des banques européennes (1998-2018e)



Source: Thomson Reuters.

3.1.2. La route vers la banque digitale

Les banques sont confrontées à l'explosion du digital.

L'utilisation des terminaux mobiles s'est désormais largement répandue pour accéder aux services bancaires, et le nombre d'interactions via les mobiles (consultation de comptes, virements, paiements, partage d'informations...) a explosé depuis 5 ans, tandis que les interactions en agence sont moins fréquentes. Ces interactions constituent une mine d'informations que les banques doivent exploiter davantage afin d'améliorer les services existants, développer de nouveaux produits, innover... Avec les nouvelles technologies basées sur le digital, les clients changent leur façon d'interagir avec leur banque. Ils s'habituent au self-service, au zéro-délai, et à la simplicité administrative que leur apportent les services bancaires en ligne ou sur mobile, et deviennent de plus en plus exigeants quant à la qualité de service. Ceci est d'autant plus vrai que le client est jeune : selon une étude récemment publiée par Capgemini⁴ 48% des clients de la « génération Y » (nés dans les

² Ce que Boston Consulting Group a appelé *The "New New Normal" in Retail Banking* dans un rapport publié en août 2012.

³ McKinsey (2010), "*Basel III and European banking: Its impact, how banks might respond, and the challenges of implementation*". McKinsey Working paper on Risk, Number 26.

⁴ Capgemini, *World Retail Banking Report 2016*.

années 1990) étaient satisfaits de leur banque, contre 63% pour les clients de la « génération X » (nés à partir des années 1970).

Cela nécessite des investissements.

Afin de passer d'une offre de services et de produits à une offre d'« expérience client » (aider le client à réaliser ses objectifs financiers, lui faire bénéficier d'offres en temps réel et des meilleurs taux possibles ou accéder à des services de conseil, payer avec le minimum de contraintes, interagir avec la communauté d'utilisateurs, ou le récompenser de sa fidélité à la banque), **les banques doivent intégrer les « FinTech », les réseaux sociaux, la géolocalisation, une meilleure gestion des données de transaction et les données « contextuelles »** (par exemple : je poste sur Facebook que je veux m'acheter une nouvelle voiture, et la banque me propose automatiquement un crédit adapté). **Cela passe donc par l'investissement dans les technologies *ad-hoc*.**

3.1.3. Les banques dans une industrie « ubérisée »

Les FinTech « ubérisent » les banques, dans la mesure où elles utilisent l'innovation technologique pour offrir des services financiers aux clients des banques.

Les banques affrontent de nouveaux acteurs changeant les règles du jeu de l'industrie : les FinTech. Il s'agit de start-ups utilisant les nouvelles technologies pour livrer des services financiers *a priori* plus efficaces et moins coûteux que les banques. Elles offrent leurs services souvent en dehors du cadre réglementaire imposé aux banques, qui n'a fait que grossir ces dernières années. **Il en existe une multitude** : 1) services de paiement mobile et de porte-monnaie électronique sur mobile, actuellement les plus représentées dans les FinTech (Apple Pay, Google Wallet, Square, Venmo...); 2) banques nativement sur mobile et Internet avec ou sans licence bancaire (Fidor Bank, Tandem Bank, Number26...); 3) plateformes participatives de transfert d'argent à l'international (TransferWise, Currency Cloud...); 4) plateformes de financement participatif (*crowdfunding* et *crowdlending*) (LendingClub, OnDeck, Funding Circle...); 5) services en ligne entièrement automatisés d'investissement et gestion de portefeuille (Betterment, Nutmeg, Wealthfront...); 6) plateformes de transaction B2B souvent basées sur la technologie du blockchain⁵ (Ripple, Traxpay, Ethereum...).

Aucune FinTech n'est parvenue à sécuriser une part de marché élevée, mais l'ensemble des FinTech mettent les tarifs bancaires sous pression. Les banques doivent donc réagir.

Les FinTech profitent souvent de réglementations plus souples que celles auxquelles les banques sont soumises lorsque leurs activités n'entrent pas dans le champ d'application des lois bancaires, des tarifs élevés pratiqués par les banques, et de mauvaises expériences client sur des services bancaires. Certes aucune FinTech n'est parvenue à sécuriser une part de marché élevée, mais collectivement celles-ci mettent les tarifs bancaires sous pression et les banques doivent réagir. En effet, les FinTech sont actuellement capables, mieux que les banques, d'analyser le comportement de leurs clients afin de leur offrir des services mieux ciblés et de développer de nouveaux produits tout en offrant une meilleure « expérience client ». Les banques supportent souvent un lourd héritage informatique et une organisation cloisonnée qui ne leur permettent pas de réagir avec rapidité.

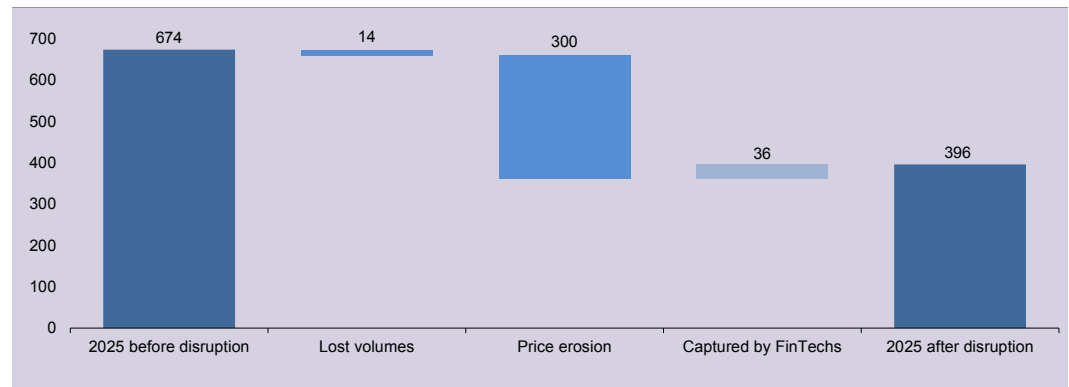
Selon une étude de McKinsey⁶, d'ici 2025 les FinTech mettraient à risque les revenus des banques de détail de 10 à 40% et leurs profits de 20 à 60%. Le segment le plus à risque serait celui du crédit à la consommation, surtout sous forme de pression tarifaire (impact -45% dans le

⁵ La blockchain est une technologie de stockage et de transmission d'informations, transparente, sécurisée (cryptée), et fonctionnant sans organe central de contrôle.

⁶ McKinsey, "The Fight for the Customer: McKinsey global banking annual review 2015".

pire des cas) - l'impact de la perte de clients serait anecdotique (-2%). En revanche, la part de marché captée par les FinTech ne serait en 2025 que de 5% car ces dernières resteront sur des niches.

Fig. 8: Impact rupture des FinTech sur le crédit à la consommation (Md USD)



Source: McKinsey.

Les banques ont tout intérêt à intégrer les FinTech à leur écosystème, ce qui nécessite une modernisation de leur informatique.

Selon l'étude de Capgemini citée plus haut, 65% des banques voient dans les FinTech des partenaires et seulement 28% des concurrents réels, car elles comprennent leurs complémentarités (innovation pour les FinTech, solidité financière, base de clients et relations avec les autorités de tutelle pour les banques). **Les banques ont le choix entre développer des activités équivalentes à celles des FinTech (incubation), signer des partenariats avec des FinTech (collaboration), ou en acquérir. Quel que soit le cas, les banques doivent être prêtes à accueillir ces FinTech en développant un écosystème,** et donc intégrer leurs systèmes avec ceux de ces dernières. Actuellement le moyen le plus efficace est de le faire à partir d'un « App Store » et d'interfaces de programmation standard (API), ce qui nécessite également une rénovation des systèmes informatiques des banques.

3.2. La transformation progressive du noyau bancaire

La modernisation du noyau bancaire est une condition nécessaire pour réduire les coûts et récupérer des parts de marché.

Les banques simplifient leur architecture informatique, processus, organisations, catalogues de produits et services afin de réduire les coûts, libérer leur capacité à innover, améliorer et étendre le service, et récupérer des parts de marché. Le *statu quo* engendre une absence de flexibilité de leurs systèmes informatiques et du noyau bancaire compte tenu de l'enchevêtrement de milliers de logiciels développées en interne ou achetées auprès d'éditeurs tiers et utilisant des langages, architectures, modèles de données et logiques métiers très différents les uns des autres et peu intégrés entre eux. Ceci engendre des coûts de maintenance colossaux qui font que **selon Celent⁷, les banques dépensent encore 79% de leurs coûts informatiques en maintenance contre seulement 21% en développement.** Dans ce contexte, la transformation digitale d'une banque s'effectue en 3 étapes : 1) simplifier l'architecture informatique (infrastructure, applications) ; 2) acheter la nouvelle plateforme logicielle ; 3) rénover le noyau bancaire de façon progressive afin de limiter les risques. La plateforme doit être flexible et configurable afin de rénover chaque élément dans un faible intervalle de temps. Dans le cadre d'une rénovation progressive, les cycles d'installation d'une nouvelle solution sont découplés : typiquement le CRM prend entre 6 mois et 2 ans, le front-office entre 1 et 3 ans, et le noyau bancaire entre 2 et 5 ans.

⁷ Celent, "IT Spending in Banking: A Global Perspective", 2015.

Il existe plusieurs formes de modernisation du noyau bancaire, en fonction de la taille de la banque et du niveau de complexité de son système d'information.

La rénovation peut prendre plusieurs formes : unifier le front-office mais conserver plusieurs back-offices pour montrer une seule banque aux clients, unifier le back-office mais conserver plusieurs front-offices pour répondre aux spécificités locales des clients, déployer activité par activité, ou encore faire migrer toutes les activités traditionnelles vers la banque en ligne. Elle va aussi consister à utiliser des outils analytiques embarqués pour réaliser des campagnes de marketing en « temps réel », mieux personnaliser le service, engager des programmes de fidélité, ou faire face à l'explosion des interactions clients. Plus la banque est globale, plus son informatique est complexe, plus sa transformation est risquée, et moins elle sera encline à confier à un éditeur de taille moyenne sa transformation - préférant ainsi une modernisation de ses applications internes pour le noyau bancaire et se tourner vers des éditeurs spécialisés pour les domaines « périphériques » (paiements, gestion privée...).

Fig. 9: 6 raisons de rénover son noyau bancaire: le cas Nordea (2015)

Source de coûts	Impact de la rénovation du noyau bancaire sur l'informatique et les métiers
Services applicatifs	Rationalisation du paysage applicatif et réduction des coûts de maintenance. Meilleure stabilité et utilisabilité des systèmes, réduction du nombre d'incidents techniques. Annulation de coûts de licences logicielles pour les applications mises au rebut.
Développement IT	Prise en charge des développements du noyau par Temenos = réduction du coût des spécifiques. Standardisation et simplification des scénarios et processus d'intégration.
Infrastructure	Mise au rebut des terminaux dédiés à l'utilisation des anciennes applications. Réduction de l'espace de stockage et de la puissance de traitement.
Personnel	Réduction du volume de services IT du fait de la réduction de l'effectif métier. Allègement de la charge de travail informatique = équipes informatiques plus agiles. Réduction des ressources en personnel technique pour les redéployer sur les métiers. Réduction de la charge de travail au niveau des métiers, réduction des couches de management.
Efficacité	Davantage de traitement des opérations bancaires au fil de l'eau. Automatisation accrue des processus. Digitalisation des processus en relation avec la clientèle (self-service).
Qualité	Amélioration des outils d'aide à la décision, plus rapides et avec moins d'erreurs (octroi de crédits). Centralisation du développement et de la maintenance de produits bancaires. Consolidation des sources de données et amélioration de la qualité des données = standardisation.

Source: Nordea.

De nombreux projets de refonte du noyau bancaire voient le jour.

De nombreuses banques « tier 1 » et « tier 2 »⁸ ont des noyaux bancaires vieux de 20-30 ans, avec des équipes informatiques chargées de maintenir le système. Les coûts de maintenance très élevés ne permettent pas à ces banques d'investir dans la modernisation de celui-ci. Par conséquent, la solution pour moderniser consiste à investir dans une solution standard. La Fig. 10 ci-dessous montre les projets rendus publics de refonte du noyau bancaire de banques « tier 1 » et « tier 2 » avec des éditeurs tiers. Ce tableau ne comprend pas les projets réalisés avec des solutions internes tels ceux du Crédit Agricole (convergence de l'informatique de 39 caisses régionales sur 2009-2014), Société Générale (2009-2012), BBVA, ou encore Santander (solution interne Partenon).

