

INDEPENDENT RESEARCH

12 mars 2015

Dist. Alimentaire

Bloomberg	DIA.SM
Reuters	DIA MC
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	7,1 / 4,6
Capitalisation Boursière (MEUR)	4 419
Valeur d'Entreprise	5 002
Volume moyen 6 mois (000 actions)	5 250
Flottant	90,0%
TMVA BPA (3 ans)	14,7%
Gearing (12/14)	141%
Rendement (12/15e)	2,48%

Fin Décembre	12/14	12/15e	12/16e	12/17e
C. d'affaires (MEUR)	8 011	9 630	10 375	11 198
Curr Op Inc. EURm)	400,7	402,6	458,6	536,6
BPA Publié (EUR)	0,51	0,40	0,57	0,63
BPA dilué (EUR)	0,41	0,41	0,51	0,62
EV/CA	0,62x	0,52x	0,47x	0,42x
EV/EBITDA	8,5x	8,0x	7,0x	6,0x
EV/EBIT	15,3x	15,5x	11,9x	9,6x
P/E	16,6x	16,5x	13,3x	11,0x
ROCE	32,2	32,3	33,2	35,6



DIA

Olé!

Fair Value 8.5EUR (cours 6,79EUR)

ACHAT

Initiation de couverture

Dia dispose d'un excellent modèle (le discount est non seulement un format de pays matures mais également un véhicule de conquête à l'international) et de circonstances favorables (crédit d'impôts et redémarrage de l'économie ibérique). Aussi, compte tenu d'une valorisation attractive (PER 2016 de 13.3x vs 16.1x pour le secteur, soit un PEG de 0.9x), nous initions la valeur à l'Achat avec une FV de 8,5€.

■ **Ne m'appellez plus jamais France!** La prime de création de valeur (ie le cours implicite tel que $VE/CI = ROCE/WACC$, rapporté au prix actuel) est aujourd'hui de 14%, alors qu'elle atteignait 35% en moyenne sur 2012/14. En dépit de l'amélioration sensible du profil du groupe liée à la cession de la France, le marché valorise donc de moins en moins bien le potentiel de création de valeur. Un simple réaligement sur la moyenne historique impliquerait une valorisation de 7.8€.

■ **Dia bénéficie du bon format...** : les bonnes performances opérationnelles du distributeur (+103 pb de PdM en Espagne entre 2009 et 2014) s'expliquent notamment par la bonne adéquation du modèle soft discount à la conjoncture et aux perspectives de l'économie ibérique. Ce dernier n'est pas simplement un format défensif en période de crise, mais également un véhicule de conquête pour qui veut s'imposer rapidement dans les pays émergents (le Brésil et l'Argentine en l'occurrence).

■ **... et de circonstances favorables** : 1/ à la suite de la cession de la France, Dia dispose d'un actif fiscal important (185 M€ de crédit d'impôts liés à une perte en capital) et peut réallouer les capex notamment en faveur des émergents; 2/ il est un véhicule idéal pour jouer le redémarrage de l'économie ibérique (85% de l'EBITDA) d'autant qu'il est 3/ en position de force pour consolider le marché espagnol (l'opération Schlecker a prouvé qu'il était à l'aise en la matière).

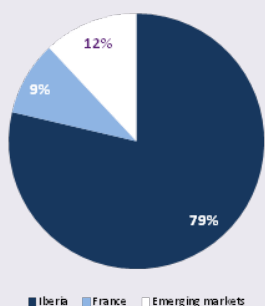
■ **La franchise, un atout maître afin de préserver la marge ibérique**: d'ici à 2017, 1/ l'effacement progressif de l'effet de ciseaux opérationnel (de -30pb en 2015 à +20 pb en 2017), lié à un retour progressif des lfl en territoire positif, ainsi que 2/ l'évolution du mix en faveur de la franchise (+35pb) devraient compenser la dilution liée à l'acquisition des magasins El Arbol et Eroski (-41pb). DIA devrait ainsi être en mesure de quasiment stabiliser sa marge d'EBITDA à horizon 2017 (9.4% vs 9.6% en 2014).



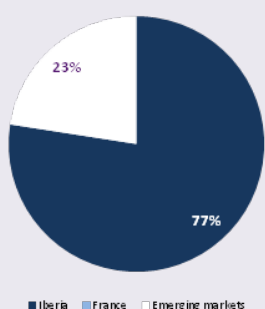
Analyst:
Antoine Parison
 33(0) 1 70 36 57 03
aparison@bryangarnier.com

Sector Analyst Team:
 Loïc Morvan
 Cédric Rossi
 Virginie Roumage

2013 EBITDA



2017e EBITDA



Activités

Dia est l'un des principaux spécialistes mondiaux du discount. Il exploite des magasins dans cinq pays différents : l'Espagne & Portugal (85% de l'EBITDA), le Brésil, l'Argentine et la Chine. Hormis le discount, l'avantage comparatif de Dia tient aujourd'hui au déploiement de la franchise qui présente une faible intensité capitalistique et qui est structurellement plus rentable que les magasins en propre. Les magasins franchisés ne représentaient que 45% du portefeuille en 2014 (vs 27% en 2009) ; cette proportion devrait être de 60% en 2017.

