

INDEPENDENT RESEARCH  
UPDATE

23 novembre 2016

Agro-Alimentaire & Boissons

Bloomberg	RI FP
Reuters	PERP.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	110,3 / 91,6
Capitalisation Boursière (MEUR)	27 020
Valeur d'Entreprise	35 304
Volume moyen 6 mois (000 actions)	458,8
Flottant	79,4%
TMVA BPA (3 ans)	7,7%
Gearing (06/16)	65%
Rendement (06/17e)	1,99%

Fin Juin	06/16	06/17e	06/18e	06/19e
C. d'affaires (MEUR)	8 682	8 899	9 253	9 673
EBIT(MEUR)	2 277	2 390	2 517	2 655
BPA Publié (EUR)	5,20	5,60	6,06	6,49
BPA dilué (EUR)	5,20	5,60	6,05	6,49
EV/CA	4,12x	3,97x	3,76x	3,55x
EV/EBITDA	14,3x	13,5x	12,7x	11,8x
EV/EBIT	15,7x	14,8x	13,8x	12,9x
P/E	19,6x	18,2x	16,8x	15,7x
ROCE	6,7	11,5	11,8	12,1

Cours et données arrêtés au 21 novembre



# Pernod Ricard

Du mieux !

Fair Value 115EUR (cours 101,8EUR)

ACHAT

**La croissance organique des ventes devrait s'accélérer en 2016/17 grâce à une amélioration en Chine et en Europe tandis que le dynamisme aux Etats-Unis devrait se poursuivre. Nous maintenons notre recommandation Achat et notre Fair Value de 115EUR.**

■ **Une amélioration en Chine et en Europe.** Les ventes en Chine se sont repliées de seulement 2% en 2014/15 avant d'afficher une baisse de 9% en 2015/16. Cette détérioration est principalement due aux whisk(e)ys qui ont continué de décliner à deux chiffres tandis que le cognac Martell n'était que légèrement en baisse grâce à une normalisation des comportements de consommation. Il est revenu en territoire positif au T1 2016/17 (+3%). Nous pensons que Pernod Ricard devrait parvenir à stabiliser ses ventes en Chine cette année. L'Europe montre également des signes d'amélioration. Nous estimons une croissance organique des ventes de 2% en 2016/17 dans la région. C'est une accélération par rapport à 2015/16 (+1,1%) qui est permise par l'Est (et notamment la Russie) mais aussi la France, en l'absence des effets techniques qui ont impacté la performance de l'année passée.

■ **Une performance solide aux Etats-Unis.** Les ventes dans le pays ont affiché une progression de 4% en 2015/16 après la stabilité de l'année 2014/15. Ce rythme de croissance devrait se poursuivre sur 2016/17. Le whiskey irlandais Jameson et le scotch single malt The Glenlivet qui comptent pour respectivement 25% et 7% des ventes du groupe aux Etats-Unis restent les premiers moteurs de la croissance. Ces deux marques ont vu leur sell-out progresser de 23% et 9% l'année dernière. Même si elle reste en territoire négatif, la marque Absolut montre des signes d'amélioration. Ses déplétions (valeur) n'ont reculé que de 2% en 2015/16, ce qui fait suite à une baisse de 4% en 2014/15.

■ **Achat. Fair Value: 115EUR.** Le titre a sous-performé le DJ Stoxx de 7% sur le dernier mois. Au cours d'avant-hier soir, il traite sur un EV/EBIT 2016/17e de 14.8x, 11% en-dessous de la moyenne de ses pairs. Nous maintenons notre recommandation Achat qui a été relevée vendredi 18 novembre. Notre Fair Value reste inchangée à 115EUR.

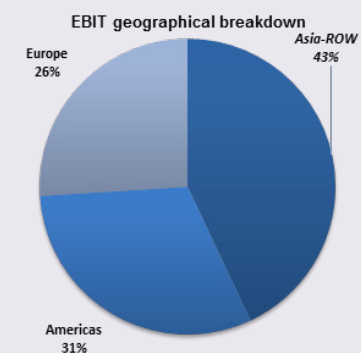
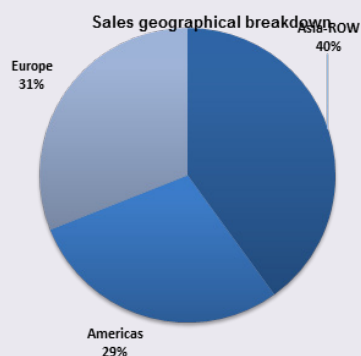