⁸ La segmentation des banques par taille (ou "tiers") selon Gartner est la suivante : « tier 1 » inclut 20-25 banques globales générant chacune au moins 50 000 transactions par jour, « tier 2 » comprend environ 200 banques d'envergure internationale ou nationale générant chacune environ 30 000 transactions par jour, « tier 3 » - segment historique de Temenos - comprend environ 1 000 banques de portée nationale ou régionale, et « tier 4 » représente toutes les petites banques régionales.

Fig. 10: Refonte du noyau bancaire pour des banques « tier 1 » et « tier 2 »

Banque	Déploiement	Editeur choisi
Bank of Ireland	2016-2021	Temenos UniversalSuite
BB&T	2016-	SAP for Banking
Bausparkasse Schwäbisch Hall	2015-	SAP for Banking
Indian Overseas Bank (IOB)	2015-2016	Infosys Finacle
Nordea	2015-2019	Temenos T24
Macquarie Bank	2015-	SAP for Banking
DNB	2015-2020	Infosys Finacle
Fubon Bank	2015-	Infosys Finacle
Bank Leumi	2015-	Temenos T24
La Banque Postale	2014-2020	Sopra Banking Platform
Suncorp Bank	2011-2016	Oracle Banking Platform/Flexcube/CRM
BBVA Compass	2011-	Accenture Alnova
Standard Bank of South Africa	2010-2016	SAP for Banking (domestic), Infosys Finacle (international)
Deutsche Bank	2009-2012	SAP for Banking (domestic), TCS Bancs (international)
Commonwealth Bank of Australia (CBA)	2008-2013	SAP for Banking
National Australia Bank (NAB)	2008-2016	Oracle Banking Platform/Flexcube
Nationwide Building Society	2008-2012	SAP for Banking

Source: Company Data; IBS Intelligence; Banking Technology.

La plupart des grandes banques n'ont cependant pas encore fait le choix de faire appel à un éditeur tiers pour rénover l'ensemble de leur front ou back office, ou ne l'ont réalisé que pour certaines parties de leurs activités.

La presse spécialisée a récemment fait état de nouveaux projets de refonte du noyau bancaire dans les cartons : AIB en Irlande⁹, SG en France¹⁰ (Temenos et Sopra Banking Software auraient été étudiés), ou encore Nedbank en Afrique du Sud¹¹ (Oracle, TCS, Infosys et SAP seraient les présélectionnés selon la revue *Banking Technology*). Cela montre qu'il existe des opportunités d'affaires de taille significative pour Temenos. **La plupart des très grandes banques européennes (HSBC, BNP Paribas, Crédit Agricole, Barclays, Société Générale, Santander, BBVA, Lloyds, ING, BPCE...) n'ont pas encore fait le choix de faire appel à un éditeur tiers pour l'ensemble de leur front ou back office, ou ne l'ont réalisé que pour certaines parties de leurs activités.** Si la structure complexe de leur noyau bancaire peut les faire hésiter à franchir le pas au vu de la taille du projet, nous estimons que le nombre croissant de références des éditeurs auprès de ce type de banques constituera au fil du temps un argument convaincant pour les choisir.

3.3. Le « Brexit » ne semble pas impacter Temenos

La modernisation de l'informatique des banques, dans une optique de transformation digitale, s'inscrit dans une approche stratégique et non discrétionnaire.

Des acteurs informatiques ont envoyé des signaux négatifs depuis le début de l'année sur les banques. Ainsi, Capgemini considère depuis la publication de ses résultats S1 2016 fin juillet que le S2 peut être impacté par une baisse de la dépense informatique discrétionnaire au T4. Par ailleurs, Infosys a annoncé être impacté par l'abandon par Royal Bank of Scotland (RBS) de son projet de *spin-off* et de cotation en bourse de Williams & Glyn, avec 3 000 personnes réallouées à d'autres contrats en raison des incertitudes causées par les faibles taux d'intérêts et le Brexit. Ceci étant dit, **Temenos nous semble peu exposé au Brexit pour le moment.**

⁹ "AIB looks to modernise digital banking tech", Banking Technology, 23rd September 2016.

¹⁰ "Société Générale a step closer to new core system", IBS Intelligence, 2nd December 2014.

¹¹ "Nedbank step closer to new core banking system decision", Banking Technology, 23rd May 2016.

- La modernisation de l'informatique des banques, dans le sens de transformation digitale, s'inscrit dans le cadre d'une approche stratégique et non discrétionnaire. La modernisation progressive menée par les banques sur leur informatique constitue une vraie tendance de fond ;
- L'exposition du CA de Temenos au Royaume-Uni n'était que de 8% en 2015, avec des clients principalement locaux (Metro Bank, Bank of England, Lloyds Bank), et les éventuels projets de banques globales de relocaliser leur siège européen dans l'optique de la fin du « passeport européen » ne concernent pas vraiment Temenos selon nous. L'éditeur a certes des clients comme JPMorgan¹² mais ce dernier, qui avait signé en 2008, avait déployé sur plusieurs années Temenos T24 dans de nombreux pays (Espagne, Philippines, Emirats Arabes Unis, Royaume-Uni, Vietnam, Inde, Australie...) - le Royaume-Uni étant une partie du projet ;
- JPMorgan, Citi et Crédit Suisse sont clients en administration de fonds - héritage de l'acquisition de Multifonds en mars 2015 - mais cela représente un infime pourcentage du CA de Temenos car ici encore les logiciels ont été déployés sur de nombreux pays (sachant que Multifonds représente environ 10% du CA de Temenos).
- Le cas de RBS avec Williams & Glyn semble un cas isolé sur lequel il ne convient pas d'extrapoler. RBS doit de toute façon céder Williams & Glyn pour satisfaire les exigences de la Commission européenne. Par conséquent, à un moment ou à un autre, la refonte des systèmes informatiques se fera, avec ou sans Infosys...

¹² "JPMorgan commits USD30m to implement central platform for global services" (22/04/2008): Firm's Investment will Support Treasury Management and Liquidity Services Around the World.

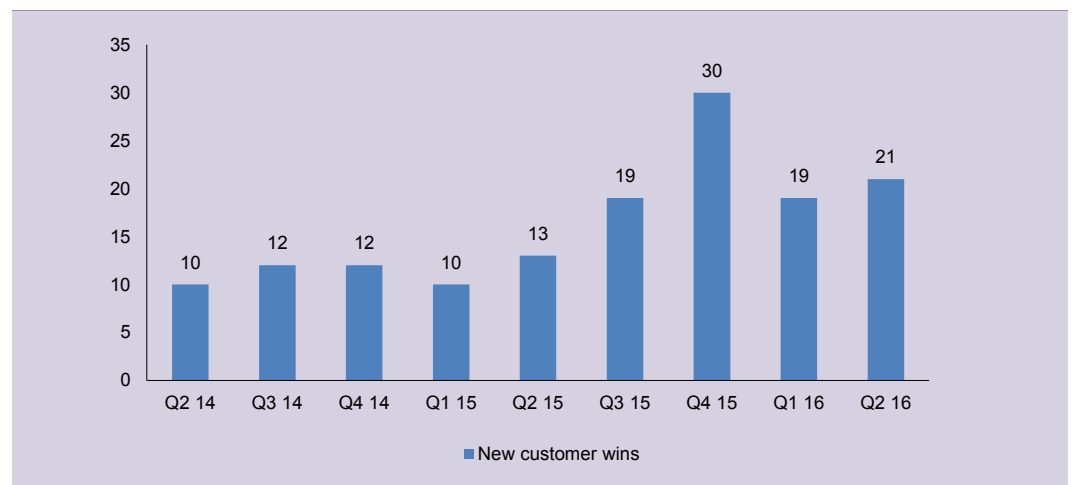
4. Le cercle vertueux

4.1. La recette du succès

Temenos a au moins doublé le nombre d'affaires signées par trimestre en 2 ans.

Comme indiqué Fig. 11, le nombre d'affaires signées par Temenos tous les trimestres augmente de façon significative. Ainsi, l'éditeur, qui signait une dizaine de nouvelles affaires par trimestre en 2014, est désormais capable d'en signer une vingtaine - voire 30 si l'on se réfère au T4 2015.

Fig. 11: Nouvelles affaires remportées par trimestre (2014-2016)



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

La recette du succès pour conquérir les banques "tier 1" et "tier 2" : une organisation commerciale adaptée, un investissement en R&D réalisé en amont du cycle, la mise en place d'un écosystème de partenaires, et l'élargissement de l'offre au-delà du noyau bancaire.

Nous estimons qu'une grande partie de la belle dynamique commerciale de Temenos repose dans sa capacité à conquérir le segment, prometteur mais très difficile à pénétrer, des banques « tier 1 » et « tier 2 ». Cette capacité résulte, outre d'une organisation commerciale adaptée, d'un investissement en R&D réalisé en amont du cycle afin de personnaliser l'architecture de la plateforme T24 de Temenos aux besoins des grandes banques, de la mise en place depuis 2009 d'un écosystème de partenaires de plus en plus impliqués dans l'avant-vente et/ou l'installation de T24 chez les clients, et de l'élargissement de l'offre au-delà du noyau bancaire par le biais d'acquisitions et de développements internes.

Dans le cas spécifique de l'activité de banque privée, Temenos remporte actuellement presque 100% des affaires qui se présentent à lui. Ce succès exceptionnel est expliqué par les dirigeants par les facteurs suivants : 1) le fait d'avoir ré-architecturé son offre à base de composants logiciels, ce qui permet au client d'acheter seulement les composants dont il a besoin au lieu d'acheter la suite complète ; 2) un retour sur investissement rapide dans le cadre d'une rénovation progressive ; 3) 90% des composants sont pré-paramétrés, sachant que les 10% restants correspondent à des spécificités propres au client, au pays ou au marché ; 4) l'offre est orientée vers le digital ; 5) l'offre est installée dans plus de 30 pays ; 6) Temenos couvre les segments « Retail », « Mass Affluent » et « Private ».

L'architecture de la plateforme T24 a été adaptée aux besoins des grandes banques.

Une architecture sous forme de composants réutilisables et basée sur les technologies standards du marché.

L'écosystème de partenaires mis en place dès 2009 génère, selon nos estimations, 15-20% des ventes de licences.

Temenos a multiplié par 5 son marché adressable grâce à l'acquisition d'éditeurs sur des domaines adjacents au noyau bancaire.

4.1.1. L'architecture produit est prête depuis 5 ans

Dans le passé, l'architecture modulaire de la plate-forme T24 de Temenos était surtout adaptée aux banques régionales ou locales (« tier 3 » à « tier 5 »). Le développement d'une bibliothèque de modèles de déploiement standard adaptés à chaque type de métier ou pays (« model banks ») a été déterminant pour pénétrer ce type de clients car le temps d'intégration du logiciel était réduit à 6-12 mois, contre 12-18 mois avec les approches classiques, grâce à un gros effort de simplification.

Toutefois, cette approche modulaire s'est avérée moins adaptée aux besoins des banques globales ou internationales (« tier 1 » et « tier 2 ») dans la mesure où ces acteurs ont un lourd héritage d'applications de 20 ou 30 ans développées sur mesure. Pour y remédier, Temenos a dès 2009 ré-architecturé T24 sous la forme de composants logiciels réutilisables afin de permettre aux clients de choisir les fonctionnalités dont ils ont besoin et les intégrer avec leurs applications existantes. La première version de T24 sous forme de composants, sortie en 2011, visait avant tout la banque de détail. En mai 2012 Temenos a rendu son architecture totalement flexible, basée sur les technologies standards du marché (Oracle, Microsoft, IBM, HP), afin de permettre aux banques de remplacer pas à pas leurs applications vieillissantes. Cette architecture a été conçue de façon à intégrer rapidement les produits qui proviendraient des acquisitions futures de Temenos sans devoir faire évoluer de manière notable la plateforme T24. En résumé cette architecture : 1) dissocie phase de conception et phase de déploiement afin de développer rapidement de nouveaux produits ; 2) autorise la mise en mémoire de la base de données afin d'accélérer les temps de réponse ; 3) permet l'intégration standard avec d'autres applications ou n'importe quel type de support sans avoir à réécrire de code informatique pour l'adapter.

