

INDEPENDENT RESEARCH  
UPDATE

23 novembre 2016

Agro-Alimentaire & Boissons

Bloomberg	RCO FP
Reuters	RCOP.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	80,4 / 58,1
Capitalisation Boursière (MEUR)	3 711
Valeur d'Entreprise	4 145
Volume moyen 6 mois (000 actions)	93,10
Flottant	45,7%
TMVA BPA (3 ans)	12,6%
Gearing (03/16)	41%
Rendement (03/17e)	2,14%

Fin Mars	03/16	03/17e	03/18e	03/19e
C. d'affaires (MEUR)	1 051	1 076	1 145	1 227
EBIT(MEUR)	178,40	206,46	227,56	256,28
BPA Publié (EUR)	2,11	2,46	2,84	3,24
BPA dilué (EUR)	2,27	2,46	2,84	3,24
EV/CA	3,97x	3,85x	3,59x	3,31x
EV/EBITDA	20,9x	18,3x	16,4x	14,4x
EV/EBIT	23,4x	20,1x	18,1x	15,8x
P/E	32,9x	30,3x	26,3x	23,0x
ROCE	16,5	17,3	18,0	18,3

Cours et données arrêtés au 21 novembre



# Rémy Cointreau

## Un positionnement quasi-idéal

Fair Value EUR84 (cours EUR74.7)

ACHAT-Top Picks

De par son statut de quasi pure-player cognac, Rémy Cointreau est le groupe le mieux positionné face à la génération du Millénaire. Nous réitérons notre recommandation à l'Achat et notre Fair Value de 84EUR.

■ **Du dynamisme aux Etats-Unis...**Le premier marché du groupe qui représente 35% de ses ventes et 44% de son ROP affiche des taux de croissance très solides. Ses déplétions en valeur ont augmenté de 13% sur les douze derniers mois, principalement tirées par le cognac dont la consommation a évolué pour n'être plus communautaire mais générationnelle.

■ **...et une amélioration en Chine.** Ce pays montre par ailleurs des signes très nets d'amélioration. Le groupe y a enregistré un taux de croissance de ses déplétions en valeur de 5% sur le premier semestre, ce qui constitue une forte accélération par rapport à la stabilité de l'année dernière. Rémy Cointreau vise un retour à la croissance des ventes en 2016/17.

■ **Un plan stratégique en bonne voie.** Le groupe vise à devenir le leader des spiritueux exceptionnels, lesquels doivent représenter 60-65% de son CA d'ici 2019/20. 2015/16 peut être considéré comme une première étape réussie. Leur poids a progressé de 4pts en un an pour atteindre 49%.

■ **Achat. Fair Value de 84EUR.** Dans notre rapport sectoriel, nous avons calculé que 64% des ventes de Rémy Cointreau sont en adéquation avec les goûts de la génération du Millénaire. Il s'agit principalement des activités de cognac (62% du CA) mais aussi dans une moindre mesure de scotch single-malt (2%). Cela renforce notre conviction positive sur le titre. Nous réitérons notre recommandation à l'Achat et notre Fair Value de 84EUR dérivée d'un DCF.

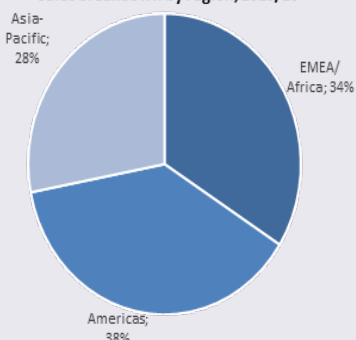


**Analyst:**  
**Virginie Roumage**  
33(0) 1.56.68.75.22  
vroumage@bryangarnier.com

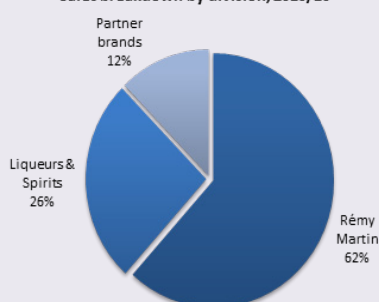
**Sector Analyst Team:**  
Nikolaas Faes  
Loïc Morvan  
Antoine Parison  
Cédric Rossi

## Rémy Cointreau

Sales breakdown by region, 2015/16



Sales breakdown by division, 2015/16



### Activités

Créé en 1724, Rémy Cointreau est un acteur incontournable de l'industrie des vins et spiritueux avec un portefeuille de marques haut de gamme mondialement connues. Le groupe est un acteur de référence sur le marché du cognac (60% du CA). La famille Hériard-Dubreuil détient 51% du capital et 67% des droits de vote.

