

INDEPENDENT RESEARCH

28 novembre 2016

H&M/Inditex

H & M	NEUTRE	295SEK	
Bloomberg	HMB SS	Reuters	HMB.ST
Cours	268,3EUR	+Haut/+Bas	325,7/236,6
Capi. boursière	444 056 MEUR	Val. Entreprise	435 383 MEUR
PE (2016e)	24,0x	EV/EBIT (2016e)	18,2x

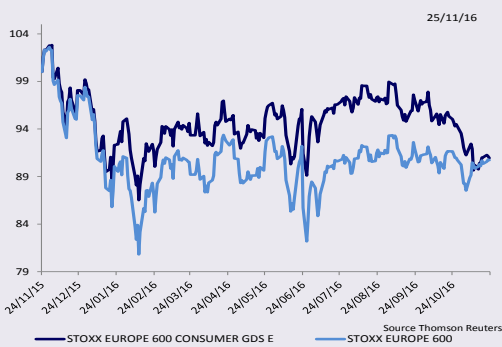
INDITEX	ACHAT	38EUR	
Bloomberg	ITX SM	Reuters	ITX.MC
Cours	31,395EUR	+Haut/+Bas	34,585/26,755
Capi. boursière	97 847 MEUR	Val. Entreprise	91 504 MEUR
PE (2016e)	30,5x	EV/EBIT (2016e)	22,2x

H&M/Inditex

« *Fast-Fashion* » : un secteur en rapide mutation

Nous ré-initions Inditex (ACHAT, FV : 38EUR) et H&M (NEUTRE, FV : 295SEK) qui ont toujours un profil de croissance dynamique (TCAM BPA 2016-19e: +12,3% pour ITX et +10,2% pour H&M) mais nous pensons qu'Inditex offre un profil plus défensif dans cet environnement concurrentiel.

- **Le segment « mass » ou « mode accessible » du marché mondial de la mode est gigantesque (~1 100 MdsEUR) et reste très fragmenté** puisque les deux marques phares H&M et Zara auraient respectivement 1,7 et 1,4% de pdm. Toutefois ces deux leaders mondiaux doivent affronter la concurrence grandissante de nouvelles marques (Primark, Forever21, etc.) qui pratiquent une stratégie de prix très agressive et d'autre part, **la montée en puissance des acteurs internet** (Amazon, Zalando, ASOS, etc.) qui offrent un choix quasi-illimité d'articles et une expérience client accrue.
- **Les groupes H&M et Inditex disposent de plusieurs atouts majeurs à faire valoir face à cette concurrence multiforme.** Avant même l'apparition de la plupart de ces retailers *online*, H&M et Inditex avaient déjà une stratégie de conquête reposant sur : (i) l'international, (ii) le multicanal (puis l'omnicanal) et (iii) le multi-concept, tout en (iv) raccourcissant la durée de vie des collections pour coller au maximum aux évolutions de la mode.
- **Inditex nous semble l'acteur le mieux armé :** sa stratégie « *pull* » (= design des collections basé sur les décisions d'achats des clients) et sa capacité de lancer une nouvelle collection en à peine deux semaines (vs. 6 mois pour l'industrie) grâce à une intégration centralisée et verticale, permettent à Inditex d'avoir les taux de promotions et d'inventus parmi les plus bas du secteur. Par ailleurs sa nouvelle stratégie combinant magasins *flagships* (= moins d'ouvertures de DOS) et offre *online* (~5,5%e du CA 2016) minimisent les risques sur la croissance bénéficiaire (TCAM EBIT 2016-19e : +12%).
- **H&M : encore quelques doutes en suspens.** Le groupe réalise ~8% de son CA 2016e sur internet mais il subit de plein fouet la concurrence des marques discounts (Primark, etc.) alors que sa *supply chain* est similaire à celle de l'industrie (80% de la production réalisée avec des délais de six mois), rendant H&M plus sensible aux changements de tendances. La croissance bénéficiaire (TCAM 2016-19e: +10%) est plus volatile à cause du *sourcing* en USD (~80%), d'un plan d'ouverture de DOS ambitieux (croissance de la surface : +10-15%/an) et de la volonté de lancer une voire deux nouvelles marques en 2017.



Analyst:
Cédric Rossi
 33(0) 1 70 36 57 25
 crossi@bryangarnier.com

Consumer Analyst Team:
 Nikolaas Faes
 Loïc Morvan
 Antoine Parison
 Virginie Roumage

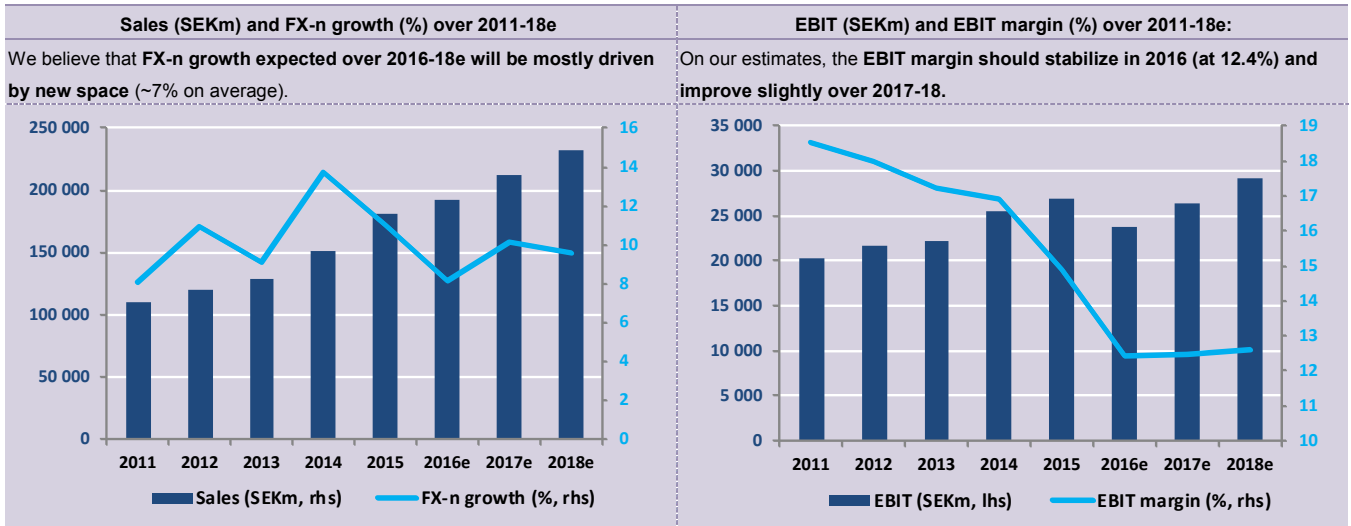
Research Assistant : Clement Genelot

Sommaire

1. Présentation en six graphes	97
1.1. H&M	97
1.2. Inditex	98
2. Deux leaders mondiaux de la « mode accessible »	99
2.1. Des atouts majeurs pour attirer les consommateurs	99
2.1.1. Les deux marques phares sont en bonne santé	99
2.1.2. « Fast-Fashion » = développement international accéléré	100
2.1.3. Une stratégie multi-concept pour « occuper le terrain »	101
2.1.4. Principal défi : s'adapter au consommateur le plus vite possible !	103
2.2. L'omnicanal chez H&M et Inditex	106
2.2.1. Le déploiement online se poursuit	106
2.2.2. Le magasin physique reste au centre de la stratégie de croissance (pour le moment) ..	107
2.2.3. Qu'en est-il du "Click-and-Collect" ?	111
2.2.4. Les réseaux sociaux : H&M est plus actif que Zara	113
2.3. H&M et Inditex : nos prévisions de croissance du CA 2016-18	114
2.3.1. Comment se comportent-ils dans leurs 1 ^{ers} marchés respectifs ?	114
2.3.2. Réactivité face aux changements de tendances : avantage Inditex	115
2.3.3. Montée en puissance des ventes online et harmonisation des prix en cours	116
2.3.4. 2016-18 : vers un ralentissement de l'effet ouverture de magasins	117
2.4. Nos prévisions de rentabilité 2016-18	119
2.4.1. La supply chain flexible est aussi bénéfique au taux de MB	119
2.4.2. L'environnement matières premières n'est pas une menace à CT	120
2.4.3. Accalmie progressive au niveau des devises	120
2.4.4. OPEX : les sources du levier opérationnel se trouvent principalement dans les magasins	122
2.4.5. Synthèse de nos prévisions de rentabilité	124
2.5. Cash : deux situations contrastées	125
3. Valorisation	127
3.1. Des groupes toujours détenus par les familles fondatrices	127
3.2. Les attentes du consensus	128
3.3. Multiples d'H&M et d'Inditex	129
3.3.1. Evolution des P/E 12 mois forward	129
3.3.2. Rapport valorisation/croissance	129
3.4. Valorisation par les DCF	131
4. Appendix	133
4.1. H&M : démarrage du multi-concept en 2007	133
4.2. Inditex : le multi-concept a déjà 25 ans	134
H & M	135
Inditex	136

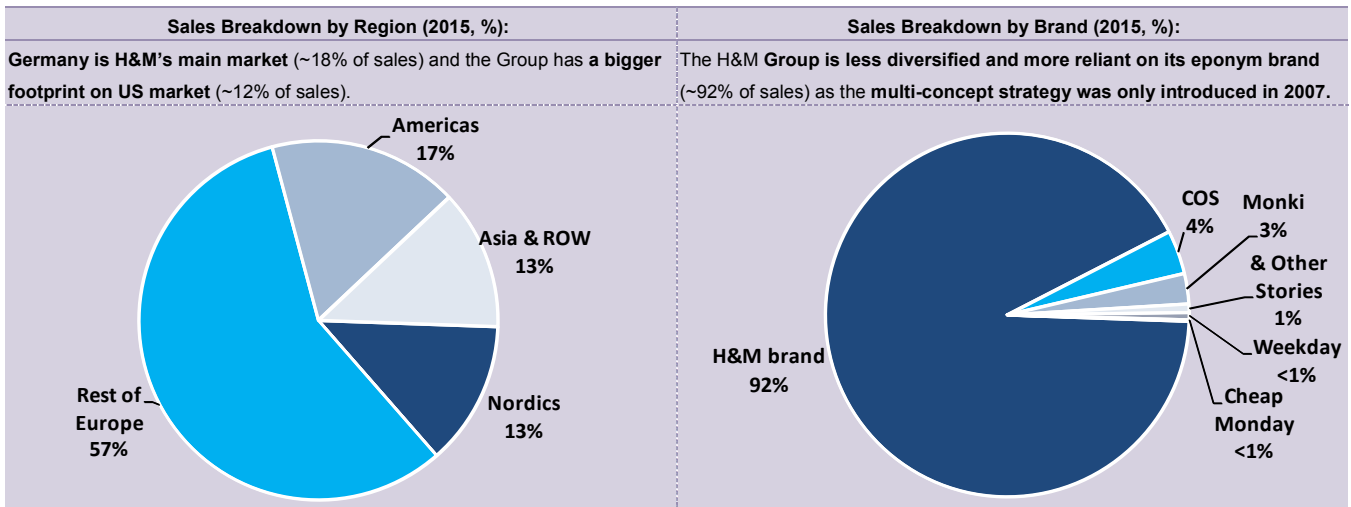
1. Présentation en six graphes

1.1. H&M



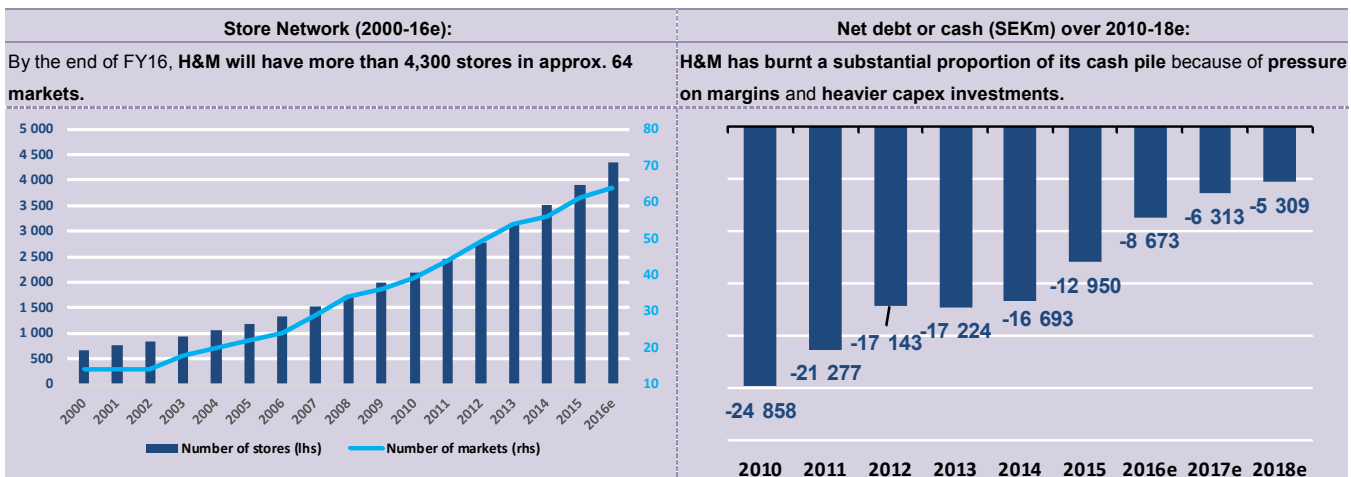
Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests



Source: Company Data

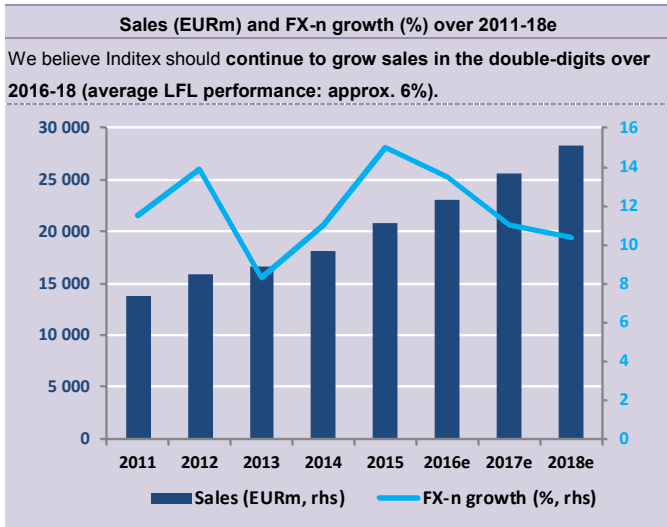
Source: Bryan, Garnier & Co ests



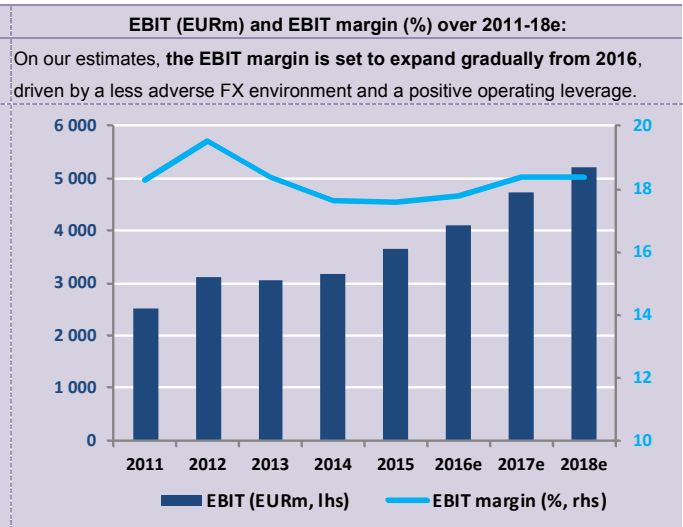
Source: Company Data

Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

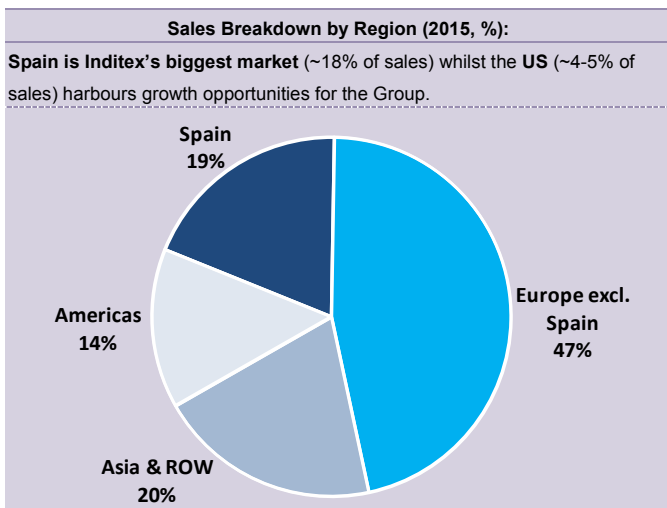
1.2. Inditex



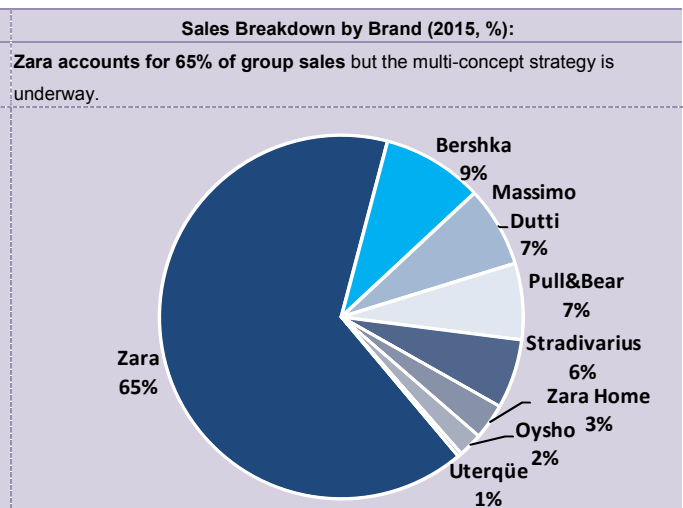
Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests



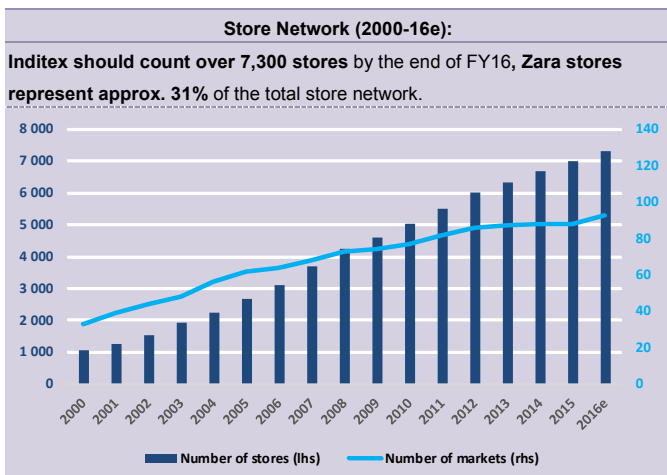
Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests



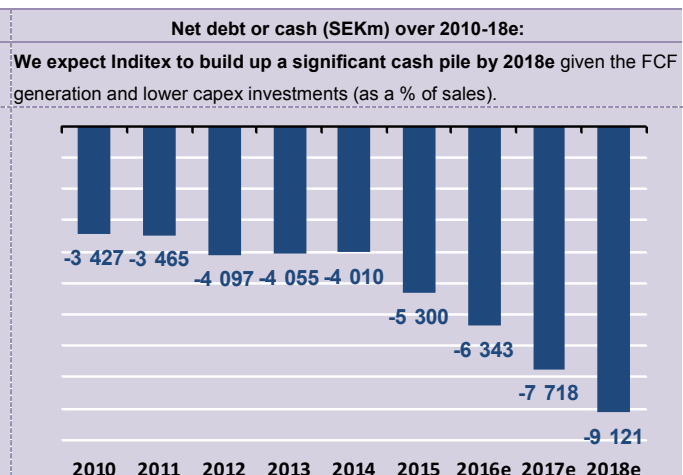
Source: Company Data



Source: Bryan, Garnier & Co ests



Source: Company Data



Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests

2. Deux leaders mondiaux de la « mode accessible »

Le marché mondial de la mode (prêt-à-porter et accessoires) est gigantesque, plus de 1 200 MdsEUR. Le segment « mass » ou « mode accessible » représente naturellement le plus gros de ce marché (~1 100 MdsEUR) et reste très fragmenté puisque les deux marques phares H&M et Zara auraient respectivement 1,7 et 1,4% de parts de marché.

L'éclatement de ce marché a permis, d'une part, l'émergence de nouvelles marques telles que **Primark, Forever21 ou Topshop** qui pratiquent une stratégie de prix très agressive et ont commencé à se développer à l'international. D'autre part, la montée en puissance des acteurs internet tels qu'**Amazon, Zalando ou ASOS** offrent, comme nous l'avons vu, un choix quasi-illimité d'articles et une expérience client accrue.