4.1.2. L'écosystème de partenaires en marche

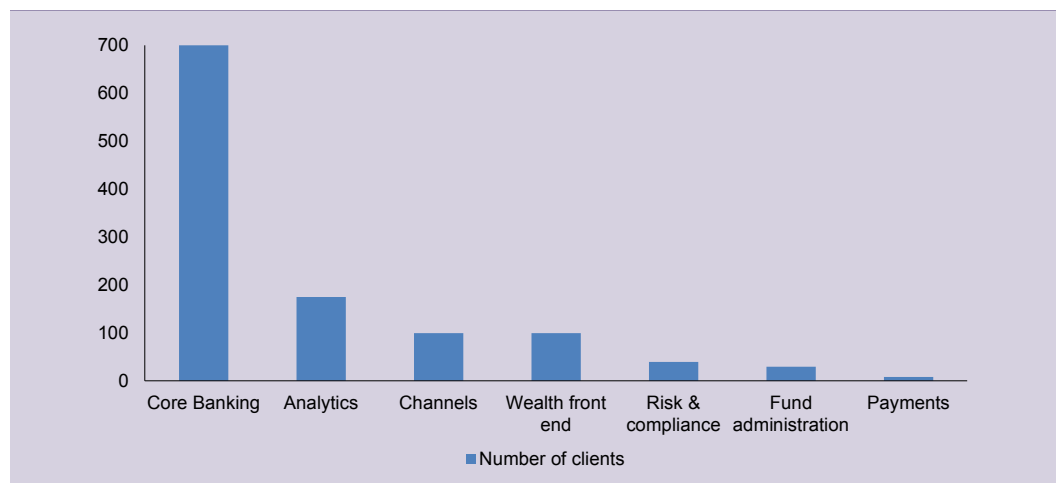
Temenos a lancé en 2009 une politique de partenariats stratégiques avec des SSII et des acteurs du conseil qui a été déterminante pour son succès auprès de banques « tier 1 » et « tier 2 ». L'éditeur est parvenu à construire un écosystème de partenaires tant au niveau global (avec Cognizant, Accenture, Deloitte et Capgemini), que régional et local. Ces partenaires, qui représentaient à peine 2% des ventes de licences de Temenos en 2009, pèsent désormais, selon nos estimations, 15-20%. Si Temenos ne communique plus sur sa part de CA licences réalisée via les partenaires, ces derniers sont désormais impliqués à des degrés divers dans la plupart des affaires signées. Certains comme Cognizant vont surtout s'occuper de l'installation et de l'intégration, d'autres comme Accenture ou Deloitte vont aussi intervenir en amont de l'affaire en tandem avec Temenos.

4.1.3. L'élargissement de la gamme de produits

La multiplication par 5 du marché adressable de Temenos, par le biais d'acquisitions et de partenariats, a été aussi déterminante dans l'accélération de sa croissance. Jusqu'en 2008 l'offre de Temenos reposait seulement sur le noyau bancaire. L'éditeur a aujourd'hui plus de 700 clients dans ce domaine, qui reste le socle de l'offre et de la base installée de Temenos. L'offre s'élargit à partir de 2008 au décisionnel et à l'analytique avec l'acquisition de Lydian, puis de Primisyn, et à la banque privée avec les acquisitions de Financial Objects au Royaume-Uni et surtout d'Odyssey au Luxembourg, à partir de 2009 dans la gestion des risques et de la conformité (GRC) avec le rachat de Viveo en France et en Belgique, puis de TriNovus et Akcelrant aux Etats-Unis, à partir de 2010 dans les canaux de distribution avec les acquisitions de FE-Mobile et Edge IPK, et enfin à partir de 2013 dans les paiements dans le cadre d'un co-développement avec ABN Amro. Selon nos estimations sur la base des informations communiquées par Temenos, l'éditeur a environ 180 clients dans l'analytique

et la BI, une centaine de clients chacun dans les canaux de distribution et la banque privée, plusieurs dizaines de clients chacun dans la GRC et l'administration de fonds, et quelques clients dans les paiements.

Fig. 12: Temenos – Nombre de clients par produit



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

Fig. 13: Elargissement de l'offre produit de Temenos

Segment de marché	Année	Acquisition/développement	Détails lors de l'acquisition
Fund administration	2015	Acquisition Multifonds	30 clients
Payments	2012	Partenariat ABN Amro	Co-développement
Channels	2010	Acquisition FE-Mobile	Mobile platform
	2012	Acquisition Edge IPK	User experience platform
Risk & compliance	2009	Acquisition Viveo	Solution AML développée en Belgique
	2013	Acquisition TriNovus	Solutions compliance en mode SaaS Etats-Unis
	2015	Acquisition Akcelerant	Solutions risk management Etats-Unis
Analytics/BI	2008	Acquisition Lydian Associates	Clients au Royaume-Uni, technologie Microsoft
	2011	Acquisition Primisyn	15 clients au Canada, technologie Microsoft
Wealth management	2008	Acquisition Financial Objects	Royaume-Uni et Scandinavie
	2010	Acquisition Odyssey Group	110 clients

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

Par ces acquisitions ou des développements internes, Temenos peut gagner des parts de marché face aux acteurs spécialistes des segments concernés.

Ces acquisitions ou ces développements ont permis à Temenos de signer de très belles affaires sur des domaines adjacents au noyau bancaire. Dans la banque privée, les deux affaires marquantes de ces deux dernières années ont été Julius Bär et Standard Chartered Bank, permettant à Temenos de gagner d'importantes parts de marché face aux spécialistes du segment tels Avaloq et ERI Bancaire. Aussi, dans les paiements, Temenos est en cours de déploiement depuis 2012 chez ABN Amro, désormais concurrençant des spécialistes comme Fundtech et Clear2Pay.

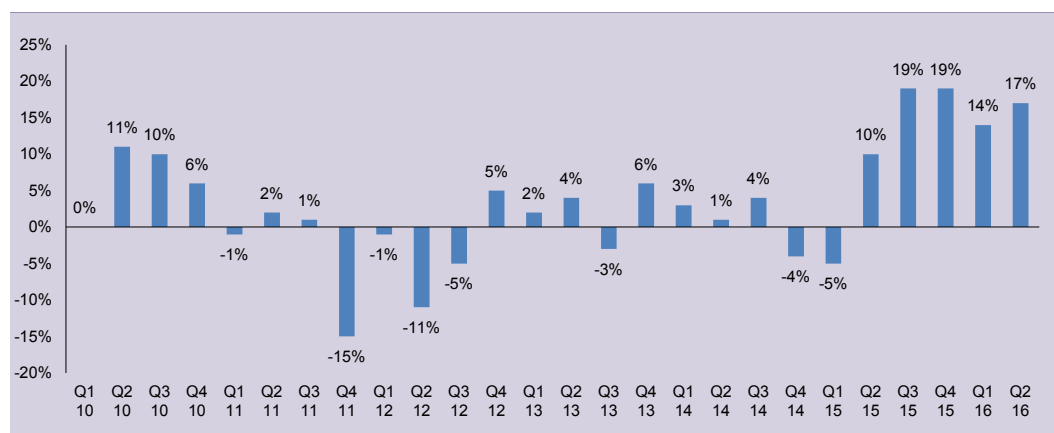
4.2. Une croissance à deux chiffres soutenable

Accélération de la croissance organique depuis le T2 2015.

4.2.1. Le haut de la guidance 2016 peut être dépassé selon nous

Après une période difficile entre 2011 et 2012 marquée par la crise des PIIGS, des inquiétudes pour les banques, des attermoissements en termes de réorganisation commerciale, l'échec du rapprochement avec Misys et deux changements de CEO (retraite d'Andreas Andreades en 2011 puis départ de Guy Dubois en 2012), **Temenos a repris le chemin de la croissance organique**, à un rythme modéré et peu différent de celui des grands éditeurs européens comme SAP et Dassault Systèmes sur la période allant de fin 2012 à début 2015, autour de +5%. **A compter du T2 2015 cette croissance a accéléré vers un rythme à deux chiffres grâce à une spirale positive de signature de grosses affaires, i.e. supérieures à 5 M USD.** Depuis la signature du plus gros contrat de l'histoire de Temenos, i.e. Nordea au T3 2015, l'éditeur délivre entre 14% et 19% de croissance tous les trimestres.

Fig. 14: Croissance organique trimestrielle du CA (%) (2010-2016)



Source: Company Data.

Nous estimons que l'affaire Nordea signée en septembre 2015 a généré 10-15 M USD de licences en 2015 et devrait, sur 4-5 ans, rapporter au moins 25-30 M USD.

2015 était marqué par les signatures de Julius Bär en banque privée, et surtout de Nordea, qui constitue pour Temenos une référence pour l'instant unique en son genre en Europe, pour l'ensemble ses activités de banque de détail dans les pays nordiques. Nous estimons que Nordea a contribué au CA 2016 à hauteur de 10-15 M USD, surtout en licences (est. 10 M USD, uniquement au T3), alors qu'Accenture s'occupe du déploiement et du conseil au changement sur un projet qui va durer 4-5 ans. La plateforme pour le crédit, les dépôts et les transactions est mise en œuvre par le biais d'une architecture commune pour l'ensemble des pays nordiques, ce qui *in fine* réduira le nombre de systèmes informatiques. Au fil de la migration, Temenos vendra des licences supplémentaires qui seront donc enregistrées en chiffre d'affaires jusqu'en 2018-19 selon nous. En l'absence d'éléments communiqués **il est impossible de calculer le montant cumulé des ventes de licences que Temenos peut générer avec Nordea, mais en supposant un incrément d'au moins 5 M USD par an nous l'estimons à au moins 25-30 M USD sur 2015-2019.**

Sur le S2 2016, la croissance organique à deux chiffres s'est poursuivie, et le Brexit n'a déclenché aucun attentisme ni remis en cause de projet de rénovation bancaire.

Au T1 2016, la croissance organique était de 14%, dont +18% sur les licences totales (incluant le SaaS et l'ASP), +8% sur la maintenance et un inhabituel +24% sur les services sachant que les équipes de Temenos ont été fortement mises à contribution pour la livraison de projets sur le trimestre-là (26 contre seulement 4 au T1 2015) - ce qui a nécessité un recours accru à la sous-traitance pour faire face au pic d'activité. Sur la période, toutes les zones géographiques avaient contribué à cette forte croissance : l'Europe dans un contexte de transformation numérique et de rationalisation des coûts, le Moyen-Orient et l'Afrique, l'Amérique, et l'Asie particulièrement grâce à la banque privée.

Standard Chartered Bank, avec un déploiement prévu dans une trentaine de pays, est une affaire majeure pour Temenos en banque privée.

La croissance organique enregistrée au T2 2016 (+17%, dont +24.9% sur les licences totales, +6.5% sur la maintenance et +25.4% sur les services compte tenu de 24 livraisons de projets contre seulement 13 au T2 2015) **est d'autant meilleure que le T2 2015 avait déjà été bon** (+10%). Cette croissance, qui fut comme sur les autres derniers trimestres poussée par les pays développés (Europe sur tous les segments, Amérique, Asie, alors que le Moyen-Orient et l'Afrique sont plus faibles qu'en 2015), ne repose pas sur un petit nombre d'affaires mais sur une très bonne exécution commerciale dans l'ensemble. **Notons qu'en dépit du vote en faveur du « Brexit » toutes les affaires prévues pour être signées à la fin du T2 2016 ont bien été signées, sans retard ni modification de périmètre.** Ce trimestre a été marqué par des signatures clés :

- **Standard Chartered Bank**, pour un déploiement de WealthSuite sur plusieurs années dans plus de 30 pays. Il s'agit d'une affaire « tier 1 », qui remplace diverses solutions propriétaires et externes mises en place dans le passé par Standard Chartered, qui peut ouvrir la porte à d'autres contrats de la même catégorie. En effet, Temenos a certes remporté toutes les affaires importantes du marché dans la banque privée sur les trois dernières années, mais aucune banque « tier 1 » avant Standard Chartered n'avait franchi le pas pour une refonte. Standard Chartered sert désormais de référence pour Temenos, et le déploiement de T24 chez ce client sera probablement surveillé de près par d'autres banques « tier 1 » en vue de leur transformation digitale ;
- **Banque Internationale à Luxembourg (BIL)**, qui a lancé la refonte de l'ensemble de ses métiers et opérations (banque privée, banque de détail, services bancaires aux entreprises) à travers Temenos dans le but de réduire les risques et transformer ses services à la clientèle. BIL remplace une solution propriétaire, sachant que la banque avait initialement retenu en 2014 l'éditeur suisse Avaloq avant que le projet avorte au Luxembourg (mais pas en Suisse) ;
- **Bank of Montréal Asia Pacific** en banque privée, basée à Hong Kong, qui a choisi la plateforme intégrée « front-to-back » de Temenos pour la flexibilité que les produits de ce dernier apportent et pour réduire les coûts informatiques. La plateforme de Temenos remplacera une solution ancienne, sachant que Bank of Montréal était déjà client de Temenos sur certaines parties ;
- **Banque Laurentienne du Canada**, une affaire en banque de détail remportée face à SAP, est déterminante pour assurer la crédibilité de Temenos en Amérique du Nord. Deloitte est le partenaire de Temenos pour l'installation, l'intégration et la conduite du changement.