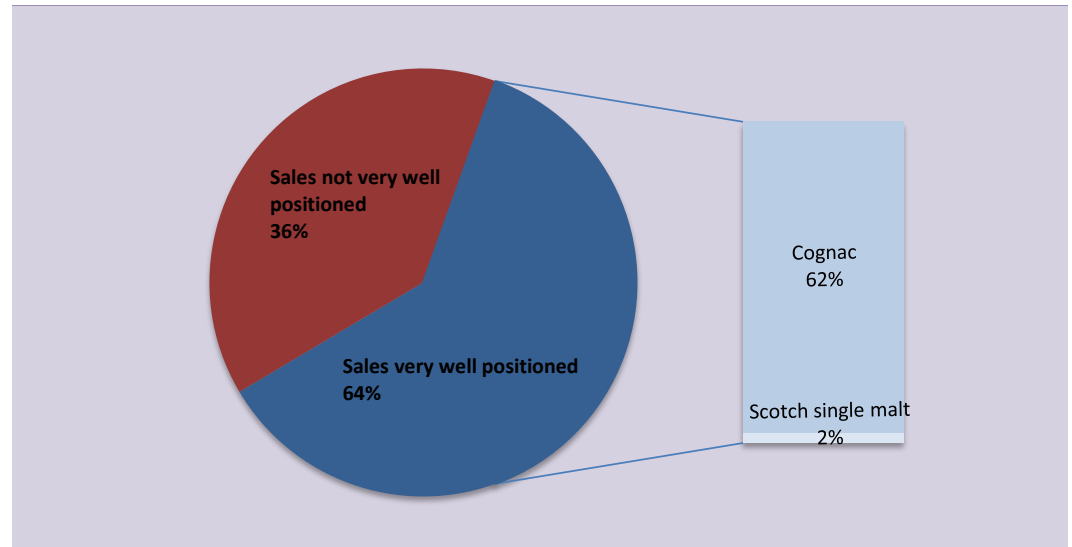
Simplified Profit & Loss Account (EURm)	31/03/14	31/03/15	31/03/16	31/03/17e	31/03/18e	31/03/19e
Revenues	1 032	965	1 051	1 076	1 145	1 227
Change (%)	-13,6%	-6,4%	8,9%	2,5%	6,4%	7,1%
Gross profit	618	618	666	707	763	827
EBITDA	167	178	200	227	250	282
EBIT	150	156	178	206	228	256
Change (%)	-38,8%	3,9%	14,4%	15,7%	10,2%	12,6%
Financial results	-26,2	-29,7	-27,3	-23,0	-17,0	-16,0
Pre-Tax profits	119	127	151	183	211	240
Tax	-45,8	-33,5	-44,1	-56,9	-65,3	-74,5
Profits from associates	-10,9	-0,70	-4,8	-0,60	0,0	0,0
Profit from continuing operations	62,4	92,6	103	126	145	166
Net profit (loss) from discontinued operations	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minority interests	0,0	0,0	0,10	0,0	0,0	0,0
Net profit	62,4	92,6	103	126	145	166
Restated net profit	80,2	94,6	110	126	145	166
Change (%)	-47,1%	18,0%	16,7%	14,1%	15,3%	14,1%
<b>Cash Flow Statement (EURm)</b>						
Operating cash flows	110	98,8	157	213	236	266
Change in working capital	-61,7	-79,4	-42,4	-16,1	-17,2	-18,4
Capex, gross	-42,2	-36,8	-30,8	-35,7	-37,8	-40,5
Financial investments / tax paid	-108	-53,0	-52,8	-79,9	-82,3	-90,5
Dividends	-69,3	-48,0	-72,8	-81,9	-81,9	-81,9
Other	-69,4	-42,8	6,0	-15,0	-17,0	-16,0
Net debt	414	467	458	435	401	348
Free Cash flow	-43,8	7,7	75,2	97,4	115	135
<b>Balance Sheet (EURm)</b>						
Tangible fixed assets	191	216	223	232	239	244
Intangibles assets	481	491	488	488	488	488
Cash & equivalents	186	74,1	46,9	12,5	46,3	99,5
Other current assets	1 443	1 375	1 407	1 300	1 299	1 370
Other non-current assets	164	183	164	165	165	166
Total assets	2 278	2 339	2 282	2 184	2 190	2 268
L & ST Debt	600	541	505	418	418	418
Others liabilities	667	722	663	677	715	759
Shareholders' funds	1 012	1 076	1 113	1 088	1 058	1 090
Total Liabilities	1 267	1 262	1 168	1 096	1 133	1 177
Capital employed	1 390	1 532	1 552	1 477	1 416	1 401
<b>Ratios</b>						
Gross margin	59,77	64,05	63,37	65,70	66,60	67,45
Current operating margin	14,56	16,16	16,98	19,18	19,88	20,89
Tax rate	38,46	26,42	29,13	31,00	31,00	31,00
Net margin	7,77	17,96	10,51	11,70	12,69	13,51
ROE (after tax)	7,93	8,79	9,92	11,58	13,74	15,21
ROCE (after tax)	17,10	15,60	16,50	17,30	18,00	18,30
Gearing	40,86	43,35	41,16	39,94	37,90	31,89
Pay out ratio	52,60	80,10	75,99	64,98	56,35	49,38
Number of shares, diluted (Thousand)	49 312	48 683	48 683	51 167	51 167	51 167
<b>Data per Share (EUR)</b>						
Diluted EPS	1,27	1,91	2,11	2,46	2,84	3,24
Diluted restated EPS	1,63	1,95	2,27	2,46	2,84	3,24
% change	-47,4%	19,9%	16,3%	8,6%	15,3%	14,1%
BVPS	20,52	22,11	22,87	21,26	20,67	21,31
CFPS	2,23	2,03	3,23	4,17	4,61	5,20
FCF	-0,89	0,16	1,54	1,90	2,26	2,64
Dividend Total	1,27	1,53	1,60	1,60	1,60	1,60
o/w Special Dividends	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