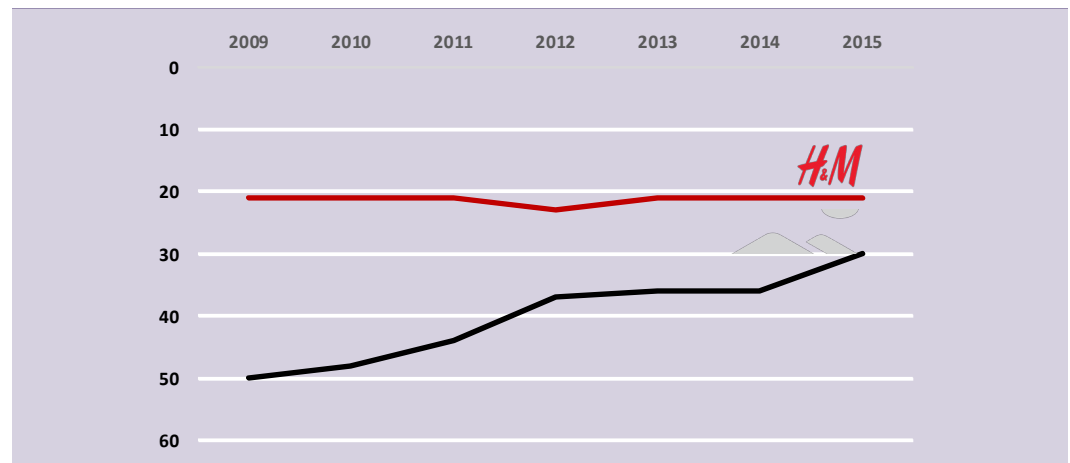
Toutefois, les groupes H&M et Inditex disposent de plusieurs atouts majeurs à faire valoir face à cette concurrence. Avant même l'apparition de la plupart de ces *retailers* online, H&M et Inditex avaient déjà une stratégie de conquête reposant sur : **(i)** l'international, **(ii)** le multicanal (puis l'omnicanal) et **(iii)** le multi-concept, tout en **(iv)** raccourcissant la durée de vie des collections pour coller au maximum aux évolutions de la mode. En somme, ce que les acteurs internet essaient aussi de mettre en place !

2.1. Des atouts majeurs pour attirer les consommateurs

2.1.1. Les deux marques phares sont en bonne santé

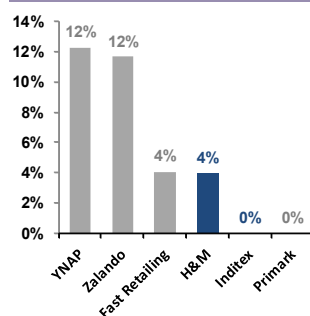
La société de conseil en stratégie et design des marques, Interbrand, publie chaque année son classement des 100 marques les plus valorisées dans le monde, en tenant compte de la performance opérationnelle, du rôle de la marque et sa force à influencer le choix du consommateur et de ses perspectives. Le graphique ci-dessous montre que la marque **H&M** occupe depuis de nombreuses années la 21^{ème} place de ce classement tandis que **Zara** est passée de la 50^{ème} à la 30^{ème} place entre 2009-15. Aucune autre marque de mode accessible n'est présente dans ce classement.

Fig. 1: Classement Interbrand d'H&M et Zara (2009-2015) :



Source: Interbrand

Poids des dépenses marketing (2015, en % du CA) :



Source: Company Data Bryan, Garnier & Co ests.

La notoriété et le succès de ces deux marques sont d'autant plus remarquables que les deux groupes ne dépensent que très peu en marketing (H&M : ~4% du CA total selon nos estimations), voire rien du tout comme c'est le cas pour Inditex. Il est vrai que ces deux groupes peuvent désormais compter sur le développement des **réseaux sociaux** sur lesquels la publicité est assurée par les consommateurs eux-mêmes, mais ce sont surtout les **magasins physiques et leurs vitrines qui sont le principal vecteur marketing des marques**, d'où le choix stratégique de l'emplacement des futurs magasins.

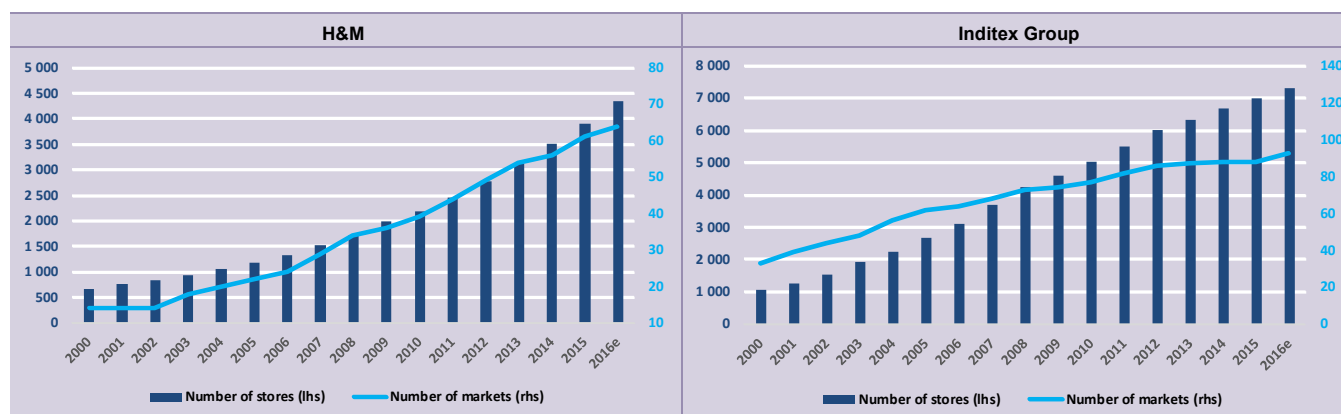
2.1.2. « Fast-Fashion » = développement international accéléré

Fort de deux marques qui jouent bien leur rôle d'étendard au sein d'un marché mondial très fragmenté, les deux groupes ont fortement accéléré leur développement à l'international à partir du début des années 2000 :

- (i) **H&M** : alors que le groupe suédois n'était présent que dans 14 pays avec 682 boutiques en 2000, il devrait opérer dans 64 marchés d'ici la fin d'année (Porto Rico, Nouvelle-Zélande et Chypre ouverts en 2016) avec plus de 4 300 boutiques à travers le monde. La **marque H&M** est naturellement présente dans ces 64 pays et représente près de 92% du nombre total de magasins ;
- (ii) **Inditex** : bien que l'historique du groupe soit plus récente qu'H&M, Inditex était déjà établi dans 33 pays avec 1 080 magasins en 2000. A fin 2016, Inditex devrait maintenir son avance avec au moins cinq nouveaux marchés ouverts cette année (Aruba, Paraguay, Nicaragua, Vietnam et Nouvelle Zélande) portant le total à 93 pays et gérer plus de 7 300 magasins dont de 2 100 pour la seule marque **Zara**.

Nous pouvons noter deux différences intéressantes entre les deux groupes : **1/** le poids de leur marché domestique est naturellement plus important pour Inditex (Espagne = ~19% du CA 2015) que pour H&M (Suède : ~5% du CA) mais reste malgré tout l'un de ses dix principaux marchés et **2/** Inditex est en avance en ce qui concerne l'internationalisation de ses autres concepts qui sont déjà dans plus de 55 pays en moyenne, contre une moyenne de 12 pour ceux d'H&M. Il est vrai que la stratégie multi-concept d'H&M est plus récente que celle d'Inditex.

Fig. 2: Une internationalisation rapide depuis le début des années 2000 :



Source: Company Data

2.1.3. Une stratégie multi-concept pour « occuper le terrain »

L'un des avantages concurrentiels d'ASOS, Zalando et même d'YNAP dans le premium/luxe, est le vaste choix d'articles disponibles sur leur site alors que les distributeurs traditionnels ont évidemment une surface commerciale limitée. Face à cette concurrence, H&M et Inditex déclinent une offre segmentée qui repose sur le multi-concept (ou multimarques) pour toucher une clientèle du prêt-à-porter la plus large possible, que ce soit en termes de style, de catégorie d'âge et de prix.

H&M : le multi-concept date de 2007

Le développement du groupe H&M a exclusivement reposé sur sa seule marque éponyme comme le met en exergue le tableau ci-dessous. Le démarrage de la stratégie multi-concept date donc de 2007 avec le lancement de la marque **COS** (2007), puis les rachats de **MONKI**, **WEEKDAY** et **Cheap Monday** en 2008. **& Other Stories** est le concept le plus récent, lancé en 2013. Compte tenu de cet historique plutôt récent, la marque **H&M représente encore près de 92% du parc total de magasins** (le suédois ne communique pas son CA par marque).

La marque H&M a toujours été positionnée dans le segment « *value-fashion* », avec une clientèle cible très large dans le prêt-à-porter (Femme, Homme, Enfant) et deux sous-concepts en dehors du textile : H&M Home (2009) pour la maison et H&M Beauty (2015) pour la cosmétique. Les autres concepts ont un positionnement un peu plus élevé (ex: COS et & Other Stories sont juste en deçà de l'*affordable luxury*) où la pression sur les prix est un peu moins grande.

Enfin, H&M va poursuivre cette stratégie multimarque puisque le CEO a annoncé en 2015 qu'il comptait **lancer une voire deux nouvelles marques en 2017**, qui seront « *radicalement différentes de ses concurrents* ».

Fig. 3: Les six marques du groupe H&M (données à fin novembre 2015) :

Brand	H&M	COS	MONKI	& Other Stories	WEEKDAY	Cheap Monday
Founded In...	1947	2007	2006 / 2008 *	2013	2002 / 2008 *	2004 / 2008 *
Number of Stores	3,610	153	106	30	20	5
Number of Markets	61	30	13	10	5	4 (35 in wholesale)

* Joined H&M following the acquisition of Fabric Scandinavien AB (2008)

Source: Company Data

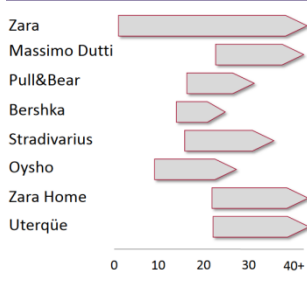
Depuis 2004, la **marque H&M s'est alliée tous les ans avec des couturiers et/ou des marques du luxe** pour lancer des collections en édition limitée. Cela permet à la marque d'accroître sa notoriété auprès de la clientèle aspirationnelle (au pouvoir d'achat plus élevé que celui de sa clientèle habituelle) et de pallier à une moindre exposition aux segments de prix supérieurs. Ainsi, les collections limitées sont vendues en moyenne 30% plus cher que le prix moyen pratiqué par la marque.

Fig. 4: Quelques exemples de collections « capsule » :

Year	Designer / Brand
2004	Karl Lagerfeld
2005	Stella McCartney
2009	Jimmy Choo
2015	Balmain
2016	Kenzo (launched on 3 rd November)

Source: Company Data

Clientèle cible des marques d'Inditex, par classe d'âge :



Source: Company Data

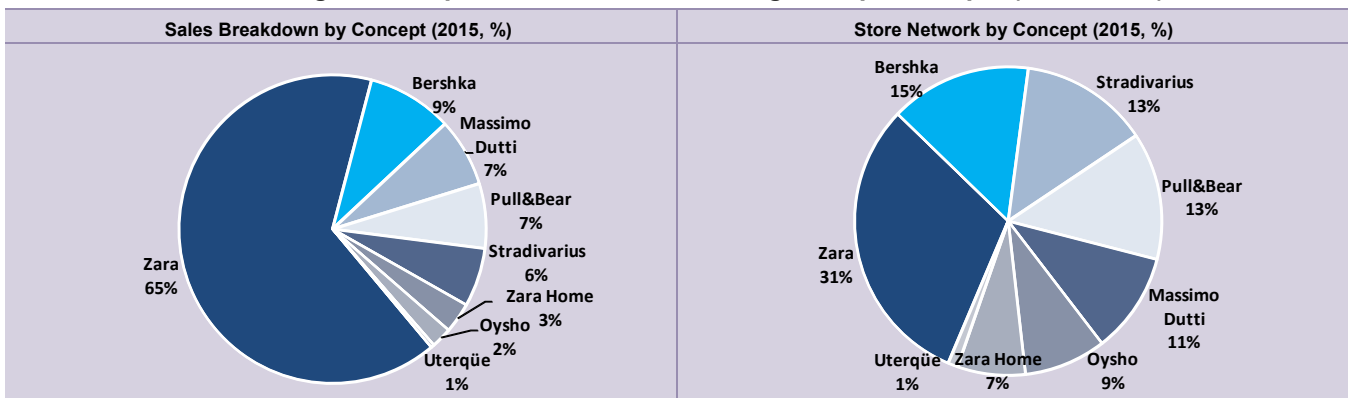
Inditex : un multi-concept déjà bien maîtrisé

L'expérience d'Inditex en matière de stratégie multimarques est en effet plus ancienne puisqu'elle a débuté en 1991 avec la création de **Pull&Bear** et l'acquisition de **Massimo Dutti** (1991). Puis viennent la création de **Bershka** (1998) et le rachat de **Stradivarius** (1999). La marque de lingerie **Oysho** est lancée en 2011, suivie par **Zara Home** (2003) et **Uterqüe** en 2008.

A l'instar de la marque H&M, Zara adresse une clientèle la plus large possible (Femme, Homme, Enfant) et toutes les classes d'âge comme le montre le graphique ci-contre. Il était toutefois indispensable d'avoir une offre encore plus segmentée, à destination des jeunes (Bershka, Oysho) ou des adultes qui ont aussi un pouvoir d'achat plus élevé, ce qui explique leur positionnement prix plus élevé de Massimo Dutti (*mass market* supérieur) et d'Uterqüe (entrée de gamme de *l'affordable luxury*).

Puisque la stratégie multi-concept d'Inditex est plus ancienne, le groupe eu le temps de mener à bien le développement des autres marques, lui permettant d'être un peu plus diversifié que son concurrent suédois puisque Zara ne représente « que » 65% du CA, même si cette part est resté quasiment inchangée au cours des dernières années (Zara pesait 64% du CA en 2009).

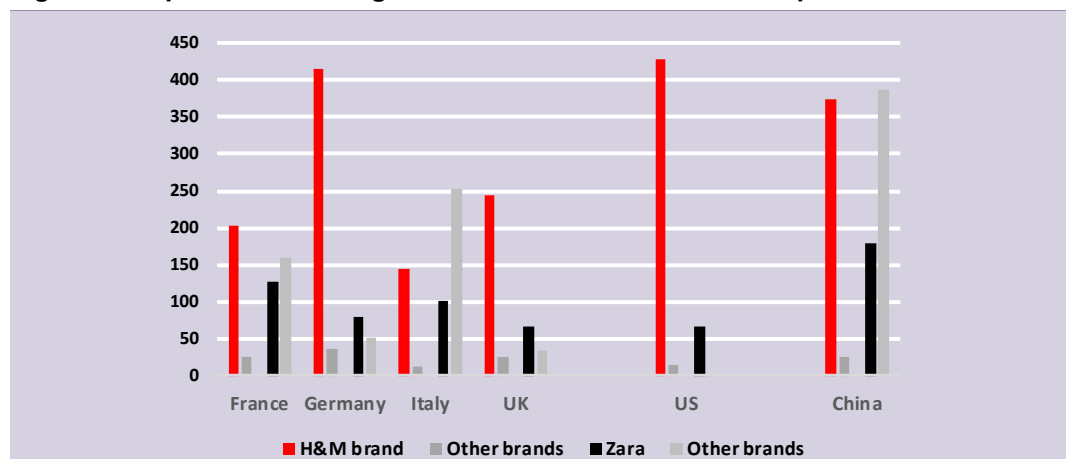
Fig. 5: Répartition du CA et des magasins par marque (2015, en %) :



Source: Company Data

A l'exception de l'Allemagne (1^{er} marché d'H&M) et des US où le suédois s'est développé plus facilement qu'Inditex, ce dernier compte généralement plus de magasins que son concurrent grâce à la présence de points de vente des autres marques. Sur les quatre principaux marchés européens, la marque Zara représente en moyenne 50% des points de vente du pays, contre 91% pour H&M. En Espagne, les magasins Zara ne pèsent que 25% du total !

Fig. 6: Répartition des magasins H&M/Zara vs autres concepts :



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

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

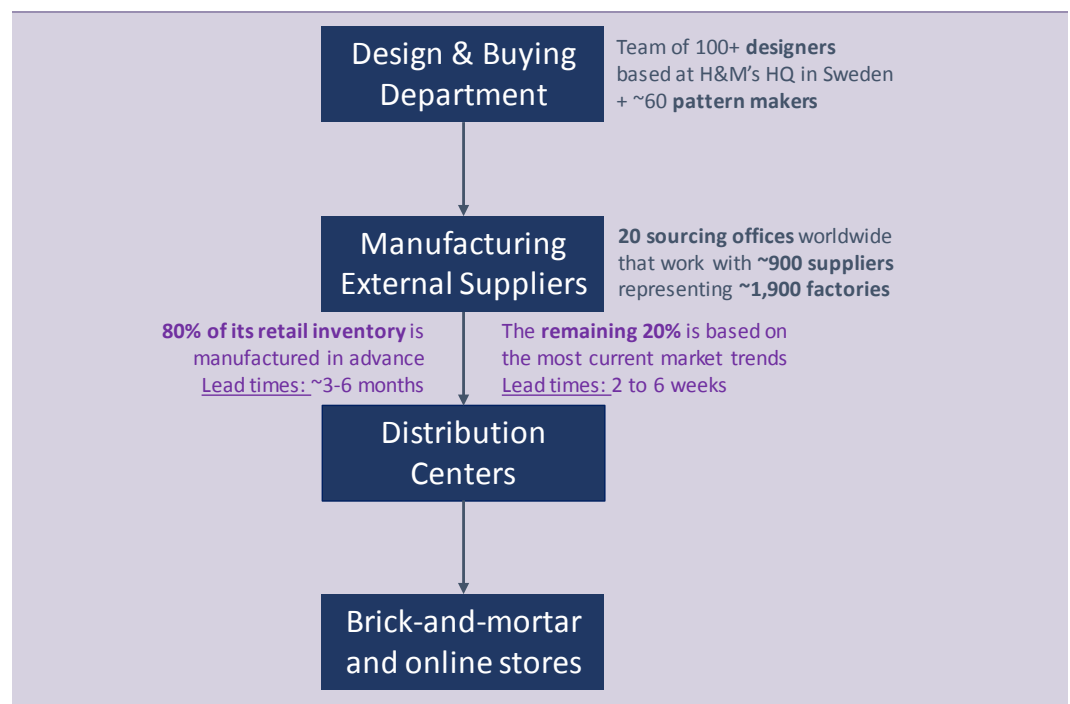
2.1.4. Principal défi : s'adapter au consommateur le plus vite possible !

H&M : Une *supply chain* classique proche des acteurs traditionnels

Comme le montre le graphique ci-dessous, la *supply chain* du suédois est plus traditionnelle que celle de son concurrent espagnol, que ce soit dans une approche *top down* au niveau de la création des collections (tout part de l'équipe de design) et dans les délais de la chaîne d'approvisionnement compte tenu d'une production majoritairement située en Asie.

- (i) **Design** : l'équipe de création rassemble plus **d'une centaine de designers et est entièrement basée au siège du groupe à Stockholm**. Pendant plus de 20 ans, cette équipe a été dirigée par Margarita van den Bosch qui a aujourd'hui pris du recul pour ne superviser que les collections capsule d'H&M ;
- (ii) **Production** : une fois le design d'une collection achevée, les 20 bureaux de *sourcing* d'H&M se chargent de la répartir auprès des 900 sous-traitants (ce qui représente plus de 1 900 usines). Près de **80% du *sourcing* est effectué en Asie** et du fait que les collections sont mondiales, H&M peut ainsi concentrer les volumes, lui permettant d'avoir de meilleures conditions d'achats indispensables à sa compétitivité-prix. Notons par ailleurs que **80% des collections sont produits en amont (3 à 6 mois en avance)**, des chiffres qui restent proche des standards de l'industrie du textile ;
- (iii) **Distribution** : la production est ensuite expédiée vers **les entrepôts du suédois qui sont dispersés sur l'ensemble de la planète**. Un entrepôt peut couvrir un ou plusieurs pays selon l'importance du marché.

Fig. 7: La *supply chain* simplifiée d'H&M proche des standards du secteurs :



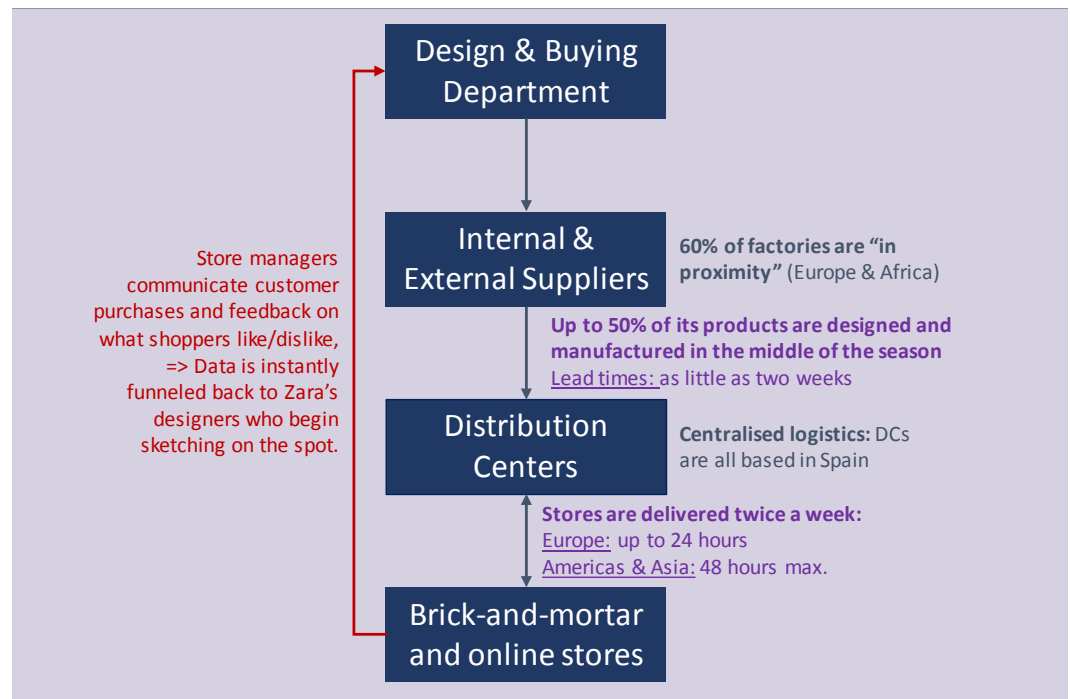
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Inditex : Une intégration verticale révolutionnaire et inégalée

Au vu du schéma ci-dessous, nous pouvons vraiment dire qu'Inditex a inventé une *supply chain* spécifique au groupe et inédite dans l'industrie du textile. Celle-ci répond clairement à la définition de *fast-fashion* (cycles de production raccourcis et durée de vie du produit relativement court par rapport aux standards) qui a été pensée pour « coller » au maximum aux tendances de consommation.