**Analyst:**  
**Virginie Roumage**  
33(0) 1.56.68.75.22  
vroumage@bryangarnier.com

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

<b>Simplified Profit &amp; Loss Account (EURm)</b>	<b>30/06/14</b>	<b>30/06/15</b>	<b>30/06/16</b>	<b>30/06/17e</b>	<b>30/06/18e</b>	<b>30/06/19e</b>
Revenues	7 945	8 558	8 682	8 899	9 253	9 673
Change (%)	-7,3%	7,7%	1,4%	2,5%	4,0%	4,5%
Gross Profit	4 987	5 296	5 339	5 464	5 691	5 997
Contribution after A&P	3 484	3 453	3 473	3 577	3 729	3 937
Adjusted EBITDA	2 421	2 456	2 494	2 612	2 748	2 897
Recurring EBIT	2 056	2 238	2 277	2 390	2 517	2 655
Change (%)	-7,8%	8,9%	1,7%	5,0%	5,3%	5,5%
Financial results	-485	-489	-432	-390	-355	-340
Pre-Tax profits	1 332	1 100	1 663	1 900	2 062	2 215
Tax	-305	-221	-409	-457	-498	-536
Minority interests / Discontinued operations	-11,0	-18,0	-20,0	-21,0	-21,0	-21,0
Net profit group share	1 016	861	1 234	1 421	1 543	1 658
Restated net profit group share	1 185	1 329	1 380	1 486	1 608	1 723
Change (%)	-3,4%	12,2%	3,8%	7,7%	8,2%	7,1%
<b>Cash Flow Statement (EURm)</b>						
Operating cash flows	2 263	2 466	2 529	2 590	2 711	2 878
Change in working capital	319	192	211	128	164	225
Capex, net	274	313	337	311	278	290
Financial investments / tax paid	831	807	781	847	853	876
Dividends	448	461	497	499	538	579
Other(s)	351	-913	-260	27,0	0,0	0,0
Net debt	8 352	9 020	8 715	8 284	7 806	7 298
Free Cash flow	839	1 154	1 200	1 304	1 417	1 487
<b>Balance Sheet (EURm)</b>						
Tangible fixed assets	2 593	2 933	3 233	3 334	3 436	3 538
Intangibles assets	16 449	17 706	17 572	17 923	18 282	18 648
Cash & equivalents	503	595	577	124	602	1 110
current assets	6 646	7 419	7 282	7 010	7 719	8 540
Other assets	1 928	2 339	2 511	2 480	2 455	2 431
Total assets	27 616	30 397	30 598	30 747	31 892	33 156
L & ST Debt	8 893	9 510	9 362	8 638	8 638	8 633
Others liabilities	6 945	7 600	7 730	7 897	8 080	8 287
Shareholders' funds	11 778	13 288	13 506	14 212	15 174	16 236
Total Liabilities	15 838	17 110	17 092	16 535	16 718	16 919
Capital employed	23 491	25 446	25 479	26 059	26 684	27 376
<b>Ratios</b>						
Gross profit Margin	62,77	62,52	61,14	61,88	62,06	60,77
A&P as % of sales	18,92	18,99	19,00	18,70	18,70	18,80
Contribution after A&P as % of sales	43,85	42,90	42,50	42,70	42,80	43,20
Recurring operating margin	25,88	26,15	26,23	26,85	27,20	27,45
Effective tax rate	22,90	20,09	24,59	24,08	24,15	24,21
Underlying tax rate	25,80	-24,40	-24,50	25,00	25,00	25,00
Net margin group share	12,79	10,06	14,21	15,97	16,68	17,14
ROE (after tax)	8,72	6,61	9,28	10,15	10,31	10,34
ROCE (after tax)	11,01	6,65	6,75	11,46	11,79	12,12
Gearing	70,92	67,88	64,53	59,26	52,35	45,77
Pay out ratio	36,79	36,07	36,19	36,19	36,00	136
Number of shares, diluted	265 817	266 230	265 633	265 633	265 633	265 633
<b>Data per Share (EUR)</b>						
Restated basic EPS	4,50	5,03	5,20	5,60	6,06	6,49
Restated diluted EPS	4,46	4,99	5,20	5,60	6,05	6,49
% change	-3,2%	11,9%	4,1%	7,7%	8,2%	7,1%
BVPS	44,31	49,91	50,84	53,50	57,12	61,12
Operating cash flows	8,51	9,26	9,52	9,75	10,21	10,84
FCF	3,16	4,33	4,52	4,91	5,33	5,60
Net dividend	1,64	1,80	1,88	2,03	2,18	8,83

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



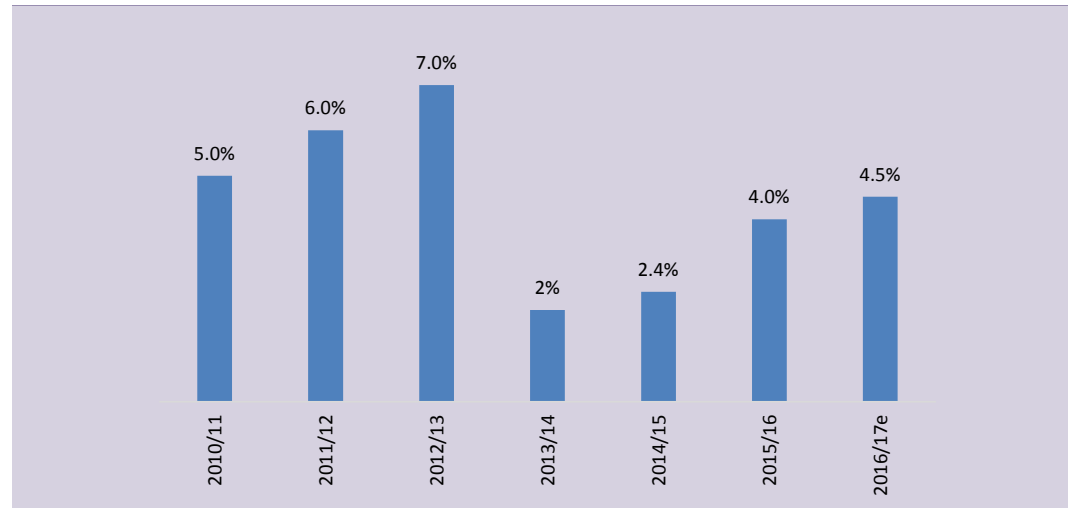
### Activités

Le groupe Pernod Ricard est né de la fusion en 1975 de deux groupes français des apéritifs anisés. Grâce à de la croissance interne et des acquisitions (Seagram en 2001, Allied Domecq en 2005, V&S en 2008), Pernod Ricard est désormais le second groupe mondial de vins et spiritueux avec 18% de part de marché derrière Diageo 28%. La stratégie du groupe repose sur trois piliers: la décentralisation, la montée en gamme et les innovations.