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

## 1. 64% du CA est bien positionné

Selon nos estimations, 64% des ventes de Rémy Cointreau sont en adéquation avec les goûts de la génération du Millénaire. Il s'agit principalement des activités de cognac (62% du CA) mais aussi dans une moindre mesure de scotch single-malt (2%). Les autres catégories du groupe restent intéressantes et enregistrent pour certaines des bonnes performances mais l'attrait qu'elles possèdent pour les Y nous semble moins évident.

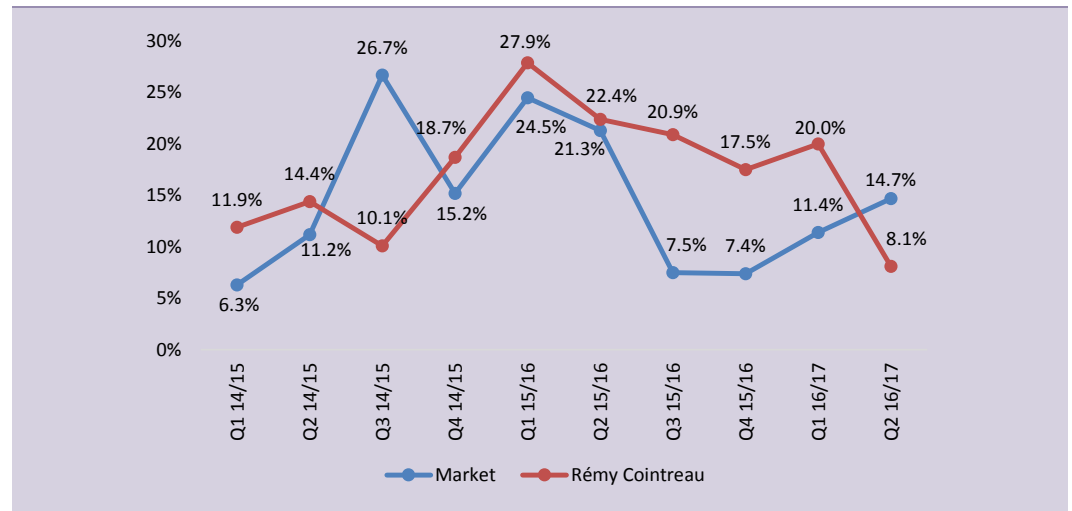
**Fig. 1: Le portefeuille de Rémy Cointreau (% des ventes groupe)**



Source: Rémy Cointreau, Bryan, Garnier & Co

Les Etats-Unis qui sont à l'origine de 40% des ventes de cognac du groupe affichent une croissance très solide. La consommation dans le pays a évolué pour n'être plus un attribut communautaire mais générationnelle. Ainsi, les Afro-Américains qui représentaient 60% des consommateurs de cognac n'en représentent plus qu'un tiers. Les caucasiens et les latino-américains constituent les deux tiers restants. Aux Etats-Unis, Rémy Cointreau a su habilement se repositionner sur les variétés les plus haut de gamme (VSOP et XO), ce qui lui a permis de surperformer de manière quasi-constante le marché du cognac sur les deux dernières années. Le fléchissement sur la période récente ne s'explique que par un déstockage des distributeurs faisant suite aux hausses de prix du début de l'année.