Le schéma simplifié ci-dessous illustre bien cette intégration verticale unique dans ce secteur, qui place le consommateur et la réactivité au centre de toutes les étapes.

Fig. 8: L'intégration verticale d'Inditex est unique dans l'industrie :



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

Les étapes listées ci-dessous concernent avant tout Zara mais la majorité de celles-ci s'appliquent aussi autres marques d'Inditex

- (i) **Le Store Manager** : puisqu'Inditex contrôle en direct sa distribution, le fondateur a bien compris le rôle clé que pouvaient jouer les magasins dans l'analyse des tendances de vente, **chaque Responsable de magasin ayant pour mission de remonter la réaction des consommateurs, les modèles à succès et les échecs auprès des designers** afin d'adapter très rapidement la création et la production en amont ;
- (ii) **Design** : si les équipes de designers dessinent en avance aussi la plupart des designs (~37 000 par an dont ~20 000 pour Zara) d'une collection, elles travaillent étroitement avec les commerciaux et le Merchandising qui relaient les remontées d'information des Responsables de magasins afin d'adapter constamment la production. **Rappelons qu'environ 15% de l'offre d'un magasin change chaque semaine et la durée de vie d'un modèle en boutique est généralement de 15j** ;
- (iii) **Production** : celle-ci a aussi été organisée de façon à réagir rapidement aux changements de tendances des consommateurs : **1/ près de 60% de la production est située dans des pays proches** des centres de design et entrepôts qui sont tous situés

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

en Espagne (Espagne, Portugal, Maroc, etc.), 2/ jusqu'à 50% d'une collection peut être dessinée et créée au milieu d'une saison (délais minimums : 2 semaines) tandis que seulement 15 à 25% de la collection est programmée six mois en amont (vs. 80% pour H&M) et 3/ Zara détient en propre plus d'une dizaine de centres de confection pour produire les pièces complexes (vestes, manteaux, etc.) dans des délais très courts (2 semaines) ;

(iv) **Distribution** : contrairement aux autres groupes, Inditex a une gestion centralisée puisque 100% des stocks passent par les entrepôts du groupe en Espagne. Les Responsables de magasins commandent et sont livrés deux fois par semaine (délais : max 24H pour l'Europe, 48H pour les Amériques et l'Asie). Si cette centralisation peut paraître lourde à première vue, le groupe s'assure que les modèles de chaque magasin/pays sont en adéquation avec les tendances de consommation et les ventes.

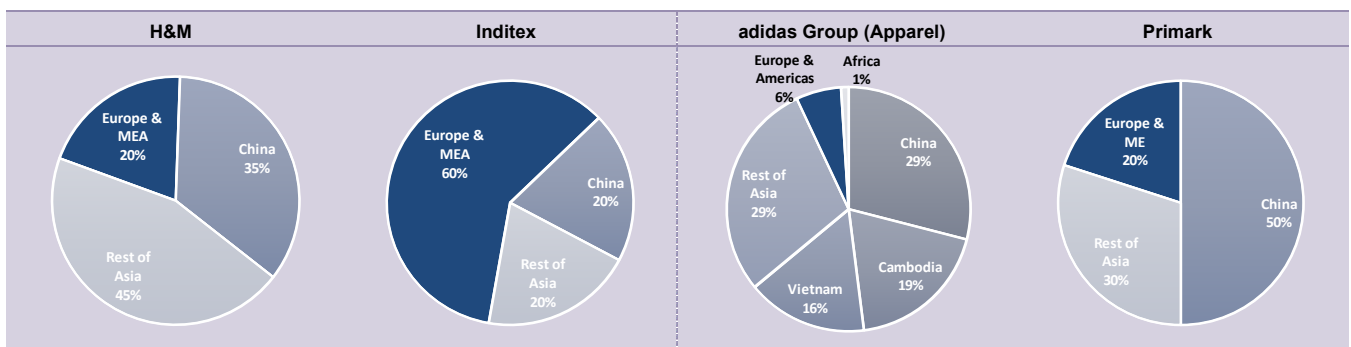
La réactivité et l'adaptabilité de son offre aux changements de mode (et aux conditions météo) vont permettre à Zara d'afficher un taux de produits soldés inférieur à la moyenne du secteur (~15-20% vs. ~30-40%) ainsi qu'un taux d'inventus très bas (~10% vs. ~15-20% pour l'industrie).

Selon nous, cette réactivité est le principale avantage concurrentiel d'Inditex, non seulement face à ses concurrents traditionnels, mais aussi par rapport aux acteurs internet. Ces derniers auront un choix de produits plus large, mais le *sourcing* de leurs marques propres est majoritairement effectué en Asie, ne leur permettant pas d'adapter leur offre aussi rapidement.

En effet, la grande majorité des marques de prêt-à-porter produisent en Asie, comme le mettent en exergue les graphiques ci-dessous. Le *sourcing* d'H&M est proche de ceux d'adidas Group et de Primark mais Inditex se distingue véritablement avec 60% de la production située dans les pays d'Europe ou limitrophes (Turquie, Maroc, Afrique).

Ce *sourcing* rendra le groupe moins sensible à l'évolution du dollar. En effet, uniquement 35% des COGS d'Inditex sont libellés dans la devise américaine contre au moins 80% pour H&M. Rappelons que son renforcement l'an dernier a eu un impact significatif sur le taux de marge brute de la plupart des acteurs du textile.

Fig. 9: Répartition du *sourcing* chez quatre acteurs du prêt-à-porter :



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

2.2. L’omnicanal chez H&M et Inditex

Bien que les deux groupes ne communiquent pas leurs ventes *online*, nous estimons qu’en 2015, elles ont représenté environ 7-8% du CA d’H&M et ~5-6% du CA d’Inditex. Nous verrons que le poids de ce circuit est amené à progresser ces prochaines années, mais il est encore plus important que ces deux groupes réussissent la mise en place d’une stratégie omnicanal afin de minimiser les risques de cannibalisation (= baisse du trafic dans les magasins physiques), surtout compte tenu de leur volonté d’ouvrir plusieurs centaines de nouveaux magasins par an à MT.




































































Selon nous, l’omnicanal sera un catalyseur sur la croissance des ventes mais en revanche, il sera encore plus difficile de mesurer précisément la contribution du circuit *online* aux résultats. Toutefois une chose est sûre, ne pas avoir de plateforme e-commerce présente un risque majeur. En effet, l’enseigne **Primark** a vu sa croissance annuelle à magasins comparables reculer de 2% (à fin septembre) pour la première fois depuis 16 ans. Cette contreperformance est imputée à l’impossibilité d’acheter en ligne sur le site de la marque.

2.2.1. Le déploiement *online* se poursuit

Le fait que la part du e-commerce soit légèrement plus élevée chez H&M que chez Inditex peut s’expliquer par le plus gros poids de sa marque éponyme dans le groupe, mais aussi parce que le suédois a inauguré son premier site e-commerce en 1998, soit douze ans avant Zara. Mais dès 2010, Zara a lancé ses plateformes dans 11 pays et a eu un déploiement plus agressif ces dernières années :

- La marque **H&M** devrait avoir un site marchand disponible dans 34 pays d’ici la fin d’année (vs. 23 à fin novembre 2015) ;
- **Zara** dispose d’une plateforme e-commerce dans 40 pays contre 27 à fin janvier 2016 et notons que depuis avril 2016 l’ensemble des marques d’Inditex sont au moins présentes dans les 28 pays de l’UE.

Fig. 10: E-commerce : H&M a commencé 12 ans avant Zara :

Year	H&M Brand	Zara Brand
1998		
1999	 	
2000		
2001		
2002		
2003		
2004		
2005		
2006		
2007	 	
2008		
2009		
2010		          
2011		      
2012		
2013		 
2014	   	   
2015	        	  
2016e	        	       

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

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

Selon nous, H&M et Inditex auront donc, d'ici la fin d'année, une présence *online* dans respectivement 34 et 40 marchés qui représentent environ 90% du CA des deux groupes. Par conséquent, la montée en puissance des sites marchands dans les principaux marchés des deux groupes sera un catalyseur plus important que leur déploiement dans de nouveaux pays, au poids plus limité dans les ventes totales.

A partir de nos estimations de CA *online* 2015 pour H&M et Inditex, nous avons tenté de prévoir l'évolution de ces ventes *online* (en % du CA total) ainsi que leur contribution théorique à la croissance à magasins comparables pour chaque groupe, sur la période 2016-18.

Fig. 11: H&M : évolution du e-commerce et contribution à la croissance LFL :

H&M	2015	2016e	2017e	2018e
If CAGR of 20% – Online as a % of total sales	7.0	7.9	8.6	9.4
Estimated contribution to LFL growth sales	-	1.4pp	1.6pp	1.7pp
If CAGR of 30% – Online as a % of total sales	7.0	8.5	10.1	12.0
Estimated contribution to LFL growth sales	-	2.1pp	2.6pp	3.0pp
If CAGR of 40% – Online as a % of total sales	7.0	9.2	11.7	15.0
Estimated contribution to LFL growth sales	-	2.8pp	3.7pp	4.7pp

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

Notons que la montée en puissance de l'e-commerce semble avoir un impact théorique moins important chez Inditex que chez H&M : (i) parce qu'il pèse légèrement moins chez l'espagnol (~5% du CA groupe contre ~7% pour le suédois), mais aussi (ii) en raison de nos estimations de croissance des ventes totales plus prudentes chez H&M.

Fig. 12: Inditex : évolution du e-commerce et contribution à la croissance LFL :

Inditex	2015	2016e	2017e	2018e
If CAGR of 20% – Online as a % of total sales	5.0	5.4	5.8	6.4
Estimated contribution to LFL growth sales	-	1.0pp	1.1pp	1.2pp
If CAGR of 30% – Online as a % of total sales	5.0	5.9	6.9	8.1
Estimated contribution to LFL growth sales	-	1.5pp	1.8pp	2.1pp
If CAGR of 40% – Online as a % of total sales	5.0	6.3	8.0	10.1
Estimated contribution to LFL growth sales	-	2.0pp	2.5pp	3.2pp

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

2.2.2. Le magasin physique reste au centre de la stratégie de croissance (pour le moment)

Malgré la montée en puissance du circuit *online*, le magasin reste le point de contact privilégié avec leur clientèle, tant chez H&M que chez Inditex. En outre, leurs magasins et leurs vitrines sont le premier vecteur de communication pour accroître leur notoriété car contrairement à la quasi-totalité des acteurs du prêt-à-porter, ces deux groupes ne dépensent quasiment rien en publicité et marketing : 0% pour Inditex et environ 3-4% pour H&M !

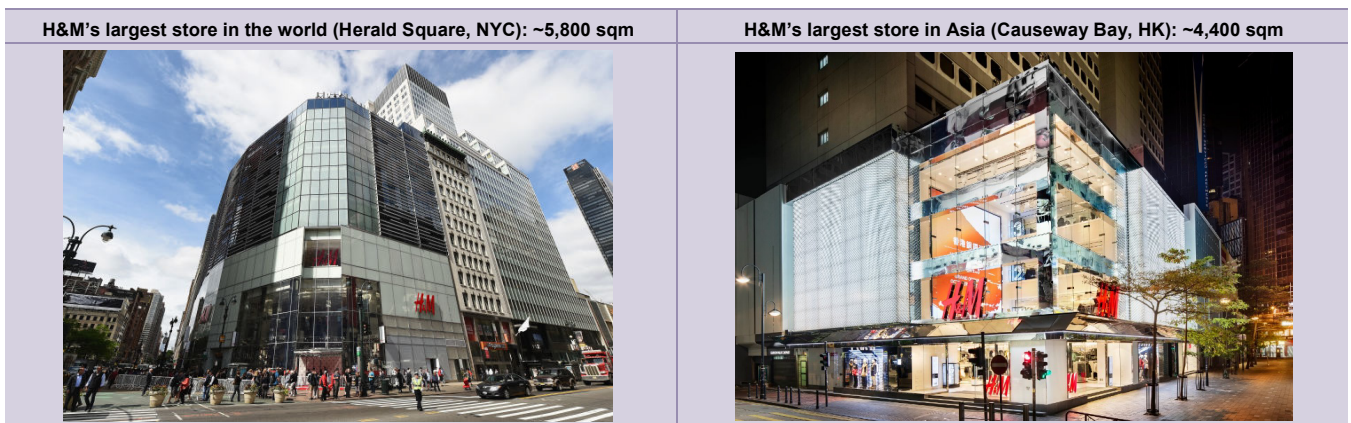
La stratégie *Retail* des marques H&M et Zara est très similaire à celles des groupes de luxe : il s'agit de se concentrer surtout sur les ouvertures de magasins *flagships* dans les artères les plus commerçantes. Comme abordé plus tard dans cette partie, on voit en effet la taille moyenne des magasins grandir année après année.

H&M : toujours 10-15% de surface supplémentaire par an

Le groupe suédois a maintenu son objectif de faire croître sa surface commerciale de 10-15%/an. Nous pensons toutefois qu'H&M sera dans le bas de fourchette sur la période 2016-18 (~10%), ce qui implique néanmoins l'ouverture d'au moins 420 magasins sur la période 2016-18 :

- (i) **Marque H&M :** l'expansion de la marque représentera un peu moins de 80% du total d'ouverture sur la période. Cette marque a naturellement le potentiel pour conquérir de nouveaux marchés en plus des 61 pays où elle est déjà présente, mais aussi renforcer quelques marchés du Top 10 où la pdm est proche ou inférieure à 0,5%, tels que les **US** (445 DOS à fin août) où la marque connaît un succès plus rapide qu'Inditex et la **Chine** (400 DOS). Notons que la taille moyenne des nouveaux magasins (>1,500m²) est supérieure à la moyenne historique (1,300-1,400m²), tirée notamment par les *flagships* qui dépassent souvent 3,000m² (cf. Fig 13) car ces nouveaux magasins consacrent un espace à la maison (H&M) et à la beauté (H&M Beauty) en plus des catégories habituelles.

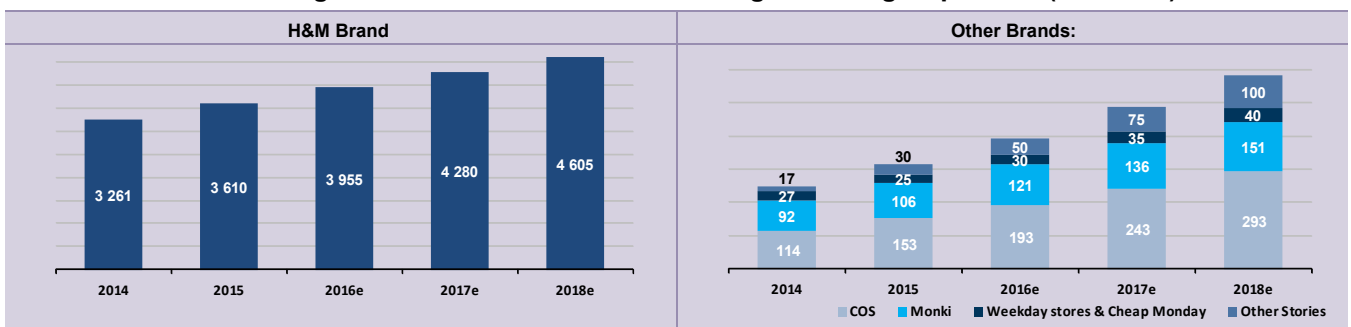
Fig. 13: Deux exemples de flagships d'H&M ouverts en 2015 :



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

- (ii) **COS :** Son positionnement haut de gamme dans le *mass market* présente des perspectives de croissance intéressantes face à la montée en gamme des marques de « *Paffordable luxury* ». La marque a déjà démontré qu'elle savait s'internationaliser puisqu'elle comptait 177 DOS dans plus de 30 pays à fin août, mais peut encore se développer face à des marques telles que **Banana Republic** (Gap, 668 DOS dont 607 en Amérique du Nord) ou **Massimo Dutti** (Inditex, 749 DOS) qui opèrent aussi dans ce segment de marché. A noter que les magasins COS et des quatre autres marques du groupe suédois ont une surface moyenne nettement plus réduite : nous l'estimons à environ 450m² pour **COS**, **Weekday** (+**Cheap Monday**) et **& Other Stories** et à 275m² pour **Monki**.

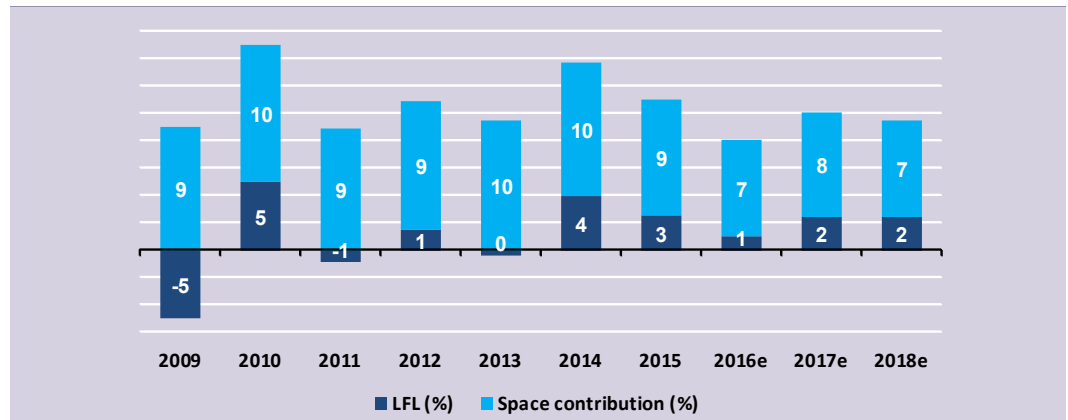
Fig. 14: Evolution du réseau de magasins du groupe H&M (2014-18e) :



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

L'évolution de la croissance à tcc d'H&M depuis 2009 est reprise dans le graphique ci-dessous. Entre 2016 et 2018, nous prévoyons donc une croissance de la surface commerciale de près de 10% (soit le bas de fourchette de la guidance MT de +10-15%) à laquelle nous retenons une productivité de 60% en 2016, puis de 70% en 2017-18, soit un effet surface compris entre 7% et 8% sur la période.

Fig. 15: Evolution de la croissance à tcc d'H&M (2009-2018e, en %) :



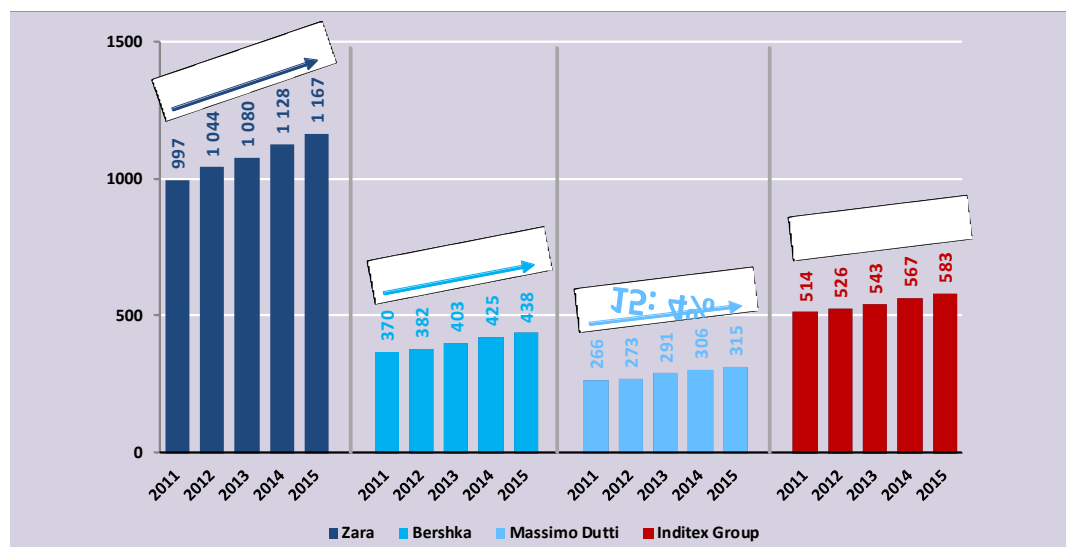
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Inditex : vers moins d'ouvertures mais la taille des magasins s'agrandit aussi

Contrairement à H&M, en début d'année Inditex a abaissé son objectif MT de croissance de la surface commerciale, qui s'élève désormais à +6-8%/an contre +8-10% précédemment. S'il est vrai que le groupe espagnol compte plus de magasins que son principal concurrent (FY15 : 7 000 magasins contre 3 924 pour H&M), le CEO a aussi expliqué que cette nouvelle guidance tenait compte de la montée en puissance du circuit *online* et de la volonté du groupe d'ouvrir moins de points de vente, mais de taille plus importante.

En effet, le graphique ci-dessous montre que pour les trois principales marques d'Inditex, la surface moyenne des magasins a progressé de 4% sur la période 2011-15 et de plus de 3% pour Inditex.

