



LafargeHolcim

Achat ➔ | Objectif 66.00 CHF vs 65.00 CHF ↗

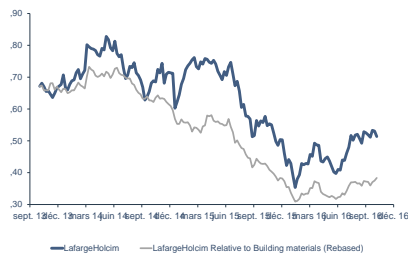
Cours (04/11/2016) : 51.35 CHF | Potentiel : 29 %

Est.chg	2016e	2017e
BPA	-5.8%	-1.2%

Achat réitéré après le T3 et en amont de l'Investor Day

Date Publication: 07/11/2016 08:33

Date Rédaction: 07/11/2016 08:20



Données produit

HOLN VX | LHN.S

Capitalisation boursière (MCHF)	31 165
VE (MCHF)	47 898
Extrêmes 12 mois	34.06 – 57.70
Flottant (%)	69.1

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-3.0	12.4	-10.4
Perf. rel. Indice Pays	2.1	15.5	3.6
Perf. rel. Building material:	2.7	11.1	-10.9

Comptes	12/16e	12/17e	12/18e
CA (MCHF)	27 223	26 061	27 273
EBITDA (MCHF)	5 695	5 976	6 685
EBIT courant (MCHF)	3 395	3 885	4 594
RNPg (MCHF)	1 770	2 079	2 653
BPA (CHF)	2.30	3.42	4.37
DNA (CHF)	1.60	1.91	2.10

P/E (x)	22.3	15.0	11.8
P/B (x)	1.0	0.9	0.9
Rendement (%)	3.1	3.7	4.1
FCF yield (%)	6.2	7.9	8.2
VE/CA (x)	1.8	1.8	1.7
VE/EBITDA (x)	8.4	7.8	6.8
VE/EBIT courant (x)	14.1	12.0	10.0
Gearing (%)	36	33	30
Dette nette/EBITDA(x)	2.3	2.0	1.7

Next Events

18/11/2016 Investor day

Le T3 conforte la stratégie du groupe

Les résultats T3 de LafargeHolcim sont ressortis légèrement supérieurs aux attentes du consensus sur l'EBITDA (1.4% - voir notre commentaire du 4 novembre). Si les volumes ont continué de baisser sur le trimestre (impact de -10.2% sur l'EBITDA), la marge d'EBITDA était sensiblement supérieure aux attentes et ce grâce : (i) aux synergies de coûts (+11.6% d'impact sur l'EBITDA) ; (ii) une augmentation des prix (+0.3% par rapport au T2 16 et +2.1% par rapport au T3 15) ; et (iii) une baisse des coûts de production (impact de +3.3%).

Confiance sur le T4

Le management a confirmé sa guidance 2016 de croissance « high single digit » de l'EBITDA en organique. Après +2% sur les 9 premiers mois de l'année, cette guidance implique une croissance de plus de 14% sur le T4 ce qui nous paraît réaliste (après ajustement de nos estimations, nous attendons +15%). Les principaux leviers seront : (i) les prix (sur la base des niveaux atteints fin septembre, la hausse des prix devrait permettre une augmentation de l'EBITDA de 10/11%) ; (ii) les synergies (100MCHF additionnels sont attendus au T4 soit un impact de +7%) ; (iii) la baisse des coûts notamment énergétique (impact de +2%). Si le groupe souffrira probablement d'un effet de base un peu difficile sur les volumes en Europe et en Amérique du Nord (météo clémente au T4 15), la baisse sera moins prononcée qu'au T3 : après la forte mousson impactant le T3, l'Inde devrait s'améliorer, le groupe semble avoir résolu ses problèmes de production au Nigeria et l'effet de base au Mexique sera moins exigeant.