# 1. Des ventes en hausse de 4,5% cette année dans les Amériques

Selon nos estimations, les ventes de Pernod Ricard dans les Amériques devraient progresser de 4,5% en 2016/17. C'est une légère accélération par rapport à 2015/16 (+4%).

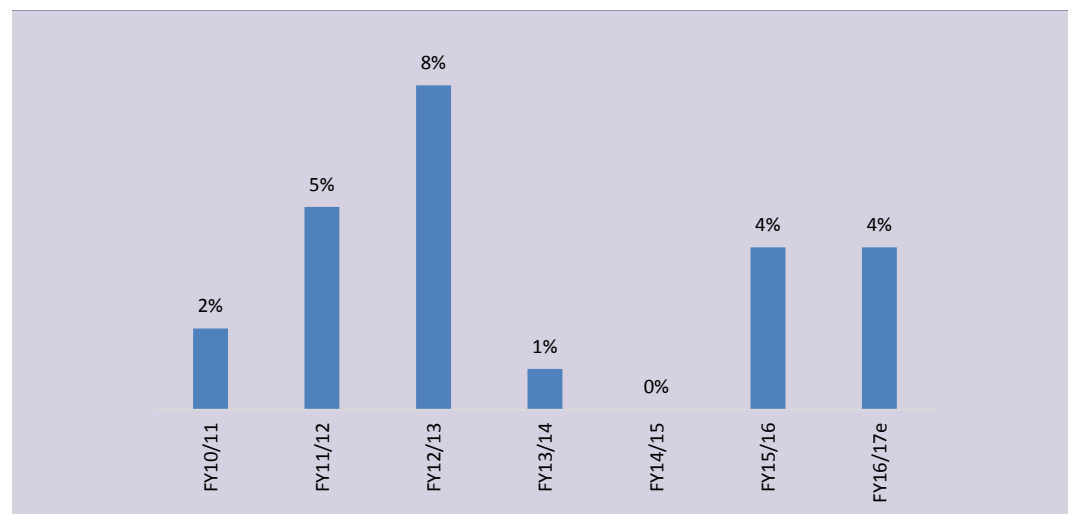
**Fig. 1: Croissance organique des ventes dans les Amériques**



Source: Pernod Ricard, Bryan, Garnier & Co

Le groupe a multiplié les initiatives afin de gagner des parts de marché aux Etats-Unis qui représentent 67% du CA de la région. Il a notamment multiplié par trois la force de vente dédiée, augmenté les dépenses de publicité pour les marques et les états prioritaires, et opéré des changements dans la structure commerciale et marketing. Les ventes ont ainsi affiché une progression de 4% en 2015/16 après avoir été stables en 2014/15. Ce rythme de croissance devrait se poursuivre sur l'année à venir.

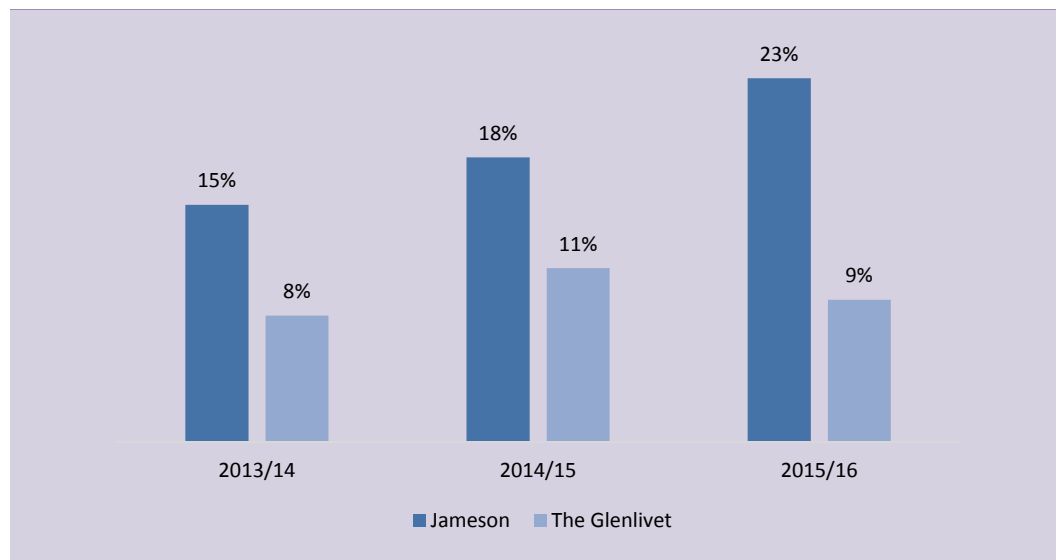
**Fig. 2: Croissance organique des ventes aux Etats-Unis**



Source: Pernod Ricard, Bryan, Garnier & Co

Le whiskey irlandais Jameson et le scotch single malt The Glenlivet qui comptent pour respectivement 25% et 7% des ventes du groupe aux Etats-Unis restent les premiers moteurs de la croissance. Ces deux marques ont vu leur sell-out progresser de respectivement 23% et 9% l'année dernière.