**Fig. 2: Les déplétions en valeur de cognac: Rémy Cointreau vs marché américain**

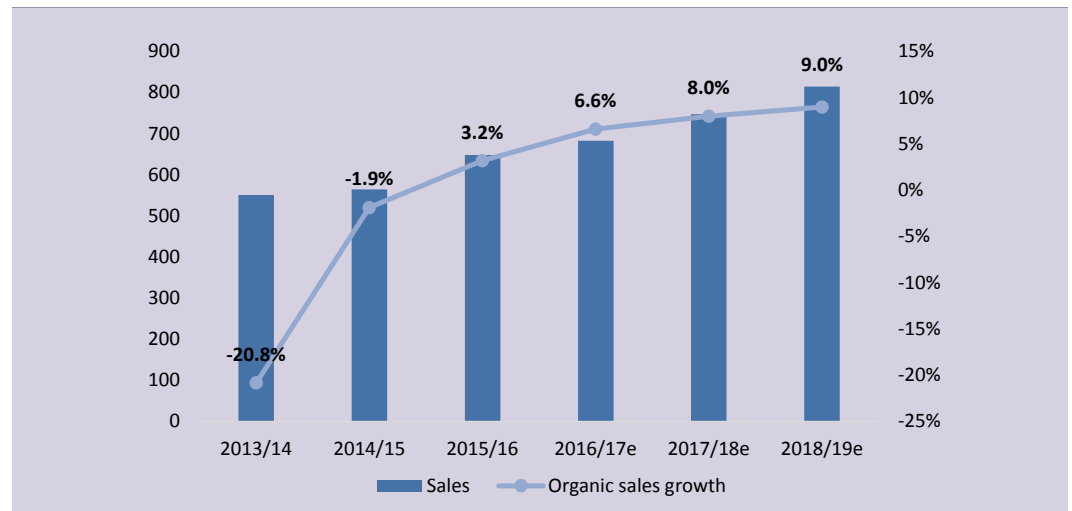


Source: Rémy Cointreau, Bryan, Garnier & Co.

La Chine qui est le deuxième marché de cognac pour Rémy Cointreau (32% du CA) montre par ailleurs des signes très nets d'amélioration. Rémy Cointreau a rapporté une croissance *mid single digit* de ses déplétions en valeur sur le S1 2016/17, soit une forte accélération par rapport à la stabilité de l'année 2015/16. **La consommation privée qui était freinée par une paranoïa collective après la mise en place de la politique anti-extravagance en 2012 tend à se normaliser depuis l'été 2015, en particulier en Chine continentale.** Le groupe a également bénéficié dans le pays de sa campagne marketing « One Life/Live Them » qui mettait en scène la star chinoise Huang Xiomng. Le produit emblématique du groupe reste le Club (80EUR la bouteille). La guidance de Rémy Cointreau pour 2016/17 qui est un retour à la croissance des ventes et des déplétions (valeur) reste inchangée.

**La division Cognac devrait être le principal moteur de croissance pour Rémy Cointreau dans les années à venir.** Nous estimons que ses ventes devraient augmenter de 6,6% en 2016/17, en nette accélération par rapport à 2015/16 (+3,2%).

**Fig. 1: Prévisions de CA**



Source: Rémy Cointreau, Bryan, Garnier & Co

## 2. Un plan stratégique en bonne voie

Dans son plan stratégique dévoilé en juin 2015, Rémy Cointreau a indiqué que son objectif était de devenir le leader sur le segment des spiritueux exceptionnels, c'est-à-dire vendus à un prix supérieur à 50USD. La vaste majorité des marques satisfait ce critère.

