

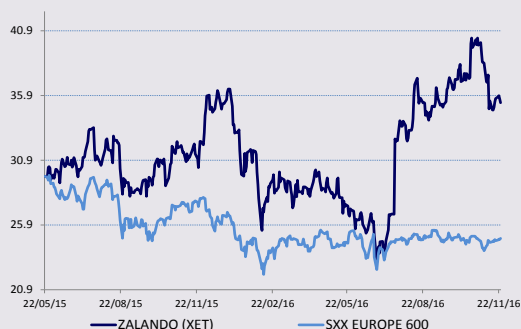
INDEPENDENT RESEARCH

28 Novembre 2016

Luxe & Biens de conso

Bloomberg	ZAL GR
Reuters	ZALG.DE
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	40,4 / 23,0
Capitalisation Boursière (MEUR)	8 739
Valeur d'Entreprise	7 942
Volume moyen 6 mois (000 actions)	560,7
Flottant	%
TMVA BPA (3 ans)	52,5%
Gearing (12/15)	-133%
Rendement (12/16e)	NM

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
C. d'affaires (MEUR)	2 958	3 678	4 543	5 578
EBIT (MEUR)	107,50	197,89	276,03	380,77
BPA Publié (EUR)	0,49	0,45	0,70	1,00
BPA dilué (EUR)	0,29	0,52	0,73	1,02
EV/CA	2,63x	2,16x	1,73x	1,38x
EV/EBITDA	55,0x	32,9x	23,5x	16,8x
EV/EBIT	72,5x	40,1x	28,5x	20,2x
P/E	NS	68,0x	48,2x	34,6x
ROCE (%)	43,1	38,1	36,4	39,4



# Zalando

## EN BREF: Zalando, le « web category killer »

Fair Value 39EUR (cours 35,35EUR)

**NEUTRE**  
Initiation de couverture

Cette introduction a une vocation descriptive pour tout investisseur qui souhaiterait se familiariser avec Zalando. Elle vient en complément de notre étude sectorielle (« Uber et l'argent d'Hubert ») dans laquelle sont effectivement détaillées notre thèse d'investissement et valorisation, dont découle notre recommandation Neutre (Fair Value de EUR39).

Comme nous le précisons dans notre étude sectorielle, il n'y a pas de vérité indivisible et les e-commerçants qui ont rencontré un franc succès n'ont pour dénominateur commun que la cohérence d'une offre, laquelle nous semble aujourd'hui se décliner selon quatre principaux modèles :

- Dans le premier modèle, l'e-commerçant propose une offre exhaustive au meilleur prix. **Amazon** est l'expression la plus aboutie de ce web-hypermarché qui substitue au « tout sous le même toit » le « tout sur le même site ».
- Dans le second, un « web category killer » tel que **Zalando** multiplie les flux sur des lignes de produits à forte rotation, de telle sorte qu'il devient le « lieu de destination naturel » pour tout internaute qui chinerait un produit spécifique.
- Dans le troisième, l'expertise d'un **Yoox Net-A-Porter** est telle sur un segment de niche, qu'il est difficile pour un autre web-marchant 1/ de se procurer et 2/ vendre, dans un cadre aussi « intimiste » et au meilleur prix, une marchandise similaire.
- Dans le quatrième, le distributeur Brick & Mortar est à même de concilier une manière plus prédictive de servir le consommateur (via le click et la data) avec l'entretien du lien social (via le collect dans un réseau de magasins physiques)

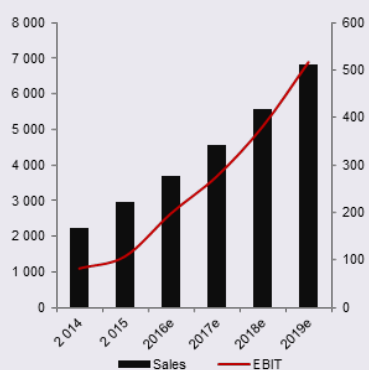


**Analyst:**  
**Antoine Parison**  
33(0) 1 70 36 57 03  
aparison@bryangarnier.com

**Sector Analyst Team:**  
Nikolaas Faes  
Loïc Morvan  
Virginie Roumagne  
Cédric Rossi

**Research Assistant :** Clement Genelot

## Zalando



### Activités

Zalando, présent dans 15 pays, est la première plateforme Européenne de mode en ligne (femme, homme et enfant). Le groupe offre une expérience unique grâce à un grand choix d'articles de mode (chaussures, vêtements et accessoires) et une combinaison de services de qualité, dont la livraison et les retours gratuits.

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Revenues	2 214	2 958	3 678	4 543	5 578
Change (%)	25,7%	33,6%	24,3%	23,5%	22,8%
Current EBITDA	108	142	242	335	456
Change (%)	-%	31,6%	70,6%	38,6%	36,2%
EBITDA	87,9	124	223	317	438
Current EBIT	82,0	108	198	276	381
Change (%)	-%	31,1%	84,1%	39,5%	37,9%
EBIT	62,2	89,4	180	258	362
Financial results	-4,5	-3,0	-9,0	-9,0	-9,0
Pre-Tax profits	57,8	86,6	171	249	353
Tax	-10,5	34,9	-59,8	-74,6	-106
Net profit	47,3	122	111	174	247
Restated net profit	54,3	73,2	132	187	260
Change (%)	-%	34,7%	80,8%	41,4%	39,2%
<b>Cash Flow Statement (EURm)</b>					
Operating cash flows	104	135	195	296	405
Change in working capital	-13,4	1,1	2,7	1,3	1,5
Capex, net	-51,0	-60,0	-201	-227	-223
Free Cash flow	39,4	76,0	-2,6	70,4	183
Financial investments, net	0,0	-172	-94,2	0,0	0,0
Dividends	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital increase / buyback	510	6,4	2,1	0,0	0,0
Other	71,5	17,8	-57,1	0,0	0,0
Decrease / (Increase) in net debt	621	-71,6	-152	70,4	183
Net debt	-1 030	-959	-807	-877	-1 060
<b>Balance Sheet (EURm)</b>					
Tangible fixed assets	111	128	246	338	412
Intangibles assets	29,0	48,8	123	199	273
Cash & equivalents	1 051	976	822	892	1 076
Other assets	595	963	1 215	1 404	1 629
Total assets	1 786	2 116	2 407	2 833	3 389
Shareholders' funds	1 127	1 271	1 412	1 649	1 978
L & ST Debt	20,8	17,6	15,2	15,2	15,2
Others liabilities	638	827	980	1 169	1 396
Total Liabilities	1 786	2 116	2 407	2 833	3 389
WCR	-3,7	-2,6	-5,3	-6,6	-8,1
Capital employed	136	174	364	531	677
<b>Ratios</b>					
Operating margin	3,70	3,63	5,38	6,08	6,83
Normative tax rate	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00
Net margin	2,45	2,47	3,60	4,11	4,67
ROCE (after tax)	42,11	43,15	38,06	36,40	39,38
Gearing	-109	-133	-175	-188	-187
Average number shares					
Number of shares, diluted	230	254	255	255	255
<b>Data per Share (EUR)</b>					
EPS	0,21	0,49	0,45	0,70	1,00
Restated EPS	0,24	0,29	0,52	0,73	1,02
% change	-%	22,1%	80,5%	41,2%	39,1%
Operating cash flows	0,45	0,53	0,77	1,16	1,59
FCF	0,17	0,30	-0,01	0,28	0,72
Net dividend	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

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

## Sommaire

1.1.	L'ADN de Zalando .....	54
1.1.1.	Pondération de l'activité de Zalando .....	54
1.1.2.	Origines et actionnariat de Zalando .....	56
1.1.3.	Analyse swot.....	58
1.2.	Une stratégie au service de la topline.....	58
1.2.1.	Un assortiment exhaustif.....	58
1.2.2.	Une gamme de services diversifiée.....	61
1.2.3.	Une base clients en plein essor.....	63
1.3.	Des avantages comparatifs : une offre locale, une logistique et une technologie propriétaire 65	
1.3.1.	Une offre adaptée en fonction de chaque pays (article et moyens de paiement)...	65
1.3.2.	Le roi du traitement logistique .....	66
1.3.3.	Vers un maillage complet du territoire européen.....	66
1.3.4.	La technologie propriétaire au cœur de la stratégie.....	68
1.4.	Les performances financières de Zalando .....	70
1.4.1.	La topline .....	70
1.4.2.	La bottom line.....	71
	Bryan Garnier stock rating system.....	73