Investor Day du 18 novembre : le prochain catalyseur

LafargeHolcim organise le 18 novembre prochain un Investor Day à Londres. Nous ne disposons pas encore de programme détaillé mais cette journée devrait être l'occasion pour le management de faire un point sur l'évolution des synergies, sur la dynamique des principaux marchés et d'affiner ses objectifs 2018. Rappelons que le groupe avait fixé un objectif d'EBITDA de 8MdCHF en 2018 incluant 1.1MdCHF de synergies. Compte tenu des cessions annoncées (-640MCHF d'EBITDA en année pleine) et de l'évolution des devises (-400MCHF impact EBITDA selon nos estimations), cet objectif devrait être ajusté à 6.95MdCHF. Les cessions annoncées devraient par ailleurs entraîner une révision en baisse du montant des synergies. Cependant, nous ne serions pas surpris que ce montant soit maintenu compte tenu de l'excellente exécution du programme. Par ailleurs, le management devrait réitérer sa priorité donnée à la génération de cash-flow et à l'amélioration du retour pour l'actionnaire.

Achat maintenu. Objectif de cours ajusté à 66CHF (vs 65)

Suite à cette publication (update devises, périmètre...), nous avons révisé nos estimations de -1% au niveau de l'EBITDA 16. Notre objectif de cours est ajusté à 66CHF. Nos estimations sont en ligne avec la guidance pour 2016 (croissance organique IFl de l'EBITDA de 5.8% et dette nette de 13Md) mais inférieures à moyen terme (EBITDA 2018 ajusté de 6.7MdCHF).

Nous confirmons donc notre recommandation à l'Achat : grâce à l'amélioration de l'environnement dans quelques pays clé (US, Nigeria, Inde, Europe...), à la poursuite de la priorité donnée aux prix et aux synergies, LafargeHolcim devrait continuer d'enregistrer une progression sensible de ses résultats en 2017 et 2018 (> 10% IFl). Malgré la surperformance récente du titre, la valorisation reste par ailleurs attractive avec un multiple EV/EBITDA 2017 de 7.8x et FCF yield de 8.0% et ce même si nos estimations pourraient être inférieures aux guidances.

Virginie Rousseau (Analyste)

+33 (0)1 44 51 87 04

vrousseau@oddo.fr

Synthèse de nos estimations par région

	FY 15	FY 16e	FY 17e	FY 18e	FY 19e
GLOBAL					
Sales	29 483	27 223	26 061	27 273	28 380
% growth	-6.2%	-7.7%	-4.3%	4.6%	4.1%
Lfl	0.1%	-1.5%	5.0%	4.6%	4.1%
EBITDA	5 750	5 695	5 976	6 685	7 153
EBITDA margin	19.5%	20.9%	22.9%	24.5%	25.2%
margin growth (bp)	-98	142	201	158	69
Europe					
Sales	7 356	7 040	7 103	7 316	7 536
% growth	-12.1%	-4.3%	0.9%	3.0%	3.0%
Lfl	-2.4%	-2.0%	3.0%	3.0%	3.0%
EBITDA	1 264	1 325	1 433	1 532	1 633
EBITDA margin	17.2%	18.8%	20.2%	20.9%	21.7%
margin growth (bp)	-119	163	136	75	73
North America					
Sales	5 678	5 701	5 940	6 178	6 363
% growth	4.8%	0.4%	4.2%	4.0%	3.0%
Lfl	5.4%	0.0%	5.0%	4.0%	3.0%
EBITDA	1 183	1 353	1 499	1 603	1 681
EBITDA margin	20.8%	23.7%	25.2%	25.9%	26.4%
margin growth (bp)	118	290	149	72	47
Latin America					
Sales	3 241	2 803	2 774	2 913	3 029
% growth	-8.4%	-13.5%	-1.1%	5.0%	4.0%
Lfl	2.8%	-4.0%	4.0%	5.0%	4.0%
EBITDA	907	873	865	916	974
EBITDA margin	28.0%	31.1%	31.2%	31.5%	32.1%
margin growth (bp)	75	315	5	27	68
Africa Middle East					
Sales	4 536	3 862	3 521	3 732	3 956
% growth	-8.7%	-14.9%	-8.8%	6.0%	6.0%
Lfl	1.9%	-1.5%	7.0%	6.0%	6.0%
EBITDA	1 362	1 060	1 016	1 120	1 231
EBITDA margin	30.0%	27.5%	28.9%	30.0%	31.1%
margin growth (bp)	-239	-257	140	115	110
Asia Pacific					
Sales	9 048	8 417	7 297	7 735	8 122
% growth	-4.9%	-7.0%	-13.3%	6.0%	5.0%
Lfl	-1.7%	-1.0%	6.0%	6.0%	5.0%
EBITDA	1 565	1 534	1 446	1 627	1 785
EBITDA margin	17.3%	18.2%	19.8%	21.0%	22.0%
margin growth (bp)	-130	93	159	122	94
Synergies			175	385	385