**Fig. 3: Sell-out aux Etats-Unis de Jameson et The Glenlivet**



Source: Nielsen

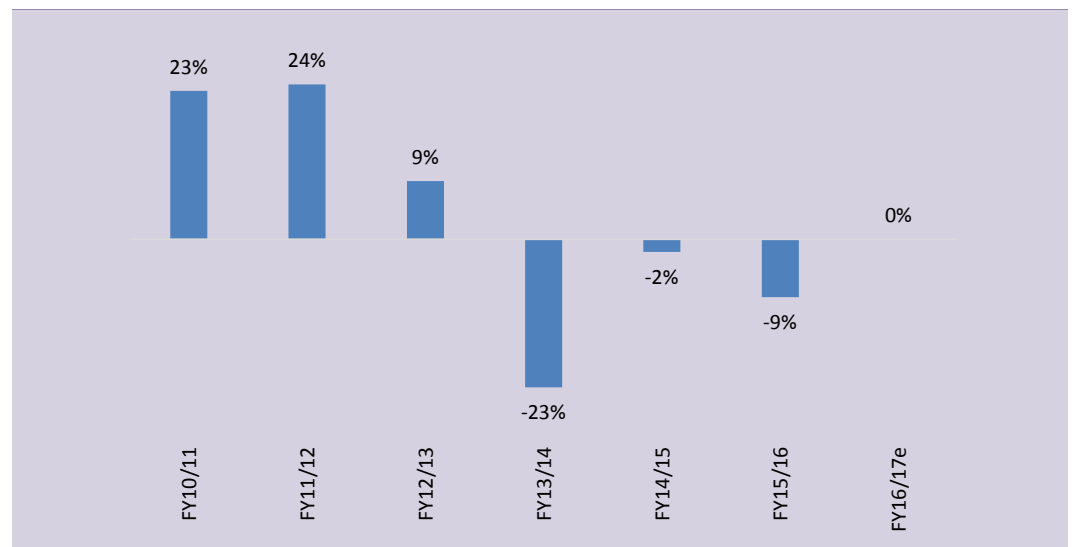
**Absolut montre des signes d'amélioration mais reste en territoire négatif. Ses déplétions ont baissé de 2% en 2015/16 après -4% en 2014/15.** C'est le résultat des initiatives prises par le groupe: renégociation de deux contrats de distribution, changement de packaging, recentrage des campagnes publicitaires autour de la notion d'authenticité, réduction du nombre de saveurs, hausse des dépenses de publicité, baisse des prix et extension vers le super premium via Absolut Elyx. Pernod Ricard a réitéré son objectif de stabiliser Absolut sur le moyen terme.

## 2. L'Asie-RDM: une croissance organique de 1,5% en 2016/17

### 2.1. Une amélioration en Chine...

**La Chine qui représente 9% du CA total de Pernod Ricard montre des signes d'amélioration.** Après la mise en place de la politique anti-extravagance, le groupe est le premier à avoir achevé le déstockage en 2013/14. Ses ventes se sont repliés de seulement 2% en 2014/15 avant d'afficher une baisse de 9% en 2015/16. Cette détérioration était principalement due aux whisk(e)y qui ont continué de décliner à deux chiffres tandis que le cognac Martell n'était que légèrement en baisse grâce à une normalisation des comportements de consommation. Il est revenu en territoire positif au T1 2016/17 (+3%). La performance reste à l'heure actuelle tirée par Noblige mais Cordon Bleu montre des signes d'amélioration. **Nous pensons que Pernod Ricard devrait parvenir à stabiliser ses ventes en Chine en 2016/17.**

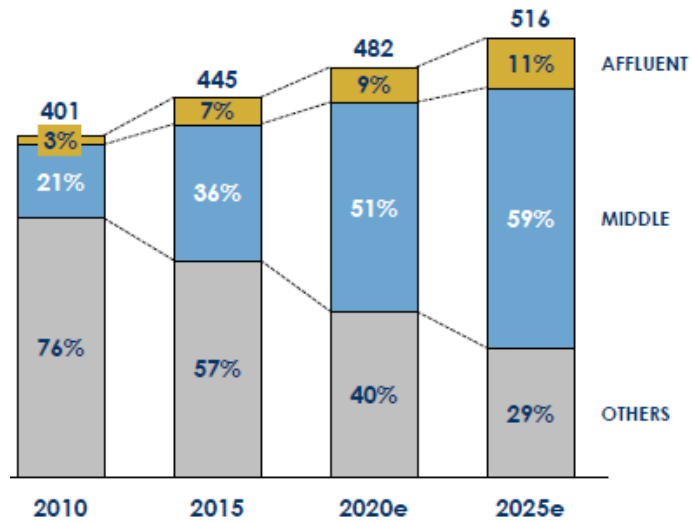
**Fig. 4: Croissance organique des ventes en Chine**



Source: Pernod Ricard, Bryan, Garnier & Co

Le groupe intensifie ses investissements sur les marques premium de son portefeuille en Chine, à savoir Absolut, Ballantine's Finest et Jameson. En termes de circuit, il cherche à réduire son exposition aux bars/discothèques très haut de gamme et aux karaokés traditionnels et à augmenter les ventes réalisées dans le off-trade, les bars de style occidental et les restaurants. **Cette stratégie répond à la normalisation du marché chinois qui implique une baisse du poids du super premium et du prestige et une hausse concomitante du premium qui résulte de la montée des classes moyennes.**