## 1.1. L'ADN de Zalando

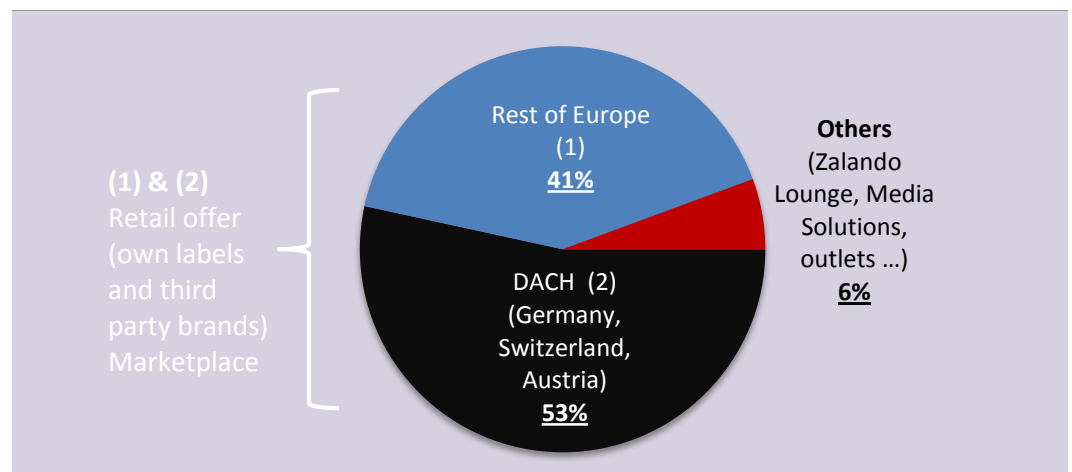
### 1.1.1. Pondération de l'activité de Zalando

**Fig. 1: Zalando parmi les leaders européens du B2C par Internet (2014)**

Company	Country of origin	Online turnover in Europe (2014)
Amazon	USA	EUR 24,230mn
Otto	Germany	EUR 6,452mn
Apple	USA	EUR 3,750mn
Tesco	UK	EUR 3,533mn
Home Retail Group	UK	EUR 2,328mn
Cdiscount	France	EUR 2,235mn
<b>Zalando</b>	<b>Germany</b>	<b>EUR 2,214mn (EUR2,958mn en 2015)</b>
E.Leclerc	France	EUR 1,900mn
Shop direct	UK	EUR 1,876mn
Next Plc	UK	EUR 1,863mn
Vente Prive	France	EUR 1,700mn
Asda	UK	EUR 1,700mn
Metro Group	Germany	EUR 1,500mn
John Lewis	UK	EUR 1,460mn
Carrefour	France	EUR 1,176mn

Source: E-commerce in Europe; Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 2: Offre retail et services proposés par Zalando en pourcentage du CA**



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

**Fig. 3: Caractéristiques des pays où Zalando est présent (2015)**

Country	Retail sales (YoY growth)	B2C sales (EURbn / growth)	B2C share of GDP	Internet users (>15yo)	E-shoppers (>15yo)	Mobile share in online sales	Spending per e- shopper (EUR)
UK	+4.1%	157.1 (+11%)	6,1%	93%	81%	20%	3 625
France	+3.8%	64.9 (+14%)	3,0%	87%	67%	15%	1 780
Germany	+2.8%	59.7 (+13%)	2,0%	89%	73%	15%	1 157
Spain	+3.6%	18.2 (+12%)	1,7%	80%	42%	NA	1 089
Italy	+1.8%	16.6 (+16%)	1,0%	68%	34%	NA	938
Netherlands	+2.3%	16.1 (+16%)	2,4%	98%	93%	15%	1 242
Denmark	+1.2%	11.7 (+18%)	4,4%	97%	80%	NA	3 111
Sweden	+7.0%	9.7 (+12%)	2,2%	92%	72%	NA	1 668
Switzerland	-1.1%	8.5 (+12%)	1,4%	92%	67%	NA	1 815
Belgium	-0.3%	8.2 (+34%)	2,0%	86%	74%	12%	1 188
Norway	+0.6%	7.9 (+2%)	2,3%	97%	76%	NA	2 467
Poland	+6.6%	7.6 (+18%)	1,8%	70%	37%	NA	632
Austria	+1.6%	7.5(+14%)	2,2%	85%	58%	NA	1 759
Finland	+0.0%	7.2 (+10%)	3,5%	93%	78%	NA	2 170
Luxembourg	+6.6%	0.6 (+13%)	1,2%	98%	78%	NA	1 635

Source: Eurostat; E-commerce in Europe; Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

### 1.1.2. Origines et actionnariat de Zalando

Zalando a été créé en 2008 par Robert Gentz et David Schneider, deux étudiants allemands qui vendaient des tongs via le site Ifansho. L'entreprise intègre alors le programme Rocket Internet (dirigé par les trois frères Samwer), un incubateur et business Angel allemand spécialisé dans le e-commerce (plus de 200 start-ups à son actif). Selon la légende, elle s'inspire du modèle « Zappos » (un site américain de vente de souliers) dont elle associe le nom à celui d'« Alando » (un comparable d'eBay, fondé par Rocket Internet) pour créer « Zalando » et écouler des chaussures sur le marché allemand. Aujourd'hui, l'entreprise affiche une véritable indépendance vis-à-vis de Rocket Internet qui n'a joué qu'un rôle d'incubateur.

Fort de son succès, le groupe démarre son internationalisation dès 2009, en commençant par l'Autriche. En 2010, il élargit sa gamme aux vêtements de mode et commence son activité en France et aux Pays-Bas. Le succès ne se dément et de nouveaux sites internet voient le jour en 2011 (Royaume-Uni, Italie, Suisse et Autriche), 2012 (Suède, Belgique, Espagne, Danemark, Pologne et Finlande) et 2013 (Norvège et Luxembourg).

Zalando a été introduit en bourse sur le marché allemand le 1<sup>er</sup> octobre 2014 via l'émission de 29,5 millions d'actions nouvelles. Les demandes de souscription ont été 10x supérieures à l'offre avec, en conséquence, un prix d'introduction (EUR21,5) dans le haut de la fourchette (EUR18-22,5) et une levée de fonds de 524M€. Cette opération valorisait Zalando à EUR5,3Md (soit un multiple de 2,4x le CA 2014).

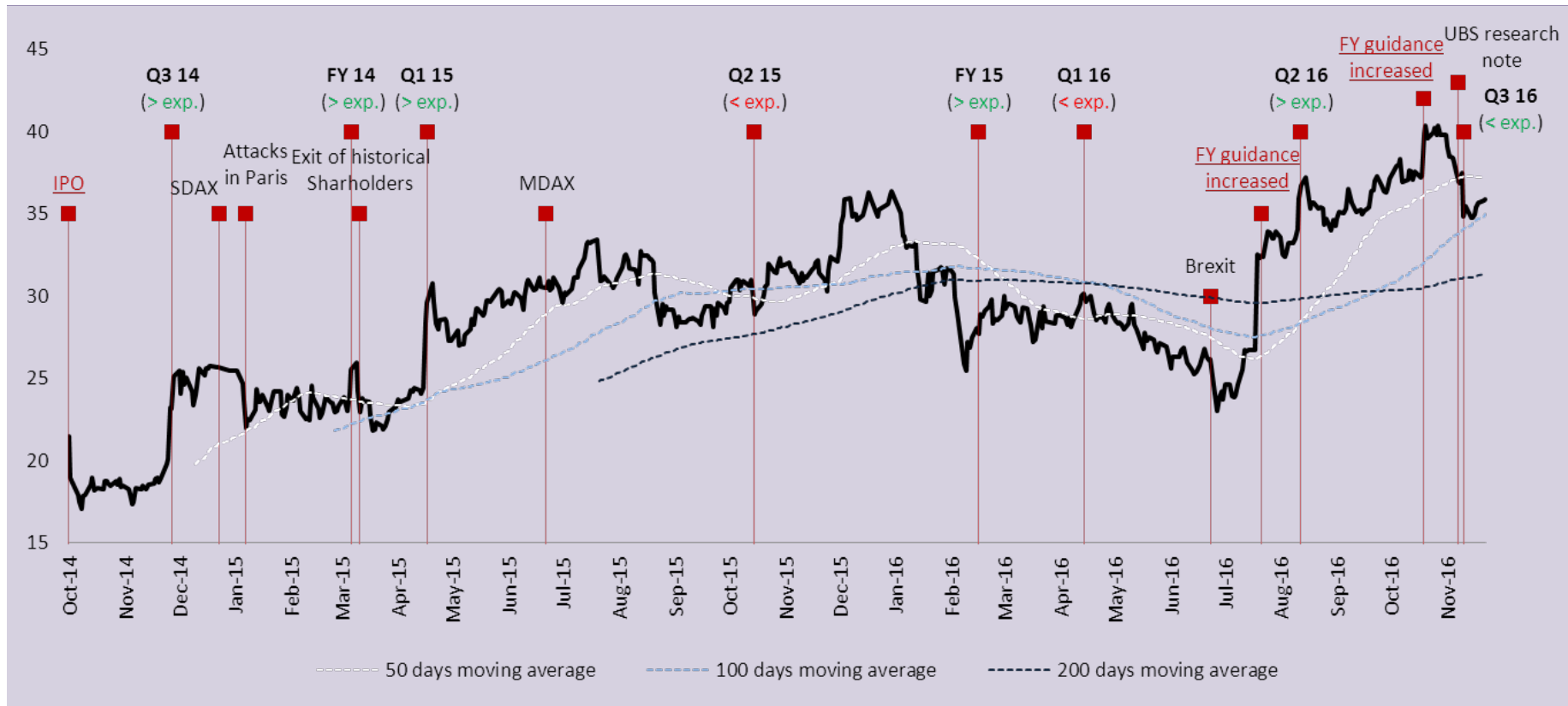
Rocket Internet n'a plus de lien capitalistique direct avec Zalando depuis août 2013, l'incubateur ayant cédé ses parts à d'autres entités dont le fonds suédois Kinnevik. En revanche les frères Samwer ont une participation à titre personnel via le fonds Global Founders (8,77% vs 17% initialement). D'un point de vue purement opérationnel, Zalando est dirigé par un triumvirat de trois co-CEO : David Schneider, Robert Gentz et Rubin Ritter (arrivé en 2010).