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Revenues	10 125	9 844	8 011	9 630	10 375	11 198
Change (%)	3,5%	-2,8%	-18,6%	20,2%	7,7%	7,9%
Adjusted EBITDA	610	642	585	623	691	783
Adjusted operating income	331	375	401	403	459	537
Exceptionals	-42,9	-49,1	-76,8	-80,0	-50,0	-50,0
EBIT	288	326	324	323	409	487
Change (%)	35,3%	13,2%	-0,5%	-0,4%	26,7%	19,1%
Financial results	-33,0	-39,8	-40,7	-35,0	-26,5	-14,7
PBT	255	286	283	288	382	472
Tax	-102	-95,5	-74,6	-34,5	-32,2	-83,8
Profits from associates	1,1	0,60	0,0	0,0	0,0	0,0
Income from discontinued activities	-7,5	5,1	121	0,0	0,0	0,0
Minority interests	11,5	13,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Net profit / group share	158	209	329	253	350	388
Restated net profit	195	238	262	259	314	380
Change (%)	29,7%	22,0%	10,0%	-1,2%	21,3%	20,8%
Cash Flow Statement (EURm)						
Operating cash flows	378	397	532	553	632	684
Capex, net	-331	-362	-342	-400	-413	-426
Change in working capital	-15,1	-19,6	-137	181	83,3	92,0
FCF	31,6	15,6	53,3	334	303	351
Financial investments	-10,2	-56,0	-254	0,0	0,0	0,0
Dividends	-72,5	-83,9	-103	-104	-107	-110
Capital increase	-24,0	-45,7	-37,2	-200	0,0	0,0
Assets disposal	4,1	81,9	600	0,0	0,0	0,0
Other	17,6	66,4	-142	-80,0	-50,0	-50,0
Increase in net debt	-53,5	-21,7	118	-50,0	146	191
Net debt	629	651	533	583	438	247
Balance Sheet (EURm)						
Tangible fixed assets	1 619	1 602	1 270	1 450	1 631	1 810
Intangibles assets	461	500	497	497	497	497
Cash & equivalents	364	268	199	149	295	485
Other assets	960	1 001	1 160	1 322	1 396	1 478
Total assets	3 405	3 371	3 127	3 418	3 818	4 270
Shareholders' funds	148	184	378	326	569	847
L & ST Debt	980	913	732	732	732	732
Provisions	101	72,6	86,1	86,1	86,1	86,1
Others liabilities	2 177	2 200	1 931	2 273	2 430	2 604
Total Liabilities	3 405	3 370	3 127	3 418	3 818	4 270
WCR	-1 052	-1 032	-895	-1 076	-1 160	-1 252
Capital employed	1 028	1 069	872	871	968	1 055
Ratios						
Operating margin	3,26	3,81	5,00	4,18	4,42	4,79
Tax rate	39,98	33,42	26,34	11,98	8,42	17,76
Normative tax rate	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00
Net margin	1,93	2,42	3,28	2,69	3,03	3,39
ROCE (after tax)	22,50	24,53	32,16	32,35	33,16	35,59
Gearing	426	353	141	179	76,89	29,17
Net debt / EBITDA	1,03	1,01	0,91	0,94	0,63	0,32
Pay out ratio	54,27	49,39	31,27	41,83	31,11	29,45
Number of shares, diluted	659	646	643	630	617	617
Data per Share (EUR)						
EPS	0,24	0,32	0,51	0,40	0,57	0,63
Restated EPS	0,30	0,37	0,41	0,41	0,51	0,62
% change	31,0%	24,5%	10,5%	0,8%	23,9%	20,8%
Operating cash flows	0,57	0,61	0,83	0,88	1,02	1,11
FCF	0,05	0,02	0,08	0,53	0,49	0,57
Net dividend	0,13	0,16	0,16	0,17	0,18	0,19

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

Sommaire

1. Investment Case	4
2. Compte tenu d'un potentiel de 23%, Dia est une opportunité d'Achat	5
2.1. Une réduction injustifiée de la prime de création de valeur.....	5
2.2. Une valorisation de 9€ par DCF.....	5
2.3. Un bon rapport qualité prix (PEG 2016 de 0.9x).....	7
3. Dia bénéficie du bon format... ..	8
3.1. Le discount est un format de pays matures que maîtrise parfaitement Dia.....	8
3.2. Le discount est également un levier de croissance dans les émergents.....	9
3.3. Un TCAM 2014/17 du CA de 11.8%e, principalement tiré par les émergents	10
4. ... et de circonstances favorables.....	11
4.1. Réallocation des capex et activation du report déficitaire.....	11
4.2. Dia est un bon véhicule afin de s'exposer au redémarrage de l'Espagne	12
4.3. Le distributeur est en position de force afin de consolider le marché espagnol	14
5. Egalement dopé par la franchise, le taux de marge doit se tenir.....	16
5.1. D'ici à 2017, les franchisés pourraient représenter 60% du parc (vs 54% en 2014).....	16
5.2. Le passage en franchise permet une amélioration de la marge de 300 à 400 pb.....	17
5.3. Une marge ibérique en léger retrait seulement en 2017 vs 2014, malgré les acquisitions ..	18
Bryan Garnier stock rating system	23

1. Investment Case

Pourquoi investir maintenant?



Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

Nous pensons que Dia est un bon véhicule afin de jouer la reprise de consommation espagnole (les propos récents de Carrefour sont de nature à nous rassurer). Par ailleurs, nous pensons que le discounter est en position de force afin de consolider le marché ibérique.

Attractif ou non?



Valorisation

Rapportée à son potentiel de croissance bénéficiaire (TCAM 2014/17 du BPA de 14,7%), la valorisation de Dia n'est pas excessive. Le PEG 2016 ressort ainsi à 0.9 x (vs 1.7x pour Jeronimo Martins, son pair le plus proche).

Horizon d'investissement?



Catalyseurs

Nous identifions deux principaux catalyseurs : **1/** Un taux de croissance comparable de retour en territoire positif en Espagne d'ici à fin 2015 ; **2/** la démonstration par le management de sa capacité à intégrer rapidement les magasins El Arbol et Eroski.

Valeur ajoutée?



Différentiation face au consensus :

A la suite des acquisitions en Espagne, le management est ambitieux en termes de synergies. Compte tenu de l'excellence dont il a jusqu'à présent fait preuve en la matière, nous lui accordons le bénéfice du doute. Nos estimations sont ainsi nettement au-dessus de celles du consensus (10% en moyenne sur 2015/17)

Quels risques?



Risques

Nous pensons que le taux de croissance comparable en Espagne est le principal indicateur que regardent les observateurs les plus pessimistes. Aussi, la persistance de LFL fortement négatifs fin 2015 pourrait être sanctionnée par la communauté financière.