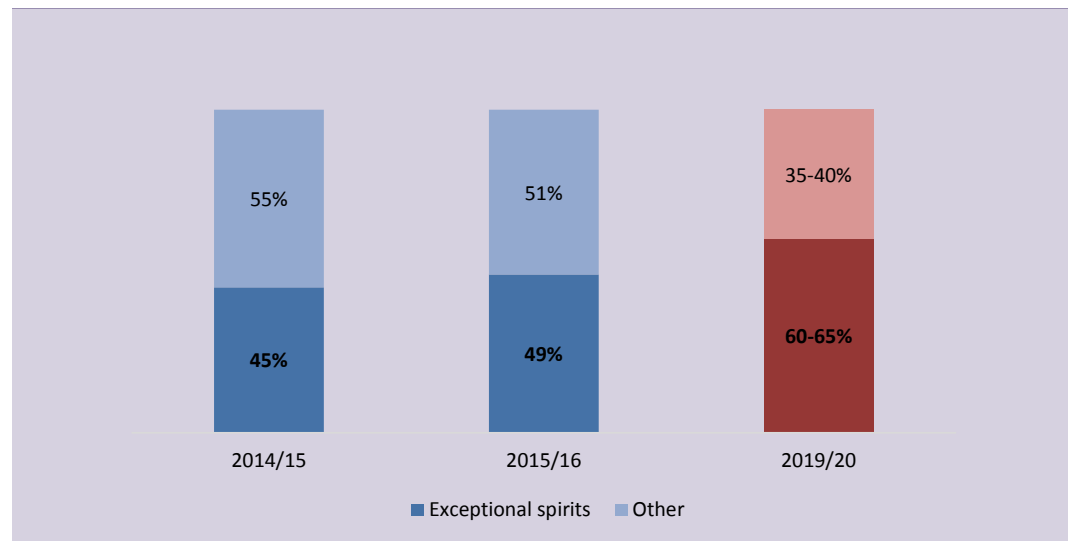
**Fig. 2: Le portefeuille du groupe**



Source: Rémy Cointreau

Le groupe vise à générer 60-65% de son CA sur les spiritueux exceptionnels d'ici 2019/20. Nous sommes confiants dans sa capacité à atteindre cet objectif. **2015/16 peut en effet être considéré comme une première étape réussie.** Leur poids a progressé de 4pts en un an pour atteindre 49%.

**Fig. 3: Poids des spiritueux exceptionnels dans le CA du groupe**



Source: Rémy Cointreau, Bryan, Garnier & Co

**Pour atteindre son objectif, le groupe se concentre principalement sur l'amélioration du prix/mix de son portefeuille existant.** Concrètement, il augmente les prix, accroît ses investissements sur les produits qui se qualifient comme « spiritueux exceptionnels », et lancent de nouveaux produits à plus de 50USD.

- L'une des priorités pour le **portefeuille de cognac** est de développer la catégorie intermédiaire dont le prix est supérieur à celui du VOSP mais inférieur à celui du XO. Les produits Club en Chine et 1738 aux Etats-Unis ont ainsi bénéficié d'une grande campagne marketing. Louis XIII doit également retrouver son statut de 2012. Pour ce faire, une diversification géographique est à l'œuvre. Il existe des opportunités hors de Chine : les Etats-Unis, le Canada, la Russie, l'Inde... Pour les saisir, le groupe doit recruter des influenceurs parmi les HNWI (13 millions de personnes dans le monde). Les innovations sont également importantes. La société a ainsi lancé la miniature (5cl vendus à EUR500) et des éditions spéciales telles que l'Odyssée d'Un Roi. Pour rappel, les volumes de VS sont maintenant résiduels (principalement en Russie).
- Au sein de la division **Liqueurs & Spiritueux**, le groupe investit massivement sur les produits Bruichladdich (Bruichladdich/Port Charlotte/Octomore/The Botanist) qui peuvent être considérées comme « exceptionnels ». Il a également lancé des versions premiums de ses marques existantes: Mount Gay Black Barrel, Mount Gay XO, Cointreau Blood Orange, Saint-Rémy XO, et Metaxa Angel's Treasure. Parallèlement, il a augmenté en deux ans le prix de Mount Gay Eclipse aux Etats-Unis de 15USD à 25USD.

**Des ajustements dans le portefeuille de produits devraient également permettre à Rémy Cointreau d'augmenter le poids des spiritueux exceptionnels.** Le groupe a cédé la marque Izarra en octobre 2015 avant de former une JV avec Luca Bols pour la marque Passoa en septembre 2016. Cette liqueur de fruits de la passion qui représente environ 1,5% du chiffre d'affaires du groupe devrait être déconsolidée à la fin de 2016. Nous ne pensons pas que de nouvelles cessions de marques de liqueurs & spiritueux sont à venir mais d'autres contrats de distribution pourraient prendre fin. Le groupe a déjà interrompu la distribution des whiskys Edrington aux États-Unis en 2014/15, des champagnes EPI aux États-Unis en 2015/16 et en France, au Benelux et dans le Travel Retail en 2016/17... En 2015/16, la division Marques partenaires ne représentait que 12% des ventes du groupe par rapport à 24% deux ans auparavant. Les contrats restants sont de petite taille (principalement des marques de William Grant & Sons et Russian Standard). Rémy Cointreau n'avait fait aucune acquisition depuis Bruichladdich en 2012 mais a annoncé en octobre la volonté de racheter le Domaine des Hautes Glaces, un whisky biologique produit à partir d'énergie renouvelable et vendu à un prix compris entre 65EUR et 150EUR. Le groupe s'est toujours dit intéressé par une marque de champagne mais nous avons indiqué que les whisk(e)ys, la tequila et le mezcal étaient des cibles envisageables.