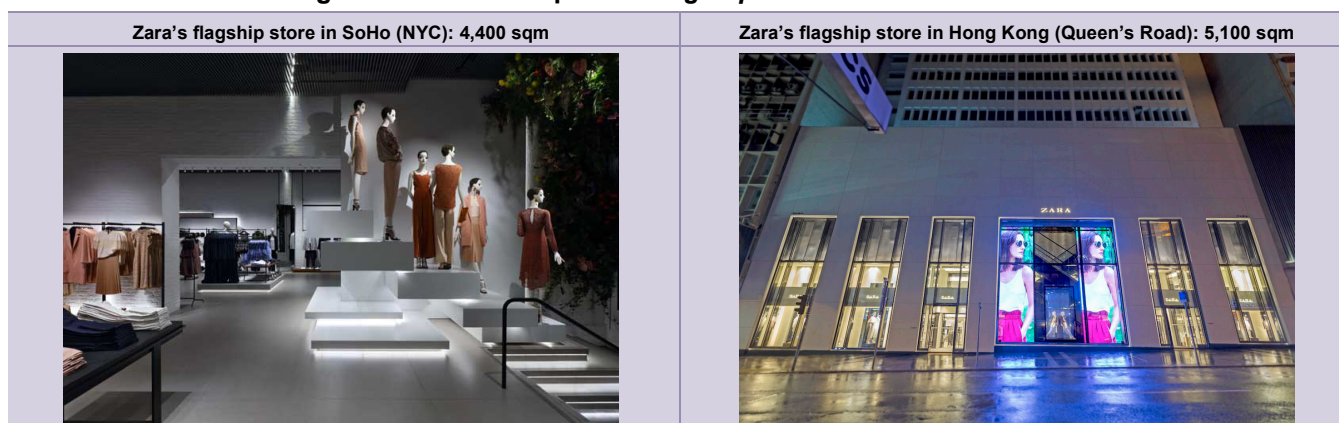
Fig. 16: Surface moyenne des magasins d'Inditex Group (en m²) :



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

La marque Zara a ouvert son nouveau *flagship* à New York dans le quartier de SoHo (4 400m²) en mars 2016 tandis que le plus grand magasin de la marque en Asie se trouve à H-K (5 100m²). Il est intéressant de noter que Zara (et H&M) continue d'ouvrir des magasins dans des marchés tels que les US ou la Grande Chine où de nombreuses marques connaissent des baisses de trafic dans leurs boutiques.

Fig. 17: Deux exemples de *flagships* Zara :



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

H&M et Inditex : priorité aux meilleurs emplacements !

Le tableau ci-dessous liste les 10 artères commerçantes les plus chères du monde qui sont aussi très prisées des marques de luxe. Or on voit bien que malgré leur positionnement « *value* », H&M et Zara n'hésitent pas à s'implanter dans les mêmes avenues !

Outre la nécessité de profiter du trafic naturel de ces rues commerçantes, ces *flagships* jouent un rôle clé dans la communication et le développement de la notoriété de ces marques qui, rappelons-le, dépensent très peu en marketing (voire rien dans le cas d'Inditex !). Selon nous, ceci démontre le décloisonnement des habitudes d'achats des consommateurs qui peuvent à la fois acheter des produits de luxe tout en étant aussi client d'H&M et/ou de Zara. Cette tendance s'accélère à mesure que la génération « *Millennial* » gagne en importance.

Fig. 18: Les magasins H&M et Zara sont proches des marques de luxe :

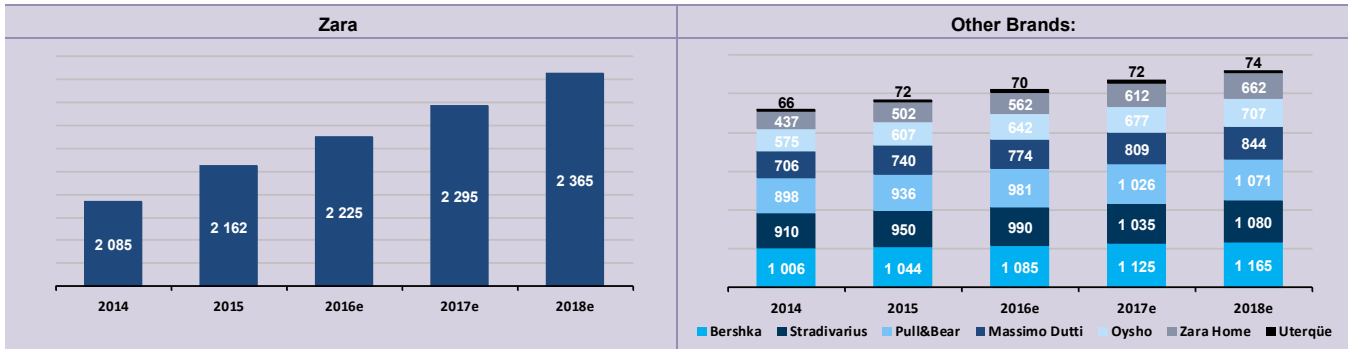
Rank	City	Street	H&M	Zara	Comments
1	New York	Upper 5 th Avenue (49th-60th)	✓	✓	H&M store is on 5th Av & 48th
2	Hong-Kong	Causeway Bay	✓	✓	
3	Paris	Av. des Champs Elysées	✓	✓	Two Zara stores + 1 Zara Home
4	London	New Bond Street	✓	✓	H&M and Zara stores are on the corner of Oxford St. and New Bond St.
5	Milan	Via Montenapoleone	✗	✗	
6	Sydney	Pitt Street Mall	✓	✓	
7	Zurich	Bahnhofstrasse	✓	✓	
8	Tokyo	The Ginza	✓	✓	
9	Seoul	Myeongdong	✓	✓	
10	Vienna	Kohlmarkt	✗	✗	No Zara store but Massimo Dutti is there

Source: Cushman & Wakefield, Company Data, Bryan, Garnier & Co.

Selon nos prévisions, reprises dans les graphiques de la page suivante, le groupe Inditex devrait détenir près de 8 000 magasins d'ici la fin de l'exercice fiscal 2018 (janvier 2019), ce qui implique l'ouverture d'environ 320 points de vente (dont 70 pour la seule marque Zara) par an.

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

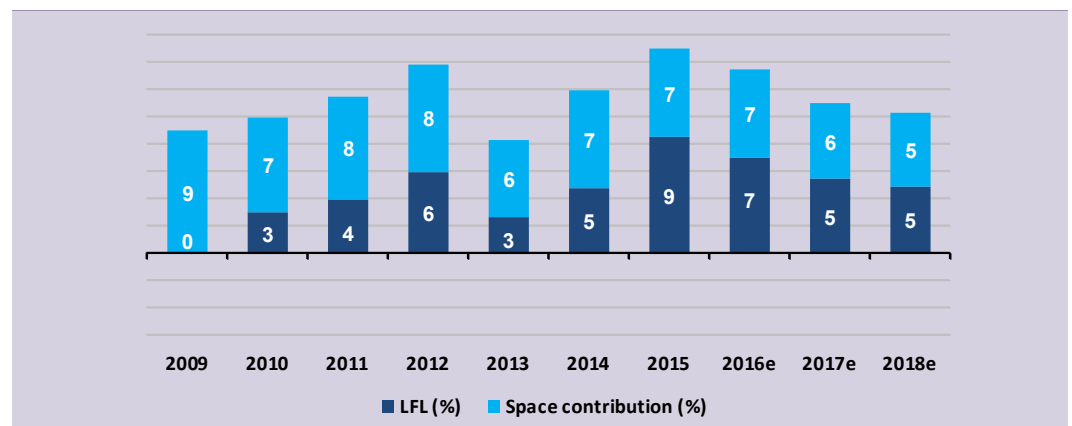
Fig. 19: Evolution du réseau de magasins d'Inditex (2014-18e) :



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

L'abaissement de l'objectif de croissance de la surface commerciale est reflété dans nos prévisions d'effet surface ci-dessous (~6% en 2017 et ~5% en 2018), qui induisent une productivité liée à la surface supplémentaire de 75% sur la période 2017-18.

Fig. 20: Evolution de la croissance à tcc d'Inditex (2009-2018e, en %) :



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

2.2.3. Qu'en est-il du "Click-and-Collect" ?

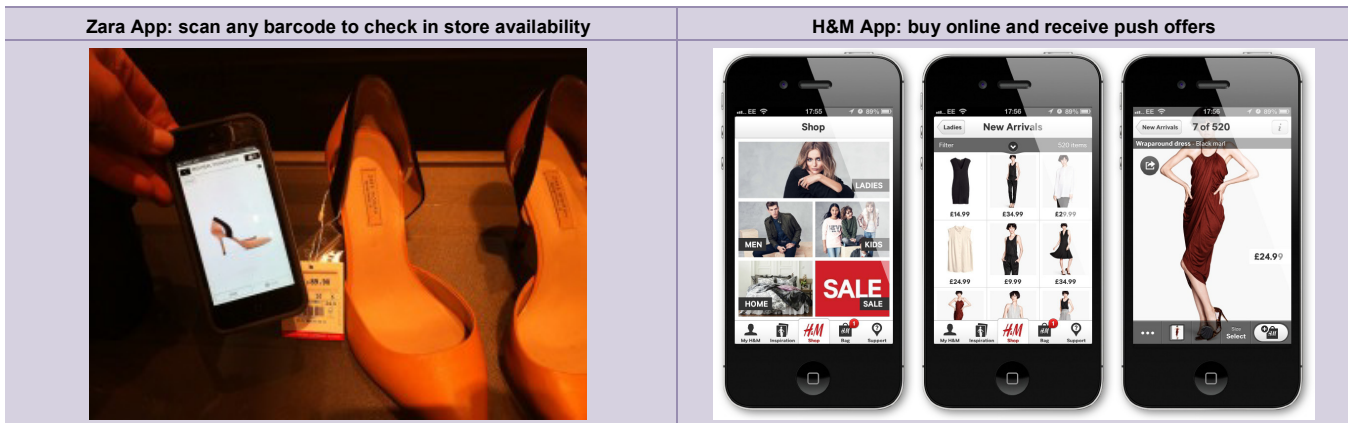
Le management d'Inditex a récemment dévoilé deux tendances intéressantes : **un tiers des commandes en ligne sont retirées en magasin et près de deux tiers des retours sont effectués en magasin.** H&M n'a pas communiqué sur ce sujet mais puisque le circuit online est légèrement supérieur à celui d'Inditex en % du CA, nous pensons que le suédois doit observer le même phénomène avec sa clientèle.

Ces statistiques valident la pertinence du modèle omnicanal. Ainsi, le magasin reste un passage obligé et fait partie intégrante de « l'expérience client ». L'omnicanal présente deux avantages importants :

- (i) **Les dépenses logistiques restent sous contrôle**, en particulier celles associées aux retours (ces coûts peuvent représenter jusqu'à 14-15% du CA pour des acteurs tels qu'ASOS ou Zalando) ;
- (ii) **Nouvelle opportunité d'achat** : la visite du client en magasin constitue en effet une nouvelle opportunité pour lui vendre un/plusieurs articles supplémentaires et améliorer l'expérience d'achat.

Les deux groupes ont développé des applications mobiles afin d'assurer à leur clientèle une continuité au magasin physique. Les clients ont évidemment la possibilité d'acheter en ligne à partir de leur *smartphone*, mais l'objectif principal de ces applications est bien d'attirer leurs utilisateurs dans un magasin de la marque. Ainsi, ils reçoivent des offres promotionnelles et des alertes dès l'arrivée de nouveaux produits. En cas de non-disponibilité en magasin, les visiteurs peuvent alors scanner le code-barres et vérifier immédiatement la disponibilité en ligne.

Fig. 21: Les applications mobiles pour attirer les consommateurs en magasin :



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

Le service « *Click-and-Collect* » est l'illustration de la mise en place d'une stratégie omnicanal par les marques, même si sa mise en place requière des investissements importants en matière de *supply chain*, afin d'assurer la liaison entre les entrepôts et le réseau de magasins. Face à ces coûts supplémentaires, en deçà d'un montant minimum, l'offre « *Click-and-Collect* » est redevenue payante chez certains distributeurs tels que **John Lewis** (40% de son CA sur internet) qui a décidé de faire payer le service 2GBP pour tout ordre inférieur à 30GBP et **Tesco** qui charge un coût additionnel de 4GBP pour toute commande de moins de 40GBP.

Nous avons comparé les options de livraison et de retour offertes par d'**H&M/Zara** et celles de **ASOS** et **Zalando** qui sont deux acteurs importants du prêt-à-porter dans le milieu de gamme. Le tableau ci-dessous montre qu'H&M et Zara offrent des prestations quasiment identiques à celles des acteurs *online*. En revanche, nous pensons qu'H&M et Zara ont un atout de taille avec leurs magasins. Ils peuvent offrir une meilleure expérience client dans le cadre du « *click-and-collect* » (vérification des tailles, essayage, conseils de vendeuses, achats complémentaires, etc.) et des retours (connaître les raisons du retour, échange immédiat, orienter/conseiller vers une solution alternative, etc.)

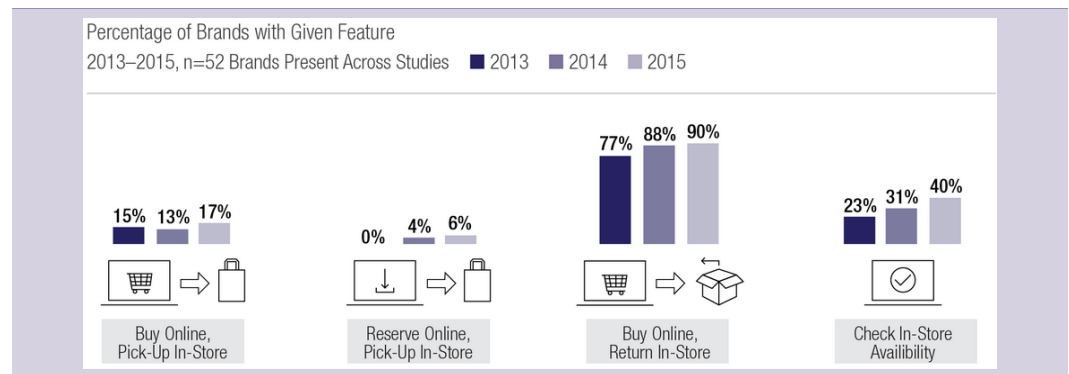
Fig. 22: Options de livraison et de retour sur leur site marchand UK :

Delivery & Returns	H&M brand	Zara (Inditex)	ASOS	Zalando
Free Delivery?	YES – Free standard delivery (2-3 days) over GBP50	YES – Free standard delivery (2-3 days) over GBP50	YES – Free standard delivery (2-3 days) over GBP20	YES – Free standard delivery (2-4 days) and no minimum
Next Day Delivery?	YES – Fee of GBP5.99	YES – Fee of GBP9.95	YES – Fee of GBP5.95 and free over GBP100	YES – Fee of GBP5.95
Click-and-Collect option?	YES – Free	YES – Free but not available everywhere (e.g. France)	YES – Fee of GBP5.95 and free over GBP100	YES, in a Parcel Shop – Free
Returns for online orders	YES – Free : all returns must be made within 1 month	YES – Free : all returns must be made within 1 month	YES – Free : all returns must be made within 28 days	YES – Free : all returns must be made within 100 days

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co.

Paradoxalement, si 90% des marques de textile étudiées par le cabinet de conseil en marketing digital L2 permettent déjà à leur clientèle de retourner leurs produits en magasin (leur évitant ainsi des frais logistiques trop importants), elles n’offrent en revanche que très peu de services complémentaires tels que l’achat/réservation en ligne + retrait du produit en magasin qui nécessitent des investissements importants au niveau de la *supply chain* (synchronisation de la gestion des stocks, etc.). **H&M et Inditex sont donc plutôt en avance sur leur industrie en ce qui concerne la stratégie omnicanal.**

Fig. 23: Services omnicanal : H&M et Inditex sont en avance par rapport au reste de l’industrie :



Source: L2 Digital IQ Index

2.2.4. Les réseaux sociaux : H&M est plus actif que Zara

Le tableau ci-dessous montre en effet qu’H&M est plus engagée sur les réseaux sociaux que sa concurrente espagnole, notamment sur Facebook et Twitter. Les deux marques les utilisent pour présenter leurs nouvelles collections et renforcer les liens avec leurs clients tout en minimisant les dépenses marketing, surtout en ce qui concerne Zara.

Mais selon nous, la forte présence d’H&M sur ces plateformes peut s’expliquer par le fait qu’H&M fasse régulièrement appel à des égéries (ex : Gisèle Bündchen, David Beckham, etc.) ainsi que pour promouvoir ses collections « capsules » qui créent un énorme buzz sur internet.

Fig. 24: Les marques et leur présence sur les réseaux sociaux :

Social Media	H&M brand	Zara	adidas	ASOS	Gap brand	Mango	Nike	Primark	Zalando
Facebook (Likes)	28.8m	24.7m	25m & 29.1m *	4.4m	8.2m	10.3m	27.2m	4.7m	4.1m
Instagram (Followers)	17.4m	14.4m	11.4m & 15.5m *	5.1m	1.5m	5.8m	65.9m	3.6m	334k
Pinterest (Followers)	295k	302k	82k	534k	140k	65k	Nike Women: 10k	56k	DE: 7.5k FR: 3k
Twitter (Followers)	8.19m	1.19m	2.9m & 3.5m *	1.0m	675k	774k	6.66m	182k	DE: 17k FR: 16k
Youtube (Views)	117.8m	3.2m	72.3m & 51.3m *	23.3m	17.7m	10m	179.3m	3.2m	15.6m

* = adidas Originals

Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co.

2.3. H&M et Inditex : nos prévisions de croissance du CA 2016-18

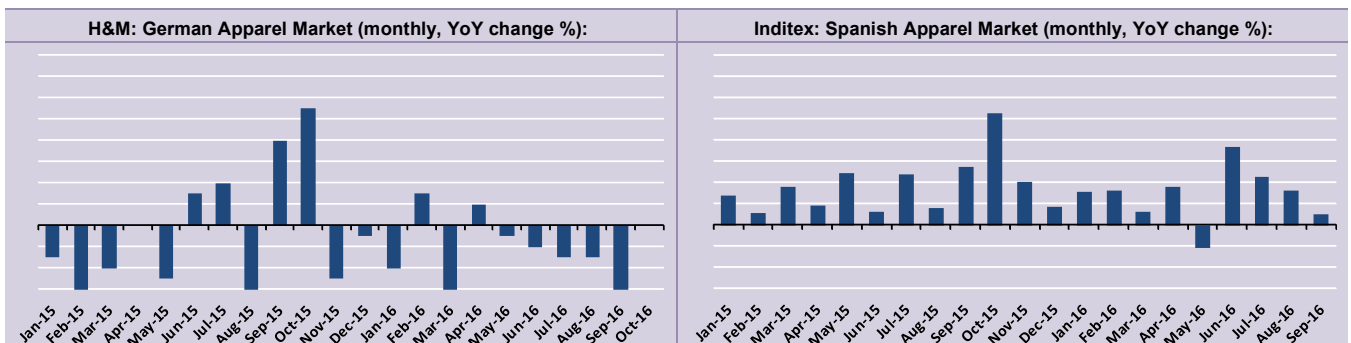
Bien que la conjoncture économique mondiale reste fragile, nous tablons sur une croissance du CA dynamique chez H&M (TCAM 2016-18e: +8,7%) et chez Inditex (TCAM 2016-18e: +10,8%) qui vont continuer leur stratégie reposant sur : (i) leur capacité à bien exécuter pour surperformer le marché mondial, (ii) la montée en puissance de l'omnicanal et (iii) les ouvertures de magasins.

2.3.1. Comment se comportent-ils dans leurs 1^{ers} marchés respectifs ?

H&M réalise 18% du CA en Allemagne (pdm : ~5%) et l'Espagne représente aussi 18% des ventes d'Inditex (pdm : ~15%). Dans ces marchés relativement matures pour chacun des groupes et malgré des conditions de marché différentes, cette analyse montre si la stratégie et l'exécution sont bonnes, ce qui aura naturellement une incidence sur leur croissance LFL.

Les deux graphiques ci-dessous mettent en exergue les conditions de marché du prêt-à-porter plus favorables en Espagne qu'en Allemagne, malgré un léger tassement sur les derniers mois, qui s'explique par les inquiétudes des Espagnols face à l'absence de gouvernement, mais cette crise politique est réglée depuis fin octobre. Le marché allemand reste impacté par la prudence des consommateurs allemands et des conditions météorologiques plutôt défavorables par rapport au timing de sortie des collections (absence d'hiver en début d'année et mauvais ensoleillement cet été).

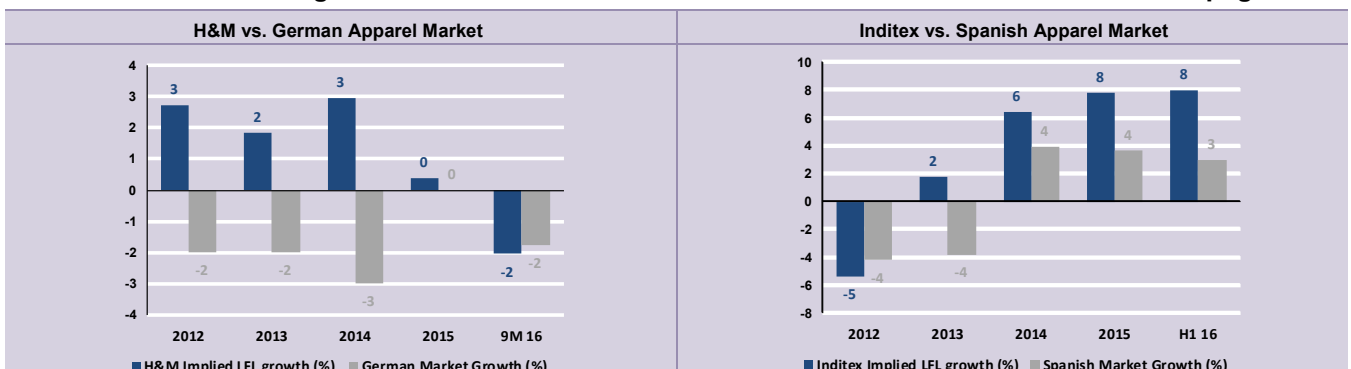
Fig. 25: Evolution du marché du prêt-à-porter en Allemagne et en Espagne :



Source: Textilwirtschaft, INE, Bryan, Garnier & Co ests.

Si **H&M** a régulièrement surperformé le marché allemand ces dernières années, ce n'est pas le cas cette année avec une baisse de 2%e LFL compte tenu du marché allemand difficile et de la concurrence grandissante de Primark (21 magasins en Allemagne), tandis qu'**Inditex** a maintenu une dynamique très forte en Espagne (est. BG : ~+8%e vs marché domestique à +3%).