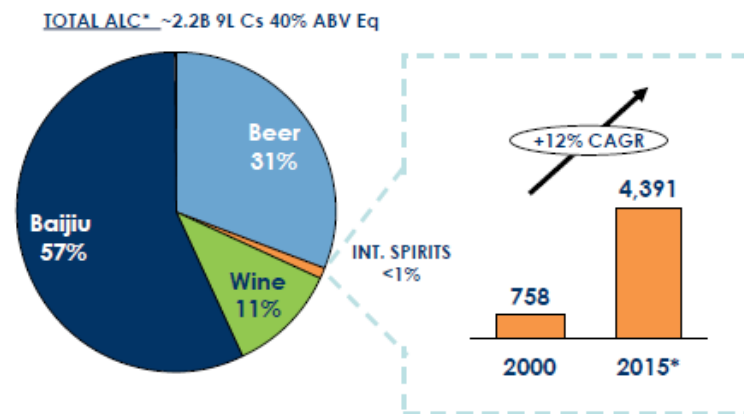
**Fig. 5: Les foyers chinois (en millions)**



Source: HIS Global Insight

Le portefeuille diversifié en termes de catégories de Pernod Ricard devrait lui permettre de bénéficier de l'augmentation de la consommation des spiritueux internationaux dans le pays. Ils ne représentent à l'heure actuelle pas plus de 1% des volumes consommés en Chine. Le groupe dispose par ailleurs d'un système de distribution étendu, avec une pénétration de 100% dans les villes tier 3 et de 50% dans les villes tier 4. Nous pensons que ces deux atouts couplés à une stratégie axée sur le premium permettront au groupe de revenir sur un rythme de croissance de 5% à moyen terme.

**Fig. 6: La pénétration des spiritueux internationaux**

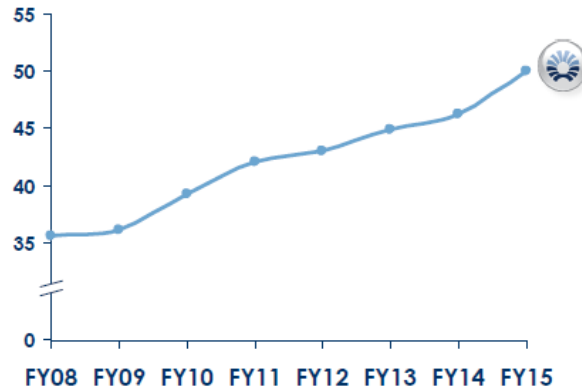


Source: Pernod Ricard

## 2.2. ...qui compense un ralentissement en Inde

Pernod Ricard dispose d'un portefeuille composé à 90% de whisk(e)ys indiens acquis lors du rachat des activités de Seagram, les 10% restants provenant des spiritueux du Top 14. Il jouit d'une position dominante dans le pays. Sa part de marché en valeur a atteint 50% en 2015 contre 36% il y a sept ans.

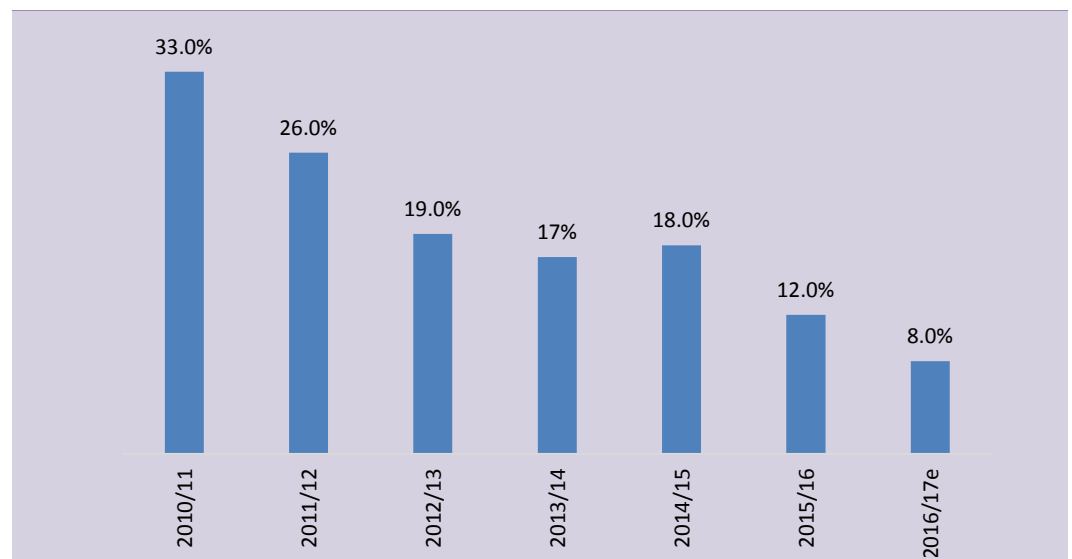
**Fig. 7: Evolution de la part de marché en valeur de Pernod Ricard**



Source: Pernod Ricard

Les ventes en Inde (10% du CA total) n'ont progressé que de 8% au T1 2016/17, soit une décélération par rapport à 2015/16 (+12%). Pernod Ricard a indiqué que ce rythme de croissance devrait se poursuivre sur le reste de l'année. L'environnement s'est détérioré: augmentation des taxes au Maharastra, changement de distributeur de Punjab et mise en place de la prohibition au Bihar. En outre, le groupe comme ses concurrents a souffert de ruptures d'approvisionnement pendant la fête indienne de Diwali à la fin du mois d'octobre 2016.