### 3. Estimations

**Fig. 4: Ventes**

EURm	2014/15	2015/2016	2016/17e	2017/18e	2018/19e
<b>Group</b>					
<b>Sales</b>	<b>1032</b>	<b>1051</b>	<b>1076</b>	<b>1145</b>	<b>1227</b>
% reported	-6.4%	8.9%	2.5%	6.4%	7.1%
% FX and perimeter	-7.0%	8.5%	-1.3%	0.2%	0.0%
<b>% organic</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.3%</b>	<b>3.7%</b>	<b>6.2%</b>	<b>7.1%</b>
<b>Rémy Martin</b>					
<b>Sales</b>	<b>565</b>	<b>648</b>	<b>683</b>	<b>748</b>	<b>815</b>
% reported	2.5%	14.7%	5.4%	9.5%	9.0%
<b>% organic</b>	<b>-1.9%</b>	<b>3.2%</b>	<b>6.6%</b>	<b>8.0%</b>	<b>9.0%</b>
<b>Liqueurs &amp; Spirits</b>					
<b>Sales</b>	<b>263</b>	<b>274</b>	<b>281</b>	<b>284</b>	<b>295</b>
% reported	10.8%	4.1%	2.8%	0.8%	4.0%
<b>% organic</b>	<b>7.2%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>4.8%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.0%</b>
<b>Partner Brands</b>					
<b>Sales</b>	<b>137</b>	<b>129</b>	<b>112</b>	<b>114</b>	<b>117</b>
% reported	-43.5%	-6.0%	-12.8%	1.1%	3.0%
<b>% organic</b>	<b>-1.0%</b>	<b>-8.1%</b>	<b>-13.0%</b>	<b>0.3%</b>	<b>3.0%</b>

**Fig. 5: Résultat opérationnel courant**

EURm	2014/15	2015/2016	2016/17e	2017/18e	2018/19e
<b>Group</b>					
<b>EBIT</b>	<b>156</b>	<b>178</b>	<b>206</b>	<b>228</b>	<b>256</b>
Margin	16.2%	17.0%	19.2%	19.9%	20.9%
Change in bps	160	82	220	70	102
<b>Rémy Martin</b>					
<b>EBIT</b>	<b>117</b>	<b>140</b>	<b>162</b>	<b>180</b>	<b>203</b>
Margin	20.8%	21.6%	23.7%	24.1%	24.9%
Change in bps	-197	78	217	32	88
<b>Liqueurs &amp; Spirits</b>					
<b>EBIT</b>	<b>52</b>	<b>48</b>	<b>54</b>	<b>57</b>	<b>63</b>
Margin	19.7%	17.6%	19.2%	20.2%	21.2%
Change in bps	406	-212	162	103	97
<b>Partner Brands</b>					
<b>EBIT</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
Margin	5.3%	4.6%	5.2%	5.1%	5.1%
Change in bps	174	-67	57	-12	0
<b>Holding company costs</b>					
<b>EBIT</b>	<b>-21</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>
% of sales	-2.1%	-1.5%	-1.4%	-1.3%	-1.3%