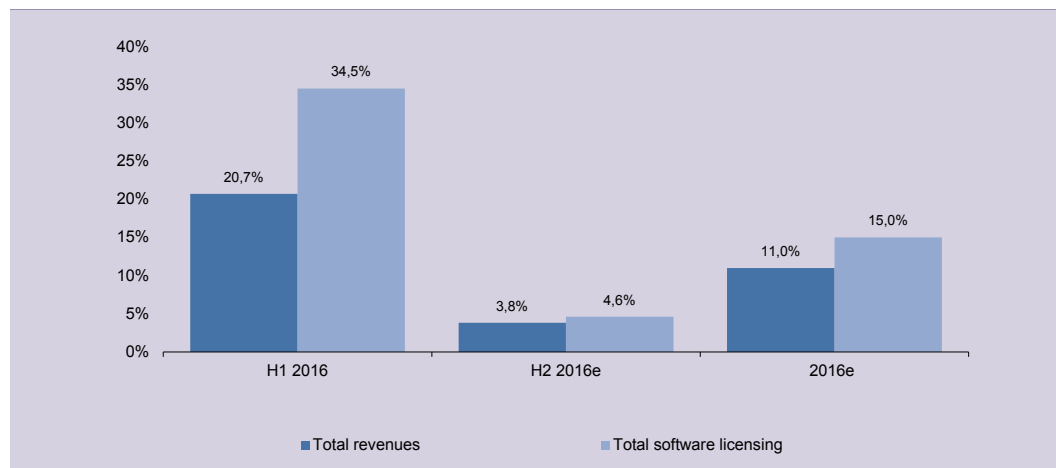
Par ailleurs, **l'acquisition de la banque privée BSI** (client d'Avaloq) **par EFG** (client de longue date de Temenos) **fournira des revenus additionnels pour Temenos.** En mars 2016 EFG a annoncé que 100 M CHF sur les 185 M CHF de synergies de coûts prévues pour la fusion proviendraient de la migration vers la plateforme de noyau bancaire de Temenos, T24, qui serait finalisée d'ici fin 2017.

Niveau de visibilité record sur le CA 2016, et prudence naturelle dans la guidance implicite S2 2016.

A fin juillet le management ne voyait aucun ralentissement dans les cycles de décision des clients, et les principaux prospects avaient confirmé leurs budgets d'investissement informatique pour l'année en cours. Selon Temenos, le portefeuille commercial à fin juillet restait fourni quels que soient la zone, le segment de marché et la taille du compte, et le management considérait avoir un niveau de visibilité record sur le CA 2016 qui lui permettait d'être confiant dans l'atteinte du haut de guidance (+7.5%/+11% à tcc, soit 593-612 M USD), d'autant plus que l'affaire Standard Chartered Bank ne faisait pas partie de la fourchette. Cette

guidance implique un CA licences total en hausse de 10-15% à cc à 233-244 M USD. Les affaires BIL et Standard Chartered Bank commenceront à produire du CA au T3 2016. Or le haut de la fourchette de guidance de CA 2016 (+11% à tcc, avec +15% à tcc sur les licences totales), sur la base d'une croissance à tcc de 20.7% au S1 (dont +34.5% sur les licences totales), implique +3.8% à scc sur le S2 (dont +4.6% sur les licences totales). Pour le T3 2016, le management anticipe des ventes totales de licences en très faible hausse (« low single-digit ») compte tenu de la base de comparaison défavorable engendrée par Nordea.

Fig. 15: Hypothèses à tcc implicites pour le haut de fourchette de guidance 2016



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

Nous sommes convaincus que l'affaire Bank of Ireland annoncée début octobre devrait amener Temenos à revoir en hausse sa guidance 2016.

Par ailleurs, le 3 octobre 2016, Temenos a annoncé que Bank of Ireland avait choisi Temenos UniversalSuite, sa solution « front-to-back » pour la banque universelle. Selon le management, il s'agit d'une « transaction importante » sur laquelle Temenos fournira davantage de détails au cours des prochaines semaines ou lors de la publication des résultats du T3 2016 le 19 octobre 2016. Nommé « Project Omega », le programme d'investissement d'environ 500 M EUR de Bank of Ireland devrait s'étaler sur 5 ans. Comme la transaction est dite « importante », nous comprenons qu'il s'agit d'une affaire comprenant au moins 5 M USD de ventes de licences sur 2016, voire 10 M USD. Par conséquent, compte tenu d'une telle signature - dont nous ignorons à ce stade si elle sera enregistrée dans le CA du T3 ou celui du T4 -, nous considérons que le management a de fortes chances de revoir en hausse sa guidance 2016 d'au moins 5 M USD pour le CA.

Compte tenu de cette affaire avec Bank of Ireland, nous tablons désormais pour 2016 sur un CA non-IFRS de 621.3 M USD (620.5 en IFRS), en hausse de 12% à scc, incluant 249 M USD de ventes totales de licences non-IFRS (248.3 en IFRS). Nous avons considéré que Bank of Ireland serait enregistré en CA au T4. Nos prévisions de croissance du CA non-IFRS à scc pour le T3 et le T4 sont de respectivement +2.9% (dont +1.3% sur les ventes totales de licences) et +6.6% (dont +11.6% sur les ventes totales de licences).

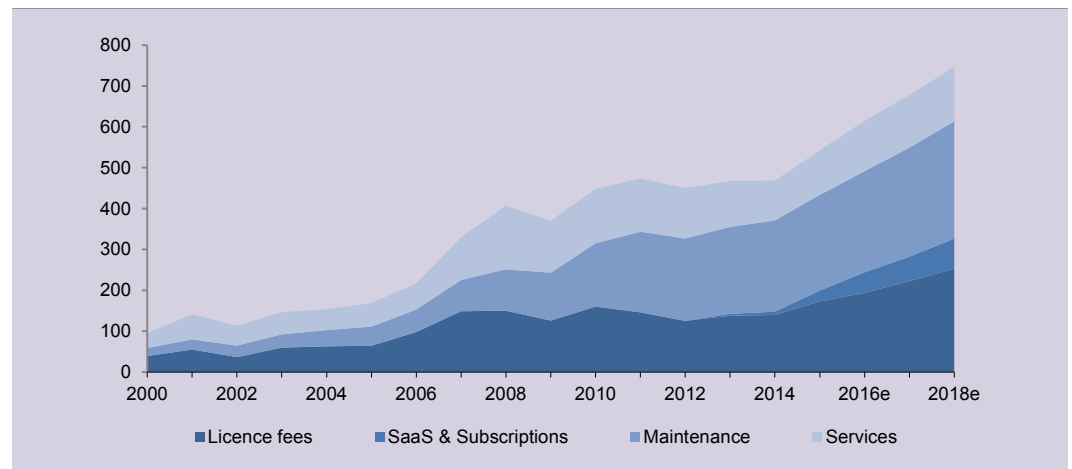
4.2.2. Vers une croissance durable à deux chiffres ?

Les licences devraient rester le moteur de la croissance de Temenos.

Depuis février 2016, Temenos a pour objectif de croissance à moyen terme, en non-IFRS, un CA en hausse de 10% par an - incluant des ventes totales de licences (licences, SaaS et abonnements) à +15%. Auparavant la croissance du CA était anticipée à +5%/+10% par an à scc. Temenos envisage désormais de stabiliser son CA Services à environ 20% du CA total, après

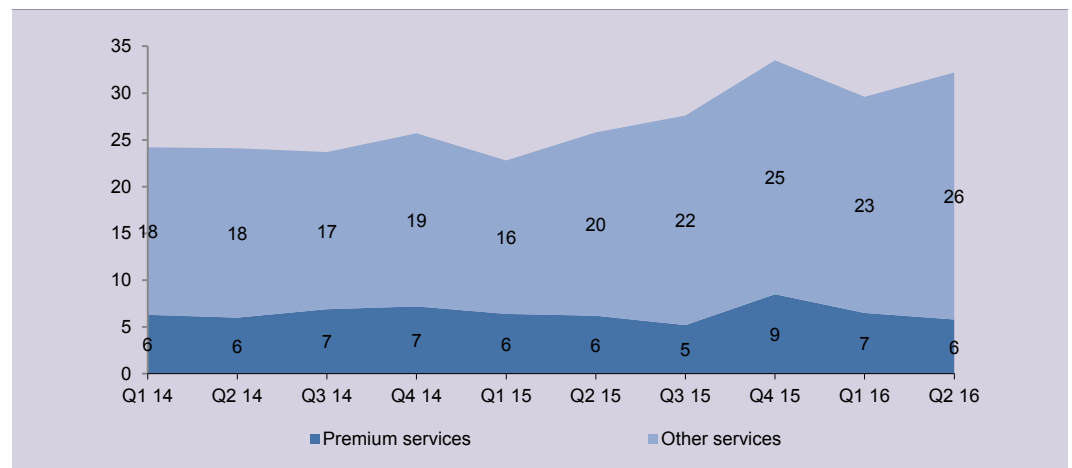
avoir pendant plusieurs années renforcé ses prestations à forte valeur ajoutée et confié davantage de services d'installation et d'intégration auprès des partenaires. Cela implique, si le CA total progresse de 10% par an, que les Services devraient progresser à un rythme proche de 10% au cours des prochaines années. De son côté, la maintenance, qui est en principe facturée à hauteur de 21% du prix de la licence initiale et dont le rythme de croissance annuel se situe autour de 6-8%, devrait selon nous représenter 38% du CA en 2018, contre un pic de 48% en 2014 et seulement 18% en 2001. En revanche, **la totalité des revenus récurrents (maintenance, SaaS, abonnements) devrait selon nous se maintenir à 48% du CA en 2018, comme en 2015**, grâce à la forte progression du SaaS et des abonnements.

Fig. 16: Evolution du CA par activité (M USD) (2000-2018e)



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

Fig. 17: CA Services par trimestre (M USD) – services « premium » vs. autres



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

Nous considérons que, sauf choc macroéconomique, un tel scénario de croissance organique à deux chiffres est crédible au moins jusqu'en 2018, compte tenu des facteurs suivants :

Les renouvellements de licences de 10 ans représentent 10-15% des ventes totales de licences.

4.2.2.1. Les renouvellements de licences.

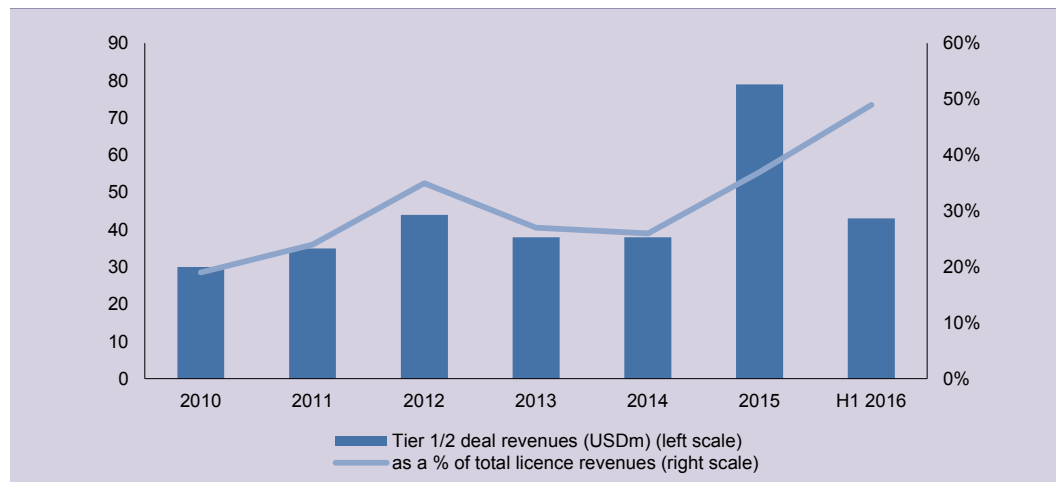
La vague de renouvellement de licences de 10 ans, démarrée en 2013, s'est accélérée en 2015 à partir du moment où les ventes de licences T24 sont devenues significatives à partir de 2005. **Ces renouvellements, qui représentaient autour de 5 M USD en 2013 et moins de 10% des ventes totales de licences en 2014 (i.e. est. 14 M USD) et devraient selon les dirigeants représenter entre 10 et 15% des ventes totales de licences.** Par conséquent, pour 2016, nous estimons les renouvellements de licences à 30 M USD (vs. est. 20 M USD pour 2015) et qu'ils vont croître en valeur absolue jusqu'en 2017-18, puis se stabiliser sur 2018-19 en raison des ventes de licences à -1% à scc en 2008 et 2009¹³. Une reprise aurait lieu selon nous en 2020 car les licences étaient à +19% à scc en 2010.