**Fig. 4: Actionnariat de Zalando à fin juin 2016**

Shareholding	At 07/2016
Kinnevik (Swedish fund)	31,7%
Anders Holch Povlsen	10,0%
Global Founders (Samwer brothers)	8,8%
Baillie Gifford	6,9%
Tengelmann Verwaltungs	5,0%
Founders	3,7%
Vanguard World Funds	3,0%
Public free float	30,9%

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

Fig. 5: L'equity story de Zalando (depuis août 2014)



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

### 1.1.3. Analyse swot

Forces	Faiblesses
Une offre (1 500 marques) et des services (online, outlet, marketplace, smart data), servis par une technologie propriétaire.	L'activité est inégalement répartie et dépendante de la région historique DACH (~53% du CA).
Un service client et une logistique incomparables dans l'industrie (livraisons et retours gratuits, 100 jours de délai de rétractation !).	L'une des principales forces de Zalando (ie. retour gratuit) est également l'une de ses faiblesses (fort taux de retour).
Pionnier sur le segment du textile et de la mode en ligne, Zalando dispose d'une base de clients actifs de 19.2M de consommateurs !	
Opportunités	Menaces
Relais de croissance (notamment en Europe de l'Est et dans les pays nordiques) via l'ouverture de centres logistiques périphériques.	Amazon (encore peu présent dans certains pays européens) est systématiquement une menace pour un e-commerçant de masse.
Potentiel d'élargissement de l'offre à la gente masculine, les femmes représentants environ 75% de la base de clients actifs (18,8M).	Le degré d'exigence vis-à-vis des salariés implique un risque social au détriment de l'image et de l'efficacité logistique du groupe.
Montée en puissance de la market place (~5% du volume d'affaires), structurellement plus rentable que le core website.	Potentiel de fraudes liées à une multiplication des moyens de paiement différé que Zalando propose.

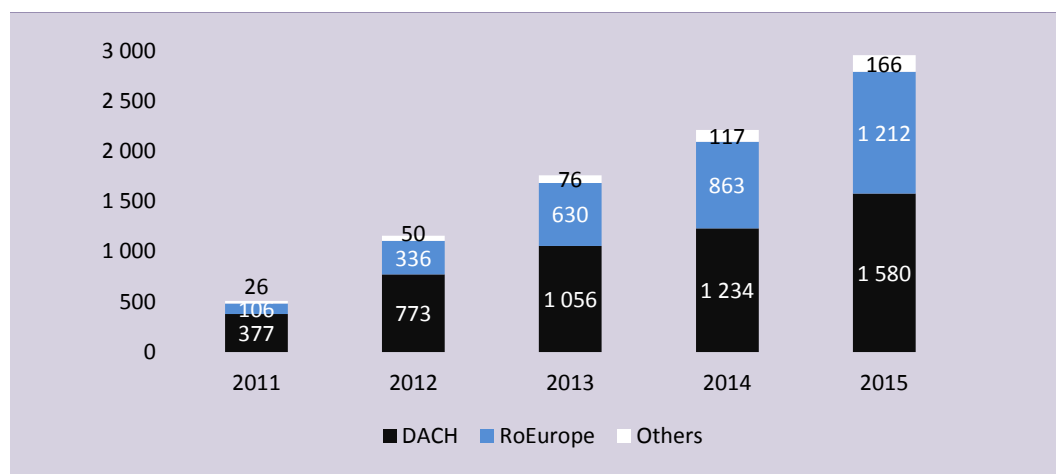
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

## 1.2. Une stratégie au service de la topline

Zalando s'est rapidement imposé au premier rang des distributeurs européens de prêt à porter en ligne avec un CA de 2,96Md€ en 2015 (+1 821% en 5 ans / soit un TCAM de 81% depuis 2010) réalisé dans les 15 pays européens précédemment cités. La dynamique de CA repose sur **1/** un assortiment exhaustif et **2/** une gamme de services diversifiée qui alimentent une base clients en plein essor.

### 1.2.1. Un assortiment exhaustif

Fig. 6: Décomposition du chiffre d'affaires de Zalando - EURm



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



### L'offre retail (~94% du CA)

Certains articles sont achetés en gros auprès de marques tiers et revendus au détail par Zalando. D'autres marques (Mint&Berry, Zign, Kiomi, Even&Odd) sont plus librement conçues et fabriquées par Zalando (depuis 2010). Ces MDD (~12% e du CA), théoriquement plus rentables, sont censées diversifier l'offre et ne pas se substituer aux marques tiers.

**Fig. 7: Sélection de marques partenaires de Zalando**

Top Marques	Marques Sport	Créateurs Luxe
Toutes les marques	Toutes les marques	Tous les créateurs
ONLY	Nike	MICHAEL Michael Kors
Mango	adidas	Ralph Lauren
Morgan	ASICS	BOSS
Topshop	Reebok	ARMANI
Anna Field	Puma	DKNY
Tommy Hilfiger	Lacoste Sport	KARL LAGERFELD
GAP	The North Face	Pinko
Dorothy Perkins	New Balance	Sonia by Sonia Rykiel
NAF NAF	adidas by Stella Mc	See by Chloé
Lacoste	Cartney	Filippa K
	Onzie	

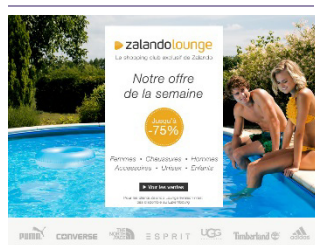
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Zalando propose ainsi plus de 200 000 produits (1 500 marques) au sein de sa gamme retail. La rotation des articles est assez élevée (1 000 nouvelles références ajoutées chaque jour). Depuis peu, le processus de sélection repose sur un système de notation (évaluation de la qualité, la sécurité et les risques d'exécution liés à chaque marque et produit), préalable aux négociations d'achat de gros.

### Les offres annexes d'entrée de gamme

En fin de saison, Zalando dispose de plusieurs options afin d'écouler ses invendus : **1/** renvoyer les articles aux fournisseurs ; **2/** les mettre en promotion sur son site classique ou les placer sur Zalando Lounge ; **3/** les transférer dans l'un des trois magasins physiques. Ce sont ces deux dernières options qui constituent l'essentiel des offres d'entrée de gamme de Zalando dans le prêt-à-porter.

### Zalando Lounge (représentant la grande majorité des ventes du segment « autres », lequel génère 6% du CA de Zalando)



Zalando Lounge est un site de ventes privées éphémères. Lancé en 2010 (Allemagne, Autriche), il a été progressivement étendu en 2011 (France), 2012 (Pays-Bas, Belgique), 2013 (Finlande, Suède) et 2014 (Royaume-Unis). Il est assorti d'une application depuis 2015.

Son offre regroupe des vêtements, chaussures, accessoires et articles de maison (serviettes de bain, bougies, meubles...) qui bénéficient de promotions agressives (jusqu'à 75% par rapport au prix de vente conseillé). 2,785 marques différentes ont ainsi été proposées à la vente en 2015.

## Zalando

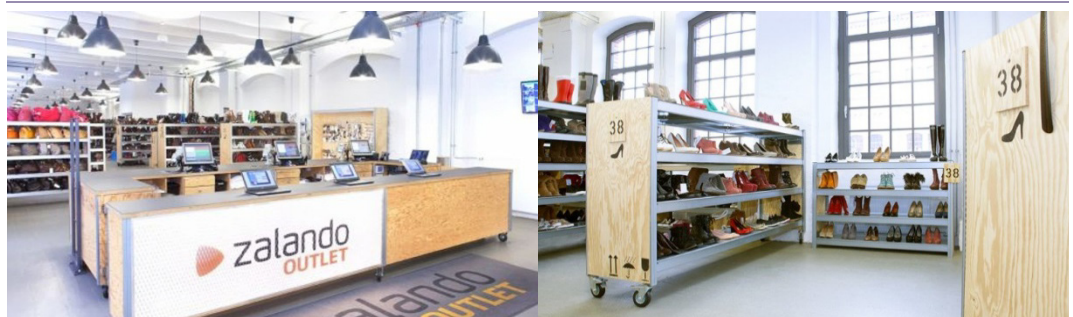
Cette solution 1/ permet aux internautes de bénéficier de prix cassés sur un large panel de marques, 2/ est une façon d'écouler les invendus, 3/ permet de diversifier les canaux de distribution et 4/ fournit à Zalando de précieuses informations sur la clientèle (lesquelles seront ensuite transférées aux marques).