Source of all tabs: Rémy Cointreau, Bryan, Garnier & Co

## 4. Achat; FV: EUR84

**Fig. 6: DCF (1/2)**

<i>EURm</i>	2016/17e	2017/18e	2018/19e	2019/20e	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e	2025/26e
<b>Sales</b>	<b>1076</b>	<b>1145</b>	<b>1227</b>	<b>1319</b>	<b>1424</b>	<b>1520</b>	<b>1605</b>	<b>1676</b>	<b>1730</b>	<b>1765</b>
% change	2.5%	6.4%	7.1%	7.5%	7.9%	6.8%	5.6%	4.4%	3.2%	2.0%
<b>EBIT</b>	<b>206</b>	<b>228</b>	<b>256</b>	<b>282</b>	<b>312</b>	<b>333</b>	<b>351</b>	<b>367</b>	<b>379</b>	<b>386</b>
EBIT margin	19.2%	19.9%	20.9%	21.4%	21.9%	21.9%	21.9%	21.9%	21.9%	21.9%
-Income taxes	-57	-65	-74	-79	-87	-93	-98	-103	-106	-108
+Depreciation	20	23	26	29	34	38	42	46	50	53
as % of sales	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%	2.4%	2.5%	2.6%	2.8%	2.9%	3.0%
+ Change in WC	-16	-17	-18	-20	-21	-23	-24	-25	-26	-26
as % of sales	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
<b>Operating cash flows</b>	<b>154</b>	<b>168</b>	<b>189</b>	<b>213</b>	<b>237</b>	<b>255</b>	<b>271</b>	<b>285</b>	<b>297</b>	<b>305</b>
-Capex	-35.7	-37.8	-40.5	-42.9	-45.6	-47.9	-49.8	-51.1	-51.9	-52.1
as % of sales	-3.3%	-3.3%	-3.3%	-3.3%	-3.2%	-3.2%	-3.1%	-3.1%	-3.0%	-3.0%
<b>Free cash flow</b>	<b>118</b>	<b>130</b>	<b>149</b>	<b>170</b>	<b>191</b>	<b>207</b>	<b>221</b>	<b>234</b>	<b>245</b>	<b>253</b>
Discount coefficient	0.94	0.89	0.83	0.78	0.74	0.69	0.65	0.62	0.58	0.55
<b>Discounted FCF</b>	<b>111</b>	<b>115</b>	<b>124</b>	<b>133</b>	<b>141</b>	<b>144</b>	<b>145</b>	<b>144</b>	<b>142</b>	<b>138</b>

**Fig. 7: DCF (2/2)**

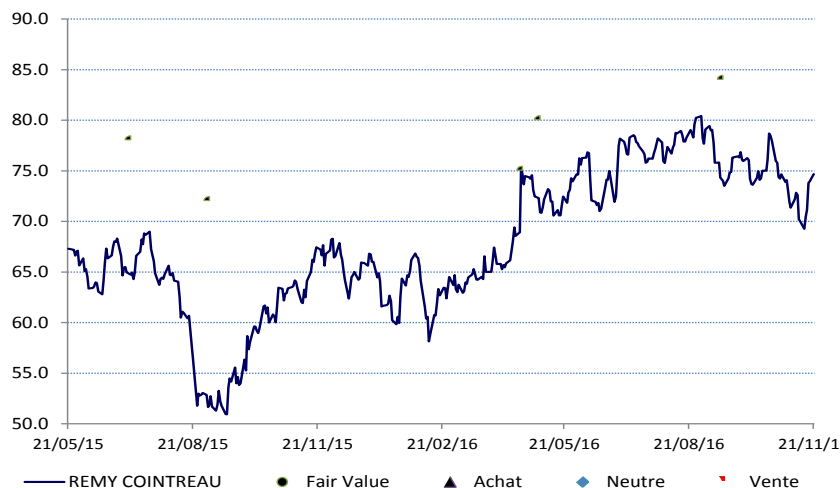
Sum of discounted cash flows	1337
+Terminal Value	3300
-Net debt	458
-Provisions	36
-Minorities	1
+Financial assets	135
<b>Equity Value</b>	<b>4276</b>
Number of shares (m)	51.2
<b>Fair value (EUR)</b>	<b>84</b>

Source of all charts: Bryan, Garnier & Co



# Price Chart and Rating History

## Rémy Cointreau



Ratings Date	Ratings	Price
23/03/15	BUY	EUR68.98
02/10/14	NEUTRAL	EUR55.49
27/03/14	BUY	EUR58.79
28/02/14	end of coverage	EUR96.8
23/05/12	BUY	EUR80.73

Target Price Date	Target price
15/09/16	EUR84
03/05/16	EUR80
20/04/16	EUR75
02/09/15	EUR72
06/07/15	EUR78
16/04/15	EUR81
23/03/15	EUR78
23/01/15	EUR61
28/11/14	EUR62
02/10/14	EUR60
22/09/14	EUR71
10/06/14	EUR75
22/04/14	EUR67
27/03/14	EUR70
28/02/13	EUR0
17/01/13	EUR109
09/01/13	EUR100
23/05/12	EUR92



## Bryan Garnier stock rating system

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

### Stock rating

BUY	Positive opinion for a stock where we expect a favourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential upside based on valuation), but also takes into account a number of elements that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
NEUTRAL	Opinion recommending not to trade in a stock short-term, neither as a BUYER or a SELLER, due to a specific set of factors. This view is intended to be temporary. It may reflect different situations, but in particular those where a fair value shows no significant potential or where an upcoming binary event constitutes a high-risk that is difficult to quantify. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
SELL	Negative opinion for a stock where we expect an unfavourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential downside based on valuation), but also takes into account a number of elements that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.