Les banques "tier 1" et "tier 2" représentent une part croissante des ventes totales de licences.

4.2.2.2. La poursuite de la pénétration des grandes banques.

En 10 ans, Temenos a multiplié par 4 (dont x2 sur les 3 dernières années) ses ventes totales de licences avec les banques « tier 1 » et « tier 2 », et envisage de les multiplier encore par 1.5-2 sur le moyen terme. Ces affaires sont cruciales dans la mesure où chaque nouvelle affaire de ce type rapporte en moyenne USD3-5m de ventes de nouvelles licences par an. Comme le montre la Fig. 18, Temenos a considérablement augmenté sa part de chiffre d'affaires avec ces banques, de moins de 19% du CA total licences en 2010 à 49% au S1 2016, avec une très nette accélération depuis début 2015.

Fig. 18: CA total licences avec les banques "tier 1" et "tier 2" (M USD) (2010-2016)



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

15-20% de croissance attendue par an sur la base installée.

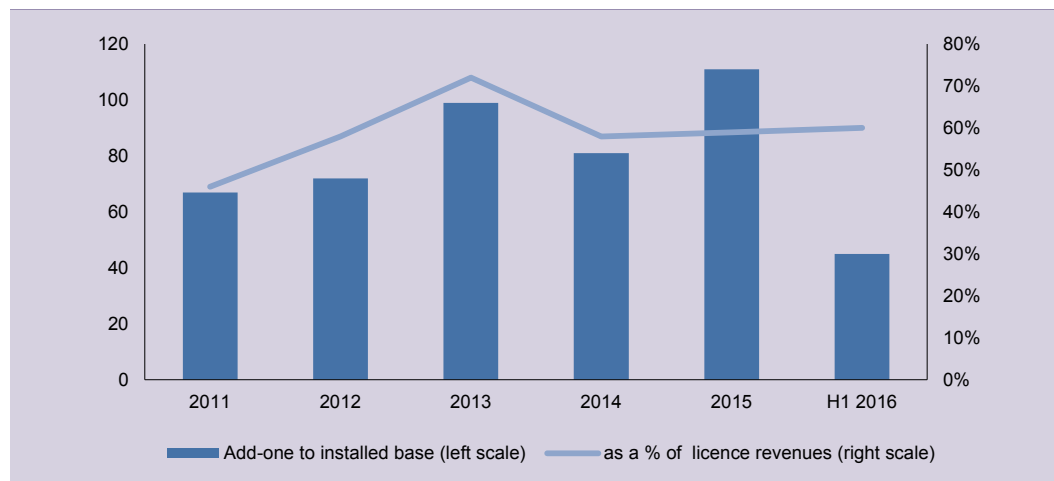
4.2.2.3. La croissance des clients au sein de la base installée.

Temenos a une base installée de 1 500 clients, et réalise 60% du CA avec sa base installée. Une partie de ces clients issue d'acquisitions par Temenos continue de tourner sur d'anciennes versions de logiciels ou d'anciens logiciels, ou bien ne sont clients que d'un ou deux logiciels de Temenos. **Il existe un potentiel de nouveaux déploiements et de davantage de sièges, d'utilisateurs et de sites** au fur et à mesure que ces banques se développent ou se transforment. Temenos attend une

¹³ En 2009, les ventes de licences étaient en baisse de 13% à scc mais seulement en retrait de 1% à scc hors arrêt du partenariat aux Etats-Unis avec la société Metavante, alors rachetée par FIS.

croissance du CA base installée de 15-20% par an sur le moyen terme grâce à la pénétration multi-produits, la rénovation progressive, et les renouvellements de licences ;

Fig. 19: Ventés d'« add-ons » auprès de la base installée (M USD) (2011-2016)



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

4.2.2.4. Le SaaS et les abonnements.

Le SaaS et les abonnements représentent désormais près de 20% du CA total licences.

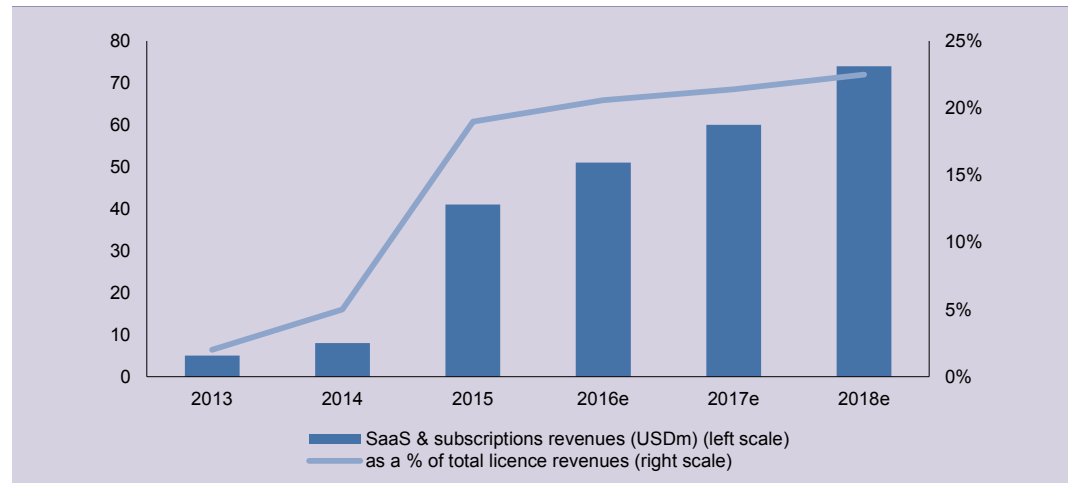
Les logiciels bancaires en mode SaaS s'adressent à deux catégories de clients : 1) les petites banques en tant qu'option à bas coût - notamment pour des start-ups - mais Temenos ne cherche pas ce type d'affaires sauf dans la microfinance ; 2) les banques de taille plus importante faisant face à des problèmes structurels - par exemple la mise en conformité par rapport à une loi ou une exigence réglementaire - qu'il faut résoudre rapidement (6 semaines par exemple). **Cette ligne n'existait pas avant l'acquisition de TriNovus en 2013**, bien que Temenos ait déjà signé des affaires en SaaS dans la microfinance sur la plateforme Microsoft Azure.

Nous attendons une accélération de la croissance du CA SaaS et abonnements dès 2018.

Ne représentant que 1% du CA (3% du CA total licences) en 2013, **la part du SaaS et des abonnements est montée à 2% (5% du CA total licences) en 2014, et, grâce aux acquisitions de Multifonds et d'Akcelerator, à 7% (19% du CA total licences) en 2015** - sachant que Multifonds vend plutôt des abonnements (ASP) et non du SaaS. A moyen terme, **selon Temenos le SaaS et les abonnements doivent représenter plus de 20% du CA total licences avec une croissance moyenne d'environ 20% par an**. En non-IFRS, nous attendons une croissance du CA SaaS/abonnements de 16% en 2017 et de 24% en 2018, et le CA SaaS/abonnements représenterait 21% du CA total licences en 2016 et 2017, puis 22% en 2018.

Notons que **Temenos n'est pas convaincu que le « banking-as-a-service » s'imposera d'ici 2020** compte tenu des problématiques de sécurité sur les données sensibles (opérations bancaires, comptes clients) et des réglementations, mais il possède la technologie SaaS sur T24 et se tient prêt lorsque les banques réglementées seront disposées à franchir le pas - une affaire a été signée sur Azure avec une banque soumise à la réglementation.

Fig. 20: CA non-IFRS en SaaS et abonnements (2013-2018e)



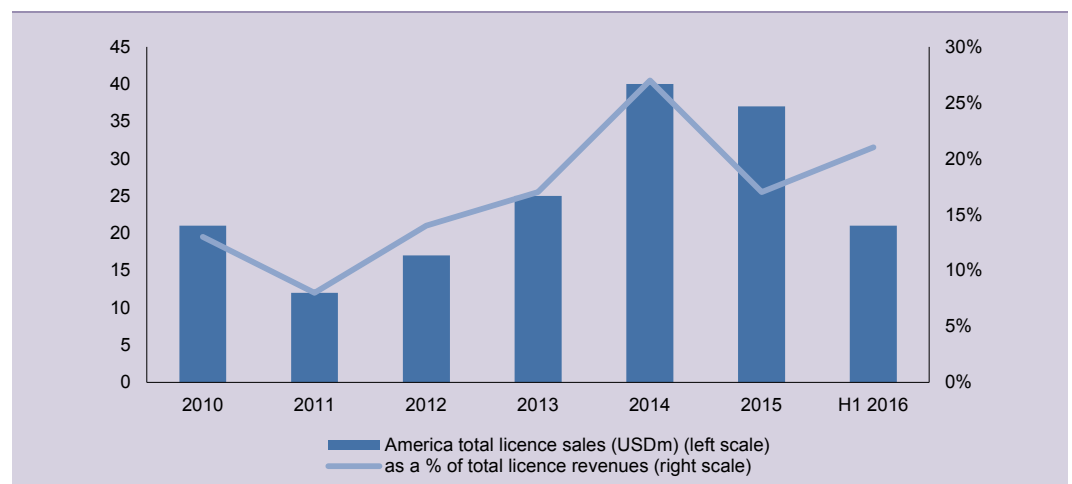
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

4.2.2.5. L'attaque méthodique du marché américain.

Aux Etats-Unis, les banques commencent à être frustrées par la lenteur de l'évolution technologique du service fourni par les acteurs américains.

Les Etats-Unis, qui représentent selon Temenos 40% de son marché adressable, est dominé par de grands acteurs (FIS, Fiserv, Jack Henry, F+H) dont le modèle de revenus est surtout basé sur le « transaction processing ». Les banques américaines commencent à être très frustrées par la technologie offerte par les acteurs déjà implantés, sur la digitalisation, le temps réel, et l'intégration de certaines technologies et fonctionnalités. L'accroissement de la présence commerciale de Temenos sur le territoire américain offre donc une opportunité pour les banques de penser à accélérer la modernisation de leur informatique. Comme indiqué dans le Fig. 21, la zone Amérique, qui inclut les Etats-Unis, le Canada, les Caraïbes et les pays d'Amérique latine, représentait 21% des ventes totales de licences sur le S1 2016. **L'objectif moyen terme de Temenos est de faire croître l'Amérique du Nord à 35% en moyenne pour atteindre plus de 25% des ventes totales de licences.**

Fig. 21: CA total licences sur la zone Amérique (M USD) (2010-2016)



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

Temenos a construit ses bases américaines à partir des banques locales et des coopératives de crédit.

Désormais doté d'un réseau de distribution, d'une équipe locale et des produits adaptés, Temenos est en ordre de marche pour signer des références "tier 1/2" aux Etats-Unis.

Temenos et ses concurrents (SAP, Infosys, TCS...) commencent à signer ses premières affaires de modernisation de noyau bancaire « tier 1 » aux Etats-Unis.

Lors de l'acquisition de TriNovus en 2013, Temenos espérait que l'entité rachetée, qui à l'époque ne représentait que 2% du CA pro forma et travaillait avec 850 institutions financières aux Etats-Unis – principalement des banques locales (*community banks*), pèse pour 5-10% du CA (i.e. un est. 30-60 M USD) à horizon 3 ans en visant les coopératives de crédit (*credit unions*) américaines sur la base de succès rencontrés par Temenos au Canada. L'acquisition début 2015 d'Accelerant, un acteur SaaS fournissant des solutions de recouvrement de crédit, ouverture de compte et de crédit et analyse de rentabilité auprès de 400 coopératives de crédit et 130 banques avec accès aux hauts dirigeants, relance la croissance avec l'expansion vers les coopératives de crédit de taille moyenne et les banques et le développement de nouveaux produits, et les ventes croisées avec les autres produits de Temenos.