Le segment du « shopping club » dont fait partie Zalando Lounge est estimé par le groupe à 7Md€ en Europe en 2015 (il est inclus dans le marché européen de la mode en ligne évalué à 46Md€) et reste dominé par Venteprivée (12,9% de PdM) et Showroomprivé (5,7% de PdM).

**Les « outlets » (contribution mineure considérant que, à ce jour, seulement trois magasins sont opérationnels)**

L'offre d'entrée de gamme de Zalando se renforce également via l'ouverture de trois magasins d'usine (Berlin, Francfort et Cologne). Des articles invendus ou retournés pour défauts mineurs y sont proposés avec des rabais avoisinant les 40%. A l'origine, l'outlet de Berlin (ouvert en 2012 sur 800m<sup>2</sup>) n'était accessible que sur présentation d'une carte de membre. Depuis l'ouverture du premier point de vente à Francfort en 2014 (1 000m<sup>2</sup>), tous les magasins sont ouverts au grand public (le second, qui a été inauguré fin 2015, se distingue par sa montée en gamme ; son ambiance chic casse avec l'image du hangar abritant des caisses de vêtements invendus).

**Fig. 8: Les magasins d'usine « premiums » de Zalando**



Source: Zalando.

### 1.2.2. Une gamme de services diversifiée

Outre un éventail de produits qui ne cesse de s'élargir, Zalando a également su diversifier ses sources de revenus en développant des services tels que la place de marché et services annexes destinés aux clients et marques-fournisseurs.

#### La marketplace : « Partner program » et Movmnt (contribution « mid-single digit » au volume d'affaires)

La market place, accessible à partir du site de Zalando, héberge des transactions entre particuliers et professionnels tiers (150 marques sélectionnées par Zalando). Les vendeurs bénéficient ainsi du trafic (ie. 138 millions de visites / mois en 2015) et de l'expertise smart data de Zalando tout en conservant la main sur le contenu de l'offre (espace de vente dédié) et la livraison. Ils évoluent dans l'écosystème sécurisé de Zalando dont ils s'engagent à respecter les standards (délais et gratuité de la livraison, rétractation et modalités de retour).

En contrepartie, Zalando prélève une commission (ie 12% e du prix de vente TTC) qu'il comptabilise comme CA au titre de la market place. S'il n'a pas de logistique à sa charge, les coûts liés à la création de contenu, le paiement et la satisfaction client (« content creation, payment and customer care ») ainsi que divers frais annexes (en tout ~7.5% e du prix de vente TTC) lui reviennent en revanche. La marge d'EBIT avant frais de marketing ressort ainsi à environ 38% e.

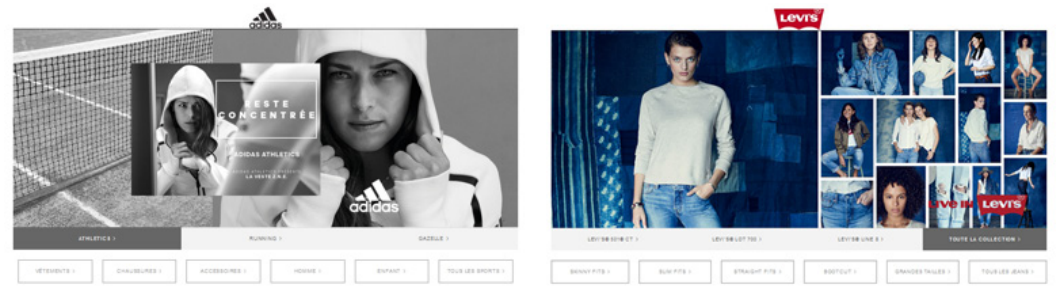
**Fig. 9: Notre compréhension de la market place en cas de prise en charge de la logistique par les marques**

In case of no fulfillment by Zalando	
<b>Gross Market Value (GMV)</b>	<b>100</b>
Commission	12%
Commission paid by the Brand	12
<b>Net sales for Zalando</b>	<b>12</b>
Content creation / Payment / Customer care & Others costs	-7,6
EBIT margin before marketing	4,7
<b>As a % of sales</b>	<b>38%</b>

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Notons que le groupe teste actuellement l'option dans laquelle il prend en charge la logistique. Le consommateur évolue toujours dans le même écosystème sécurisé. En revanche, Zalando assurant la logistique, il est en mesure de regrouper en un seul colis les achats que le client a effectués auprès de différents vendeurs. Les frais de logistiques sont refacturés aux marques selon des modalités que nous ne maîtrisons pas encore. Nous ne faisons pas d'estimation dans la mesure où cette option n'est qu'en phase de test et que sa contribution est marginale.

**Fig. 10: Corners Adidas et Levis sur le site français de Zalando**



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

Le groupe a également développé une marketplace indépendante, Movmnt, uniquement disponible sous application. Elle vise des clients à petit budget qu'elle met en relation avec des usines qui souhaitent écouler des invendus des saisons passés, assortis de fortes promotions. Lancée durant l'année 2015 (opérationnelle en Allemagne et en France), cette marketplace reste une niche avec une dizaine de marchands listés, qui proposent environ 1,000 articles.

#### Zalando Media Solutions (contribution mineure)

Zalando a ouvert une activité de services, Zalando Media Solutions, afin de monétiser le trafic en ligne et accroître son taux de conversion. La filiale propose ainsi des services marketing personnalisés (campagnes de publicité et marketing ciblées, analyse de données clients...) destinés aux acteurs de la marketplace mais également aux marques listées sur des plateformes tiers, aux réseaux sociaux et bloggers (plus de 40 campagnes en 2015 pour plus de 80 marques clientes depuis sa création). Ce service, faiblement capitalistique, est facilement extensible aux 150 marques partenaires et 1,500 marques retail avec qui Zalando travaille déjà. Son efficacité a été renforcée avec l'acquisition de Metrigo (acteur spécialisé dans les enchères en temps réel d'espaces publicitaires) en mars 2015.

#### Zalando Zalon (contribution mineure)

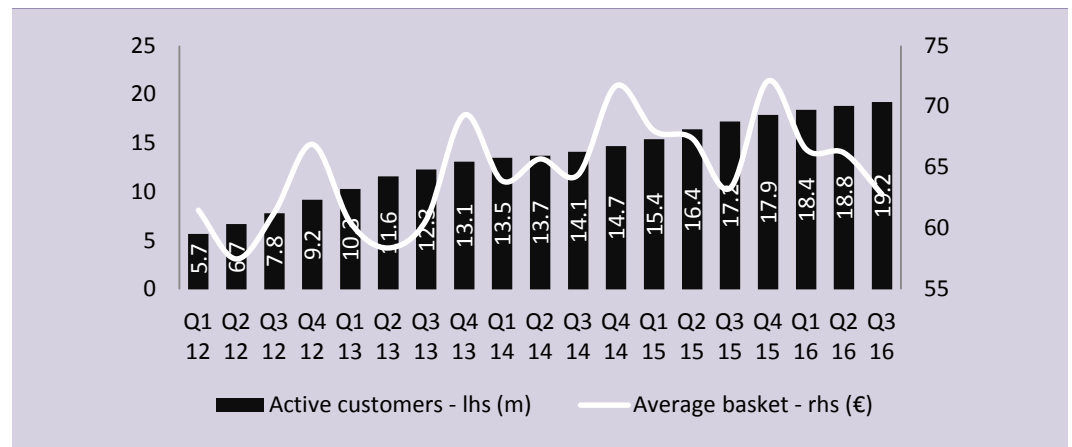


Lancé en mai 2015, Zalon propose aux utilisateurs du site Zalon, et prochainement de l'application, un service gratuit de conseils personnalisés en matière de mode. Après qu'il a créé son compte, l'utilisateur remplit un questionnaire puis échange avec un styliste qui lui conseille des tenues et articles en fonction de ses aspirations. Les produits suggérés font évidemment partie de la gamme proposée par Zalando. Les 200 stylistes professionnels (employés en freelance) touchent des commissions sur les lots de vêtements écoulés. Ce service est actuellement limité à la zone géographique historique de Zalando (Allemagne, Autriche et Suisse) ainsi qu'aux Pays-Bas, mais il est question de l'ouvrir prochainement à d'autres pays.