2. Compte tenu d'un potentiel de 23%, Dia est une opportunité d'Achat

2.1. Une réduction injustifiée de la prime de création de valeur

En dépit de la cession de la France, la prime de création de valeur s'est contractée de façon évidente

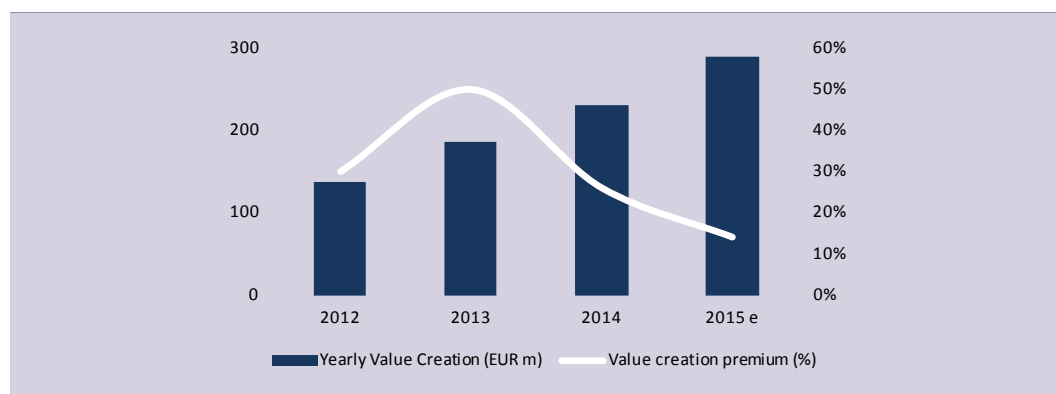
Le cours théorique de Dia tel que $VE/CI = ROCE/WACC$ ressort aujourd'hui à 6.0€. Il s'agit du prix minimal que le marché est censé payer, ne serait-ce que pour refléter la création de valeur.

La prime qu'affiche le spot sur cette valorisation implicite (35% en moyenne entre 2011 et 2014) reflète la visibilité des investisseurs sur le potentiel de création de valeur.

Or, en dépit de l'amélioration sensible du profil du groupe, à la suite de la cession de la France, elle atteint dorénavant 14%. Un réaligement sur la moyenne historique impliquerait un cours minimum de 7.8€.

Notre FV (8.5€) correspond à la moyenne de ce montant et de notre valorisation par DCF.

Fig. 1: Création de valeur annuelle (M€) et prime de création de valeur (%)



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

2.2. Une valorisation de 9€ par DCF

Les principales hypothèses de notre valorisation par actualisation des cash-flows futurs sont :

- Un TCAM 2015/22e du CA de +6.8% (vs +1.3% sur 2008/13, au pire de la crise) ;
- Une marge d'EBIT normative de 4.9% et un taux de croissance à l'infini de 2.0% ;
- En année normative, un taux de D&A égal à celui des capex (ie 2.5% le CA) ;
- Une variation du BFR représentant en moyenne 0.9% du CA sur 2015/22 et stable en normatif ;
- Un WACC de 8,43% (taux sans risque de 2.3%, bêta de 1,1x, et prime de risque de 6.6%).

Fig. 2: Valorisation des Dia par actualisation des cash-flows futurs

EURm	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Normative
Sales	9 630	10 375	11 198	12 015	12 829	13 631	14 449	15 297	15 602
% change	20,2%	7,7%	7,9%	7,3%	6,8%	6,3%	6,0%	5,9%	2,0%
EBIT	403	459	537	579	620	660	701	742	765
% change	0,5%	13,9%	17,0%	7,8%	7,2%	6,5%	6,1%	5,9%	3,0%
Margin	4,2%	4,4%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,9%	4,9%	4,9%
Tax	(34)	(32)	(84)	(157)	(173)	(190)	(207)	(225)	(229)
EBIT after tax	368	426	453	421	447	471	494	517	535
D&A	220	232	246	260	274	288	301	315	390
As a % of sales	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,5%
WCR variation	181	83	92	91	91	90	91	95	0
Capex	(400)	(413)	(426)	(435)	(442)	(446)	(447)	(446)	(390)
As a % of sales	4,2%	4,0%	3,8%	3,6%	3,4%	3,3%	3,1%	2,9%	2,5%
Operational cash-flow	369	329	365	338	370	403	440	481	535
Discounted Cash-flow	346	285	291	248	251	252	254	256	262
Sum of discounted cash flows	2 181								
Terminal value	4 158								
Total	6 339								
Net debt	(533)								
Others	(86)								
Value of group equity capital	5 719								
Number of shares	630								
Value of group equity capital per share	9,1								

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

A ce stade, les pays émergents ne représentent « que » 35% du CA et 15% de l'EBITDA de Dia. Leur montée en puissance dans le portefeuille se fera de façon progressive et nous pensons qu'ils pourraient représenter 52% du CA et 33% de l'EBITDA d'ici à 2022. Aussi, la sensibilité du distributeur aux variations des devises émergentes, rapportée à celle de la marge opérationnelle normative, sera de plus en plus marquée ; nous la résumons dans le tableau ci-dessous.

Fig. 3: Sensibilité de notre valorisation par DCF aux variations des devises étrangères et aux hypothèses de taux de marge normative

Normative EBIT margin						
Depreciation of Forex	9,1	3,5%	4,0%	4,9%	5,5%	6,0%
-30%		8,2	9,0	10,4	11,4	12,1
-20%		7,8	8,6	9,9	10,8	11,5
-10%		7,5	8,2	9,5	10,3	11,0
0%		7,2	7,9	9,1	9,9	10,6
10%		6,9	7,6	8,7	9,5	10,1
20%		6,6	7,3	8,4	9,1	9,7
30%		6,4	7,0	8,1	8,8	9,4

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

Dia offre un excellent rapport qualité prix (PEG 2016 de 0.9x vs 1.7x pour Jeronimo Martins)

2.3. Un bon rapport qualité prix (PEG 2016 de 0.9x)

Nous estimons que Colruyt et Jeronimo Martins (deux discounters présents sur des marchés matures avec un fort taux de pénétration de la distribution moderne) sont les deux comparables les plus proches. Or, en dépit d'un TCAM 2014/17 des BPA de 14.7%e supérieur à celui de Colruyt (2%e) et Jeronimo Martins (10.8%e), le groupe ibérique affiche, sur la base du PE 2016, une décote de 22% vis-à-vis du distributeur Belge et de 29% par rapport au discounter portugais.