Fig. 26: Performances LFL d'H&M et Inditex vs marchés allemand et espagnol :



Source: Textilwirtschaft, INE, Bryan, Garnier & Co ests.

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

2.3.2. Réactivité face aux changements de tendances : avantage Inditex

Comme abordé dans la partie 2.1.4, la *supply chain* et le *sourcing* d'H&M sont plutôt classiques et semblables au reste de l'industrie : une approche « top-down » (l'équipe de création donne l'impulsion pour le design des collections) et **une production majoritairement effectuée en Asie (~80%)**.

Par conséquent, environ 80% des collections sont dessinées et commandées 6 mois avant leur livraison en magasin, **ce qui rend H&M, à l'instar de l'industrie, sensible aux variations de tendances (mode, consommateurs, etc.) et aux conditions météorologiques**, comme en témoigne le tableau ci-dessous :

Fig. 27: Les ventes d'H&M sont dépendantes des aléas climatiques :

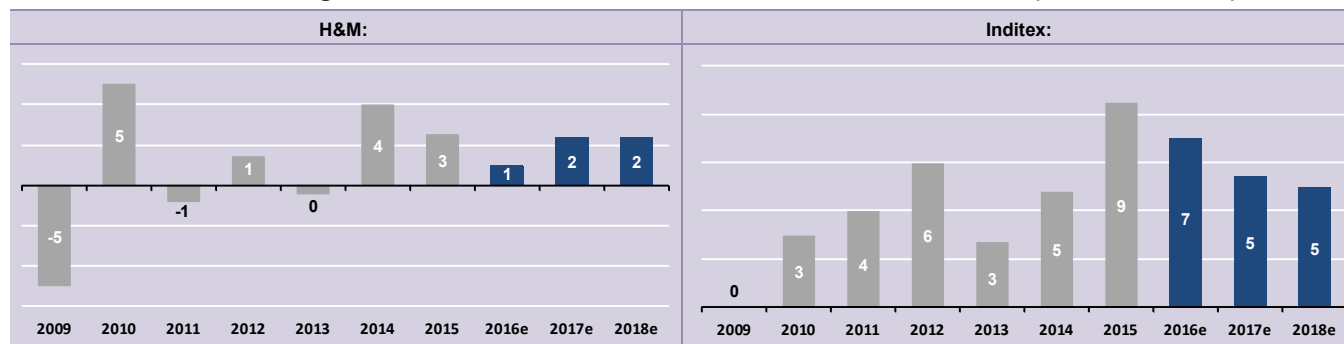
Month	FX-n growth and implied LFL (%)	H&M comment:
March 2016	+2% / -6%	"Weather conditions in March last year were favourable for the season, while the opposite is true this year"
April 2016	+5% / -3%	"The cold spring which continued into April in several of H&M's large markets has had an unfavourable impact on sales of transitional garments"
August 2016	+7% / -1%	"Sales development in August had a very good start. But sales were negatively affected in the second half of the month by exceptionally hot weather in most of the group's markets"
September 2016	+1% / -7%	"The unseasonably warm weather in September had a very negative impact on the H&M group's sales in the month of September".

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

Dès le début, le groupe Inditex s'est construit autour d'une *supply chain* très souple et réactive : **1/ c'est le consommateur**, avec ses décisions d'achat remontées deux fois par semaine par chaque responsable de magasin, **qui va orienter l'équipe de stylisme** sur les tendances de la mode, **2/ près de 60% la production est basée à « proximité »** (c.-à-d. Espagne, Portugal et Maroc principalement), permettant : **3/ de dessiner et produire près de 50% d'une collection au milieu de la saison** (ce chiffre est surtout vrai pour la marque Zara) et **4/ de la livrer en deux semaines environ**.

Ainsi, le groupe espagnol est moins exposé aux changements de tendance et aux conditions climatiques qui sont rarement évoqués dans sa communication. Inditex ne communique pas de croissance LFL mensuelle, mais lors des résultats du S1/16 communiqués le 21 septembre, le groupe précisait que le CA avait progressé de 13% à tcc sur les sept premières semaines du S2 (1^{er} août => 18 septembre), soit une croissance LFL estimée à 7-8%.

Fig. 28: Evolution de la croissance LFL d'H&M et Inditex (2009-18e, en %) :




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

2.3.3. Montée en puissance des ventes online et harmonisation des prix en cours

A l'instar de nombreuses marques, H&M et Inditex, ont entamé une stratégie d'harmonisation des prix sur le plan mondial. Toutefois, le rapide relevé de prix dans les tableaux ci-dessous montrent que la stratégie de *pricing* d'H&M est plus homogène que celle de Zara.

Rappelons qu'en raison d'un *sourcing* majoritairement basé en Asie, **H&M** commande d'importantes quantités de produits destinées à être vendues dans la quasi-totalité de ses marchés, ce qui rend la politique de prix plus lisible, mais qui peut aussi l'exposer au risque de change si la marque ne peut/veut augmenter les prix en cas de chute de certaines devises, comme le GBP par exemple.


Fig. 29: Un différentiel de prix plus réduit chez H&M... :

	 Spain	 UK	 France	 Germany	 China	 US
Cold Shoulder Dress Price in local currency	 EUR39.99	GBP29.99	EUR39.99	EUR39.99	CNY349	USD49.99
Price in EUR (base 100 = Spain)	100	86	100	100	118	115
Wool-blend Coat Price in local currency	 EUR99	GBP79.99	EUR99	EUR99	CNY899	USD129
Price in EUR (base 100 = Spain)	100	99	100	100	123	120

Source: HM.com (14 November 2016), Bryan, Garnier & Co ests

Chez **Zara**, l'écart de prix reste important même au sein de la zone euro (+33% en France et Allemagne vs. Espagne) même s'il s'est réduit avec certains pays grâce aux devises (GBP, CNY). Même si la majorité des collections sont destinées au monde entier, la marque adapte les volumes et la taille de certaines collections en fonction de la demande et des tendances de chaque pays, rendant le différentiel de prix moins problématique à CT. Néanmoins, le groupe Inditex va poursuivre ce mouvement d'harmonisation au cours des prochaines années.

Fig. 30: ... Alors qu'il reste encore important chez Zara :

	 Spain	 UK	 France	 Germany	 China	 US
Knot Skirt Dress Price in local currency	 EUR29.95	GBP29.99	EUR39.95	EUR39.95	CNY299	USD49.90
Price in EUR (base 100 = Spain)	100	115	133	133	135	153
Long Masculine Coat Price in local currency	 EUR149	GBP179	EUR199	EUR199	CNY1,999	USD299
Price in EUR (base 100 = Spain)	100	138	133	133	181	184

Source: Zara.com (14 November 2016), Bryan, Garnier & Co ests

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

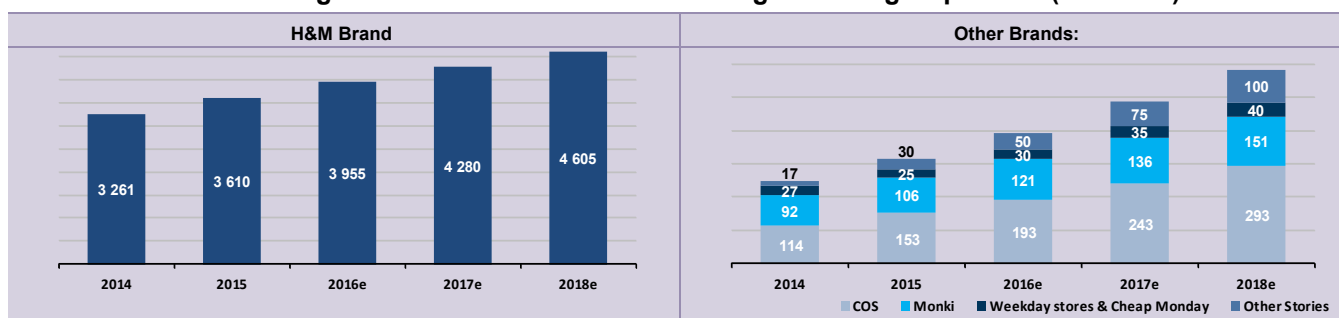
Selon nos estimations, en 2016, les ventes *online* devraient représenter environ 8% du CA d'H&M (cf. Fig. 11) et 5,5% des ventes d'Inditex (cf. Fig. 12). La montée en puissance de ce circuit devrait contribuer positivement à la croissance LFL des deux groupes : sur la base d'un TCAM de 20%, nous parvenons à un impact positif théorique pour H&M et Inditex de respectivement 2 points et 1 point à partir de 2018.

2.3.4. 2016-18 : vers un ralentissement de l'effet ouverture de magasins

Même si H&M et Inditex comptaient déjà respectivement 3 924 et 7 013 magasins en 2015, le segment « mass » ou « mode accessible » du marché mondial du prêt-à-porter est très vaste (~1 100 MdsEUR) et très fragmenté puisque les deux marques phares H&M et Zara ne détiendraient que respectivement 1,7 et 1,4% de pdm. Ils ont donc encore la possibilité d'agrandir leurs réseaux de magasins.

Le **groupe suédois** a maintenu son objectif de faire croître sa surface commerciale de 10-15%/an. Nos prévisions reposent sur le bas de cette fourchette (~10%), ce qui implique l'ouverture d'au moins 420 magasins sur la période 2016-18 mais celles-ci n'incluent pas le lancement de nouveaux concepts. En effet, le CEO d'H&M a rappelé fin septembre qu'une voire deux nouvelles marques « *totalemt différentes des six marques existantes* » seraient lancées en 2017, ce qui pourrait impliquer un programme d'ouverture de nouveaux magasins plus important que nos hypothèses.

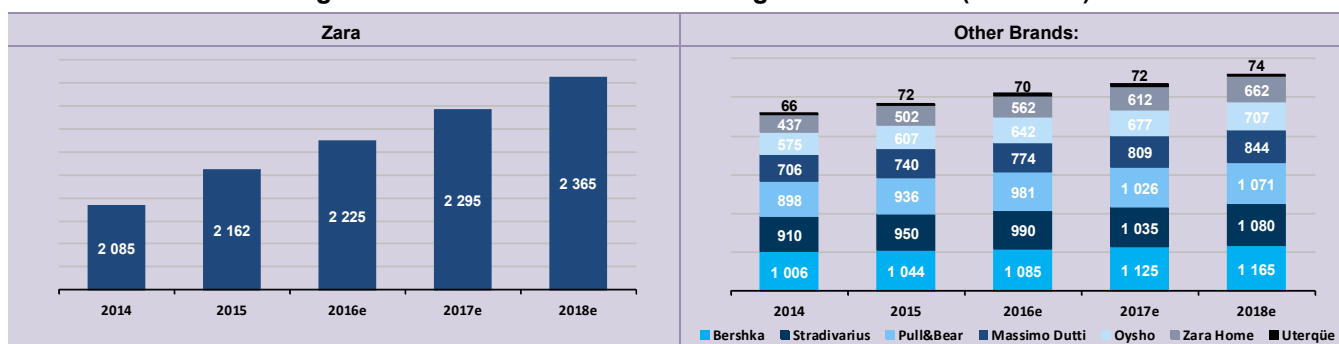
Fig. 31: Evolution du réseau de magasins du groupe H&M (2014-18e) :



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

A contrario, en début d'année Inditex a abaissé son objectif MT de croissance de la surface commerciale (+6-8%/an contre +8-10% précédemment), soit environ 320 nouvelles boutiques par an selon nos estimations. Pour justifier cet abaissement de la guidance, le CEO a évoqué la montée en puissance du circuit *online* et la volonté d'ouvrir moins de magasins, mais de plus grande taille. Selon nous, cette stratégie rendrait la structure de coûts moins exposée à un éventuel « effet de ciseau » (c.-à-d. faible croissance LFL combinée à une inflation des coûts opérationnels).

Fig. 32: Evolution du réseau de magasins d'Inditex (2014-18e) :

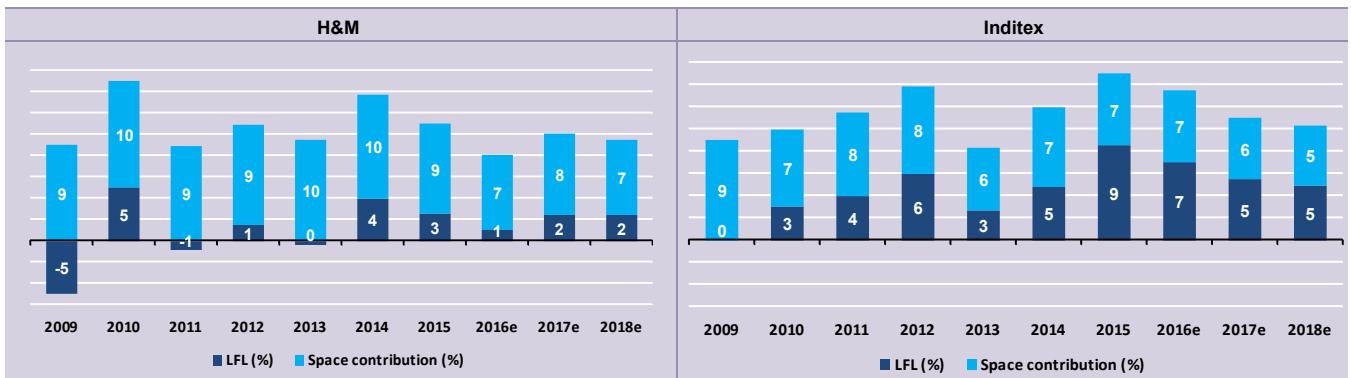


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

Entre 2016 et 2018, nous prévoyons donc une croissance de la surface commerciale de près de 10% pour **H&M** (objectif MT de +10-15%) à laquelle nous retenons une productivité de 60% en 2016, puis de 70% en 2017-18, soit un effet surface compris entre 7% et 8% sur la période. En ce qui concerne **Inditex**, l'abaissement de l'objectif de croissance de la surface commerciale est reflété dans nos prévisions d'effet surface ci-dessous (~6% en 2017 et ~5% en 2018), qui induisent une productivité liée à la surface supplémentaire de 75% sur la période 2017-18.

Pour les deux groupes, la contribution de l'effet surface sera donc inférieure à celles des années antérieures, comme le montrent les deux graphiques ci-dessous. Selon nous, les investisseurs vont encore plus surveiller les croissances LFL !

Fig. 33: H&M et Inditex : évolution de la croissance à tcc (2009-18e, en %) :



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

2.4. Nos prévisions de rentabilité 2016-18

H&M et Inditex continuent d’investir et d’ouvrir des magasins dans une industrie de plus en plus concurrentielle et avec un *pricing power* plus que limité puisqu’ils opèrent dans le segment mass/value du prêt-à-porter. Il s’agit donc d’analyser dans cette partie, quels sont les facteurs de risques (*sourcing*, FX, déflation des prix, etc.) qui pourraient mettre à mal les niveaux de rentabilité et les leviers pour les augmenter.

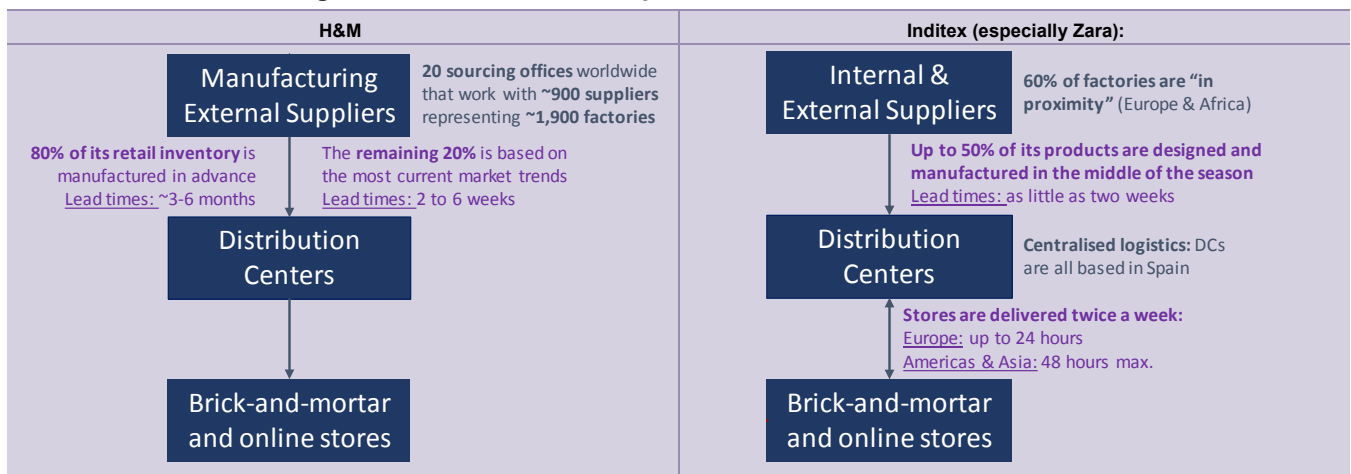
2.4.1. La *supply chain* flexible est aussi bénéfique au taux de MB

Nous le soulignons dans la partie 2.3.2 concernant la différence de souplesse au niveau de la *supply chain*, celle d’H&M est proche des standards de l’industrie (délais de production de six mois pour 80% de la production), la rendant sensible aux variations de tendances (mode, consommateurs, etc.) et aux conditions météorologiques. H&M, qui communique généralement l’impact du niveau de promotion, précisait que le poids grandissant des promotions avait eu un effet négatif de 25pb en 2015 et selon nous, cet impact devrait être de même ampleur pour 2016.

La plus grande souplesse d’Inditex pouvant produire au moins 50% de sa production dans un délai de quelques semaines maximum, lui permet d’être très réactif face à d’éventuelles ruptures de tendances liées aux consommateurs ou aux conditions météorologiques. **Ce raccourcissement des délais se retrouve aussi en magasin puisque chaque article ne reste pas plus de 15 jours en magasin en moyenne et il ne fait pas l’objet d’un réassort.** Cette approche comporte plusieurs avantages par rapport au reste de l’industrie :

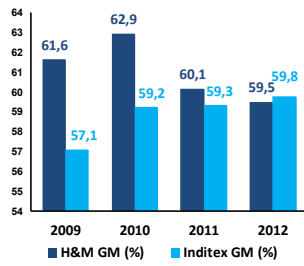
- (i) Le taux d’invendus est proche de 10% alors que la moyenne de l’industrie s’élève plutôt à près de 20% ;
- (ii) Le taux de retour est de 25-30% contre une moyenne de 50% pour le secteur, ce qui rend la gestion de produits retournés moins complexe et moins coûteuse (pour le circuit *online*), surtout lorsque près de deux tiers des retours ont lieu dans un magasin du groupe.
- (iii) La conséquence positive est qu’environ 80-85% des produits d’Inditex sont vendus « *full-price* » contre 60-70% en moyenne pour l’industrie.

Fig. 34: Plus les délais de production sont courts, mieux c’est !



Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Evolution du taux de MB (2009-12, en %) :



Source: Company Data

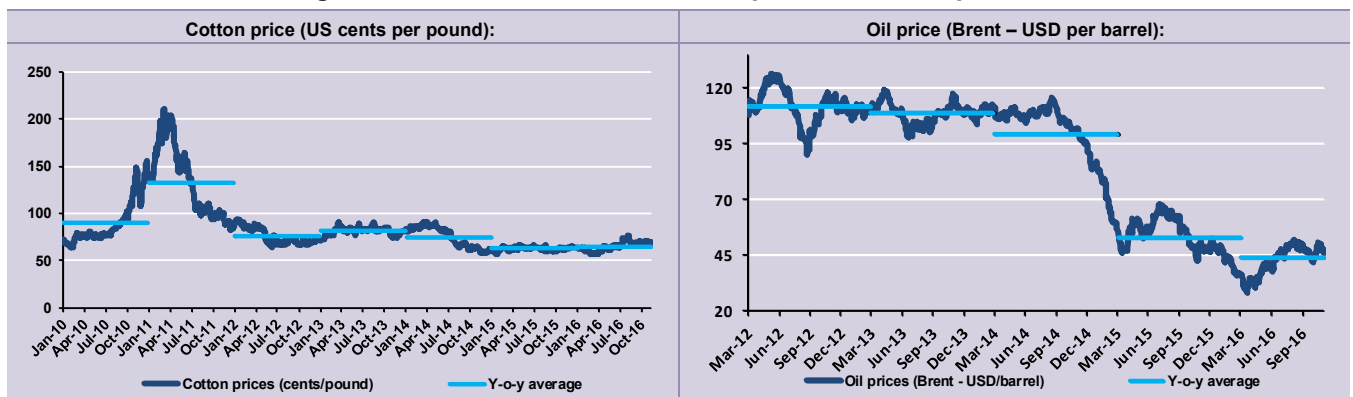
2.4.2. L'environnement matières premières n'est pas une menace à CT

La principale matière première à laquelle sont exposés H&M et Inditex est bien sûr le **coton**. Puisque les contrats d'approvisionnements sont négociés généralement 6 mois en avance (80% de la production d'H&M, jusqu'à 50% de celle d'Inditex), **l'évolution du cours du coton a un effet retardateur de trois (Inditex) à six mois (H&M) environ sur le taux de marge brute.**

Comme l'indique le graphique de gauche ci-dessous, la dernière envolée du cours du coton date de 2010-11 et avait eu un impact négatif en 2011-12 sur les taux de MB d'H&M et Inditex (*cf. graphique ci-contre*). Contrairement à beaucoup de concurrents (notamment les équipementiers sportifs), H&M et Inditex avaient choisi de ne pas augmenter les prix pour répercuter cette inflation mais le groupe espagnol avait mieux absorbé le choc grâce à la flexibilité de sa structure et son intégration verticale (gains de productivité/efficacité qui ont compensé la hausse du *sourcing*).