### 1.2.3. Une base clients en plein essor

Grace à un choix exhaustif, assorti d'une qualité de services sans précédent sur le marché de la mode en ligne (un point que nous aborderons ultérieurement), Zalando bénéficie **1/** d'une hausse de son Net Promoter Score (10 points en absolue sur un an au T2), et **2/** d'une forte expansion de sa base clients (TCAM trimestriel de ses clients actifs - ie ayant effectué au moins une commande sur les 12 derniers mois - de 7.3% sur la période T1 12/T2 16). Le groupe peut désormais se targuer d'une base de clients particuliers actifs de 19,2 millions (fin T3 2016) de personnes (un argument de poids pour attirer les griffes sur la marketplace). Cette masse critique permet d'obtenir des économies d'échelle sur les frais de marketing qui, avec les coûts de logistique, est le principal poste de dépense d'un e-commerçant.

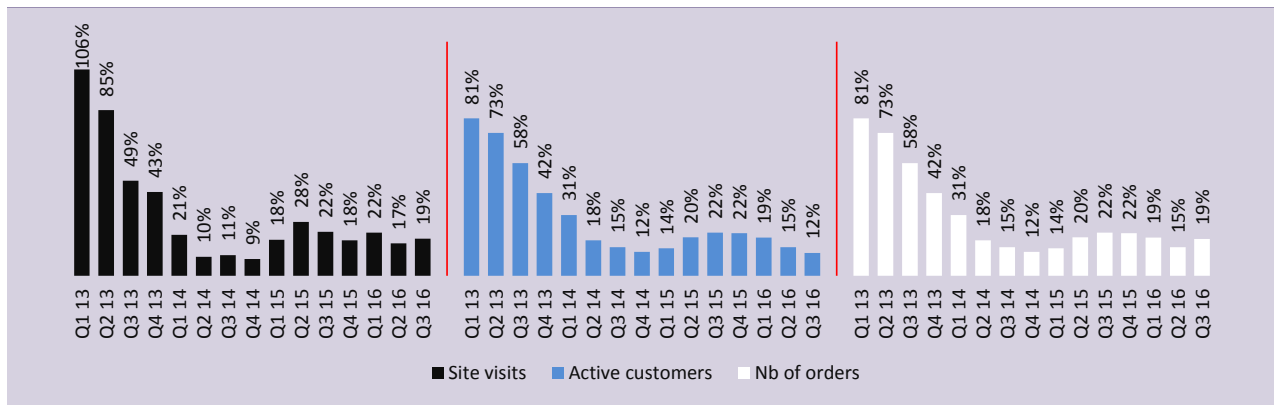
**Fig. 11: Une clientèle de plus en plus large et dépensière**



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

Si Zalando a dépassé le stade de la start-up et des taux de croissance à trois chiffres, les KPI reflètent néanmoins une assiduité de plus en plus marquée de la part des consommateurs. **1/** La croissance du nombre de visites et de clients actifs (20% en moyenne), ainsi que l'évolution du nombre de commandes (~30% au cours des derniers trimestres) sont impressionnants. **2/** Le nombre moyen de transactions par individu augmente malgré le vif élargissement de la clientèle (en moyenne, un client a passé 3,32 commandes sur les douze derniers mois vs 2,36 début 2012). Enfin, **3/** le panier moyen ne cesse de progresser et atteint désormais les 66€ (vs 61,5€ début 2012).

**Fig. 12: Evolution des principaux KPI de Zalando (YoY growth)**

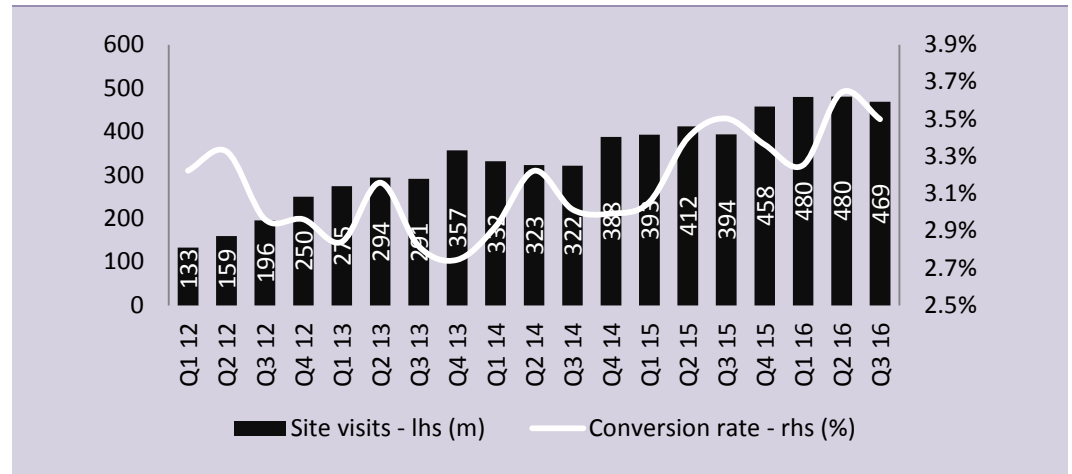


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

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

Le taux de conversion (nb commandes/nb visites), en hausse sur la période observée, est désormais compris entre 2,5-3,5%. Il traduit la capacité de Zalando à transformer le flux de visiteurs en clientèle, ce à quoi les observateurs sont particulièrement attentifs. Il est supérieur à la moyenne observée dans la mode en ligne (2,2% au UK ou 1,9% en Allemagne par exemple). Nous pensons toutefois que son amélioration sera contrainte, au cours des prochaines années, par le déploiement de l'offre mobile de Zalando. En effet, les consommateurs utilisent leurs portables et tablettes pour regarder plutôt que pour acheter.

**Fig. 13: Des taux de conversion supérieurs à la moyenne**



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

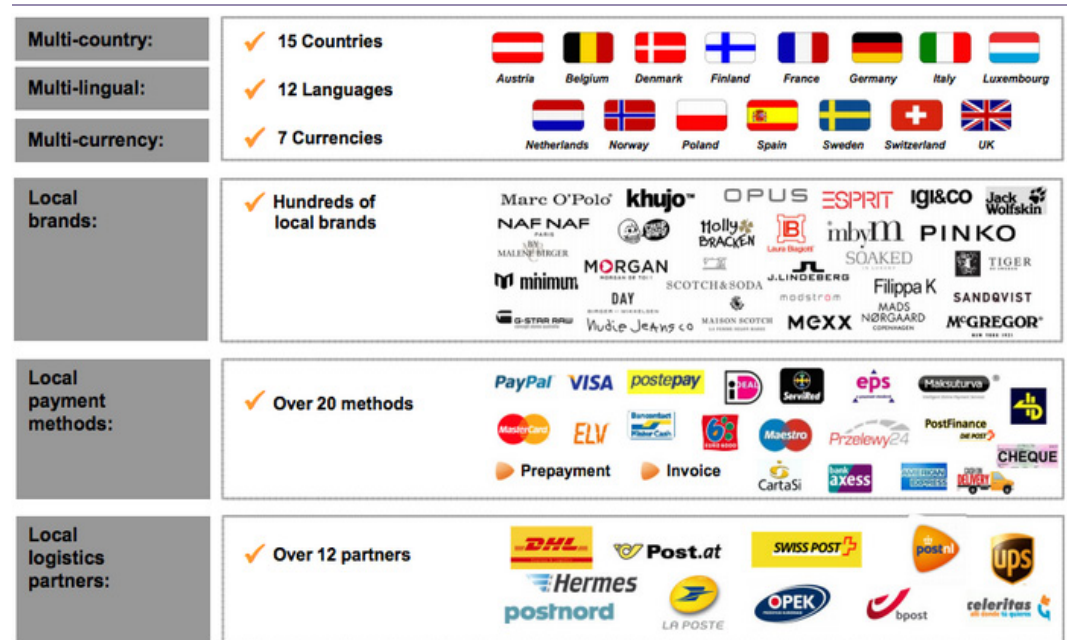
### 1.3. Des avantages comparatifs : une offre locale, une logistique et une technologie propriétaire

Dans un environnement e-commerce où le client est beaucoup plus frivole, moins loyal et en mesure de comparer les offres des différents concurrents, Zalando a décidé de se démarquer par des services personnalisés et de qualité. Il met les desideratas du client au cœur de la stratégie.

#### 1.3.1. Une offre adaptée en fonction de chaque pays (article et moyens de paiement)

L'offre retail classique de Zalando se décline en fonction des zones d'implantations géographiques qui, chacune, dispose d'un site internet. Si le service achat est centralisé à Berlin, l'assortiment est en revanche adapté aux cultures et tendances locales. Une solution assurément moins gourmande en BFR avec des stocks mieux gérés. Ce concept d'offre sur-mesure a été appliqué aux autres sites (marketplace, zalon, lounge) et applications mobiles de Zalando.