Source: Company data, Oddo

LHN.S | HOLn VX
Matériaux de construction | Suisse

Achat

Cours actuel 51.35CHF

	Upside	28.53%				TP 66.00CHF		
DONNEES PAR ACTION (CHF)	12/11	12/12	12/13	12/14	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
BPA corrigé	0.69	1.42	3.42	2.63	-4.04	2.30	3.42	4.37
BPA publié	0.86	1.92	3.91	3.37	-3.59	2.92	3.43	4.38
Croissance du BPA	-81.0%	ns	ns	-23.0%	ns	ns	49.0%	27.6%
BPA consensus								
Dividende par action	1.00	1.15	1.30	1.12	1.50	1.60	1.91	2.10
FCF to equity par action	1.40	1.99	1.93	7.60	0.64	3.16	4.06	4.21
Book value par action	52.63	52.34	49.80	116.11	51.79	53.11	54.69	57.00
Nombre d'actions ordinaires fin de période	327.11	327.11	327.11	327.09	606.91	606.91	606.91	606.91
Nombre d'actions moyen dilué	328.49	327.01	328.53	328.06	608.33	608.33	608.33	608.33
VALORISATION	12/11	12/12	12/13	12/14	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
Cours le plus haut	76.4	67.6	78.4	82.8	76.5	53.7		
Cours le plus bas	43.4	49.5	63.2	61.6	48.3	34.1		
(*) Cours de référence	59.7	58.2	69.3	72.6	65.3	51.4	51.4	51.4
Capitalisation	19 517	19 046	22 678	23 747	39 608	31 165	31 165	31 165
Endettement net retraité	11 545	10 361	9 461	18 056	17 398	13 007	11 957	11 202
Intérêts minoritaires réévalués	5 304	4 848	3 888	5 088	2 718	2 718	2 718	2 718
Immobilisations financières réévaluées	3 014	2 784	2 840	7 921	5 314	5 474	5 634	5 794
Provisions (y compris réserve)	3 484	3 281	2 591	7 054	6 483	6 483	6 483	6 483
VE	36 835	34 752	35 778	46 024	60 893	47 898	46 688	45 774
P/E (x)	86.5	41.1	20.3	27.6	ns	22.3	15.0	11.8
P/CF (x)	6.3	5.8	7.5	4.2	14.2	7.4	7.2	6.3
Rendement (%)	1.7%	2.0%	1.9%	1.5%	2.3%	3.1%	3.7%	4.1%
FCF yield (%)	2.3%	3.4%	2.8%	10.5%	1.0%	6.2%	7.9%	8.2%
P/B incl. GW (x)	1.13	1.11	1.39	0.63	1.26	0.97	0.94	0.90
P/B excl. GW (x)	1.42	1.58	2.20	0.93	3.26	1.84	1.77	1.67
VE/CA (x)	1.78	1.61	1.81	1.46	2.07	1.76	1.79	1.68
VE/EBITDA (x)	9.3	8.7	9.2	7.1	10.6	8.4	7.8	6.8
VE/EBIT courant (x)	19.1	19.1	15.2	12.7	80.2	14.1	12.0	10.0
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
COMPTE DE RESULTAT (MCHF)	12/11	12/12	12/13	12/14	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
CA	20 744	21 544	19 719	31 438	29 483	27 223	26 061	27 273
EBITDA ajusté	3 958	3 984	3 896	6 438	5 750	5 695	5 976	6 685
Dotations aux amortissements	-2 025.0	-2 168.0	-1 539.0	-2 823.0	-4 991.0	-2 300.0	-2 091.0	-2 091.0
EBIT courant	1 933	1 816	2 357	3 615	759	3 395	3 885	4 594
EBIT publié	2 151	2 138	2 722	4 112	124	4 055	4 045	4 754
Résultat financier	-1 020.0	-553.0	-594.0	-1 601.0	-1 338.0	-938.6	-803.6	-654.9
Impôt sur les sociétés	-449.0	-558.0	-532.0	-990.0	-807.0	-1 076.7	-865.6	-1 119.7
Mise en équivalence	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Activités cédées ou en cours	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minoritaires	-408.0	-404.0	-324.0	-424.0	-151.0	-270.0	-297.0	-326.7
RNpg publié	274	623	1 272	1 097	-2 172.0	1 770	2 079	2 653
RNCpg ajusté	222	461	1 116	859	-2 451.0	1 395	2 079	2 653
BILAN(MCHF)	12/11	12/12	12/13	12/14	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