Temenos estime avoir aux Etats-Unis un bon réseau de distribution, avec une équipe américaine, des produits adaptés au marché US, des partenaires actifs, un pipeline très sain. Le management est convaincu qu'en 2016-17 Temenos remportera 10 à 15 affaires significatives, et chaque banque « tier 1 » ou « tier 2 » déployée sur T24 constitue une référence qui accroît la crédibilité de Temenos auprès des banques de ces tailles. De leur côté, les banques locales et les coopératives de crédit constituent un bon tremplin pour Temenos aux Etats-Unis et au Canada mais sont trop petites pour changer de dimension sur cette géographie.

La première installation de T24 auprès d'une banque du top 20 américain (remplacement partiel du noyau bancaire) **a été achevée au T2 2016**¹⁴. Aussi en juin 2016 Temenos a signé Commerce Bank, la 37^{ème} banque aux Etats-Unis, sur T24, face à Fiserv. Avec d'ici fin 2016 deux projets avec des banques « tier 1 » ou « tier 2 » installés, 25 belles références Temenos, de nombreuses actions marketing mises en place d'ici la fin de l'été - notamment avec Accenture et Deloitte - et une organisation commerciale au complet, Temenos a selon de fortes chances de bénéficier d'une nette amélioration en Amérique du Nord pour 2017. De leur côté, les concurrents de Temenos en sont souvent à leur première affaire significative de rénovation de noyau bancaire : SAP a signé en début d'année BB&T (Branch Banking & Trust : Sheffield Financial...) sur SAP for Banking, Infosys a installé Finacle chez Discover Financial sur plusieurs années (projet achevé en 2014 après un gros travail de personnalisation), et TCS a signé sur Bancs en 2013 Zions Bancorp mais le projet, prévu sur 5-7 ans, n'est toujours pas achevé.

¹⁴ La revue *Banking Technology* estime qu'il s'agirait d'Ally Financial. *Banking Technology*, "Tier 1 US bank live with Temenos core and payments software", 2nd September 2016.

5. Maîtrise des coûts et du cash flow

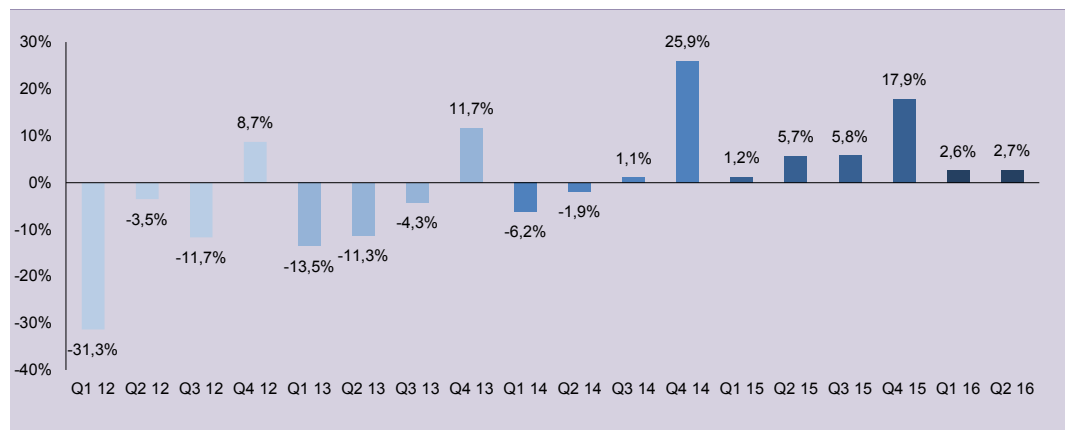
Le management anticipe à moyen terme une progression de la marge opérationnelle non-IFRS (après coût des stock-options) de 1-1.5 point par an, et nous estimons que Temenos peut atteindre 35% à moyen terme (vs. guidance 2016 à environ 30%) compte tenu du potentiel d'amélioration de la marge brute des services et du levier opérationnel sur les coûts de R&D et les frais généraux et administratifs, tandis que nous nous attendons au maintien d'un effort soutenu sur les frais commerciaux et marketing. Par ailleurs, le management anticipe une croissance moyenne des EPS de 15% par an, avec maintien d'un taux d'impôt faible (17-18%). Enfin, **Temenos maintient son objectif de cash flow opérationnel au-dessus de 100% de l'EBITDA.**

5.1. La marge brute des services en voie de reprise

La hausse de la marge brute sur les Services a connu une pause sur les derniers trimestres en raison d'effort accru en avant-vente.

La stabilisation, puis la régression de la marge brute Services observées ces derniers trimestres après le redressement permanent observé depuis fin 2012, résulte de l'accélération des investissements en avant-vente et, dans certains cas, en services d'accompagnement de projet dans le cadre de l'installation de logiciels chez les clients dans la perspective d'un « go-live », avec recours à la sous-traitance. L'étape d'avant-vente, qui est d'autant plus cruciale pour les signatures d'affaires que les grandes banques sont très exigeantes, requiert la mise d'équipes de 5-10 personnes dédiées à la conduite de projet (chef de projets, experts techniques...). Comme les projets démarrent traditionnellement au S2, cet investissement devient rentable sur la seconde partie de l'année et permet ainsi une forte marge brute au T4 - 2016 devrait suivre ce chemin, selon le management.

Fig. 22: Marge brute des services par trimestre (non-IFRS) (2012-2016)

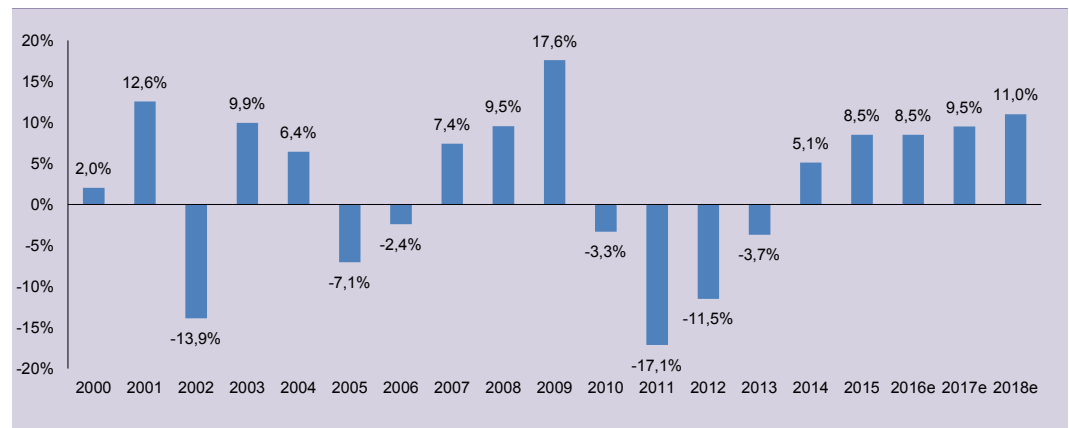


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Nous estimons qu'une marge brute à deux chiffres est envisageable pour 2018 dès lors qu'il n'y ait pas de dérapages de projets.

La marge brute des Services, à 8.5% en 2015 (+3.4 points) - niveau légèrement supérieur à l'objectif initial à c. 5% -, devrait rester stable en 2016 compte tenu de l'accroissement des ressources sur les projets, mais devrait continuer à croître au-delà de 2016 dans la mesure où une part croissante des services d'installation et d'intégration devrait être confiée aux partenaires. **Nous estimons qu'une marge brute à deux chiffres est atteignable d'ici 2018** dès lors que le coût des investissements supplémentaires dédiés aux nouveaux projets sera absorbé par les équipes déjà en place, à condition que le taux d'utilisation soit élevé, que la sous-traitance soit maîtrisée et qu'il n'y ait pas de dérapages de projets, tandis que nous nous attendons à une réduction de la part des services « standards » dans le CA, qui devraient être davantage confiés aux partenaires intégrateurs.

Fig. 23: Marge brute des services (non-IFRS) (2000-2018e)



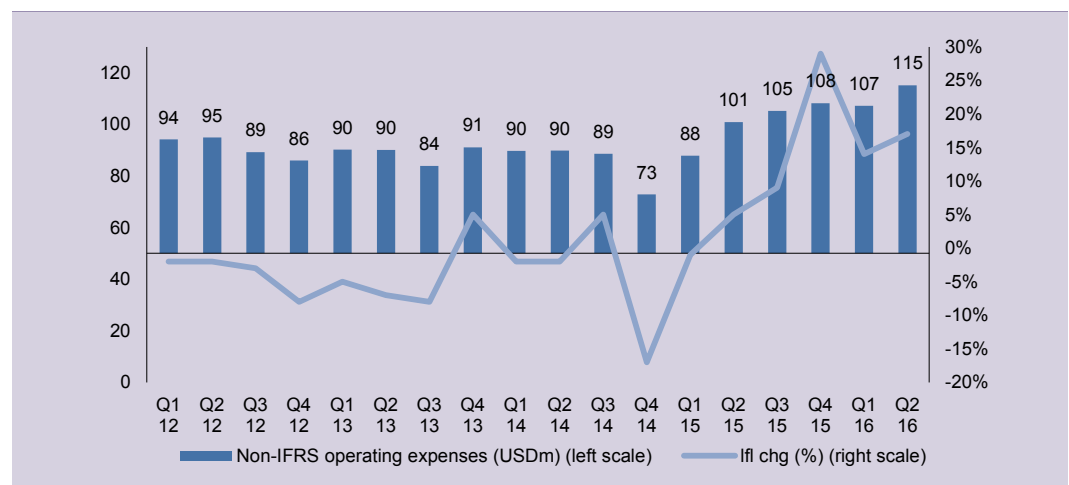
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

5.2. Les charges opérationnelles maîtrisées

Accélération de la hausse des coûts opérationnels, mais qui restent maîtrisés.

Temenos a depuis mi-2014 engagé un retour à la croissance des charges opérationnelles non-IFRS, avec un rythme à deux chiffres voisin de celui de la croissance organique du CA depuis mi-2015. Cette étape succède à une phase de réduction et d'optimisation des coûts sur 2012-2013 compte tenu du repositionnement des services vers davantage de valeur ajoutée, du recours croissant à l'offshore, de l'accroissement de la productivité commerciale et de la mise en place de synergies avec les sociétés acquises. La Fig. 24 ci-dessous montre une chute artificielle des charges non-IFRS à sec au T4 2014 et une remontée tout autant artificielle au T4 2015 : le T4 2014 était « gonflé » par une reprise sur provisions sur commissions de ventes (-81% sur les coûts variables) compte tenu d'objectifs commerciaux annuels non-atteints - 15 M USD de CA décalé, principalement en Asie Pacifique avec un retard à l'allumage suite à la mise en place d'une nouvelle équipe dirigeante. Retraités de la chute des coûts variables, les coûts fixes étaient en hausse de 5% au T4 2014.

Fig. 24: Charges opérationnelles non-IFRS par trimestre (2012-2016)

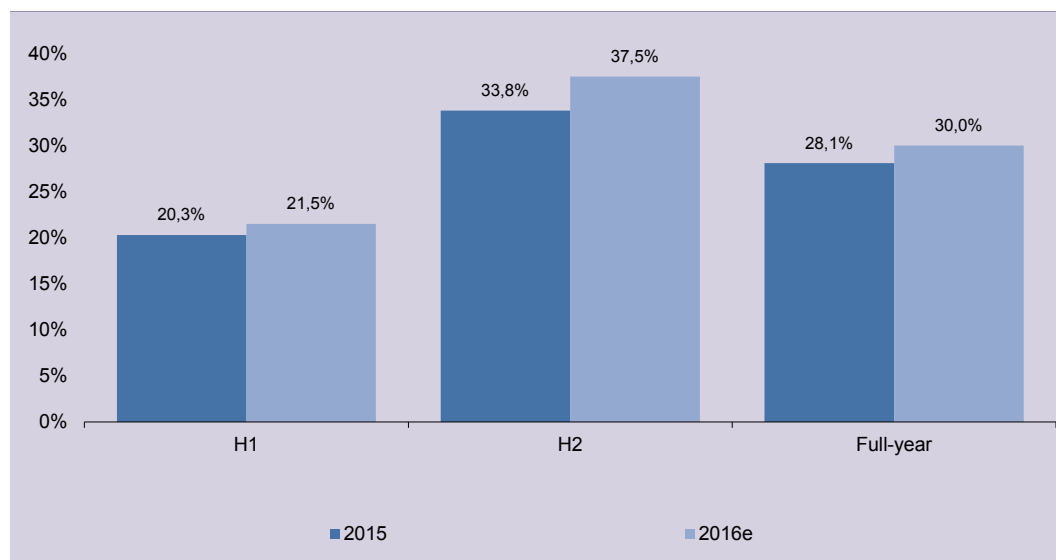


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Pour 2016 le management anticipait en début d'année des charges opérationnelles non-IFRS, dans le milieu de fourchette de guidance, en hausse de 7% à scs à 422 M USD incluant 52 M

USD de coûts variables (vs. 62 M USD en 2015 et 33 M USD en 2014). **Sur la base d'une hausse de 15-16% à scc sur le S1, nous estimons que dans ce cas les charges opérationnelles non-IFRS seraient à peu près stables à scc au S2 2016 (i.e. -2%/-1%)** autour de 200 M USD. Même si Temenos anticipe désormais le haut de la fourchette, en prenant 427 M USD de charges opérationnelles non-IFRS (est. +8% à scc) le montant de ces dernières serait peu différent, avec un montant stable à scc au S2 également (+1%/+2%). Cela signifierait pour le S2 2016 une marge opérationnelle non-IFRS de 37.5-38%, soit une hausse de 3.5-4 points par rapport aux 33.8% publiés pour le S2 2015.