Fig. 14: Un aperçu de la diversité de l'offre de Zalando



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

Dans la même veine, le groupe a diversifié les modes de paiement proposés (plus de 20 actuellement). Ils comprennent, en premier lieu, les règlements via les cartes à puces, PayPal et Apple Pay. Mais il s'est également démarqué des concurrents en proposant des alternatives en fonction du pays: **1/** le règlement par chèque en France; **2/** le « cash-on-delivery » en Italie; **3/** le règlement par facture dans la région DACH (Allemagne, Autriche, Suisse). Zalando a d'ailleurs fait face à une vague de fraude massive liée au paiement par facture dans la région DACH au premier semestre 2015 (ie un montant d'impayés d'environ 30M€ qui a pénalisé la marge sur cette période).

**Fig. 15: Gamme de moyens de paiement proposés par Zalando (2014)**

							
Invoice = payment after delivery with a payment term of 14/30 days <sup>(1)</sup>	✓	✓	✓	✓	✓		
Credit cards							
Electronic wallet							
Prepayment = offline bank transfer before delivery	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Local debit cards							
Local instant banking transfers out of customer's online banking							
Direct debit by SEPA-Mandate	✓						
Offline document to order a payment from bank account							
Cash on delivery = cash collection through carrier							✓

Source: Zalando; Bryan, Garnier & Co ests.

### 1.3.2. Le roi du traitement logistique

Zalando s'est également et surtout fait connaître par la qualité de ses services de traitement des commandes. Le groupe a en effet adopté les livraisons et retours gratuits (livraison facturée en moyenne 5,46€ dans le secteur et le retour 6,54€) avec une possibilité de remboursement dans un délai de 100 jours (vs 30 auparavant). Les services téléphoniques après-vente sont gratuits et proposés dans toutes les langues officielles des pays ciblés par Zalando. Les marques qui veulent s'inscrire sur la marketplace (*Partner program*) doivent se plier à l'ensemble de ces exigences et proposer les mêmes prestations.

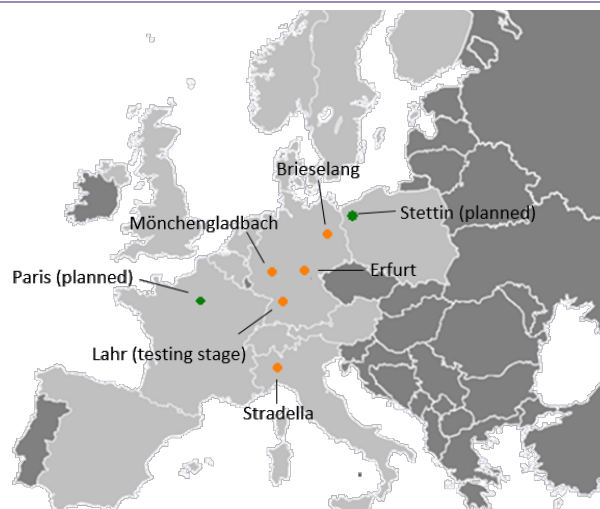
Afin de parfaire l'expérience client, Zalando teste actuellement plusieurs nouvelles méthodes de retour: **1/ le « click and collect »** où le client dépose son colis dans sa boîte aux lettres afin que les services postaux le récupèrent ; **2/ le retour instantané / « Instant Return »** (arrivée d'un livreur à domicile en moins d'une heure pour récupérer le colis à retourner) pour l'instant limitée à Berlin. Dans un autre registre, l'application mobile **Zipcart** qui propose la livraison le jour-même de la commande (expérimentation pour le moment limitée à Berlin et Cologne). En périodes de forte affluence, contrairement à certains concurrents, Zalando ne transige pas (extension de délais, facturation exceptionnelle...) lorsqu'il s'agit de livraison.

### 1.3.3. Vers un maillage complet du territoire européen

Les infrastructures de Zalando, historiquement composées de trois centres de traitement en Allemagne, s'adaptent à l'accroissement des volumes et l'ouverture de nouveaux pays de plus en plus éloignés. Ces centres sont d'immenses entrepôts assurant le stockage, le triage, l'emballage, l'envoi des produits et la réception des colis retournés. L'ouverture de deux nouveaux centres a ainsi été annoncée au cours de l'année 2015 : **1/ le centre de Lahr** en Allemagne (130 000m<sup>2</sup> dont l'automatisation figurera comme la plus élevée de tous les entrepôts) qui sera opérationnel en fin d'année; **2/ le centre satellite de Stradella** en Italie (20 000 m<sup>2</sup>) qui est opérationnel depuis le début de l'année 2016 (60% des commandes italiennes y sont déjà traitées) mais reste géré par un partenaire nommé Fiege (fournisseur de services logistiques).



**Fig. 16: La structure de traitement logistique de Zalando en Europe**



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

Zalando semble adopter une stratégie d’extension de son réseau. En effet, des entrepôts satellites dans des pays périphériques impliquent un délai et un coût de livraison bien plus réduits que si les colis étaient expédiés directement d’Allemagne. Dans le cas de l’Italie, marché très prometteur, l’ouverture du centre de Stradella devrait ainsi accroître la satisfaction de clients italiens encore « débutants » en termes de e-commerce (20% seulement des consommateurs italiens déclarent avoir déjà fait un achat en ligne). Cependant, notons que les petits entrepôts ont généralement une automatisation et une gestion des stocks moins efficace que celles des grands centres. Dans l’ensemble, nous pensons que ces centres de distribution satellites sont légèrement plus onéreux d’un point de vue opérationnel, mais qu’ils renforcent également la proximité avec les clients et, ce faisant, leur satisfaction.

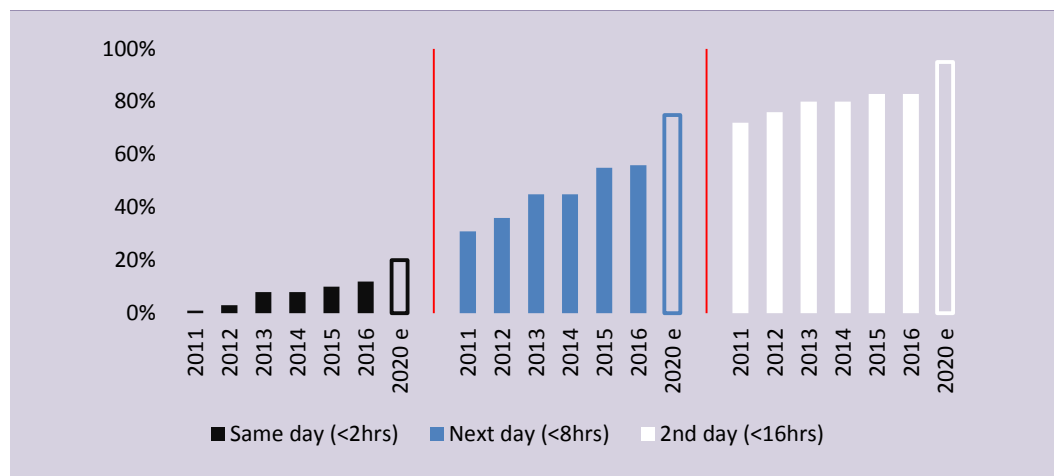
**Fig. 17: Caractéristiques des centres de traitement de Zalando en Europe**

Fulfillment center	Country	Commissioning date	Operated by	Investment (€m)	Size (m <sup>2</sup> )	Employees	Automation
Brieselang	Germany	2011	Zalando	12	30	1,200	+
Erfurt	Germany	2012	Zalando	90	130	2,700	-
Mönchengladbach	Germany	2013	Zalando	90	130	1,800	+
Stradella	Italy	Q1-2016 Fiege (logistics service provider)		-	20	-	+
Lahr	Germany	Q4-2016	Zalando	130	130	1,000	+++
Stettin	Poland	Q3-2017 Fiege (logistics service provider)		150	130	>1,000	
Paris	France	2017					

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

L’extension du réseau logistique contribue à réduire le temps nécessaire pour atteindre chaque pan de la population européenne. Comme en témoigne le graphique ci-dessous, le dispositif logistique s’est amélioré avec l’ouverture des centres de Briesland (2011), Erfurt (2012) et Mönchengladbach (2013). D’ici à 2020, le groupe souhaite atteindre 20% de la population européenne le jour-même de la commande et 75% le lendemain.

**Fig. 18: Part de la population européenne atteignable par le réseau Zalando**



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

La construction de centres de traitement en France et en Pologne (probablement opérationnels à partir de l'été 2017) devrait ainsi permettre au groupe de **1/** renforcer sa structure logistique dans les pays d'Europe de l'Ouest (jusqu'à présent mal desservis), **2/** réduire les contraintes de livraison en Pologne et dans les Pays nordiques et **3/** préparer une éventuelle offensive sur de nouveaux marchés est-Européens.