Survaleurs	8 453	8 258	7 486	17 067	17 906	17 906	17 906	17 906
Autres actifs incorporels	539	521	351	430	608	608	608	608
Immobilisations corporelles	22 933	22 026	20 029	44 481	36 747	32 610	31 909	31 809
BFR	555	661	486	980	801	740	708	741
Immobilisations financières	2 492	2 319	3 032	7 967	5 478	5 638	5 798	5 958
Capitaux propres pg	16 830	16 949	16 205	37 809	31 363	32 162	33 119	34 515
Capitaux propres minoritaires	2 827	2 889	2 471	5 545	4 357	3 912	3 422	2 883
Capitaux propres	19 657	19 838	18 676	43 354	35 720	36 073	36 541	37 398
Provisions	3 769	3 586	3 246	9 515	8 422	8 422	8 422	8 422
Endettement net	11 545	10 361	9 461	18 056	17 398	13 007	11 957	11 202
TABLEAU DE FLUX(MCHF)	12/11	12/12	12/13	12/14	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
EBITDA	3 958.0	3 984.0	3 896.0	6 438.0	5 750.0	5 695.2	5 975.9	6 685.0
var. BFR	-259.0	-554.0	-217.0	-393.0	179.0	61.4	31.6	-32.9
Frais financiers & taxes	-1 406.0	-1 374.0	-1 311.0	-1 261.0	-2 145.0	-2 015.2	-1 669.1	-1 774.7
Autres	459.0	625.0	418.0	406.0	-824.0	500.0	0.0	0.0
operating Cash flow	2 752.0	2 681.0	2 786.0	5 190.0	2 960.0	4 241.4	4 338.3	4 877.4
Capex	-1 638.0	-1 619.0	-2 000.0	-1 759.0	-2 601.0	-2 000.0	-1 500.0	-2 000.0
Free cash-flow	1 114.0	1 062.0	786.0	3 431.0	359.0	2 241.4	2 838.3	2 877.4
Acquisitions / Cessions	-516.0	319.0	330.0	41.0	-262.6	3 836.6	119.5	0.0
Dividendes	-714.0	-544.0	-576.0	-721.0	-1 174.5	-1 625.6	-1 757.8	-2 022.7
var. Capitaux propres	11.0	309.0	6.0	17.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Autres	-300.0	-829.0	-1 049.0	-277.0	-4 168.0	-2 551.0	-2 443.0	-2 008.0
var. Endettement net	-105.0	1 146.0	546.0	2 768.0	-1 078.1	4 591.3	1 200.0	854.8
CROISSANCE MARGES RENTABILITE	12/11	12/12	12/13	12/14	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
Croissance du CA publiée	-4.2%	3.9%	-8.5%	59.4%	-6.2%	-7.7%	-4.3%	4.6%
Croissance du CA organique	7.5%	0.0%	0.2%	0.0%	0.1%	-1.5%	5.0%	4.6%
Croissance de l'EBIT courant	-26.2%	-6.1%	29.8%	53.4%	-79.0%	ns	14.4%	18.3%
Croissance du BPA	-81.0%	ns	ns	-23.0%	ns	ns	49.0%	27.6%
Marge net ajustée	1.1%	2.1%	5.7%	2.7%	-8.3%	5.1%	8.0%	9.7%
Marge d'EBITDA	19.1%	18.5%	19.8%	20.5%	19.5%	20.9%	22.9%	24.5%
Marge d'EBIT courant	9.3%	8.4%	12.0%	11.5%	2.6%	12.5%	14.9%	16.8%
Capex / CA	-7.9%	-7.5%	-10.1%	-5.6%	-8.8%	-7.3%	-5.8%	-7.3%
BFR / CA	2.7%	3.1%	2.5%	3.1%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
Taux d'IS apparent	39.7%	35.2%	25.0%	39.4%	-66.5%	34.5%	26.7%	27.3%
Taux d'IS normatif	39.7%	35.2%	25.0%	39.4%	0.0%	28.0%	28.0%	28.0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
ROCE post-tax (taux d'IS normatif)	3.5%	3.7%	5.9%	4.8%	1.3%	4.5%	5.4%	6.5%
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	4.8%	5.0%	8.0%	6.6%	1.8%	6.8%	8.3%	10.0%
ROE	1.3%	2.7%	6.7%	3.2%	-7.1%	4.4%	6.4%	7.8%
RATIOS D'ENDETTEMENT	12/11	12/12	12/13	12/14	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
Gearing	59%	52%	51%	42%	49%	36%	33%	30%
Dette nette / Capitalisation	0.59	0.54	0.42	0.76	0.44	0.42	0.38	0.36
Dette nette / EBITDA	2.92	2.60	2.43	2.80	3.03	2.28	2.00	1.68
EBITDA / frais financiers nets	3.9	7.2	6.6	4.0	4.3	6.1	7.4	10.2