Il convient donc de rapporter le ratio de DIA à son potentiel de croissance bénéficiaire. Il affiche ainsi, un PEG 2016 (ie PER 2016 rapporté au TCAM 2014/2017 du BPA) de 0.9x vs 7.8x (!) et 1.7x, respectivement, pour Colruyt et Jeronimo Martins. La valorisation du discounter ibérique nous semble notamment attractive par rapport à celle du distributeur belge, d'autant que ce dernier est dépourvu de relais de croissance crédible à l'international, contrairement à DIA.

Fig. 4: PER 2016/2017 et PEG 2016 au sein du secteur (chiffres du consensus s'agissant des pairs et estimations BG pour Dia)

	P/E 2015	P/E 2016	PEG 2016
Dia	16,5 x	13,3 x	0,9
Ahold	17,2 x	16,2 x	1,3
Carrefour	17,9 x	15,9 x	1,4
Casino	17,0 x	14,9 x	1,6
Colruyt	17,7 x	17,1 x	7,8
Delhaize	17,0 x	15,4 x	0,9
JM	21,0 x	18,7 x	1,7
Metro	15,3 x	13,7 x	0,9
Tesco	22,0 x	17,0 x	0,9
Average excl. Dia	18,1 x	16,1 x	2,1 x
Median excl. Dia	17,5 x	16,0 x	1,4 x

Source: Datastream; Bryan, Garnier & Co ests.

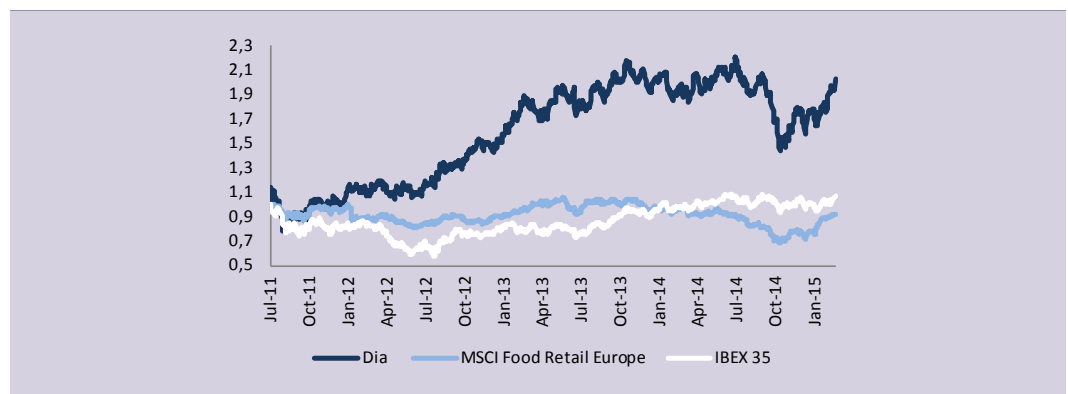
3. Dia bénéficie du bon format...

3.1. Le discount est un format de pays matures que maîtrise parfaitement Dia

Le discount est un format de pays matures en adéquation avec les perspectives de l'économie ibérique

Depuis sa cotation le 5 juillet 2011, le titre DIA s'est apprécié de 109%. Le groupe réalise la majeure partie de son activité en zone ibérique (l'Espagne et le Portugal représentant 85% de son EBITDA). Historiquement pénalisé lorsque se sont manifestées les craintes sur l'Espagne, il a souvent rebondi à l'occasion de la publication d'excellentes performances opérationnelles. Ces dernières s'expliquent par la bonne adéquation du format soft discount à la conjoncture et aux perspectives de l'économie ibérique.

Fig. 5: Parcours boursier de Dia, du MSCI Europe Food Retail et de l'IBEX 35 (base 10 au 05/07/2011)

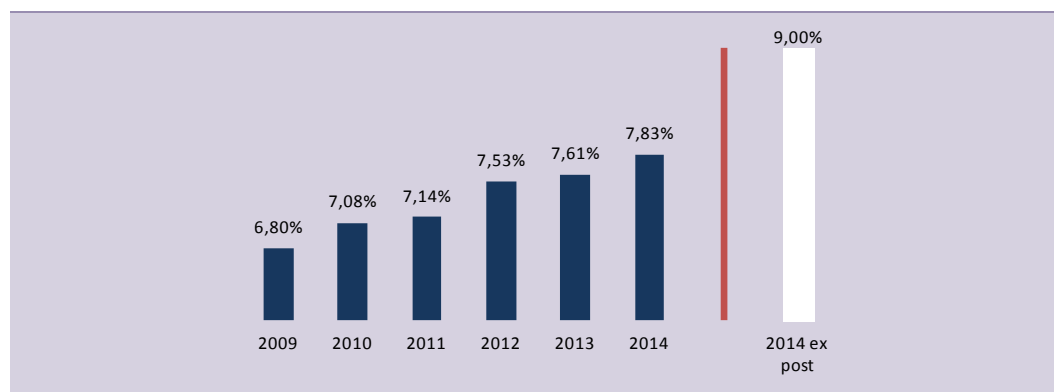


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

En effet, au-delà d'un environnement de crise favorable au concept, nous pensons que le discount de proximité est un format adapté aux pays matures et qu'il devrait se renforcer au cours des prochaines années dans les économies européennes. En effet, ces dernières subissent de plus en plus les contraintes sociologiques (vieillesse de la population, familles monoparentales etc) et économiques (appauvrissement de la classe moyenne et polarisation de l'offre) qui jouent notamment en faveur des formats de proximité.