Il faut aussi surveiller le cours du baril de **pétrole** dont l'évolution peut avoir deux répercussions : **(i)** influencer sur le prix d'autres matières utilisées dans la confection de vêtements et chaussures (nylon, caoutchouc etc.) et **(ii)** impacter les frais logistiques. Les deux graphiques ci-dessous montrent que sur 2017, les deux groupes n'ont pas à craindre de hausse majeure des COGS liée aux matières premières et au transport.

Fig. 35: L'environnement matières premières n'est pas une menace à CT :



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

2.4.3. Accalmie progressive au niveau des devises

Comme pour tous les groupes qui ont une part importante de leur production en Asie, **H&M** a composé avec des conditions de *hedging* très défavorables qui découlent de l'envolée du dollar en 2015. Ainsi, selon nos calculs et les indications communiquées par le management, la force du dollar aurait entraîné un impact négatif compris entre 200 et 500pb sur le taux de MB sur les six derniers trimestres (T2/15 => T3/16).

Selon nous, la pression sur le taux de MB devrait être encore un peu pénalisante au T4/16 (à fin novembre 2016) mais grâce à une légère dépréciation du CNY combinée à une stabilisation du taux EUR/USD (*cf. Fig. 36: page suivante*), cet impact pourrait s'inverser à partir du T1/17 (à fin février 2017). Il faut toutefois surveiller la dépréciation de la couronne suédoise par rapport à l'euro, qui profite certes au CA (impact de conversion positif car 43% des ventes), mais environ 20% de la production est facturée dans cette devise.

Fig. 36: Devises : le pire est derrière H&M :

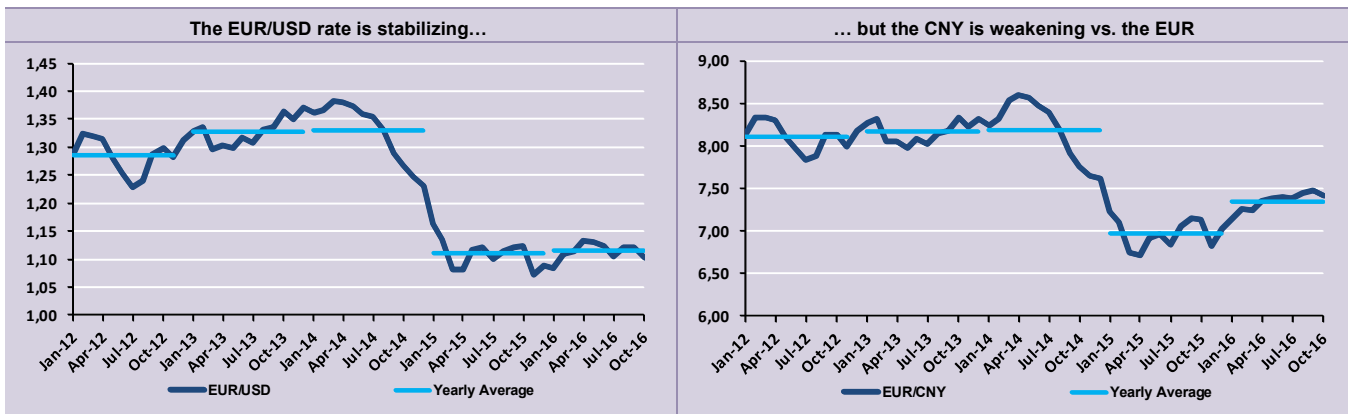


Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

Grâce à une production majoritairement située dans les pays limitrophes, environ 60-65% des COGS d'Inditex sont libellés en euro et le reste (~35-40%) est acheté en USD, contre ~80% pour le reste de l'industrie. Le risque de transaction lié au dollar est donc nettement moins élevé chez Inditex que chez ses concurrents.

En raison de sa stratégie centralisation (= l'ensemble des sièges et des entrepôts logistiques sont situés en Espagne), les coûts opérationnels sont très majoritairement en euros. Selon nos calculs, environ 60% de la structure de coûts (COGS et OPEX) serait libellée en euros, contre ~45% du CA. Toutes choses étant égales par ailleurs, une baisse de l'euro de 10% entraînerait un impact théorique de 5,5% sur le CA et de 18% sur l'EBIT. Par conséquent, Inditex est plus sensible au risque de conversion.

Fig. 37: Même si Inditex était moins impacté, l'environnement s'améliore aussi :



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

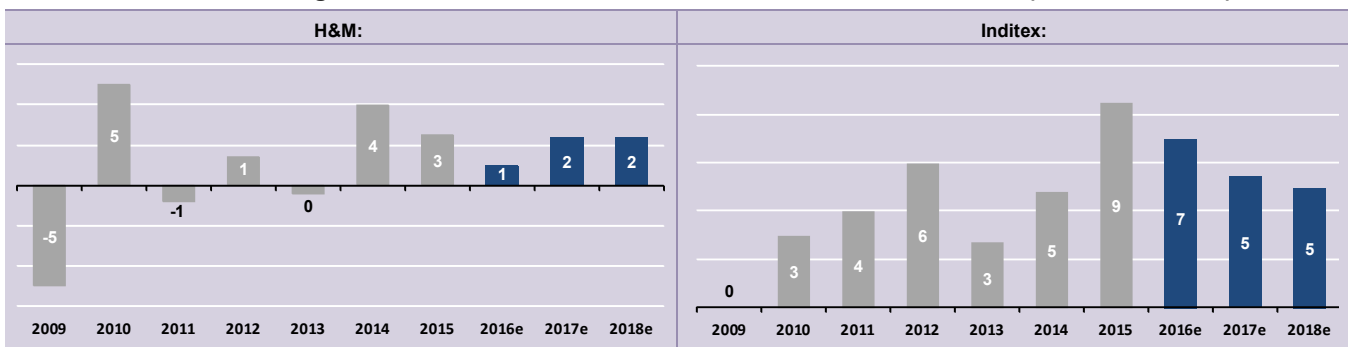
2.4.4. OPEX : les sources du levier opérationnel se trouvent principalement dans les magasins

En effet, profiter de l'effet ouverture de magasins c'est bien pour dynamiser la croissance du CA, mais afficher une croissance à magasins comparables c'est encore mieux, surtout au niveau de la rentabilité. De plus, rappelons qu'H&M et Inditex devraient voir leur effet surface légèrement ralentir au cours des prochaines années, l'attention des investisseurs va donc encore plus se porter sur les performances à magasins comparables.

Cette problématique du levier opérationnel est naturellement partagée par toutes les marques qui ont choisi de contrôler leur distribution (les groupes de luxe en tête), mais elle est encore plus vraie pour H&M et Inditex qui continuent d'étendre leurs réseaux de magasins. En outre, les emplacements plus sélectifs des boutiques et une taille moyenne de magasin qui augmente progressivement, induit une certaine inflation des coûts opérationnels qui doit être maîtrisée.

En ce qui concerne cette thématique, nous serions plus confortables avec Inditex qui devrait afficher des croissances LFL supérieures à celles d'H&H sur la période 2016-18, comme l'indiquent les graphiques ci-dessous.

Fig. 38: Evolution de la croissance LFL d'H&M et Inditex (2009-18e, en %) :

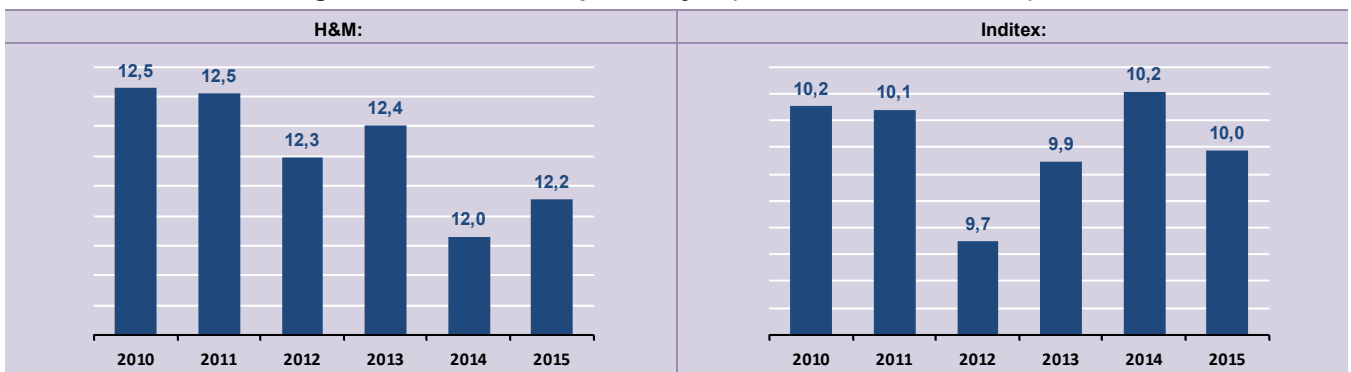


Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co ests.

Les loyers restent sous contrôle

H&M et Inditex sont locataires de quasiment tous leurs magasins, sauf quelques magasins Zara dont les murs appartiennent au fondateur M. Ortega. Au vu des graphiques ci-dessous, le poste « loyers » est resté plutôt stable chez les deux groupes au cours des dernières années, **aux alentours de 12% pour H&M et 10% pour Inditex**. Selon nous, le groupe espagnol dispose d'un potentiel de levier sur ce poste plus important car il a décidé d'ouvrir moins de magasins, mais de plus grande taille.

Fig. 39: Evolution du poste loyer (2010-2015, en % du CA) :



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

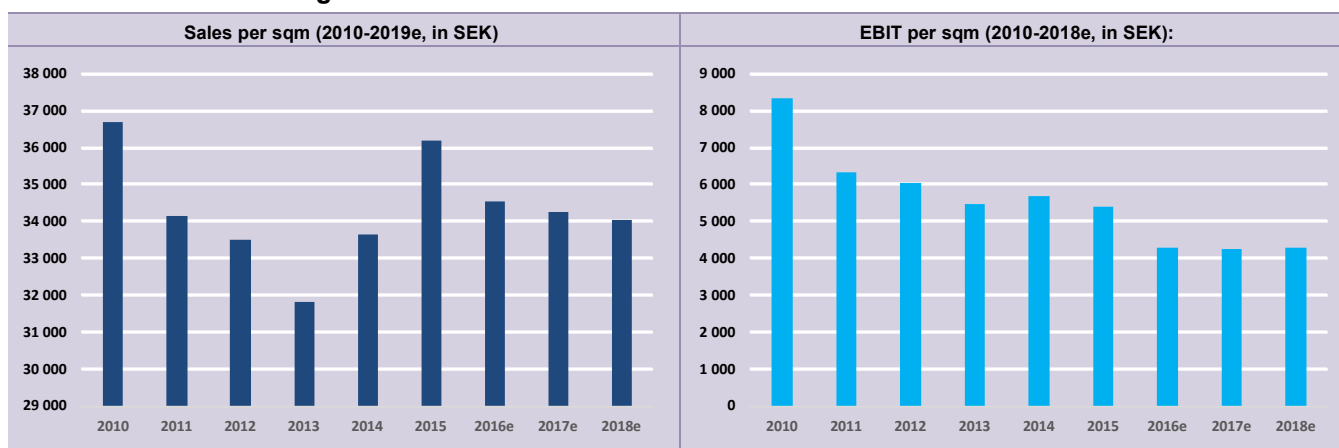
Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Erosion continue des ratios chez H&M pour une stabilisation en 2018 ?

Le groupe suédois ne communique pas sa surface commerciale totale. Pour nos hypothèses nous faisons progressivement monter la taille moyenne d'un magasin **H&M** (1 350m² en 2015 => 1 430m² en 2018) puisque nous comprenons que les nouveaux magasins ont une surface moyenne d'au moins 1 500m² pour présenter les concepts *H&M Beauty* et *H&M Home*. Les marques **COS** et **Weekday** et **& Other Stories** disposent de boutiques de 450m² en moyenne tandis que celles de **Monki** sont de plus petite taille (275m²).

Cette érosion des ratios CA/m² et EBIT/m² illustrée dans les graphiques ci-dessous reflète : **(i)** les performances LFL négatives (2011, 2013) ou insuffisamment élevées pour *leverager* les coûts opérationnels comme cette année (+1%e) et **(ii)** la baisse de la rentabilité depuis 2010 marquée par des investissements importants (IT, *online*, expansion *Retail*) et des éléments externes telles que l'impact FX ou la hausse des coûts de production.

Fig. 40: H&M : Les ratios CA/m² et EBIT/m²

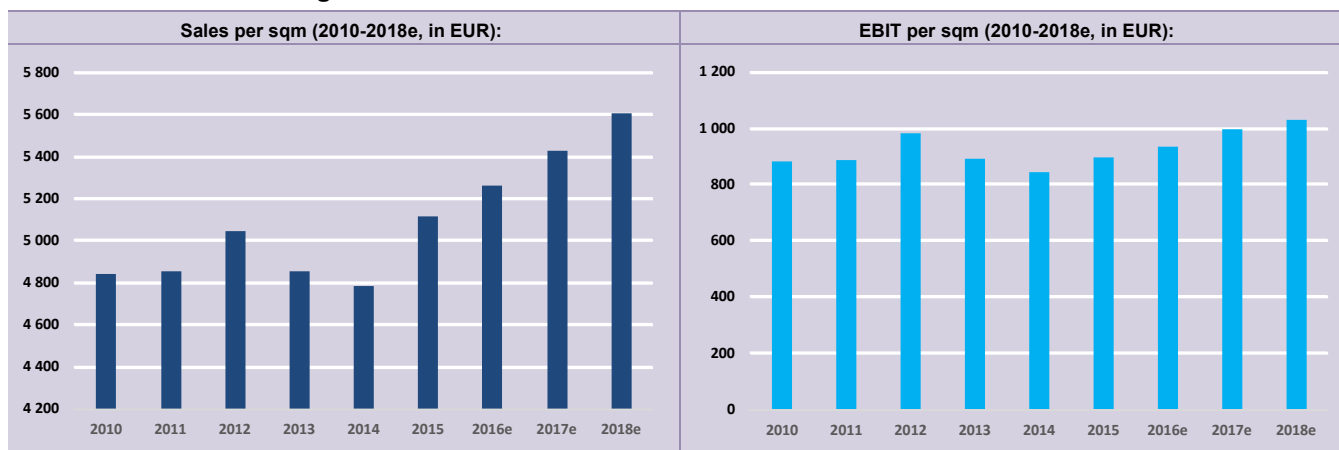


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

Le rebond entamé en 2014 se poursuivra à l'avenir

Le groupe espagnol a aussi investi massivement ces dernières années (logistique, IT, *online*, etc.) tout en subissant l'impact FX négatif, mais cette phase est quasiment achevée et le groupe pourra d'autant plus capitaliser sur le résultat de ces investissements que nous prévoyons de croissances LFL plutôt dynamiques (+7%e en 2016, +5%e en 2017-18).

Fig. 41: Inditex : les ratios s'améliorent :



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

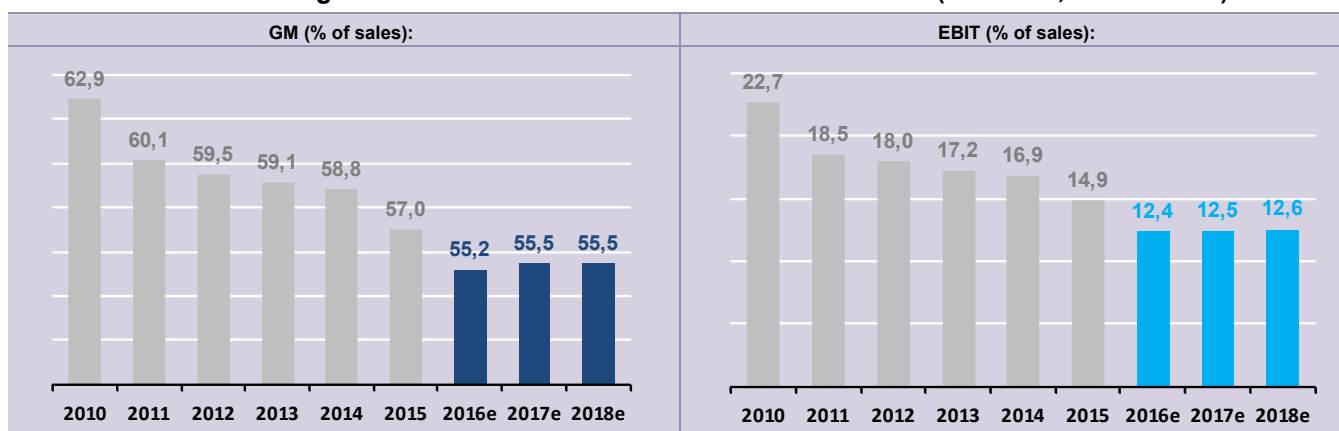
2.4.5. Synthèse de nos prévisions de rentabilité

Le taux de MB d'**H&M** a fortement chuté entre 2010 et 2015 (-590pb) sous l'impact d'effets matières premières (environ -250pb entre 2010-12) et devises très négatifs pour lesquels le groupe avait décidé de ne pas répercuter par une hausse de prix. Le suédois a aussi beaucoup investi pour renforcer ses équipes de *sourcing* et développer les autres marques du groupe (dont le lancement d'*& Other Stories* en 2013).

Maintenant que le gros du cycle d'investissement est achevé et que l'environnement devises se normalise progressivement, nous pensons qu'**H&M** sera en mesure de légèrement apprécier son taux de MB en 2017 (+30pb) pour le stabiliser aux alentours de 55,5%. Outre la question des devises, il existe deux limites à ces prévisions : **(i)** le poids des promotions pourrait avoir un impact plus négatif qu'attendu (peu de risques au S2/16 selon nous) et **(ii)** elles n'incluent pas les investissements liés aux lancements d'une voire deux nouvelles marques en 2017.

Si la baisse du taux de MB est la principale source de la chute de la marge EBIT (-780pb entre 2010-15), le « de-levier opérationnel » est aussi responsable, avec des opex totaux qui sont passés de 40,2% du CA (2010) à 42,1% (2015). Malgré un rythme d'ouverture important, nous pensons qu'avec des croissances LFL de ~2% en 2017-18, le groupe arrivera à stabiliser le poids des frais opérationnels à ces niveaux et pourrait même profiter d'un léger effet de levier positif en cas de croissance LFL plus élevée.

Fig. 42: H&M : évolution du taux de MB et d'EBIT (2010-18e, en % du CA) :



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

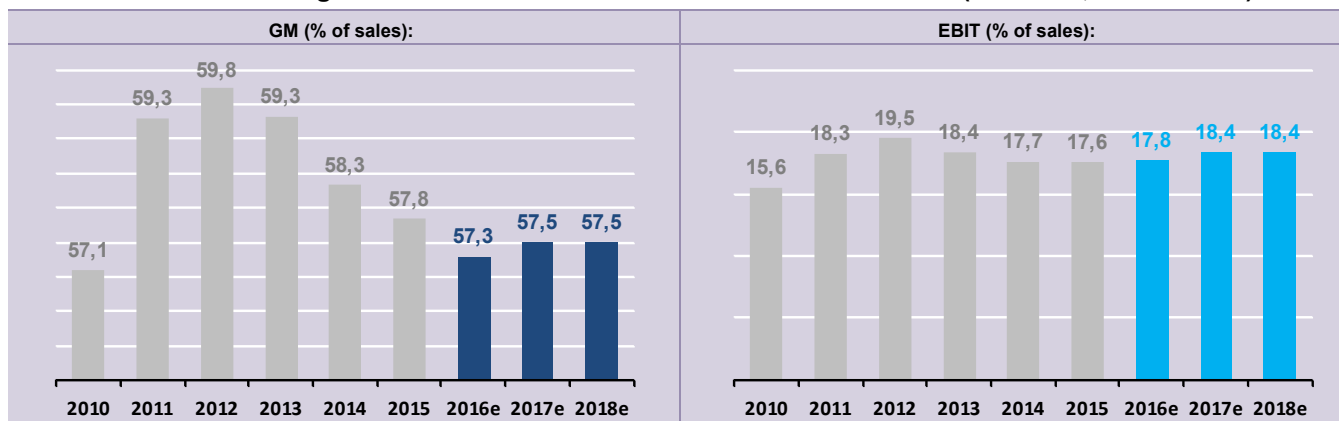
Le taux de MB d'**Inditex** a aussi subi les mêmes éléments négatifs que son concurrent suédois, à savoir l'inflation des coûts de production et l'effet FX défavorable, mais aussi des investissements sur ses autres marques (centres de distribution, IT, *online*). Toutefois grâce à son *business model* unique dans le secteur, ces impacts ont été moindres, avec une baisse du taux de MB limitée à 200pb entre 2012 et 2015, mais il reste à un niveau plus élevé qu'en 2010.

Nous pensons qu'**Inditex** sera aussi en mesure d'améliorer légèrement son taux de MB en 2017-18 (+20pb vs. 2016e à 57,5%). Selon nous, **Inditex** est mieux armé pour maintenir ses prix dans cet environnement concurrentiel grâce à sa *supply chain*, à la force de sa marque et son positionnement un peu plus élevé qu'**H&M**.

En ce qui concerne le potentiel d'effet de levier, nous sommes convaincus qu'il est supérieur chez **Inditex** qui : **(i)** va ralentir son rythme d'ouvertures de magasins (=> moindre hausse des loyers et des salaires), **(ii)** ne pas lancer de nouvelles marques et **(iii)** va profiter de la montée en puissance de ses

« autres marques » grâce aux investissements consentis ces dernières années. Ainsi, les coûts opérationnels devraient baisser de 100pb à 34,4% par rapport à 2015.