Mention de conflits d'intérêts

• Méthode de valorisation

Nos objectifs de cours sont établis à 12 mois et leurs fixations reposent principalement sur trois méthodes de valorisation. Tout d'abord l'actualisation des cash-flows disponibles utilisant les paramètres d'actualisation fixés par le groupe et affichés le site Internet de Oddo Securities. Ensuite la méthode dite des sommes des parties reposant sur l'agrégat financier le plus pertinent en fonction du secteur d'activité. Enfin, nous utilisons également la méthode dite des comparables qui permet d'évaluer la société analysée par rapport à des entreprises similaires, soit car elles opèrent sur des segments d'activité identiques (et sont donc concurrentes) soit car elles bénéficient de dynamiques financières comparables. Il peut arriver de mixer ses méthodes dans des cas particuliers afin de refléter au mieux les spécificités de chaque entreprise couverte et ainsi pouvoir en affiner l'appréciation.

• Nos recommandations boursières

Nos recommandations boursières reflètent la performance RELATIVE attendue sur chaque valeur à un horizon de 12 mois.

Achat : performance attendue supérieure à celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

Neutre : performance attendue voisine de celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

Alléger : performance attendue inférieure à celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

• Les cours des instruments financiers utilisés et mentionnés dans le présent document sont des cours de clôture.

• L'ensemble des publications des sociétés suivies et mentionnées dans le présent document est disponible sur le site de la recherche : www.oddosecurities.com

Historique des changements des recommandations et des objectifs de cours sur les 12 derniers mois

Date	Recomm.	Objectif (CHF)	Cours (CHF)	Analyste
04/11/16	Achat	66.00	51.35	Virginie Rousseau
07/04/16	Achat	65.00	45.34	Virginie Rousseau

Répartition des recommandations

		Achat	Neutre	Alléger
Ensemble de la couverture	(413)	48%	41%	11%
Contrats de liquidité	(146)	53%	42%	5%
Contrats de recherche	(65)	65%	32%	3%
Service de banque d'investissement	(30)	70%	27%	3%

Risque de conflits d'intérêts :

Services de banque d'investissement et/ou Distribution

Le groupe Oddo, ou Oddo & Cie, ou Oddo Seydler, est-il intervenu, au cours des douze derniers mois, en qualité de chef de file ou de chef de file associé d'une offre portant sur des instruments financiers de l'émetteur rendue publique? Non

Le groupe Oddo, ou Oddo & Cie, ou Oddo Seydler a-t-il reçu un paiement de la part de l'émetteur concernant la prestation de services d'investissement réalisée au cours des 12 derniers mois ou s'attend à recevoir ou à rechercher une rémunération de la part de l'émetteur pour des prestations de services d'investissement réalisés au cours des 12 derniers mois? Non

Contrat de recherche entre le groupe Oddo et l'émetteur

Oddo & Cie et l'émetteur sont convenus de la fourniture par le premier au second d'un service de production et de diffusion de la recommandation d'investissement sur ledit émetteur Non

Contrat de liquidité et market-making

A la date de la diffusion de ce rapport, le groupe Oddo, ou Oddo & Cie, ou Oddo Seydler agit-il en tant que teneur de marché ou est-ce que le groupe Oddo, ou Oddo & Cie, ou Oddo Seydler a conclu un contrat de liquidité en ce qui concerne les instruments financiers de l'émetteur? Non

Prise de participation

Le groupe Oddo, ou Oddo & Cie, ou Oddo Seydler détient-il plus de 5% de la totalité du capital émis de l'émetteur? Non