Par ailleurs, d'un point de vue théorique, l'avantage compétitif du format est d'autant plus significatif que le coût de la main d'œuvre peu qualifiée est important, les ventes par employé étant plus élevées que dans les formats traditionnels. Le discount est donc, par essence, un format de pays matures (seule la France fait exception à cette règle, compte tenu d'un cadre réglementaire, la LME, rédhitoire pour le discount). A l'instar de Colruyt en Belgique, Pingo Doce au Portugal et de Lidl et Aldi au RU, cela se manifeste chez Dia par des gains importants de PdM (+103 pb depuis 2009 en Espagne) et l'appréciation de 196 pb de la marge d'EBITDA depuis 2010 sur le marché ibérique.

Fig. 6: Evolution de la PdM de Dia en Espagne entre 2009 et 2014 et à la suite des acquisitions des magasins El Arbol et Eroski



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

3.2. Le discount est également un levier de croissance dans les émergents

La faible intensité capitalistique fait du discount un format de conquête dans les émergents

Le discount est non seulement un format défensif en période de crise, mais il offre également, à terme, des garanties de croissance dans une industrie qui souffre de l'effritement de son potentiel commercial (affaiblissement de la démographie et dé(sin)flation). L'industrialisation du modèle, la massification des flux sur un petit nombre de références et une structure de coût allégée se traduisent par une faible intensité capitalistique.

Dans le détail, un assortiment très réduit permet aux acteurs d'avoir une forte rotation de leurs stocks, moins de fournisseurs et un pouvoir de négociation accru auprès de ces derniers. Ils encaissent rapidement leurs clients et payent leurs fournisseurs tardivement. En conséquence, un BFR très négatif permet d'avoir un ROCE record et, à l'instar de Biedronka (35%) ou BIM (90%), de financer les capex d'expansion. Aussi, le format nous paraît idéal pour qui veut s'imposer rapidement dans un marché émergent.

Fig. 7: Estimation des coûts d'exploitation moyens par type de format (% du CA)

	Traditional supermarket	Traditional hypermarket	Low-cost hypermarket	Discounter
Sales	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Cost of goods sold and shrink	-69.0%	-73.5%	-76.0%	-81.0%
Gross margin	31.0%	26.5%	24.0%	19.0%
Store labour cost	-13.5%	-12.5%	-8.0%	-4.0%
Central costs	-14.0%	-12.5%	-10.0%	-8.0%
EBITA*1	3.5%	1.5%	6.0%	7.0%

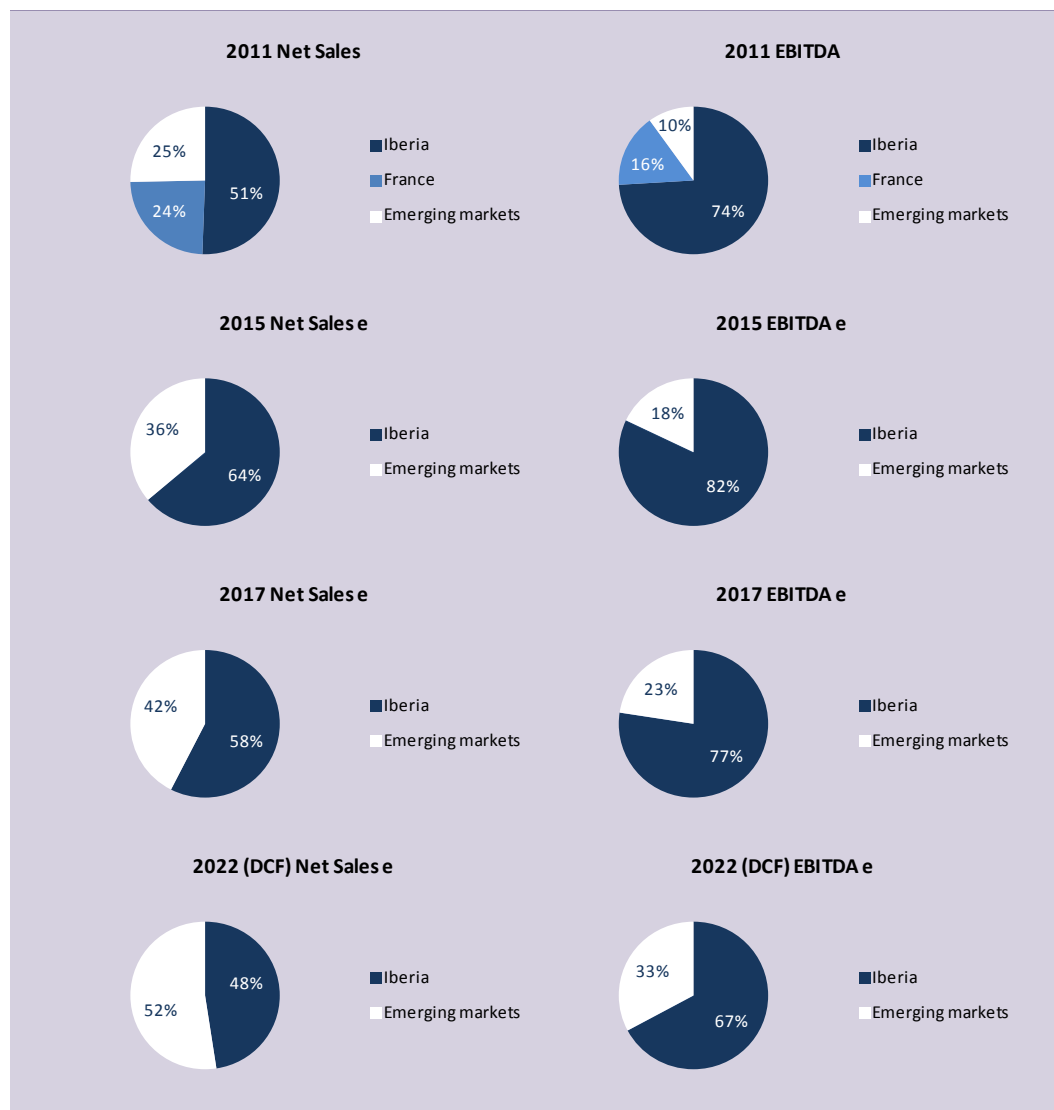
*1 EBITA: earnings before interest, taxes, and amortisation

Source: Oliver Wyman; Bryan, Garnier & Co ests.