**Fig. 8: Croissance organique des ventes en Inde**

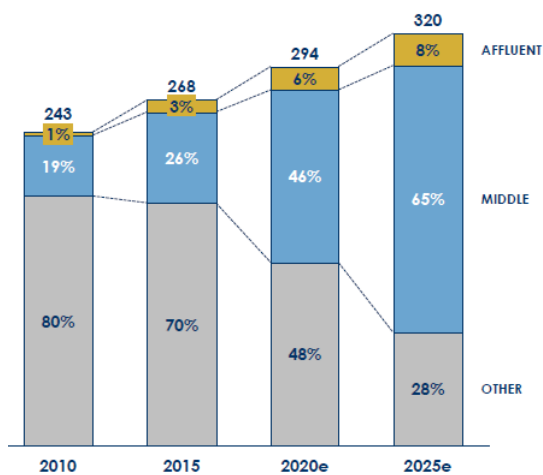


Source: Pernod Ricard, Bryan, Garnier & Co

A plus long terme, la société devait revenir à une croissance à deux chiffres en Inde. Les fondamentaux du marché sont très solides:

- Une population jeune. En Inde, le profil d'âge est très favorable à la consommation de spiritueux. En effet, plus de la moitié des Indiens ont moins de 26 ans.
- Une augmentation des classes moyennes. Selon IHS Global Insight, les classes moyennes devraient représenter 65% des foyers en 2025 contre 26% à l'heure actuelle.

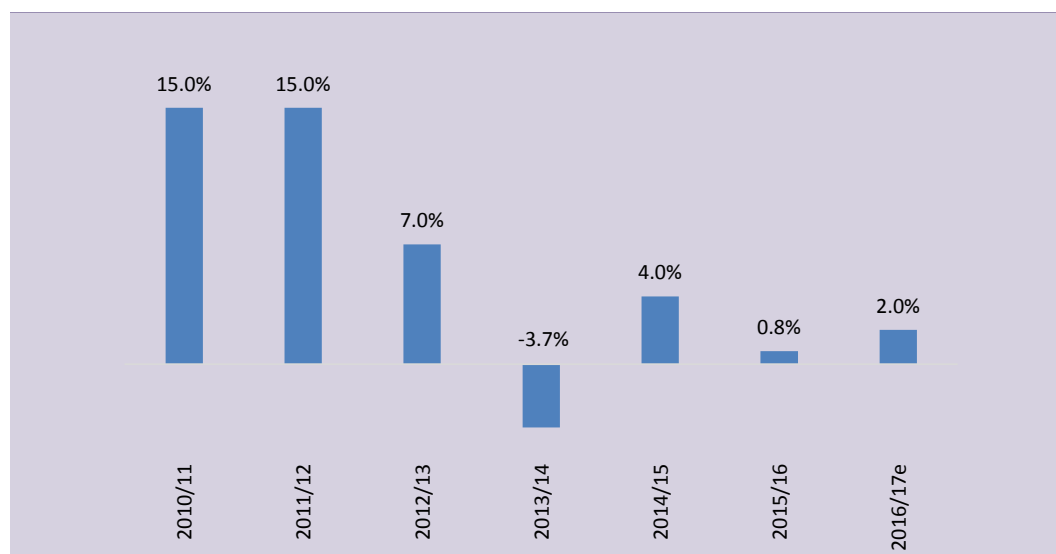
**Fig. 9: Les foyers indiens (en millions)**



Source: HIS Global Insight

L'amélioration en Chine devrait compenser le ralentissement de l'Inde et dans une moindre mesure celui de l'Afrique/Moyen-Orient. Nous estimons ainsi une croissance organique des ventes de la zone Asie-RDM de 2% en 2016/17 après +0,8% l'année passée.

**Fig. 10: Croissance organique des ventes dans la zone Asie-RDM**



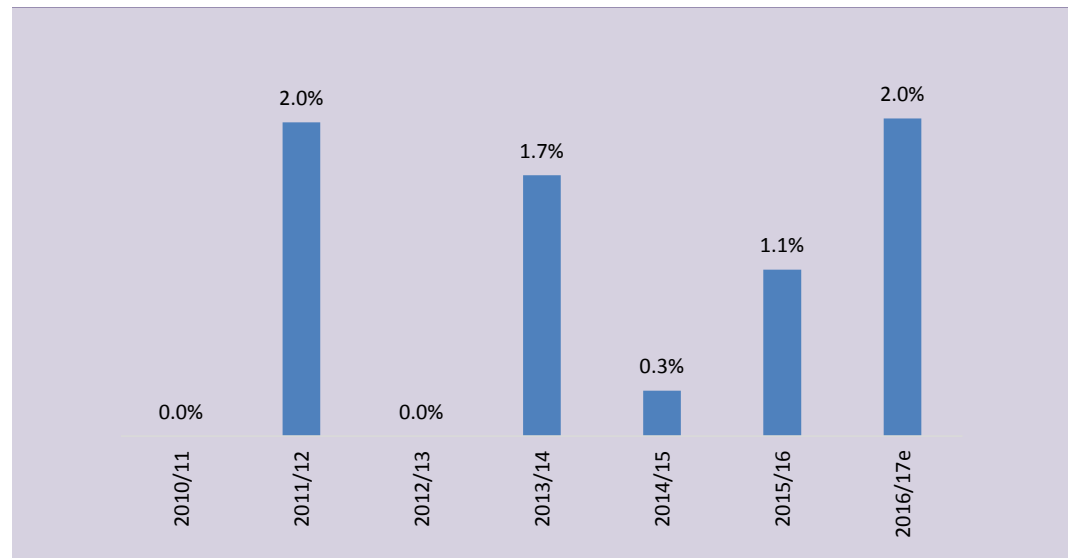
Source: Pernod Ricard, Bryan, Garnier & Co



### 3. Une progression des ventes de 2% en Europe en 2016/17

L'Europe montre également des signes d'amélioration. Nous estimons une croissance organique des ventes de 2% en 2016/17 dans la région. C'est une accélération par rapport à 2015/16 (+1,1%) qui est permise par l'Est et la France.