L'émetteur détient-il plus de 5% de la totalité du capital émis d'Oddo & Cie ou de toute personne morale qui lui est liée? Non

Disclosure lié à la publication

Cette analyse financière a été transmise à l'émetteur pour relecture, sans objectif de cours ni recommandation, avant sa diffusion, afin de vérifier l'exactitude de données factuelles contenues dans l'analyse ? Non

Les conclusions de cette analyse financière ont été modifiées suite à sa relecture, avant diffusion, par l'émetteur? Non

Autres conflits d'intérêts

Le groupe Oddo, ou Oddo & Cie, ou Oddo Seydler est-il au courant de conflits d'intérêt supplémentaires? Non

Toutes les déclarations relatives aux conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans le présent document peuvent être consultées sur le site de la recherche de Oddo & Cie: www.oddosecurities.com

Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par Oddo & Cie à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par Oddo Securities (« Oddo Securities »), division d'Oddo & Cie (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) ; et/ou par ODDO SEYDLER BANK AG (« Oddo Seydler »), une filiale allemande de ODDO, régulée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO. Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement.

La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France et en Allemagne aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou Oddo Seydler, et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude.

Cette étude ne constitue pas une recommandation personnelle de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Avertissement relatif à la distribution par Oddo & Cie à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par Oddo Securities, division d'ODDO et/ou par Oddo Seydler. Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par Oddo New York (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement.

La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France et/ou en Allemagne aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou Oddo Seydler, et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Informations à communiquer conformément aux exigences de la FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), Règle 15a-6 :

Conformément à la Règle 15a-6 (a)(3), toutes transactions réalisées par ODDO et/ou par Oddo Seydler, et/ou par une de ses filiales avec une entité américaine sur les titres décrits dans cette recherche réalisée hors des Etats-Unis, sont effectuées par l'intermédiaire d'ONY. En tant que membre de la FINRA, ONY a revu ce document afin de pouvoir le distribuer aux investisseurs américains, conformément aux dispositions du 2241(h) du règlement de la FINRA applicable à la diffusion de l'analyse financière produites par ODDO.

Ni ONY, ni ODDO, ni Oddo Securities, ni encore Oddo Seydler ne détiennent effectivement 1 % ou plus de toute catégorie d'actions ordinaires de la société concernée ;

A la date de publication de la présente étude, l'analyste d'Oddo Securities et/ou d'Oddo Seydler n'a pas été informé ni n'a eu connaissance de même qu'il n'a aucune raison d'avoir connaissance d'un quelconque conflit d'intérêts réel et significatif le concernant ou concernant ODDO, Oddo Securities, Oddo Seydler, ou ONY à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;

Oddo Securities, Oddo Seydler ou ODDO peuvent, dans les trois prochains mois, percevoir ou réclamer une rémunération au titre de services de banque d'investissement auprès de la société objet de la présente étude, étant entendu qu'ONY ne sera pas partie prenante à de tels accords ;

Ni ONY, ni ODDO, ni Oddo Securities, ni encore Oddo Seydler n'ont perçu une rémunération de la part de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois au titre de la fourniture de services de banque d'investissement à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;

Ni ONY, ni ODDO, ni Oddo Securities, ni encore Oddo Seydler n'ont été le chef de file ni le co-chef de file d'une émission de titres par offre publique pour le compte de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;

ONY n'est pas teneur de marché (ni ne l'a jamais été) et, en conséquence, n'était pas teneur de marché pour les titres de la société objet de l'étude à la date de publication de cette dernière.

Réglementation AC (Regulation AC) : ONY est dispensé des obligations de certification au titre de la réglementation AC (Regulation AC) pour la distribution par ses soins à un ressortissant américain aux Etats-Unis de la présente étude préparée par un analyste d'Oddo Securities et/ou de Oddo Seydler car ODDO n'a pas de dirigeants ni de personnes exerçant des fonctions similaires ni des salariés en commun avec ONY et ONY conserve et applique des politiques et procédures raisonnablement destinées à l'empêcher, de même que toute personne exerçant le contrôle, tous dirigeants ou personnes exerçant des fonctions similaires, ainsi que des salariés d'ONY, d'influencer les activités de l'analyste d'une société tierce ainsi que le contenu des études préparées par un tel analyste tiers.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : Oddo New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'Oddo & Cie ; Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddony.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.