3.3. Un TCAM 2014/17 du CA de 11.8%e, principalement tiré par les émergents

D'ici à 2017, nous estimons que Dia pourrait dégager un TCAM du CA de 11.8%, porté par le marché domestique et, surtout, la montée en puissance des pays émergents. Ces derniers devraient bénéficier d'une réallocation progressive des investissements, notamment à la suite de la cession de la France.

Fig. 8: A quoi pourrait ressembler Dia d'ici à 2022 en termes d'exposition géographique



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

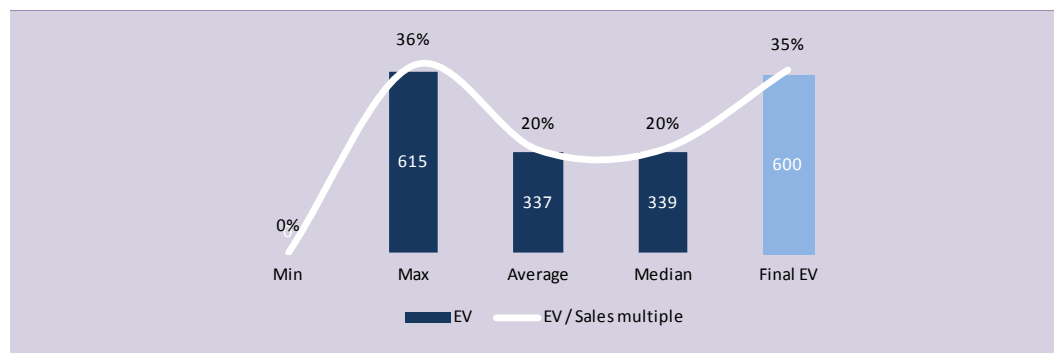
4. ... et de circonstances favorables

4.1. Réallocation des capex et activation du report déficitaire

La cession de la France implique une réallocation des capex en faveur de la croissance dans les pays émergents

La LME faisait de la cession de Dia France un événement selon nous inéluctable. Soit dit en passant, nous n'avons pas été surpris par le montant du deal eu égard aux nouvelles contraintes en termes d'urbanisme commercial en France. En effet, ces dernières vont rendre beaucoup plus difficile et onéreuse la création de nouvelles surfaces et mécaniquement revaloriser la valeur des fonds de commerce. Carrefour a ainsi déboursé 283 M€ et endosser 336 M€ de dette (ie multiple VE/CA de 0.35x), afin de reprendre un actif dont il s'était séparé via un spin-off en 2011...

Fig. 9: VE retenue à l'occasion de la cession de Dia France

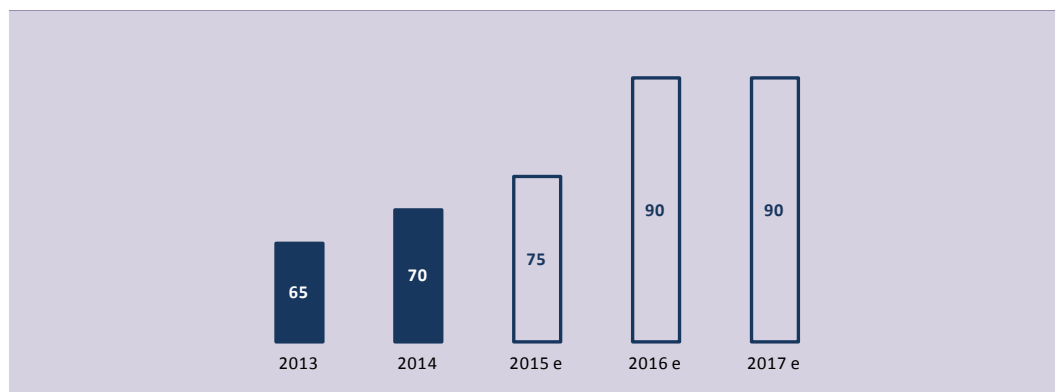


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Cette opération a eu, selon nos estimations, un impact relatif de 7% en moyenne sur la séquence de BPA 14/17e. Mais ce qui nous interpelle davantage, est la réallocation progressive des capex de la France en faveur des pays à fort potentiel. En 2014, le montant des Capex dans les émergents a été de 144 M€, dont environ 70 M€ ont été consacrés aux ouvertures de magasins, pour un effet périmètre de 9.9% :

- En d'autres termes, 7 M€ de Capex dans les émergents génèrerait approximativement 1 point d'effet périmètre ;
- Le montant des capex d'expansion devrait atteindre, selon nos estimations, un montant de 90M€ en 2016 ainsi qu'en 2017 (vs 65 M€ e en 2013 et 70 M€ e en 2014) ;
- Cette accélération devrait se traduire par un effet périmètre de 11.4% et 10.9% respectivement en 2016 et 2017 (vs 9.9% en 2014 et 9.5% en 2015).

Fig. 10: Capex (M€) dédiés à l'expansion dans les zones émergentes



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

A la suite de la cession de Dia France, la perte en capital représente un potentiel de crédit d'impôt de 185 M€

Par ailleurs, la perte de capital (ie différence entre la valeur comptable de l'actif français et le prix de cession) correspond à un actif qui, en l'état, est déductible de la charge d'imposition afférente aux activités espagnoles. Nous comprenons que Dia dispose ainsi d'un crédit d'impôt de 185M€ déductible de telle sorte que le groupe ne paiera quasiment pas d'impôts en Espagne en 2015 (7M€ e), aucun en 2016 et 43 M€ e seulement en 2017. L'impact sur la séquence de BPA publiés est de 20% en moyenne sur 2015/17.