### 1.3.4. La technologie propriétaire au cœur de la stratégie

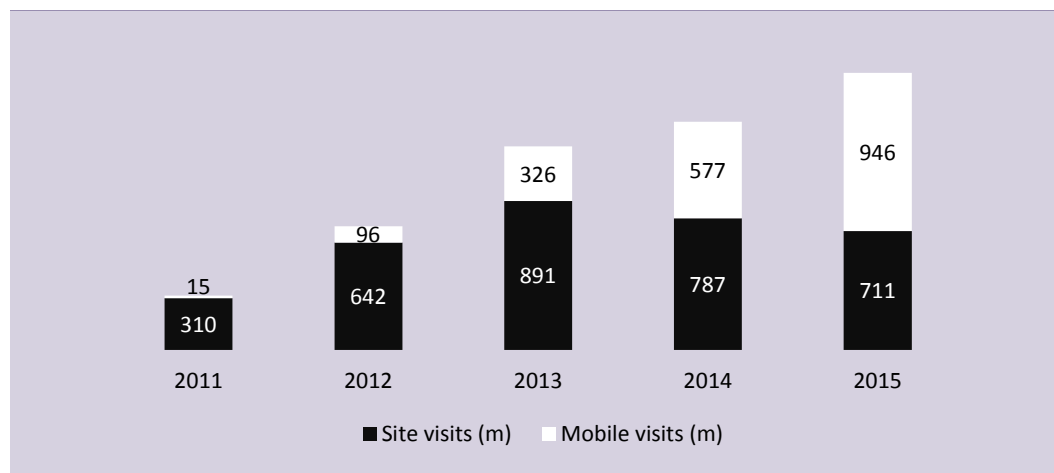
#### All « Zalando home-made »

Outre la profondeur de l'offre et la satisfaction client, la technologie est un pilier de la stratégie de Zalando. Ainsi, afin de parfaitement maîtriser son écosystème, le groupe développe et gère en interne la plupart de ses systèmes et logiciels (ce pôle de R&D et maintenance couvre tout l'informatique lié aux sites internet, applications mobiles, prises de commandes, paiements et processus logistiques). Ce choix évite toute dépendance vis-à-vis d'un fournisseur et permet une optimisation des performances. A fin juin 2016, 1 600 personnes (!) animaient ce département, dont une partie à Dublin (site dédié à l'analyse des données) et Helsinki (site dédié au canal mobile).

#### Les yeux rivés sur le smartphone

A Helsinki, 50 personnes développent des applications modulables par l'utilisateur : « customer-facing products ». Zalando devrait ainsi accélérer une cadence de lancement déjà historiquement soutenue par la sortie de Movmnt (marketplace pour usines), Fleek (marketplace dédiée à la découverte de nouveaux vêtements et tendances), Seen At (un réseau social de partage de photo et d'avis) ou encore Zipcart (proposant la livraison le jour-même)... Cette dynamique de R&D a permis au canal mobile de prendre une ampleur telle que, depuis mi-2014, le trafic émanant du mobile devance les flux provenant du e-commerce classique (57% vs 43% des visites en 2015). Il attire surtout une clientèle jeune et curieuse, portée sur les produits d'entrée de gamme et difficiles à convertir.

**Fig. 19: Flux mobile de Zalando**



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

### L'acquisition de compétences technologiques par le M&A

Zalando a réalisé de multiples acquisitions dans le domaine technologique. Elles ont plus précisément concerné le segment de la mise en relation des marques avec leurs clients via la marketplace. Le management ne s'interdit pas de mettre la main sur toute cible pouvant lui permettre d'affiner son expertise dans le domaine. Et comme il souhaite évoluer vers une façon de plus en plus prédictive de faire du commerce, le smart data fait probablement partie de ses priorités. En effet, l'interprétation de données est un moyen efficace d'estimer les besoins des clients, afin de leur faire des recommandations personnalisées et limiter les velléités de retour qui pèsent sur la rentabilité.

**Fig. 20: Liste des opérations capitalistiques récentes de Zalando**

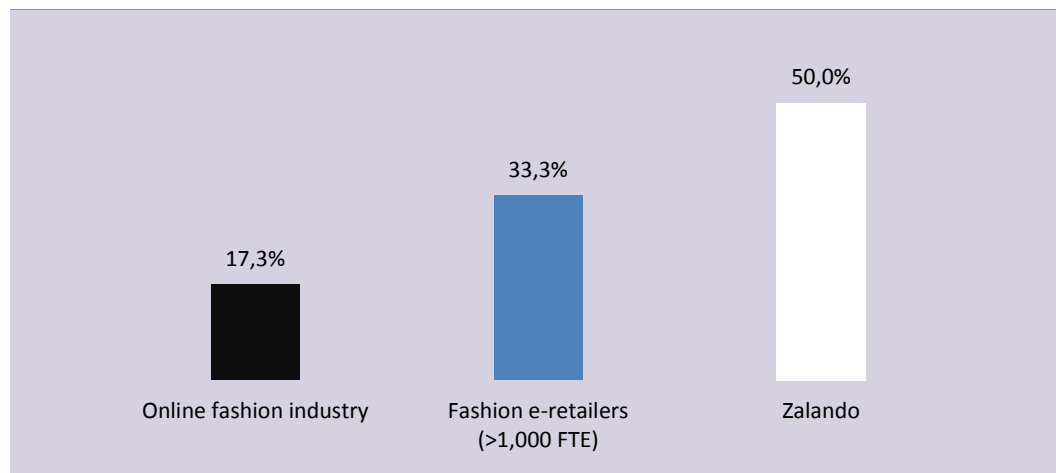
Entreprise	Date	Type d'opération	Domaine d'activité
Nugg	Jan-16	Acquisition (100%)	Gestion et analyse de données
MetriGO	Mar-16	Acquisition (100%)	Publicité
Anatwine	May-15	Participation (initialement 20%, puis 35%)	Services marketing sur-mesure pour intégrer marketplace
Amaze	May-16	Acquisition (100%)	Réseau social mode
Tradebyte	May-16	Acquisition (100%)	Mise en relation marques-marketplace
Le New Black	May-16	Participation minoritaire	Services marketing sur-mesure pour intégrer marketplace

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

## 1.4. Les performances financières de Zalando

Si Zalando franchissait le point mort en termes d'EBIT pour la première fois au T2 14 et en 2014 sur une base annuelle, le management a toujours mis l'accent sur les gains de PdM plutôt que sur le taux de marge (c'est pourquoi le groupe incite ses clients à recourir à des services d'ordinaire refacturés, en particulier le retour produit).

**Fig. 21: Taux de retour chez Zalando (2015)**

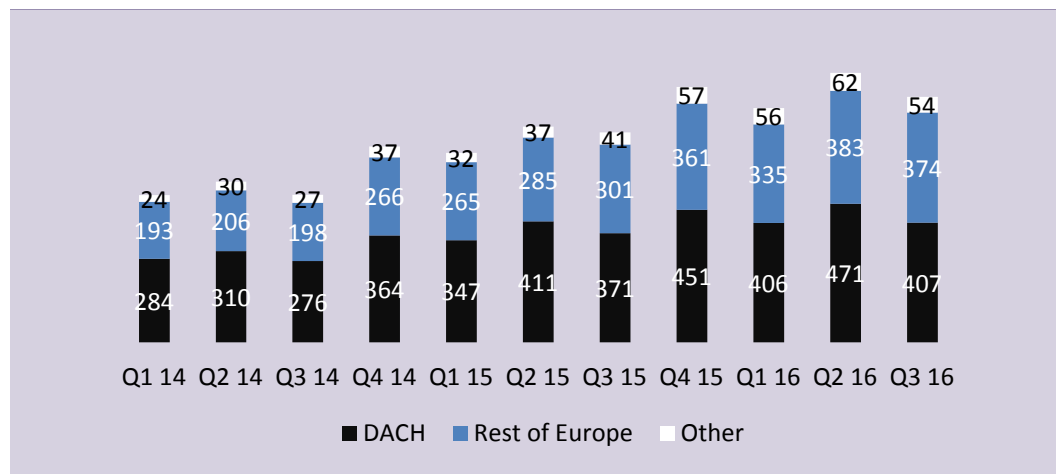


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

### 1.4.1. La topline

L'activité de Zalando reste inégalement répartie entre les BU. La majorité des revenus provient de la région DACH (Allemagne, Suisse, Autriche), la zone historique du groupe (51,4% du CA au T2-2016). Cette part a néanmoins tendance à diminuer au profit de la BU « Reste de l'Europe » (1/ ouverture de nouveaux pays et 2/ mise en service de centres logistiques) pour qui le potentiel d'acquisition de clients est supérieur. La catégorie « autres » (composée de Zalando Lounge et, dans une moindre mesure Zalando Media Solutions, outlets...) a récemment pris son envol grâce à Zalando Lounge. Sa contribution au CA reste néanmoins limitée.