Fig. 43: Inditex : évolution du taux de MB et d'EBIT (2010-18e, en % du CA) :



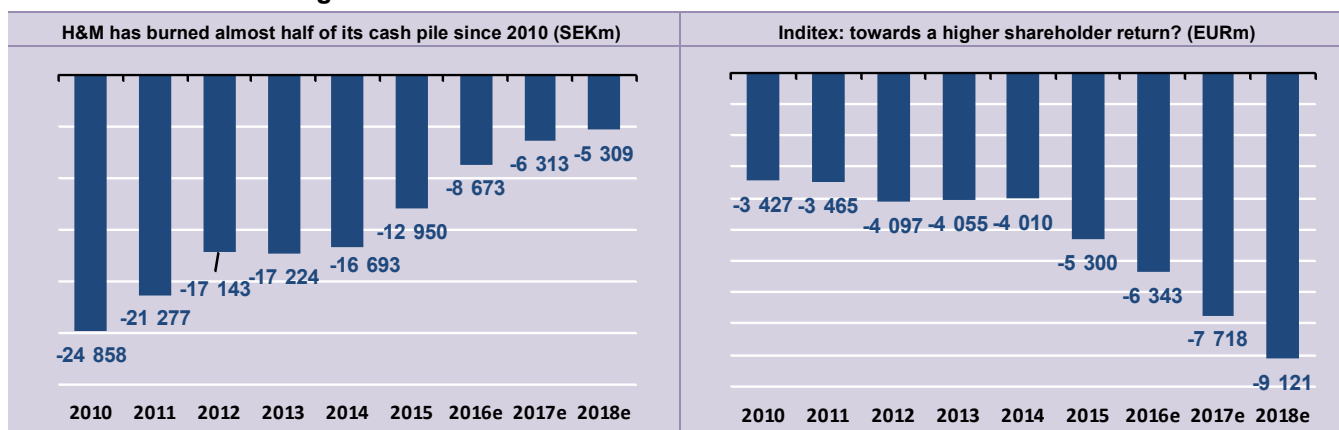
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

2.5. Cash : deux situations contrastées

H&M et Inditex étaient en situation de trésorerie nette plutôt confortable en 2015 comme le montrent les graphiques ci-dessous. En revanche, **H&M** a « brûlé » plus de la moitié de sa trésorerie nette au cours de ces dernières années car il a voulu maintenir une politique de dividende plutôt généreuse (*cf. page suivante*) malgré des investissements significatifs et une baisse de la rentabilité. Selon nos estimations, cette tendance perdurera au moins jusqu'en 2018 car H&M ne sacrifiera pas son taux de *pay-out* attractif.

Inditex est exactement dans la situation inverse : le groupe espagnol devrait doubler son cash en banque entre 2010 et 2016. Bien que les capex aient été plus importants en % du CA (8% en moyenne sur la période vs. ~6% pour H&M), la rentabilité de l'espagnol a mieux résisté et le taux de *pay-out* a été inférieur de près de 20 points à celui d'H&M.

Fig. 44: Situation de trésorerie nette : deux situations contrastées :

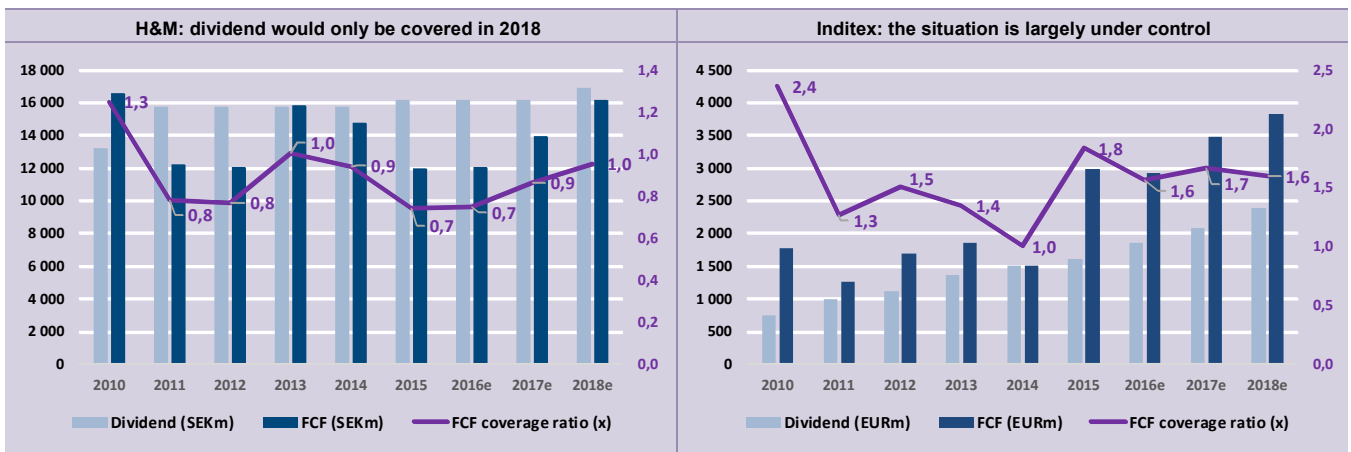


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

Les situations que nous venons de décrire se reflètent dans les graphiques ci-dessous. Depuis 2011, la génération de FCF d'**H&M** n'est pas suffisamment élevée pour couvrir le paiement des dividendes car le groupe a toujours maintenu un taux de *pay-out* très élevé (~90% en moyenne entre 2010-15), cette politique généreuse devrait être maintenue. Comme l'indique le graphique de gauche, ce n'est qu'en 2018 que la génération de FCF (baisse des capex en % du CA, stabilisation de la rentabilité) devrait couvrir intégralement le paiement du dividende. Selon nos estimations, ce taux de *pay-out* restera au-dessus des 80%.

La génération de FCF d'**Inditex** a largement couvert le paiement de son dividende, d'autant plus que son taux de *pay-out* s'élevait à un peu plus de 60% sur la période 2010-15, largement en-deçà de celui d'H&M. A ce stade, nous tablons sur un taux de 65% entre 2016 et 2018 mais compte tenu de la situation de trésorerie nette très favorable et d'un ralentissement du rythme d'ouverture de magasins, les investisseurs attendent de plus en plus une remontée de ce taux de *pay-out*.

Fig. 45: Pas de stress sur les dividendes :



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

3. Valorisation

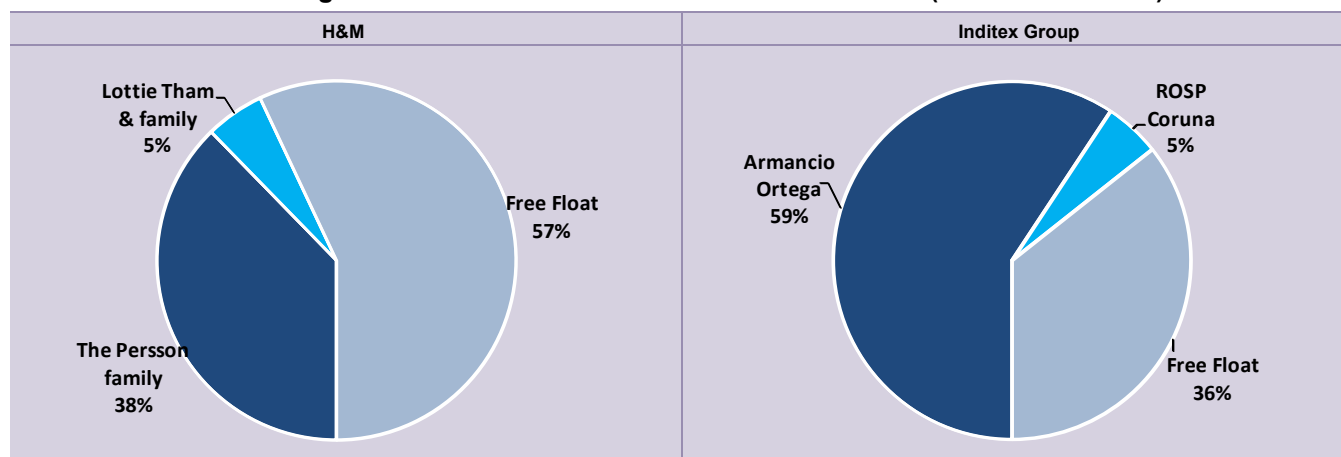
3.1. Des groupes toujours détenus par les familles fondatrices

Les héritiers du fondateur du groupe suédois de la mode (Erling Persson) sont pleinement impliqués dans la gestion opérationnelle d'**H&M** puisque son fils (Stefan Persson) est Président du CA et son petit-fils, Karl-Johan Persson, occupe la fonction de CEO du groupe depuis le 1^{er} juillet 2009. Stefan Persson détient la totalité des 194,4m actions « A » (non cotées) ainsi que plus de 403m actions « B » (cotées) à travers une holding appelée Ramsbury Invest AB. Au total, les membres de la famille Persson détiennent 37,7% des actions et 69,7% des droits de votes. A noter que la sœur de Stefan Persson, Lottie Tham, détient 5,3% du capital et 2,6% des droits de votes.

Chez **Inditex**, le fondateur Amancio Ortega reste naturellement le principal actionnaire avec 59,3% du capital et des droits de vote. Sa participation est rassemblée dans deux holdings familiales : **(i)** Pontegadea (1,558m d'actions = 50% du capital) et **(ii)** Partler 2006 (289m d'actions = 9,3% du capital). La holding Pontegadea est d'ailleurs représentée au CA par l'épouse d'Amancio Ortega, Mme Flora Pérez Marcote. Enfin, la holding ROSP Coruna (~5% du capital) regroupe la participation détenue par la fille d'Amancio Ortega (Sandra Ortega Mera).

Depuis 2005, Pablo Isla est le CEO du groupe espagnol et a même récupéré la fonction de Président du CA en 2011 lorsqu'Amancio Ortega a pris du recul.

Fig. 46: Structure actionnariale d'H&M et Inditex (% actions totales) :



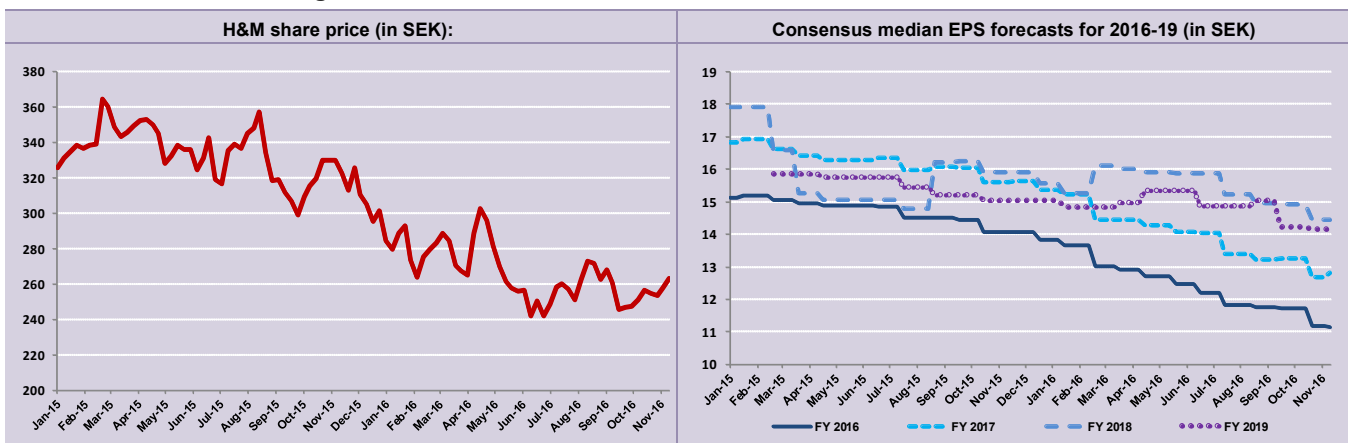
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co

3.2. Les attentes du consensus

Le parcours boursier des titres **H&M** et **Inditex** (cf. graphiques de gauche Fig. 47 et Fig. 48) sont cohérents avec l'évolution des prévisions de BPA par le marché. Depuis début 2015, le consensus médian a révisé à la baisse de 26% ses attentes de BPA 2016 d'**H&M** compte tenu de l'environnement FX très défavorable et d'un « effet de ciseaux » négatif sur les marges du groupe suédois (croissance de la *top line* insuffisante, inflation des coûts opérationnels).

Cette année, le marché a coupé ses estimations 2017 et 2018 de respectivement 17% et 7% mais au cours des dernières semaines, la spirale négative semble avoir ralenti à mesure qu'H&M sort progressivement de l'effet changes négatif. Pouvons-nous en conclure que la phase baissière est définitivement derrière nous ? Nous n'en sommes pas complètement convaincus car le consensus table sur une hausse de la MOP sur 2017-18 de respectivement 50pb (BG : +10pb) et 20pb (BG : +10pb), ce qui nous semble un peu agressif compte tenu de prévisions de croissances LFL prudentes (=> faible potentiel d'effet de levier) et de d'investissements liés au lancement d'une voire deux nouvelles marques en 2017.

Fig. 47: Attentes du CS : est-ce la fin des révisions à la baisse sur H&M ?

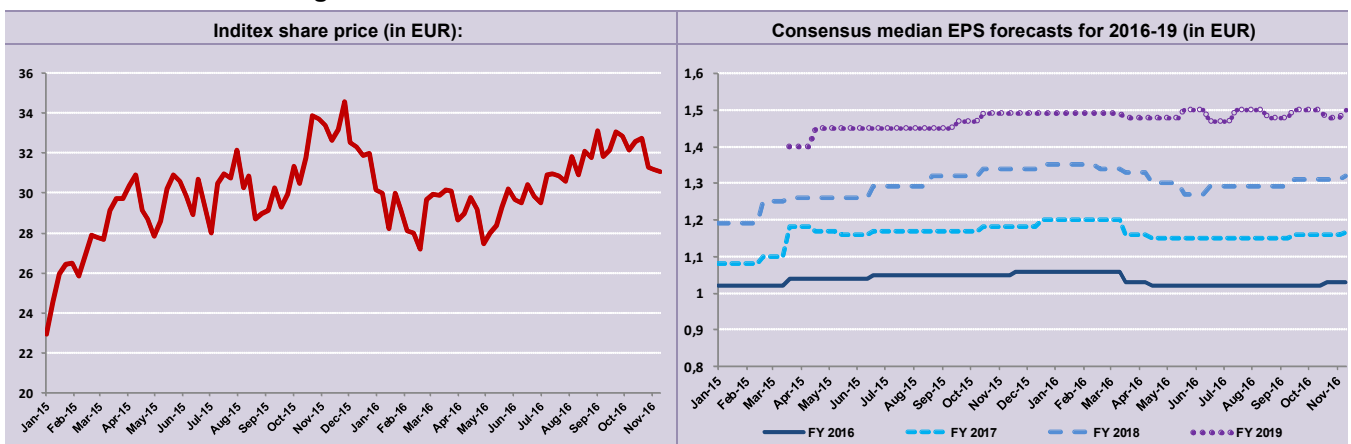


FY 2016: FY ending November 2016

Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co

Il est frappant de constater que les attentes du CS concernant le BPA d'**Inditex** n'ont quasiment pas bougé : -3% sur 2017 et -2% sur 2018 depuis le début d'année. Cette faible dispersion montre la confiance du marché vis-à-vis de la solidité de son business model et du risque de déception relativement limité (bon *track record* historique).

Fig. 48: Attentes du CS sur Inditex : le marché la confiance du marché :



FY 2016: FY ending January 2017

Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co

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

3.3. Multiples d'H&M et d'Inditex

3.3.1. Evolution des P/E 12 mois *forward*

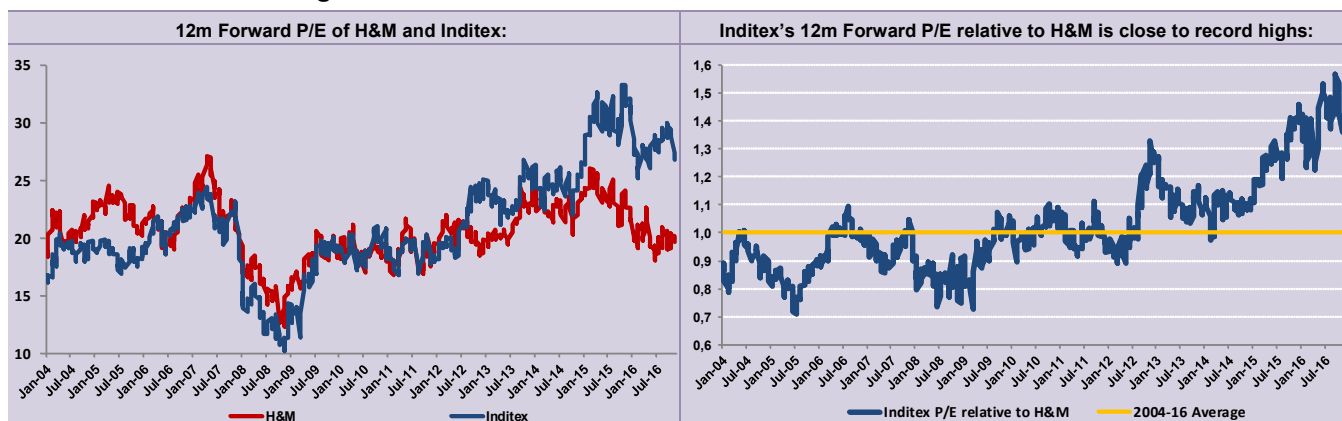
Les graphiques montrent qu'en P/E 12m *forward*, les titres **H&M** et **Inditex** avaient pour habitude de se traiter en ligne. En effet, lorsqu'on rapporte le P/E 12m *forward* d'Inditex sur celui d'H&M, nous parvenons à une moyenne de 1x sur la période 2004-16 (*cf. graphique de droite*).

Toutefois, à partir de début 2015, le titre **Inditex** a commencé à se payer avec une prime par rapport à **H&M** et l'écart n'a cessé de s'agrandir pour atteindre un niveau record de près de 60% en septembre 2016. La constitution de cette prime se justifiait par le différentiel de momentum au niveau de la croissance bénéficiaire : ainsi pour l'exercice 2016 nous tablons sur une hausse du BPA d'Inditex de 11,5% (à fin janvier 2017) quand celui d'H&M devrait baisser de 11% (à fin novembre 2016).

Actuellement, Inditex se paie avec une prime de 36% par rapport au suédois, niveau qui nous semble soutenable compte tenu de perspectives de croissance supérieures chez le groupe espagnol (*cf. partie suivante*).

Admettons que l'idée de revenir sur H&M pour jouer la réduction de cette prime serait tentante. Toutefois cette convergence ne pourrait se justifier que si le suédois arrive à retrouver des croissances LFL proches de celles d'Inditex (+5-7%e) et redresser sa rentabilité qui n'a cessé de baisser depuis 2010. Par ailleurs, la valorisation reste à des niveaux élevés en absolu (19,7x en P/E 12 mois *forward*).

Fig. 49: Evolution du P/E 12m *forward* d'H&M et Inditex :



Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co

3.3.2. Rapport valorisation/croissance

Etant donné qu'H&M et Inditex se traitent avec de hauts multiples en absolu, il nous semble plus pertinent de rapporter cette valorisation avec leurs perspectives de croissance. A noter que nous faisons déjà cet exercice avec les valeurs de l'Optique qui ont aussi des multiples élevés.

Outre les deux leaders mondiaux de la mode, nous nous sommes aussi intéressés à d'autres distributeurs opérant dans le segment du prêt-à-porter, tous britanniques : **(i) Associated British Foods** qui détient la marque Primark (~44% du CA et ~58% de l'EBIT groupe), **(ii) Marks & Spencer** (*General Merchandise* = ~37% du CA), **(iii) Next** et **(iv) SuperGroup** (marque Superdry). A l'exception de SuperGroup (-7% ytd), les titres des trois autres distributeurs UK ont fortement corrigé depuis le début d'année (-26% en moyenne) à cause de conditions de marchés difficiles (attentisme des consommateurs anglais, concurrence online, impact FX transactionnel GBP/USD).

Le tableau ci-dessous montre que « l'EV/EBIT to growth » d'**H&M** et **Inditex** reste relativement abordable : si leurs multiples *spots* sont effectivement supérieurs à leurs pairs anglais, cette valorisation est soutenue par des perspectives de croissance plus solides, notamment chez Inditex.

Fig. 50: Ratios « d'EV/EBIT to growth » des principaux groupes de textile :

Companies	Market Cap (EURm)	2017e EV/EBIT (x)	2018e EV/EBIT (x)	EBIT CAGR 2016-2019e (%)	EV/EBIT to growth	
					2017e (x)	2018e (x)
H&M – SEK	45,369	16.6	15.0	10.3	1.6	1.5
Inditex	97,737	19.0	17.0	12.1	1.6	1.4
AB Foods – GBP	20,789	16.9	15.6	13.3	1.3	1.2
M & S – GBP	5,492	11.3	11.0	7.2	1.6	1.5
Next – GBP	7,146	9.9	10.0	0.2	46.2	46.5
SuperGroup – GBP	1,242	11.8	10.5	15.1	0.8	0.7

Source: IBES consensus, Bryan, Garnier & Co ests

En ce qui concerne le ratio PEG, celui du groupe suédois est légèrement inférieur à Inditex en raison de la sous-performance du titre par rapport à son concurrent espagnol. Nous tablons sur une croissance *double-digit* du BPA sur la période 2016-19 mais rappelons qu'à l'instar des autres distributeurs de l'échantillon, la croissance bénéficiaire d'H&M est plus volatile car la structure de coûts est plus sensible à des pressions externes telles que les devises, les changements de tendances et la pression concurrentielle.

Fig. 51: Ratios PEG des principaux groupes de textile :

Companies	Market Cap (EURm)	2017e P/E (x)	2018e P/E (x)	EBIT CAGR 2016-2019e (%)	PEG	
					2017e (x)	2018e (x)
H&M – SEK	45,369	21.7	19.6	10.3	2.1	1.9
Inditex	97,737	26.5	24.0	12.0	2.2	2.0
AB Foods – GBP	20,789	22.2	20.0	11.3	2.0	1.8
M & S – GBP	5,492	11.5	11.3	3.1	3.7	3.6
Next – GBP	7,146	11.3	10.8	4.1	2.7	2.6
SuperGroup – GBP	1,242	16.5	14.6	13.6	1.2	1.1

Source: IBES consensus, Bryan, Garnier & Co ests

3.4. Valorisation par les DCF

H&M : Une FV de 295SEK

Comme abordé précédemment, la croissance de la *top-line* reste certes dynamique entre 2017 et 2021, mais elle sera majoritairement tirée par l'effet ouverture de magasins puisque nous tablons sur une croissance à magasins comparables de 2,5% en moyenne sur la période. Nous la faisons ensuite progressivement décliner pour atteindre notre croissance à l'infini (2,5%).