### Distribution of stock ratings

BUY ratings 56,1%

NEUTRAL ratings 32,5%

SELL ratings 11,5%

## Research Disclosure Legend

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

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



## BRYAN, GARNIER & CO

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

### Important information

This document is classified under the FCA Handbook as being investment research (independent research). Bryan Garnier & Co Limited has in place the measures and arrangements required for investment research as set out in the FCA's Conduct of Business Sourcebook.

This report is prepared by Bryan Garnier & Co Limited, registered in England Number 03034095 and its MIFID branch registered in France Number 452 605 512. Bryan Garnier & Co Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (Firm Reference Number 178733) and is a member of the London Stock Exchange. Registered address: Beaufort House 15 St. Botolph Street, London EC3A 7BB, United Kingdom

This Report is provided for information purposes only and does not constitute an offer, or a solicitation of an offer, to buy or sell relevant securities, including securities mentioned in this Report and options, warrants or rights to or interests in any such securities. This Report is for general circulation to clients of the Firm and as such is not, and should not be construed as, investment advice or a personal recommendation. No account is taken of the investment objectives, financial situation or particular needs of any person.

The information and opinions contained in this Report have been compiled from and are based upon generally available information which the Firm believes to be reliable but the accuracy of which cannot be guaranteed. All components and estimates given are statements of the Firm, or an associated company's, opinion only and no express representation or warranty is given or should be implied from such statements. All opinions expressed in this Report are subject to change without notice. To the fullest extent permitted by law neither the Firm nor any associated company accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of this Report. Information may be available to the Firm and/or associated companies which are not reflected in this Report. The Firm or an associated company may have a consulting relationship with a company which is the subject of this Report.

This Report may not be reproduced, distributed or published by you for any purpose except with the Firm's prior written permission. The Firm reserves all rights in relation to this Report.

Past performance information contained in this Report is not an indication of future performance. The information in this report has not been audited or verified by an independent party and should not be seen as an indication of returns which might be received by investors. Similarly, where projections, forecasts, targeted or illustrative returns or related statements or expressions of opinion are given ("Forward Looking Information") they should not be regarded as a guarantee, prediction or definitive statement of fact or probability. Actual events and circumstances are difficult or impossible to predict and will differ from assumptions. A number of factors, in addition to the risk factors stated in this Report, could cause actual results to differ materially from those in any Forward Looking Information.

Disclosures specific to clients in the United Kingdom

This Report has not been approved by Bryan Garnier & Co Limited for the purposes of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 because it is being distributed in the United Kingdom only to persons who have been classified by Bryan Garnier & Co Limited as professional clients or eligible counterparties. Any recipient who is not such a person should return the Report to Bryan Garnier & Co Limited immediately and should not rely on it for any purposes whatsoever.

Notice to US investors

This research report (the "Report") was prepared by Bryan Garnier & Co Limited for information purposes only. The Report is intended for distribution in the United States to "Major US Institutional Investors" as defined in SEC Rule 15a-6 and may not be furnished to any other person in the United States. Each Major US Institutional Investor which receives a copy of this Report by its acceptance hereof represents and agrees that it shall not distribute or provide this Report to any other person. Any US person that desires to effect transactions in any security discussed in this Report should call or write to our US affiliated broker, Bryan Garnier Securities, LLC, 750 Lexington Avenue, New York NY 10022. Telephone: 1-212-337-7000.

This Report is based on information obtained from sources that Bryan Garnier & Co Limited believes to be reliable and, to the best of its knowledge, contains no misleading, untrue or false statements but which it has not independently verified. Neither Bryan Garnier & Co Limited and/or Bryan Garnier Securities LLC make no guarantee, representation or warranty as to its accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. This Report is not an offer to buy or sell any security.

Bryan Garnier Securities, LLC and/or its affiliate, Bryan Garnier & Co Limited may own more than 1% of the securities of the company(ies) which is (are) the subject matter of this Report, may act as a market maker in the securities of the company(ies) discussed herein, may manage or co-manage a public offering of securities for the subject company(ies), may sell such securities to or buy them from customers on a principal basis and may also perform or seek to perform investment banking services for the company(ies).

Bryan Garnier Securities, LLC and/or Bryan Garnier & Co Limited are unaware of any actual, material conflict of interest of the research analyst who prepared this Report and are also not aware that the research analyst knew or had reason to know of any actual, material conflict of interest at the time this Report is distributed or made available.