Nos estimations de RN publié ainsi que notre cash flow prennent en compte cette aubaine fiscale. En revanche, nous corrigeons nos BPA de cet élément exceptionnel.

A ce crédit d'impôt s'ajoute le report déficitaire d'El Arbol dont Dia a fait l'acquisition en 2014. Ce dernier représente un montant de 380 M€ déductible de la charge d'imposition afférente à El Arbol uniquement. De plus, nous comprenons que son activation, à partir du moment où ce dernier dégagera un résultat positif, reste sujette à l'approbation des autorités fiscales compétentes. Aussi son impact sur le BPA consolidé de Dia sera non significatif à court et moyen terme.

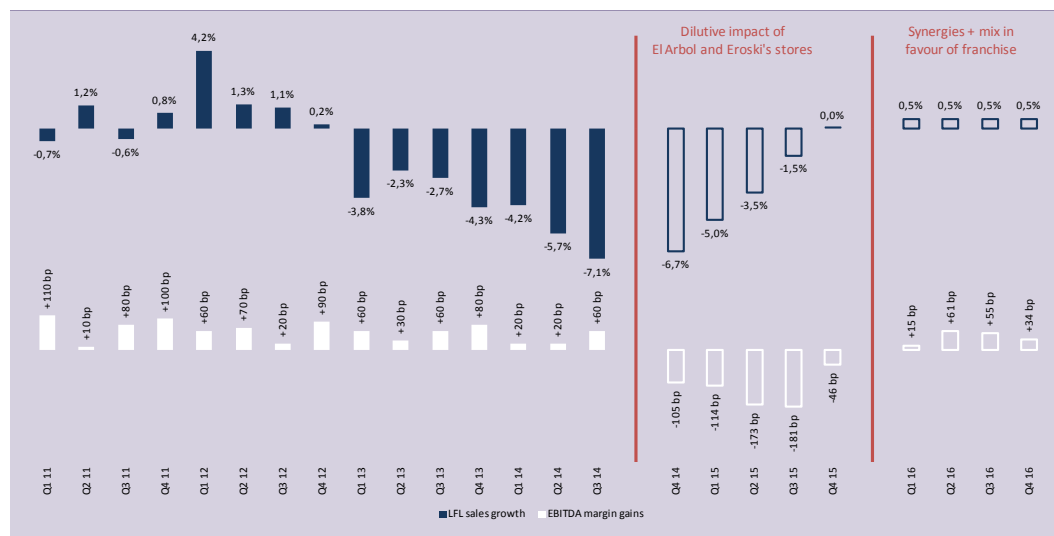
4.2. Dia est un bon véhicule afin de s'exposer au redémarrage de l'Espagne

En dépit du recul de la croissance LFL, Dia est parvenu à maintenir son taux de marge

Jusqu'à un passé proche, le marché n'a pas manqué de sanctionner des performances commerciales en berne. Dia est néanmoins parvenu à réduire sa base de coûts et maintenir son taux de marge en dépit d'un CA en recul sur une base comparable. Entre 2011 et 2014, les coûts d'énergie rapportés au CA ont ainsi reculé de 30pb, tandis que les frais immobiliers et de logistiques ont baissé de 20 pb et 50 pb respectivement. Le nombre de franchisés a également progressé de +35% (mix de marge favorable).

Par ailleurs, la crise a été l'occasion pour Dia d'étoffer son portefeuille de magasins en se saisissant d'emplacements de 1^{er} choix en centre-ville à des conditions de bail très avantageuses (ces derniers ont notamment été désertés par les banques qui ont fermé un certain nombre d'antennes). Une telle démarche s'est faite au détriment des capex de rénovation ce qui, naturellement, a pesé sur les LFL. A terme, en revanche, Dia devrait bénéficier de la montée en puissance de ces nouvelles unités.

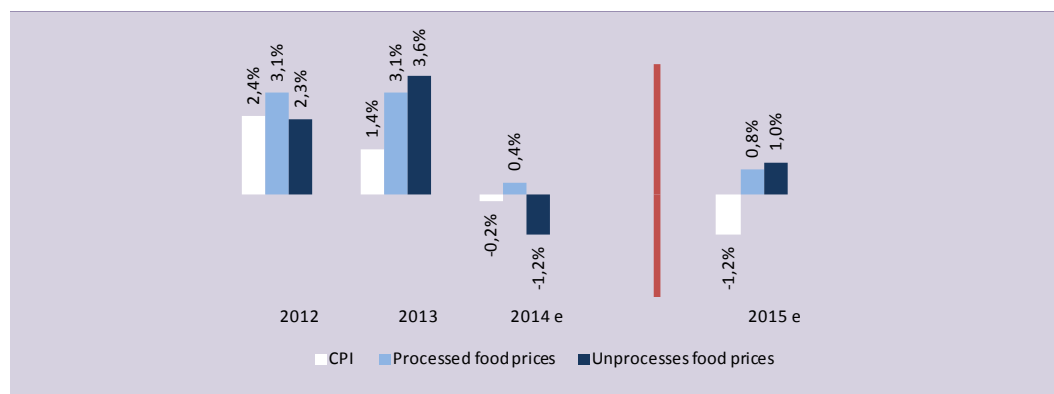
Fig. 11: Evolution de la croissance LFL et du taux de marge en zone ibérique



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

2015 se présente sous de meilleurs auspices. Plusieurs distributeurs, à l’instar de Carrefour, ont formulé des commentaires engageants. Le déclin de la population devrait ainsi ralentir tandis que l’inflation pourrait, selon Dia, revenir en territoire positif. Par ailleurs, plusieurs mesures fiscales (réduction du taux d’imposition sur les revenus, revalorisation du salaire minimum...), associées à une baisse des prix de l’essence, devraient favorablement influencer la consommation. La croissance du PIB devrait ainsi être supérieure à 2% en 2015 (vs +1.4% en 2014).