Fig. 25: Marge opérationnelle non-IFRS par semestre (2015-2016e)

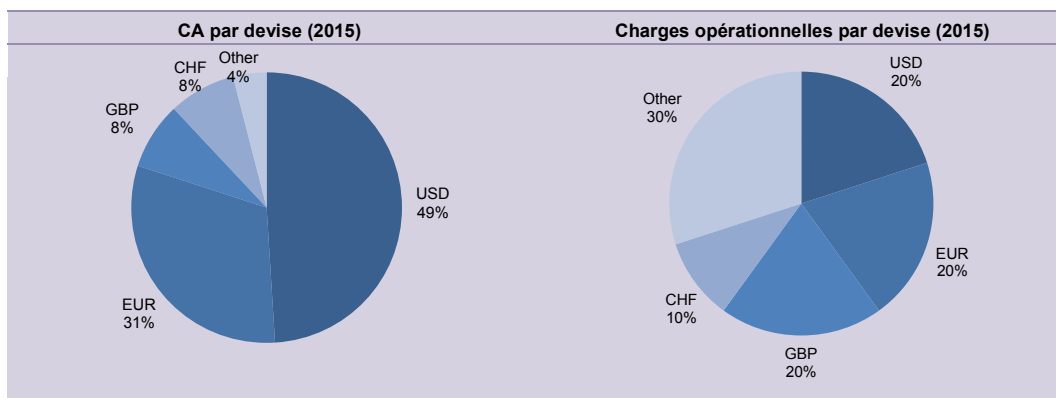


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Un effet change favorable sur les marges.

Nous estimons que, toutes choses égales par ailleurs, compte tenu de l'évolution des taux de changes, Temenos bénéficie d'un effet-devises favorable sur la marge opérationnelle et neutre sur le résultat opérationnel, que nous estimons respectivement à 3% et 1.1 points sur 2016 aux taux de change actuels - en dépit d'un impact négatif de 1% sur le CA. En particulier, comme indiqué dans la Fig. 26, sur la base des chiffres de 2015, Temenos réalise 8% de son CA et 20% de ses charges opérationnelles en livres sterling, monnaie a perdu à début octobre 2016 17% de sa valeur sur un an face au dollar US, ce qui génère un impact positif sur le résultat opérationnel.

Fig. 26: Répartition du CA et des charges opérationnelles par devise



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

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

Nous estimons que la marge opérationnelle non-IFRS de 2016 dépassera la guidance actuelle (30%).

Au-delà de 2016, le principal levier d'amélioration de la rentabilité sera la marge brute.

Ceci justifie à nos yeux pourquoi le management est prudent lorsqu'il prévoit d'atteindre le haut de fourchette de guidance 2016 de résultat opérationnel non-IFRS. Nous calculons que, compte tenu de l'évolution des devises, la marge opérationnelle non-IFRS des T1 et T2 2016 était positivement impactée de 1.1 point, sinon celle-ci n'aurait progressé que de 0.4 point. Par conséquent, si nous prenons un taux moyen USD/GBP de 0.73 sur 2016 (vs. 0.65 sur 2015 et 0.77 dans la guidance), nous obtenons pour 2016 une marge opérationnelle non-IFRS de 30.6%, en hausse de 2.5 points par rapport à 2015 - dont +1.4 point à tcc.

Au-delà de 2016, nous avons appliqué un scénario de progression de 1-1.1 point de marge par an, dans le bas de fourchette de guidance moyen terme de la société (1-1.5 point). Nous estimons que le principal levier d'amélioration de la marge opérationnelle non-IFRS sera l'amélioration de la marge brute, grâce à la poursuite de la concentration de Temenos sur les services à plus forte valeur ajoutée et une meilleure maîtrise du taux d'utilisation et de la sous-traitance. Le levier secondaire d'amélioration de la marge sera une moindre progression des frais de R&D par rapport au CA, tandis que nous pensons que Temenos intensifiera son effort de vente et marketing.

Fig. 27: Nos prévisions de résultats non-IFRS (après coûts des stock-options)

Temenos (USDm)	2015	2016e	2017e	2018e
Non-IFRS revenues	559.0	621.3	684.1	757.3
o/w Total software licensing	214.0	249.0	285.2	33.1
Incl. Software licensing	173.4	197.8	225.6	259.5
Incl. SaaS & subscriptions	40.6	51.2	59.6	73.6
o/w Maintenance	235.4	247.6	266.8	286.8
o/w Services	109.6	124.7	132.2	137.4
Non-IFRS operating costs	(402.0)	(431.1)	(467.4)	(508.9)
% of revenues	71.9%	69.4%	68.3%	67.2%
Non-IFRS operating profit	157.0	190.2	216.7	248.3
Non-IFRS operating margin (%)	28.1%	30.6%	31.7%	32.8%

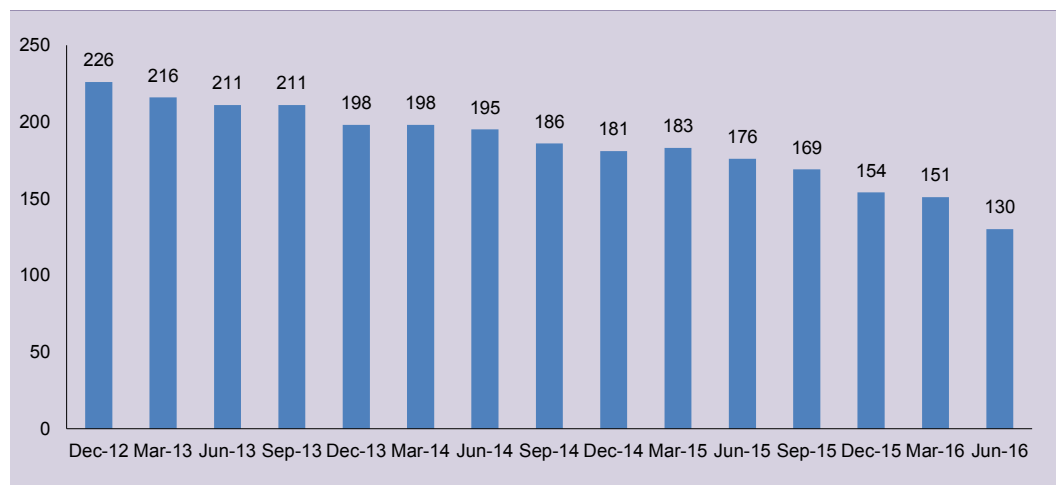
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

5.3. Toujours une forte conversion en trésorerie

A juin 2016 Temenos a déjà atteint son objectif moyen terme de délai moyen de règlement clients (DSO).

Le ratio de conversion de l'EBITDA IFRS en cash-flow opérationnel est prévu supérieur à 100%. Sur 2012-2015, Temenos a considérablement réduit son délai moyen de règlement client (DSO), bien au-delà des prévisions initiales. En effet, chaque année le management envisage une réduction de 10-15 jours par an, et la baisse a finalement été de 28 jours en 2013, 18 jours en 2014 et 26 jours en 2015 (à 154 jours), compte tenu d'une part croissante de ventes de licences encaissées à la signature, et d'une part croissante du CA Services encaissé à l'avancement. **La guidance 2016 reste de 10-15 jours, mais au 30 juin 2016 la réduction est déjà de 24 jours (à 130 jours). L'objectif moyen terme (120-130 jours) est donc proche et ceci sans qu'il y ait eu de changement du modèle avec les partenaires. Le management considère que Temenos peut durablement soutenir les niveaux actuels de DSO** dans la mesure où l'éditeur améliore en permanence l'encaissement de ses ventes de licences à la signature, et bénéficie également d'une vague de fin de projets d'installation.

Fig. 28: Délai moyen de recouvrement clients (DSOs) en jours de CA (2013-2016)

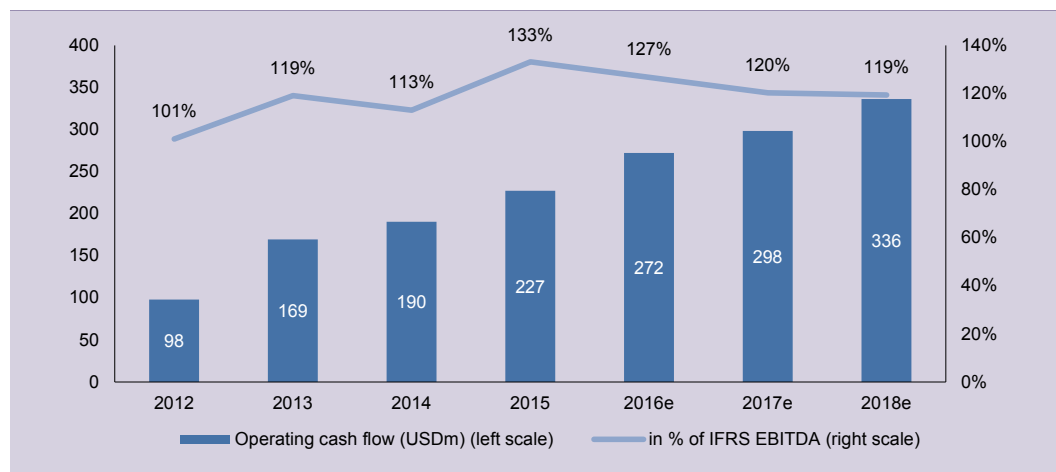


Source: Company Data.

Nous estimons que le DSO peut encore baisser.

Nous estimons prudemment que le DSO peut baisser de 16 jours en 2016, 10 jours en 2017 et 9 jours en 2018 compte tenu de la poursuite de l'amélioration de l'encaissement des ventes de licences et d'une meilleure gestion des projets - sachant qu'au fil du temps il sera de plus en plus difficile de réduire le DSO de 10-15 jours par an. Ceci aboutirait, selon nos prévisions affichées sur la Fig. 29, à un ratio de cash flow opérationnel de 127% en 2016, 120% en 2017 et 119% en 2018, toujours nettement au-dessus de l'objectif de 100% de l'EBITDA IFRS.

Fig. 29: Nos prévisions de cash flow opérationnel (2012-2018e)



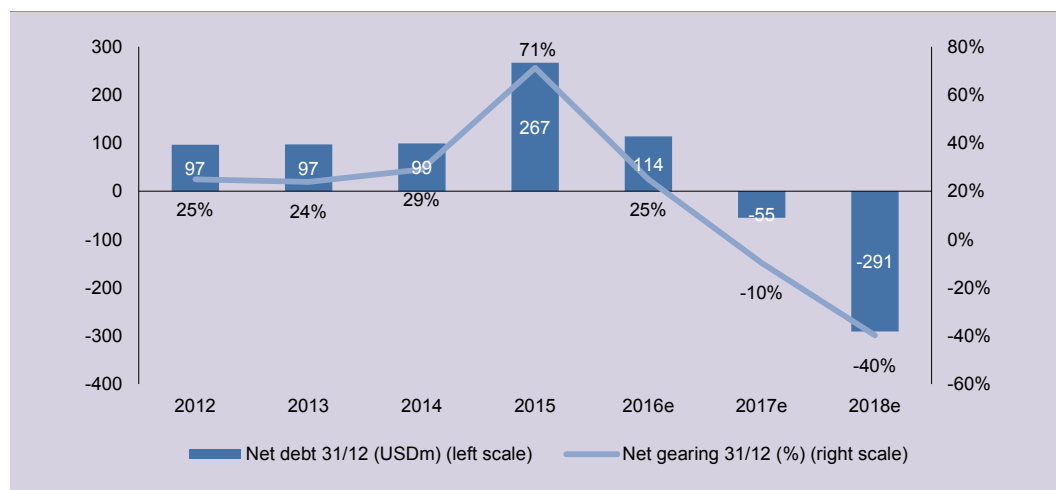
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Temenos a les moyens de se désendetter rapidement, grâce à un cash-flow opérationnel élevé, ce qui offrira la possibilité de poursuivre la croissance externe ou racheter des actions.