Nous pensons que la rentabilité opérationnelle d'H&M atteindra le point bas en 2016, puis sera en mesure de légèrement s'apprécier sur la période 2017-19 (+30pb à 12,7%) grâce à une stabilisation de l'environnement FX et à un début d'effet de levier opérationnel à partir de 2019. A partir de 2020 nous prévoyons une MOP normative de 13% qui reste loin du plus haut historique atteint en 2007 (23,5%).

Nous parvenons à un WACC de 7,2% qui repose sur un taux sans risque de 1,6%, une prime de risque de 7% et un beta de 0,80.

Fig. 52: H&M : valorisation par les DCF :

SEKm	2017e *	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Net Sales	212 025	232 252	253 155	270 875	289 837	307 227	322 588	335 492	345 557	354 196
% change	10.1%	9.5%	9.0%	7.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	3.0%	2.5%
EBIT	26 397	29 264	32 024	35 078	37 534	39 786	41 775	43 446	44 750	45 868
EBIT margin (%)	12.5%	12.6%	12.7%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
Income taxes	-6 116	-6 773	-7 408	-8 068	-8 633	-9 151	-9 608	-9 993	-10 292	-10 550
Tax rate (%)	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
Operating profit after taxes	20 281	22 491	24 616	27 010	28 901	30 635	32 167	33 454	34 457	35 319
+Depreciations	8 693	9 987	11 392	12 189	13 043	13 825	14 516	15 097	15 550	15 939
-Change in WCR	2 458	2 556	2 641	2 817	3 014	3 195	3 355	3 489	3 594	3 684
-Investments in fixed assets	12 721	13 935	15 189	14 898	14 492	13 825	14 516	15 097	15 550	15 939
Operating cash flow	13 795	15 986	18 177	21 484	24 438	27 440	28 812	29 964	30 863	31 635
PV of terminal value	326,050									
+PV of future cash flows (2017-26)	160,328									
= Enterprise Value	486,378									
Net debt (2017e)	-6,313									
Other liabilities	449									
Minority interest	0									
Financial assets	2,338									
Theoretical value of equity	494,581									
Number of shares (m)	1,665									
Theoretical FV per share (SEK)	295									

* = 2017e: FY ending in November 2017

Source: Bryan, Garnier & Co ests

Nous ré-évaluons la valeur avec une FV de 295SEK et une recommandation Neutre compte tenu d'un *upside* limité et de quelques facteurs de risque qui restent en suspens (volatilité de la croissance LFL, inflation des coûts opérationnels, investissements liés au lancement d'une voire deux nouvelles marques en 2017).

Inditex : une FV de 38EUR

Nous pensons qu'Inditex sera en mesure de maintenir une croissance *double-digit* entre 2017 et 2020 avec un bon équilibre entre croissance LFL et effet surface. Rappelons qu'à MT, le groupe espagnol prévoyait d'ouvrir moins de magasins mais que ces derniers auront une plus grande taille. A partir de 2021, nous faisons progressivement décliner cette croissance du CA pour se rapprocher de notre croissance à l'infini (2,5%).

La MOP d'Inditex devrait s'apprécier de manière régulière sur la période 2017-21 (60pb à 19%), qui devient notre niveau de rentabilité normatif à partir de 2021. Selon nous, cette progression est moins « à risque » grâce à deux principaux points : **(i)** une croissance LFL supérieure (+5,5% vs. +2,5% pour H&M) et moins volatile grâce à l'approche « *fast-fashion* » (délais de production très courts) et **(ii)** un ralentissement des ouvertures de magasins (moindre inflation des opex).

Nous parvenons à un WACC de 7,4% qui repose sur un taux sans risque de 1,6%, une prime de risque de 7% et un beta de 0,85.

Fig. 53: Inditex : valorisation par les DCF :

EURm	2017e *	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Net Sales	25 724	28 393	31 233	34 356	37 104	39 702	42 084	44 188	45 955	48 253
% change	11.0%	10.4%	10.0%	10.0%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	5.0%
EBIT	4 728	5 219	5 809	6 459	7 050	7 543	7 996	8 396	8 732	9 168
EBIT margin (%)	18.4%	18.4%	18.6%	18.8%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Income taxes	-1 103	-1 218	-1 336	-1 453	-1 586	-1 697	-1 799	-1 889	-1 965	-2 063
Tax rate (%)	23.0%	23.0%	23.0%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%
Operating profit after taxes	3 626	4 001	4 473	5 006	5 464	5 846	6 197	6 507	6 767	7 105
+Depreciations	1 209	1 334	1 437	1 546	1 670	1 787	1 894	1 988	2 068	2 171
-Change in WCR	-126	-118	-156	-172	-186	-199	-210	-221	-230	-241
-Investments in fixed assets	1 543	1 704	1 562	1 546	1 670	1 787	1 894	1 988	2 068	2 171
Operating cash flow	3 417	3 751	4 504	5 177	5 649	6 045	6 407	6 728	6 997	7 347
PV of terminal value	74,755									
+PV of future cash flows (2017-26)	36,774									
= Enterprise Value	111,529									
Net debt (2017e)	-7,718									
Other liabilities	950									
Minority interest	41									
Financial assets	898									
Theoretical value of equity	119,154									
Number of shares (m)	3,113									
Theoretical FV per share (EUR)	38									

* = 2017e: FY ending in January 2018

Source: Bryan, Garnier & Co ests

Nous ré-évaluons la valeur avec une FV de 38EUR et une recommandation Achat. Dans un environnement concurrentiel et volatile, Inditex nous semble parfaitement armé grâce à sa stratégie mondiale, multi-concept et reposant sur son organisation « *fast-fashion* » inégalée dans l'industrie, lui permettant de satisfaire au mieux les besoins changeants des consommateurs.

4. Appendix

4.1. H&M : démarrage du multi-concept en 2007







En 1947, Erling Persson, grand-père de Karl-Johan Persson qui dirige actuellement le groupe, ouvre son premier magasin de mode féminine en Suède et fonde la marque Hennes (« pour elles » en suédois). En 1968, Hennes rachète une marque suédoise de chasse appelée Mauritz Widforss et le groupe est ainsi rebaptisé Hennes & Mauritz. La même année, H&M se lance aussi dans la mode masculine et pour enfant.

Le développement du groupe suédois a longtemps reposé sur sa seule marque éponyme qui représente aujourd'hui plus de 92% du nombre total de magasins dans le monde (H&M ne communique par le CA par marque).

H&M n'a élargi son portefeuille de marques qu'en 2007 avec le lancement de la marque **COS** à Londres. L'année suivante, H&M rachète 60% du groupe suédois de mode Fabric Scandinavien AB pour 564 MSEK (les 40% restant seront acquis en 2010) lui permettant de mettre la main sur trois marques supplémentaires : **Monki**, **Weekday** et **Cheap Monday**. En 2013, H&M a lancé **& Other Stories**.

Il est important de noter qu'H&M pourrait inaugurer une voire deux nouvelles marques en 2017, qui seraient « *totalemment différentes des six marques existantes* » selon son CEO.

Fig. 54: Présentation des six marques (données à fin novembre 2015) :

Concept	Number of stores	Number of markets	Comments
	3,610 92%	61 23 online	H&M offers fashion and quality at the best price for <u>women</u> , <u>men</u> , <u>teenagers</u> , <u>children</u> and the home (H&M Home since 2009). The brand also sells cosmetics (H&M Beauty since 2015).
	153 4%	30 19 online	COS ("= Collection of Style") was launched in 2007, it is a fashion brand for <u>women</u> and <u>men</u> with a modern and functional style. The price positioning (i.e. upper end mass market) is higher than H&M brand and the customer base is also older.
	106 3%	13 18 online	MONKI is a fashion brand offering clothing and accessories primarily for <u>young women</u> . Yet, the brand is positioned within the mass-market (> H&M).
	30 1%	10 13 online	& Other Stories is the most recent format launched by H&M, launched in 2013. The fashion brand focusing on the whole look, i.e. selling clothing, shoes, bags, accessories and beauty to <u>women</u> . Like COS, the brand operates in the upper end of the mass market.
	20 <1%%	5 18 online	WEEKDAY is a modern fashion and denim brand influenced by Scandinavian style, for <u>women</u> and <u>men</u> .
	5 <1%%	4 (35 incl. 2,000 wholesale retailers) 18 online	CHEAP MONDAY's collections are mostly sold via wholesalers. It is a denim brand selling clothing and accessories to <u>men</u> and <u>women</u> .

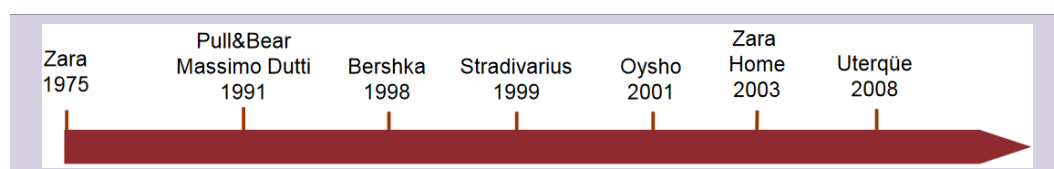
Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co

4.2. Inditex : le multi-concept a déjà 25 ans

Après avoir travaillé de nombreuses années dans le secteur du textile, le fondateur du groupe Inditex, Amancio Ortega Gaona, inaugure sa première boutique Zara en 1975 à La Corogne en Espagne. La holding Inditex (= « **IND**ustria de **DI**seno **TEX**til») est fondée en 1985 afin de regrouper les différentes sociétés détenues par Amancio Ortega Gaona.

La stratégie multi-concept est lancée en 1991 avec la création de la marque **Pull&Bear** concomitante à l'acquisition de **Massimo Dutti**. Puis vient la création de **Bershka** (1998) et le rachat de **Stradivarius** (1999). La marque de lingerie **Oysho** est lancée en 2011, suivie par **Zara Home** (2003) et **Uterqüe** en 2008.

Fig. 55: Un portefeuille de concepts qui s'est construit progressivement :



Source: Company Data

Le tableau ci-dessous présente les huit marques du groupe espagnol ainsi que leur positionnement.

Fig. 56: Les huit « marques » d'Inditex (chiffres 2015 à fin janvier 2016) :

Concept	Sales (EURm) % of total	Number of stores	Number of markets	Comments
ZARA	13,628 65%	2,162 31%	88 27 online	Zara stores have <u>men's</u> clothing and <u>women's</u> clothing for customers of all ages, as well as <u>children's</u> clothing (Zara Kids).
Bershka	1,875 9%	1,044 15%	70 17 online	Latest fashions aimed at a younger customer base than Zara (i.e. <u>men</u> and <u>women</u> from 13 to 23). Hence Bershka's price positioning is also the Group's most affordable brand.
<i>Massimo Dutti</i>	1,498 7%	740 11%	69 24 online	More elegant design for <u>men</u> , <u>women</u> and <u>children</u> . Massimo Dutti's price range (just below affordable luxury) is one of the highest among the portfolio. The brand also has a Personal Tailoring service.
PULL&BEAR	1,417 7%	936 13%	68 21 online	Pull&Bear focuses on casual fashion and sport styles for young <u>men</u> and <u>women</u> (i.e. 14 to 28). The concept has a value fashion position like Bershka.
Stradivarius	1,289 6%	950 13%	60 18 online	Stradivarius is a clothing fashion concept only for <u>women</u> from 18 to 35 years old. The price positioning is close to Zara's.
ZARA HOME	666 3%	502 7%	53 25 online	Zara Home specializes in textile ranges for the home, which is completed by bedding and bed linen, tableware, bath linen and other accessories (dishware, glassware, etc.).
OYSHO	452 2%	607 9%	42 16 online	Oysho has different product lines in <u>women's</u> lingerie, gymwear, sleepwear, beachwear, accessories and footwear.
UTERQÜE	75 1%	72 1%	25 16 online	Uterqüe is a sophisticated <u>women's</u> clothing and accessory brand, positioned in the lower end of the affordable luxury segment.

Source: Company Data, Bryan, Garnier & Co

H & M

Income Statement (SEKm)	30/11/13	30/11/14	30/11/15	30/11/16e	30/11/17e	30/11/18e
Revenue	128,562	151,419	180,861	192,575	212,025	232,252
<i>Change (%)</i>	6,4%	17,8%	19,4%	6,5%	10,1%	9,5%
<i>Change LFL (%)</i>	-0,4%	4,0%	2,5%	1,0%	2,4%	2,4%
Gross Profit	76,033	89,052	103,167	106,301	117,674	128,900
EBITDA	26,359	30,628	33,341	31,390	35,090	39,251
EBIT	22,168	25,583	26,942	23,879	26,397	29,264
<i>Change (%)</i>	1,9%	15,4%	5,3%	-11,4%	10,5%	10,9%
Financial results	358	312	300	198	195	185
Pre-Tax profits	22,526	25,895	27,242	24,077	26,592	29,449
Tax	(5,374)	(5,919)	(6,344)	(5,538)	(6,116)	(6,773)
Minority interests	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net profit	17,152	19,976	20,898	18,539	20,476	22,676
<i>Change (%)</i>	1,7%	16,5%	4,6%	-11,3%	10,4%	10,7%
Cash Flow Statement (SEKm)						
Operating cash flows	23,590	24,949	26,647	26,050	29,169	32,662
Change in working capital	(250)	793	2,580	1,480	2,458	2,556
Capex, net	8,027	9,391	12,059	12,517	12,721	13,935
Financial investments, net	31,0	21,0	153	193	212	232
Dividends	15,723	15,723	16,137	16,137	16,137	16,944
Other	(22,0)	(448)	(539)	0,0	0,0	0,0
Net debt	(17,224)	(16,693)	(12,950)	(8,673)	(6,313)	(5,309)
Free Cash flow	15,813	14,765	12,008	12,052	13,989	16,171
Balance Sheet (SEKm)						
Cash & liquid assets	13,918	14,091	12,950	8,673	6,313	5,309
Other current assets	25,270	28,650	32,586	34,455	37,558	40,785
Tangible fixed assets	22,186	26,948	32,962	37,969	41,997	45,946
Intangible assets	2,004	2,737	3,937	3,937	3,937	3,937
Other assets	2,298	3,171	3,378	3,378	3,378	3,378
Total assets	65,676	75,597	85,813	88,412	93,184	99,354
LT & ST debt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other liabilities	20,428	24,041	27,764	28,153	28,798	29,469
Shareholders' funds	45,248	51,556	58,049	60,259	64,386	69,885
Total liabilities	65,676	75,597	85,813	88,412	93,184	99,354
Capital employed	39,394	47,452	59,931	66,418	72,904	79,409
Financial Ratios						
Gross Margin (% of sales)	59,14	58,81	57,04	55,20	55,50	55,50
EBITDA margin (% of sales)	20,50	20,23	18,43	16,30	16,55	16,90
EBIT margin (% of sales)	17,24	16,90	14,90	12,40	12,45	12,60
Tax rate	23,86	22,86	23,29	23,00	23,00	23,00
Net Margin	13,34	13,19	11,55	9,63	9,66	9,76
ROE (after tax)	37,91	38,75	36,00	30,77	31,80	32,45
ROCE (after tax)	42,85	41,59	34,49	27,68	27,88	28,38
Gearing	(38,07)	(32,38)	(22,31)	(14,39)	(9,81)	(7,60)
Pay out ratio	91,67	80,78	77,22	87,04	82,75	82,75
Number of shares, diluted	1,655,072	1,655,072	1,655,072	1,655,072	1,655,072	1,655,072
Per share data (SEK)						
EPS	10,36	12,07	12,63	11,20	12,37	13,70
Restated EPS	10,36	12,07	12,63	11,20	12,37	13,70
<i>% change</i>	1,7%	16,5%	4,6%	-11,3%	10,4%	10,7%
BVPS	27,34	31,15	35,07	36,41	38,90	42,22
Operating cash flows	14,25	15,07	16,10	15,74	17,62	19,73
FCF	9,55	8,92	7,26	7,28	8,45	9,77
Net dividend	9,50	9,75	9,75	9,75	10,24	11,34

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

Inditex

Income Statement (EURm)	31/01/14	31/01/15	31/01/16	31/01/17e	31/01/18e	31/01/19e
Revenue	16,724	18,117	20,900	23,166	25,724	28,393
<i>Change (%)</i>	4,9%	8,3%	15,4%	10,8%	11,0%	10,4%
<i>Change LFL (%)</i>	2,7%	4,8%	8,5%	7,0%	5,5%	5,0%
Gross Profit	9,923	10,569	12,089	13,274	14,791	16,326
EBITDA	3,926	4,103	4,699	5,231	5,937	6,554
EBIT	3,071	3,198	3,677	4,119	4,728	5,219
<i>Change (%)</i>	-1,5%	4,1%	15,0%	12,0%	14,8%	10,4%
Financial results	(18,2)	14,5	10,1	0,0	10,0	15,0
Pre-Tax profits	3,053	3,245	3,743	4,169	4,794	5,296
Tax	(671)	(735)	(861)	(959)	(1,103)	(1,218)
Minority interests	(4,5)	(9,6)	(7,6)	(6,0)	(6,0)	(6,0)
Net profit	2,377	2,501	2,875	3,204	3,685	4,072
<i>Change (%)</i>	0,7%	5,2%	15,0%	11,5%	15,0%	10,5%
Cash Flow Statement (EURm)						
Operating cash flows	3,237	3,415	3,904	4,322	4,900	5,412
Change in working capital	121	102	(602)	(118)	(126)	(118)
Capex, net	1,250	1,796	1,518	1,506	1,543	1,704
Financial investments, net	159	29,2	22,3	23,2	25,7	28,4
Dividends	1,378	1,510	1,626	1,868	2,082	2,395
Other	370	22,3	49,8	0,0	0,0	0,0
Net debt	(4,055)	(4,010)	(5,300)	(6,343)	(7,718)	(9,121)
Free Cash flow	1,865	1,517	2,988	2,934	3,483	3,827
Balance Sheet (EURm)						
Cash & liquid assets	3,847	3,798	4,226	5,269	6,643	8,046
Other current assets	2,918	3,308	4,224	4,595	5,021	5,480
Tangible fixed assets	5,138	6,041	6,597	6,991	7,326	7,695
Intangible assets	642	684	695	695	695	695
Other assets	1,211	1,546	1,616	1,616	1,616	1,616
Total assets	13,756	15,377	17,357	19,165	21,301	23,531
LT & ST debt	4,7	10,1	11,0	11,0	11,0	11,0
Other liabilities	4,473	4,898	5,895	6,385	6,937	7,514
Shareholders' funds	9,278	10,469	11,451	12,770	14,352	16,006
Total liabilities	13,756	15,377	17,357	19,165	21,301	23,531
Capital employed	6,824	7,709	9,136	9,648	10,109	10,596
Financial Ratios						
Gross Margin (% of sales)	59,33	58,34	57,84	57,30	57,50	57,50
EBITDA margin (% of sales)	23,47	22,65	22,48	22,58	23,08	23,08
EBIT margin (% of sales)	18,36	17,65	17,60	17,78	18,38	18,38
Tax rate	21,98	22,64	23,00	23,00	23,00	23,00
Net Margin	14,21	13,80	13,75	13,83	14,33	14,34
ROE (after tax)	25,76	24,07	25,26	25,17	25,75	25,50
ROCE (after tax)	35,11	32,09	30,99	32,87	36,02	37,93
Gearing	(43,70)	(38,31)	(46,29)	(49,67)	(53,77)	(56,98)
Pay out ratio	63,44	64,75	64,98	65,00	65,00	65,00
Number of shares, diluted	3,115,562	3,113,773	3,113,152	3,113,152	3,113,152	3,113,152
Per share data (EUR)						
EPS	0,76	0,80	0,92	1,03	1,18	1,31
Restated EPS	0,76	0,80	0,92	1,03	1,18	1,31
<i>% change</i>	0,7%	5,3%	15,0%	11,5%	15,0%	10,5%
BVPS	2,98	3,36	3,68	4,10	4,61	5,14
Operating cash flows	1,04	1,10	1,25	1,39	1,57	1,74
FCF	0,60	0,49	0,96	0,94	1,12	1,23
Net dividend	0,48	0,52	0,60	0,67	0,77	0,85

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

(Page laissée blanche intentionnellement)

(Page laissée blanche intentionnellement)

(Page laissée blanche intentionnellement)

Bryan Garnier stock rating system

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

Stock rating

BUY	Positive opinion for a stock where we expect a favourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential upside based on valuation), but also takes into account a number of elements including a SWOT analysis, positive momentum, technical aspects and 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 including a SWOT analysis, positive momentum, technical aspects and 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 55,7%

NEUTRAL ratings 32,9%

SELL ratings 11,4%

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

A copy of the Bryan Garnier & Co Limited conflicts policy in relation to the production of research is available at www.bryangarnier.com



BRYAN, GARNIER & CO

London

Beaufort House
15 St. Botolph Street
London EC3A 7BB
Tel: +44 (0) 207 332 2500
Fax: +44 (0) 207 332 2559

Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) and
Conduct Authority (FCA)

Paris

26 Avenue des Champs Elysées
75008 Paris
Tel: +33 (0) 1 56 68 75 00
Fax: +33 (0) 1 56 68 75 01

Regulated by the
the Autorité de Contrôle prudentiel et de
resolution (ACPR)

New York

750 Lexington Avenue
New York, NY 10022
Tel: +1 (0) 212 337 7000
Fax: +1 (0) 212 337 7002

FINRA and SIPC member

Munich

Widenmayerstrasse 29
80538 Munich
Germany
+49 89 2422 62 11

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..