**Fig. 11: Croissance organique des ventes en Europe**



Source: Pernod Ricard, Bryan, Garnier & Co

Les ventes à l'Est ont progressé de 5% en 2015/16 et devraient s'accroître en 2016/17, notamment grâce à la Russie. Le déstockage s'est achevé dans le pays l'année dernière et la consommation de spiritueux montre à l'heure actuelle des signes de reprise. En Pologne, la situation est plus mitigée mais le groupe parvient à regagner des parts de marché. L'Europe de l'Est constitue un véritable relais de croissance à moyen terme compte tenu de la faiblesse de la pénétration des spiritueux occidentaux.

L'Europe de l'Ouest a affiché une stabilité de ses ventes en 2015/16. Les tendances se sont améliorées dans tous les pays de la zone, à l'exception de la France où l'environnement prix reste difficile du fait de la pression des distributeurs. Les ventes dans le pays ont enregistré une baisse de 7% en 2015/16 mais elles auraient été stables sans l'impact de la fusion des systèmes informatiques de Pernod et Ricard. La performance en Espagne a été particulièrement impressionnante l'année passée. Les ventes y ont progressé de 8% après +2% en 2014/15. L'intelligence de la stratégie du groupe pendant la crise, avec notamment le maintien des dépenses de publicité, lui a permis d'acquiescer le leadership sur ce marché, sa part de marché atteignant 24%. Nous anticipons une amélioration de la performance en Europe de l'Ouest en 2016/17 grâce à l'absence d'effet technique négatif en France.

## 4. Estimations

Nous attendons une croissance organique des ventes de 2,7% en 2016/17, soit une accélération par rapport à 2015/16 (+1,8%). Nos estimations prennent en compte 1/ des signaux positifs en Chine qui compensent un ralentissement en Inde et en Afrique/Moyen-Orient, 2/ la poursuite d'un bon dynamisme aux Etats-Unis et 3/ une amélioration dans la zone Europe.

**Fig. 12: Ventés**

EURm	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
<b>GROUP</b>				
<b>Sales</b>	<b>8 682</b>	<b>8 899</b>	<b>9 253</b>	<b>9 673</b>
Reported variation	1.4%	2.5%	4.0%	4.5%
<b>Organic variation</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.7%</b>	<b>3.4%</b>	<b>4.5%</b>
External variation	-0.6%	0.0%	0.1%	0.0%
FX variation	0.3%	-0.2%	0.5%	0.0%
<b>Asia-ROW</b>				
<b>Sales</b>	<b>3 496</b>	<b>3 579</b>	<b>3 711</b>	<b>3 896</b>
Reported variation	1.5%	2.4%	3.7%	5.0%
<b>Organic variation</b>	<b>0.8%</b>	<b>2.0%</b>	<b>3.0%</b>	<b>5.0%</b>
<b>Americas</b>				
<b>Sales</b>	<b>2 475</b>	<b>2 561</b>	<b>2 710</b>	<b>2 859</b>
Reported variation	3.9%	3.5%	5.8%	5.5%
<b>Organic variation</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.5%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.5%</b>
<b>Europe</b>				
<b>Sales</b>	<b>2 710</b>	<b>2 758</b>	<b>2 832</b>	<b>2 917</b>
Reported variation	-0.8%	1.8%	2.7%	3.0%
<b>Organic variation</b>	<b>1.1%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.5%</b>	<b>3.0%</b>

Source: Pernod Ricard, Bryan, Garnier & Co

Nous anticipons une croissance organique du résultat opérationnel courant de 3,3% cette année. C'est dans le milieu de fourchette de la guidance fournie par le groupe (2-4%). Les premiers effets du programme de réduction de coûts (200MEUR dont la moitié doit être réinvestie) devraient compenser le mix négatif qui provient de la plus forte croissance de l'Inde par rapport à la Chine.

**Fig. 13: Résultat opérationnel courant**

EURm	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
<b>GROUP</b>				
<b>EBIT</b>	<b>2277</b>	<b>2390</b>	<b>2517</b>	<b>2655</b>
Reported variation	1.7%	5.0%	5.3%	5.5%
Organic variation	2.1%	3.3%	4.5%	5.5%
External variation	-0.6%	0.0%	0.1%	0.0%
FX variation	0.3%	1.6%	0.8%	0.0%
<b>Margin</b>	<b>26.2%</b>	<b>26.9%</b>	<b>27.2%</b>	<b>27.4%</b>
Variation in bp	7	63	34	25
<b>Asia-ROW</b>				
<b>EBIT</b>	<b>983</b>	<b>1023</b>	<b>1074</b>	<b>1138</b>
Reported variation	-1.6%	4.1%	5.0%	6.0%
Organic variation	-2.4%	1.9%	4.0%	6.0%
<b>Margin</b>	<b>28.1%</b>	<b>28.6%</b>	<b>28.9%</b>	<b>29.2%</b>
Variation in bp	-87	47	35	28
<b>Americas</b>				
<b>EBIT</b>	<b>706</b>	<b>756</b>	<b>807</b>	<b>855</b>
Reported variation	11.7%	7.1%	6.7%	6.0%
Organic variation	4.4%	5.2%	5.5%	6.0%
<b>Margin</b>	<b>28.5%</b>	<b>29.5%</b>	<b>29.8%</b>	<b>29.9%</b>
Variation in bp	198	99	25	14
<b>Europe</b>				
<b>EBIT</b>	<b>588</b>	<b>611</b>	<b>636</b>	<b>662</b>
Reported variation	-3.1%	3.9%	4.2%	4.0%
Organic variation	6.9%	3.4%	4.0%	4.0%
<b>Margin</b>	<b>21.7%</b>	<b>22.1%</b>	<b>22.5%</b>	<b>22.7%</b>
Variation in bp	-53	45	32	22