Compte tenu de ces éléments, comme illustré Fig. 30, nous estimons que Temenos, hors acquisitions, devrait être en mesure de se désendetter rapidement. Pour fin 2016 nous anticipons que l'endettement net chute de plus de 150 M USD et le gearing net atteigne 25% (contre 71% fin 2015). Pour fin 2017, nous estimons, toutes choses égales par ailleurs, que Temenos serait totalement désendetté. Cependant, la croissance externe faisant partie intégrante de sa stratégie, Temenos devrait faire des acquisitions, ce qui invaliderait nos prévisions ci-dessous. L'éditeur bénéficie de 350 M USD de signes de crédit à échéances mars 2017 et a émis 3 emprunts obligataires (100 M CHF à 2.75% échéance

juillet 2017, 100 M CHF à 2% échéance janvier 2019, et 175 M CHF à 2% échéance juin 2022) notamment pour ce type d'opérations. Par ailleurs, en cas de non-utilisation significative de la trésorerie pour des acquisitions, nous estimons que Temenos n'hésitera pas à lancer comme par le passé des programmes de rachats d'actions (113 M USD en 2011, 54 M USD en 2013 et 120 M USD en 2015).

Fig. 30: Nos prévisions d'endettement net hors acquisitions (2012-2018e)



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

6. Comptes

6.1. Compte de résultat

USDm (FYE 31/12)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	CAGR 15-18e
Net revenue	450,2	467,8	468,7	542,5	620,5	684,1	757,3	11,8%
% change	-4,9%	3,9%	0,2%	15,7%	14,4%	10,3%	10,7%	
Gross Margin	307,7	348,9	375,6	441,0	504,5	562,8	632,9	
% of revenue	68,3%	74,6%	80,1%	81,3%	81,3%	82,3%	83,6%	
Research & Development	(85,2)	(84,4)	(98,4)	(131,9)	(142,7)	(157,3)	(174,2)	
% of revenue	18,9%	18,0%	21,0%	24,3%	23,0%	23,0%	23,0%	
Sales & Marketing	(85,2)	(98,3)	(92,2)	(100,9)	(111,1)	(122,5)	(138,6)	
% of revenue	18,9%	21,0%	19,7%	18,6%	17,9%	17,9%	18,3%	
General & Administrative	(42,4)	(39,4)	(45,0)	(41,3)	(46,5)	(51,3)	(56,8)	
% of revenue	9,4%	8,4%	9,6%	7,6%	7,5%	7,5%	7,5%	
Amortisation	(34,3)	(36,7)	(41,9)	(45,2)	(49,0)	(51,0)	(53,0)	
Net operating provisions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Adjusted EBIT	94,9	126,9	139,9	166,9	204,2	231,7	263,3	16,4%
% of revenue	21,1%	27,1%	29,8%	30,8%	32,9%	33,9%	34,8%	
Net restructuring charge	(18,7)	(6,7)	(1,9)	(9,5)	(4,0)	0,0	0,0	
Capital gains or losses	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Goodwill amortisation	(13,2)	(12,3)	(7,6)	(29,3)	(34,6)	(34,6)	(34,6)	
Stock-based compensation	(9,4)	(14,1)	(12,1)	(26,4)	(14,0)	(15,0)	(15,0)	
Other exceptional gains (losses)	(5,5)	(0,3)	0,0	(5,0)	0,0	0,0	0,0	
EBIT	48,1	93,5	118,2	96,8	151,6	182,1	213,7	30,2%
% of revenue	10,7%	20,0%	25,2%	17,8%	24,4%	26,6%	28,2%	
Cost of net debt	(7,8)	(8,9)	(11,2)	(17,5)	(16,0)	(13,0)	(10,0)	
Other financial gains (losses)	(3,5)	(2,2)	(0,7)	(1,2)	(0,7)	0,0	0,0	
Profit before tax	36,8	82,4	106,3	78,1	134,9	169,1	203,8	37,7%
Income taxes	(12,6)	(14,2)	(14,7)	(11,7)	(21,6)	(28,8)	(34,6)	
Tax rate	34,3%	17,2%	13,8%	15,0%	16,0%	17,0%	17,0%	
Consolidated net profit	24,2	68,2	91,6	66,3	113,4	140,4	169,1	36,6%
% of revenue	4,9%	13,4%	17,9%	11,3%	17,0%	19,3%	21,1%	
Profit from associates	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Minority interests	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Attributable net profit	24,2	68,2	91,6	66,3	113,4	140,4	169,1	36,6%
Average no. of shares - basic (m)	72,0	72,0	69,9	66,6	69,5	69,5	69,5	
Average no. of shares - diluted (m)	73,1	72,7	70,0	66,6	69,6	69,6	69,6	
Basic EPS (USD)	0,34	0,95	1,31	1,00	1,63	2,02	2,43	34,7%
% change	-185,5%	182,4%	38,4%	-24,0%	63,7%	23,8%	20,5%	
Adjusted EPS (USD)	0,80	1,29	1,54	1,82	2,29	2,65	3,06	19,0%
% change	39,8%	61,1%	19,5%	17,7%	26,0%	15,8%	15,6%	

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

6.2. Bilan

USDm (FYE 31/12)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Goodwill	313,8	341,3	309,0	462,5	428,9	396,0	363,1
Intangible fixed assets	122,3	134,0	128,8	275,5	285,3	293,5	299,1
Tangible fixed assets	13,8	12,9	14,1	15,6	11,0	6,8	2,2
Fixed assets and goodwill	449,9	488,2	451,9	753,6	725,2	696,3	664,4
Investments	0,0	0,0	0,0	0,0	3,6	3,6	3,6
Deferred tax assets	30,3	24,8	23,9	17,3	17,3	17,3	17,3
Inventories	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Accounts receivables	279,1	253,5	230,7	235,7	237,5	239,4	244,7
Other short term assets	25,5	37,8	26,8	29,1	33,0	36,1	39,7
Current assets	304,6	291,2	257,5	264,8	270,4	275,5	284,4
Cash & cash equivalents	117,7	115,6	192,6	193,3	346,4	515,1	751,7
TOTAL ASSETS	902,6	919,9	925,8	1 229,0	1 362,9	1 507,7	1 721,3
Shareholders' equity	386,8	408,2	342,0	375,3	457,4	563,0	732,1
Minority interests	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Consolidated equity	386,8	408,2	342,0	375,3	457,4	563,0	732,1
Long-term provisions	4,1	4,1	6,4	7,9	11,9	11,9	11,9
Deferred tax liabilities	6,3	2,8	1,1	23,2	23,2	23,2	23,2
Convertible bonds	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Long-term debt	203,6	201,5	279,2	445,4	445,4	445,4	445,4
Short-term debt	10,7	11,6	12,9	15,0	15,0	15,0	15,0
Debt	214,4	213,1	292,1	460,5	460,5	460,5	460,5
Accounts payable and accrued	120,9	104,2	88,4	122,5	138,7	151,9	167,0
Deferred revenues	156,7	171,8	179,9	213,1	241,3	264,3	290,5
Salary and income tax payable	13,5	15,8	16,0	26,5	30,1	32,9	36,2
Other liabilities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Current liabilities	291,1	291,8	284,3	362,1	410,0	449,2	493,7
TOTAL LIABILITIES	902,6	919,9	925,8	1 229,0	1 362,9	1 507,7	1 721,3

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

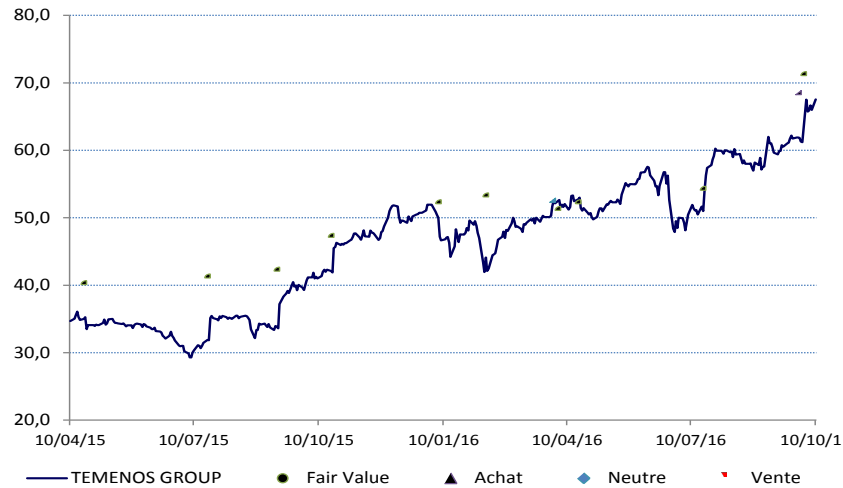
6.3. Tableau de financement

USDm (FYE 31/12)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Operating cash flow	94,6	151,8	171,0	189,2	208,1	235,3	266,0
Change in WCR	(7,6)	9,7	10,9	27,1	42,2	34,2	35,6
Capital expenditure	(51,5)	(50,3)	(53,4)	(55,4)	(54,2)	(55,0)	(54,0)
Disposals in fixed assets	0,0	0,0	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net capex	(51,5)	(50,3)	(51,4)	(55,4)	(54,2)	(55,0)	(54,0)
Free cash flow	35,5	111,1	130,5	160,9	196,1	214,4	247,7
Investments	(10,1)	(6,4)	(2,0)	0,0	(3,6)	0,0	0,0
Disposals in investments	0,3	0,2	3,5	1,9	0,0	0,0	0,0
Acquisitions (goodwill)	(16,7)	(12,4)	0,0	(297,7)	(1,0)	(1,7)	(1,7)
Cash flow after investing activity	8,9	92,6	132,0	(134,9)	191,6	212,7	246,0
Dividends paid	0,0	(20,4)	(26,6)	(28,6)	(31,7)	0,0	0,0
Issuance of shares	0,0	(53,6)	(119,9)	0,0	0,0	0,0	0,0
Cap. Incr. for minority interests	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Incr. cash bef. loan repayments	8,9	18,5	(14,5)	(163,5)	159,9	212,7	246,0
Repayment of loans	(46,2)	(20,6)	91,5	167,9	(6,7)	(44,1)	(9,3)
Net increase in cash	(37,2)	(2,1)	77,0	4,4	153,2	168,6	236,7

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

Price Chart and Rating History

Temenos Group



Ratings			Target Price	
Date	Ratings	Price	Date	Target price
03/10/2016	BUY	CHF61,2	03/10/2016	CHF71
05/04/2016	NEUTRAL	CHF52,65	21/07/2016	CHF54
11/02/2015	BUY	CHF30,1	20/04/2016	CHF52
13/01/2015	SELL	CHF36,9	05/04/2016	CHF51
06/03/2014	NEUTRAL	CHF31,2	12/02/2016	CHF53
04/02/2013	BUY	CHF18,1	08/01/2016	CHF52
			21/10/2015	CHF47
			11/09/2015	CHF42
			22/07/2015	CHF41
			22/04/2015	CHF40
			24/03/2015	CHF42
			04/03/2015	CHF39
			11/02/2015	CHF34
			26/01/2015	CHF29
			16/01/2015	Under review
			13/01/2015	CHF33
			18/11/2014	CHF36
			29/07/2014	CHF35
			17/06/2014	CHF33
			19/02/2014	CHF32
			10/01/2014	CHF31
			21/05/2013	CHF28
			25/03/2013	CHF26
			04/02/2013	CHF24
			14/01/2013	CHF16

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



BRYAN, GARNIER & CO

London	Paris	New York	Munich
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	+49 89 2422 62 11
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.