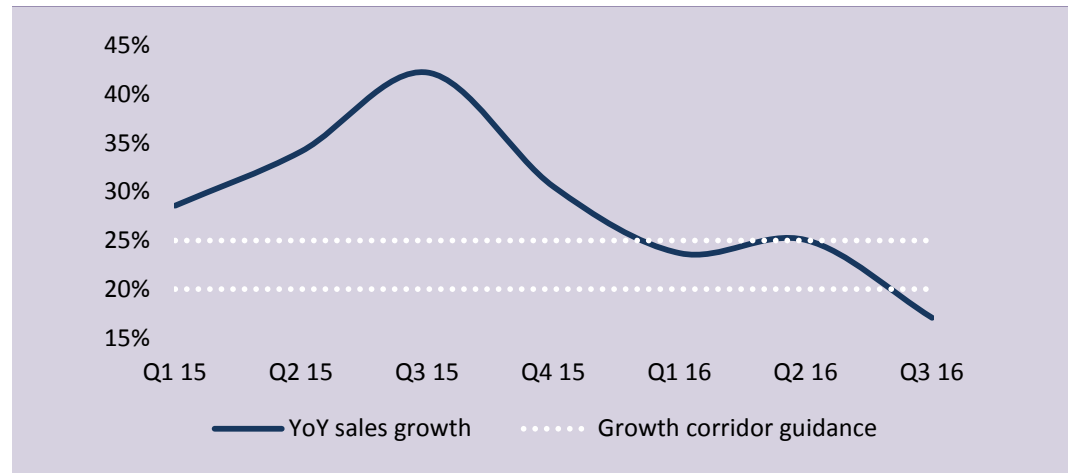
**Fig. 22: Evolution du chiffre d'affaires trimestriel de Zalando par Business Unit (EURm)**



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

Jusqu'à présent, le management s'est avéré conservateur en termes de guidance de croissance du CA, puisque le groupe a toujours dépassé la partie supérieure du corridor visé chaque année depuis l'IPO (ie 20/25% de croissance).

**Fig. 23: Evolution de la croissance par rapport à la guidance**

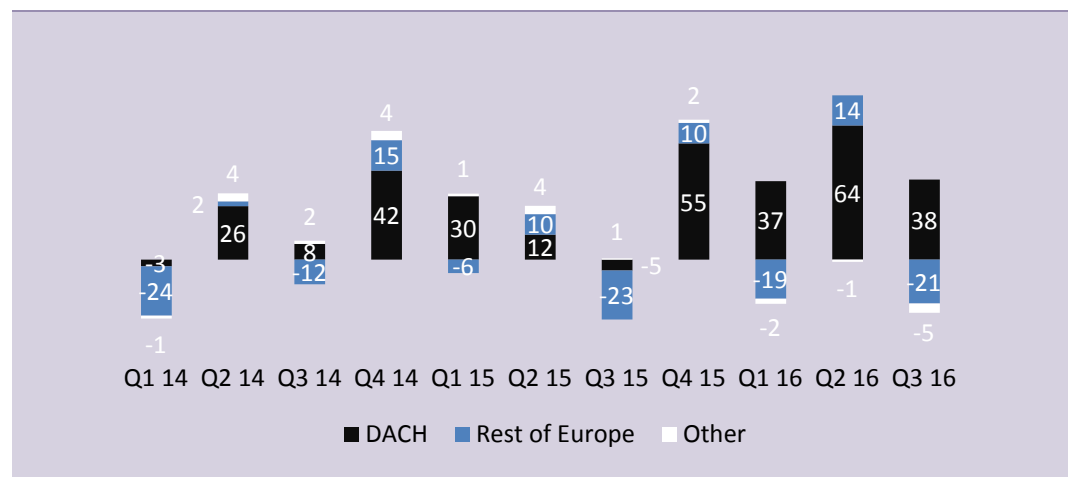


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

### 1.4.2. La bottom line

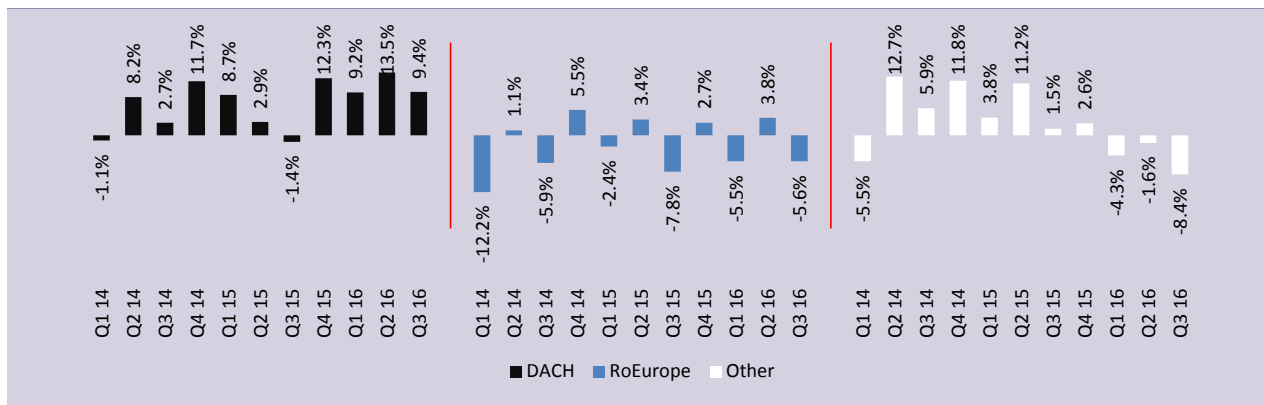
Le degré de maturité des pays se reflète dans le niveau de marge opérationnelle. Le ratio atteignait 5,8% à fin 2015 dans la zone DACH (croissance de 28% en 2015), alors que le reste de l'Europe affichait un taux négatif de -0.8% (progression des ventes de 40% en 2015). La rentabilité du segment « autres » reste pénalisée par Zalando Lounge, dont le business model basé sur l'octroi de promotions importantes nuit à la marge.

**Fig. 24: Evolution de l'EBIT trimestriel de Zalando par Business Unit (inc. SBC)**



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

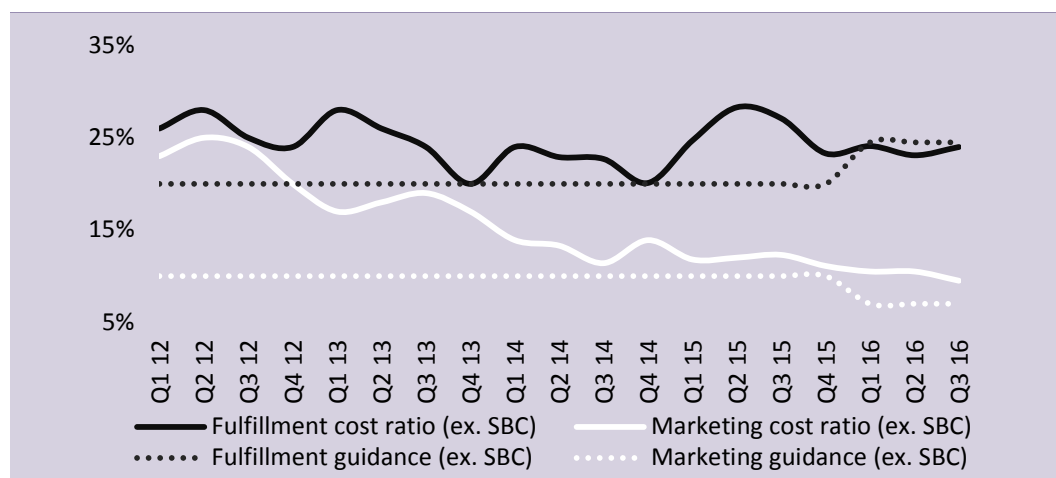
**Fig. 25: Evolution de la marge opérationnelle par zone géographique (inc. SBC)**



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

Comme pour la plupart des concurrents, les coûts logistiques et marketing représentent une part imposante du CA de Zalando (1/3 au T2 16). Alors que les frais de marketing ne cessent de s'alléger (atteinte d'une taille critique et économies d'échelle), les charges de logistique ont davantage tendance à stagner (extension du réseau de distribution, agrandissement et ouverture de nouveaux centres de traitement).

**Fig. 26: Evolution des frais de de traitement et coûts de logistiques (% du CA ex. SBC)**



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

Aussi, la guidance sur les coûts de logistique (24/25% du CA ex. SBC à terme vs 23,7% au 9M 2016) suscite des interrogations. Leur évolution est tributaire de l'ouverture et la montée en puissance des futurs centres de Paris et Stettin en Pologne (dont l'automatisation sera moins prononcée que pour celui de Lahr). Pour ce qui est des coûts liés au marketing, le management estime qu'ils peuvent atteindre 6 à 8% du CA ex. SBC vs 10,2% au 9M 2016.

Compte tenu de ces paramètres, les prévisions de marge d'EBIT ajustée (avant equity-settle share-based payment) pour 2016 ont été relevées à deux reprises : 1/ la première fois (peu avant la publication du T3) à 4-5.5% vs. 3-4.5% initialement ; 2/ la seconde (durant le H1) à 5-6% vs. 3-4.5% précédemment. Le 1<sup>er</sup> semestre affichait déjà une marge de 5,9%.

## Bryan Garnier stock rating system

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

### Stock rating

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

### Distribution of stock ratings

BUY ratings 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

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