Source: Pernod Ricard, Bryan, Garnier & Co

## 5. Valorisation

**Fig. 14: DCF (1/2)**

EURm	2016/17e	2017/18e	2018/19e	2019/20e	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e	2025/26e
<b>Sales</b>	<b>8 899</b>	<b>9 253</b>	<b>9 673</b>	<b>10 140</b>	<b>10 661</b>	<b>11 142</b>	<b>11 576</b>	<b>11 955</b>	<b>12 272</b>	<b>12 522</b>
% reported	2.5%	4.0%	4.5%	4.8%	5.1%	4.5%	3.9%	3.3%	2.7%	2.0%
<b>EBIT</b>	<b>2 390</b>	<b>2 517</b>	<b>2 655</b>	<b>2 804</b>	<b>2 948</b>	<b>3 081</b>	<b>3 201</b>	<b>3 305</b>	<b>3 393</b>	<b>3 462</b>
EBIT margin	26.9%	27.2%	27.4%	27.6%	27.6%	27.6%	27.6%	27.6%	27.6%	27.6%
-Income taxes	-457	-498	-536	-608	-640	-668	-695	-717	-736	-751
+Depreciation	222	231	242	261	281	302	322	341	358	374
+Change in WC	-128	-164	-225	-236	-248	-259	-269	-278	-286	-291
as % of sales	-1.4%	-1.8%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-2.3%
<b>Operating cash flows</b>	<b>2 027</b>	<b>2 086</b>	<b>2 135</b>	<b>2 220</b>	<b>2 341</b>	<b>2 455</b>	<b>2 558</b>	<b>2 651</b>	<b>2 729</b>	<b>2 794</b>
-Capex	-311	-278	-290	-304	-320	-334	-347	-359	-368	-376
as % of sales	-3.5%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
<b>Free cash flows</b>	<b>1 716</b>	<b>1 808</b>	<b>1 845</b>	<b>1 916</b>	<b>2 021</b>	<b>2 120</b>	<b>2 211</b>	<b>2 292</b>	<b>2 361</b>	<b>2 418</b>
Discount coefficient	0.94	0.87	0.82	0.77	0.72	0.67	0.63	0.59	0.55	0.51
<b>Discounted FCF</b>	<b>1 605</b>	<b>1 582</b>	<b>1 510</b>	<b>1 466</b>	<b>1 447</b>	<b>1 420</b>	<b>1 385</b>	<b>1 342</b>	<b>1 293</b>	<b>1 239</b>

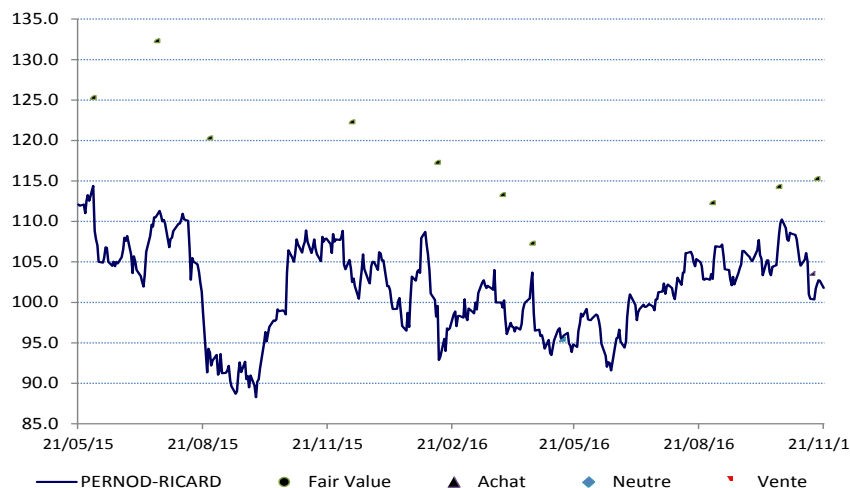
**Fig. 15: DCF (2/2)**

Sum of discounted cash flows	14 289
+Terminal Value	25 187
+Financial assets	721
-Net debt	-8 716
-Provisions	-589
-Minorities	-169
<b>Equity Value</b>	<b>30 723</b>
Number of shares (m)	266
<b>Fair Value</b>	<b>115</b>

Source of all tabs: Pernod Ricard, Bryan, Garnier & Co

## Price Chart and Rating History

### Pernod Ricard



Ratings		
Date	Ratings	Price
18/11/2016	BUY	EUR102,75
18/05/2016	NEUTRAL	EUR94,95
29/08/2014	BUY	EUR88,75
28/05/2014	NEUTRAL	EUR89,24

Target Price	
Date	Target price
18/11/2016	EUR115
21/10/2016	EUR114
02/09/2016	EUR112
22/04/2016	EUR107
31/03/2016	EUR113
12/02/2016	EUR117
11/12/2015	EUR122
28/08/2015	EUR120
20/07/2015	EUR132
03/06/2015	EUR125
24/04/2015	EUR129
27/03/2015	EUR122
13/02/2015	EUR110
08/01/2015	EUR102
24/10/2014	EUR101
29/08/2014	EUR103
28/05/2014	EUR94



## 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**

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

#### **Important information**

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

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

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

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

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

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

Disclosures specific to clients in the United Kingdom

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

Notice to US investors

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

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

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

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