Fig. 12: Evolution de l’inflation (ie potentiel d’appréciation du panier)



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

En période difficile, le client consomme généralement moins à l’occasion de déplacements en revanche plus fréquents. Ainsi, la perspective d’une sortie de crise implique probablement un ralentissement du trafic, compensé par une montée en gamme dans les assortiments et une appréciation du panier moyen. Intuitivement, les hard discounters ne sont pas forcément les mieux placés pour en profiter.

Simplement, Dia se situe sur le segment du soft, compte tenu d’un assortiment compris entre 2 800 et 3 500 produits (vs ~1500 pour un pur hard discounter) et composé en partie de MN (absentes des linéaires des hard discounters). De plus, le distributeur cherche aujourd’hui à élargir son champ de

compétence via des acquisitions ciblées (cf. section suivante), ce qui devrait permettre de mieux saisir le rebond espagnol via une diversification de son offre. D'ailleurs, nous comprenons que le redressement actuel de l'Espagne tient notamment au dynamisme retrouvé de l'offre de produits frais, un segment précisément investi par Dia via El Arbol.

Aussi, nous restons raisonnablement optimistes et, compte tenu de bases de comparaison très favorables, tablons sur un retour en territoire positif à partir du T4. Cette amélioration séquentielle (cf. figure 10) implique néanmoins la persistance d'un effet de massue opérationnel jusqu'au T3. Ce dernier devrait se dissiper à partir du T4. En 2016, nous estimons que les LFL permettront simplement d'effacer l'inflation naturelle des coûts, d'où un levier opérationnel non significatif. En 2017, en revanche, l'effet devrait être positif de 20 bp (cf. figure 18).

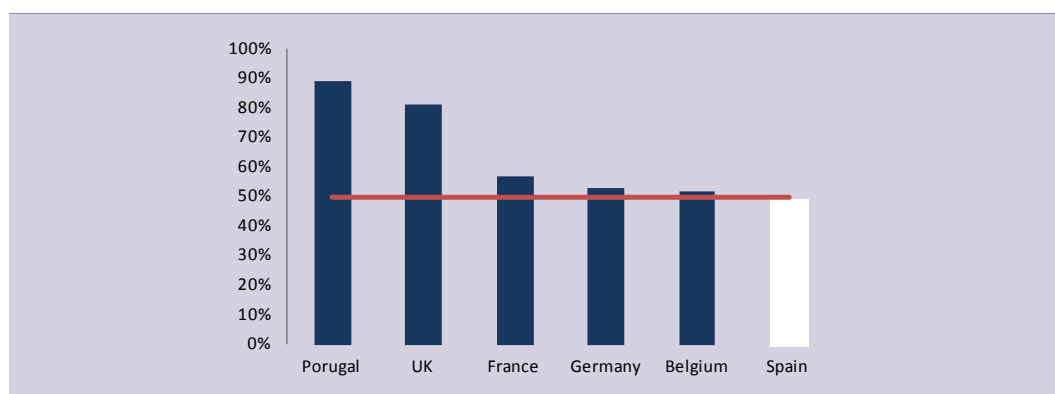
4.3. Le distributeur est en position de force afin de consolider le marché espagnol

Dans un marché très fragmenté, Dia pourrait étoffer et diversifier son portefeuille d'actifs

A l'issue de la crise, il nous semble que Dia est en position de force afin de consolider un marché ibérique encore très fragmenté (sa part de marché a progressé de +103 pb en Espagne entre 2009 et 2014 ; post acquisitions des magasins El Arbol et Eroski, elle devrait atteindre 9.0% et faire du discounter le deuxième acteur du marché derrière Mercadona et devant Carrefour).

En effet, de nombreux petits acteurs régionaux sont aujourd'hui à la peine et constituent des proies « faciles » pour un distributeur qui, à l'occasion de la cession de Dia France et l'acquisition de Schlecker, a prouvé son excellence en termes de négociation et d'intégration d'acquisitions. Le cas échéant, le groupe pourrait maximiser les effets de taille critique sur une industrie de coûts fixes.

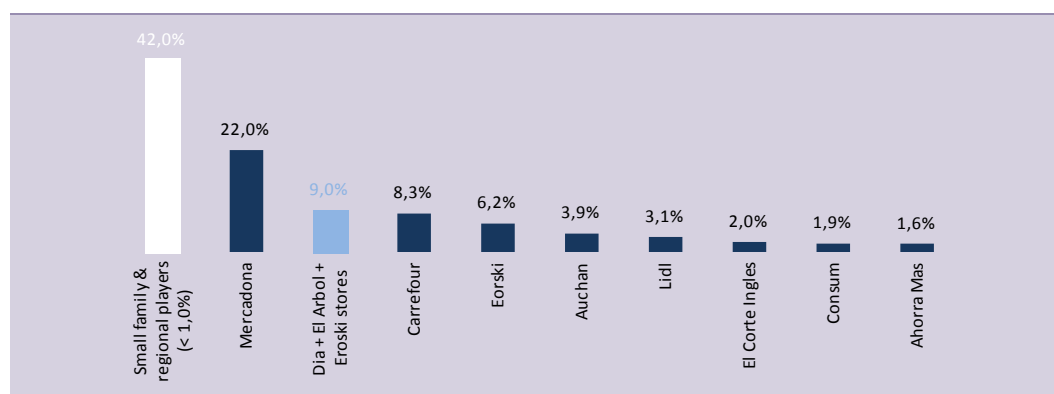
Fig. 13: Part de marché des cinq principaux distributeurs dans les principaux pays européens



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

La politique d'acquisition de Dia pourrait répondre, selon nous, à une logique d'expansion de son portefeuille sur des segments de marché qui, a priori, ne font pas partie de son champ naturel de compétences. C'est ainsi que le discounter a pris le contrôle de Schlecker en 2013. Plus récemment, l'acquisition d'El Arbol doit permettre de renforcer son expertise sur l'offre de produits frais (~50% du CA du distributeur) qui n'était pas, jusqu'à présent l'un de ses avantages comparatifs.

Fig. 14: Part de marché des différents acteurs de la distribution alimentaires (PGC, frais libre service)



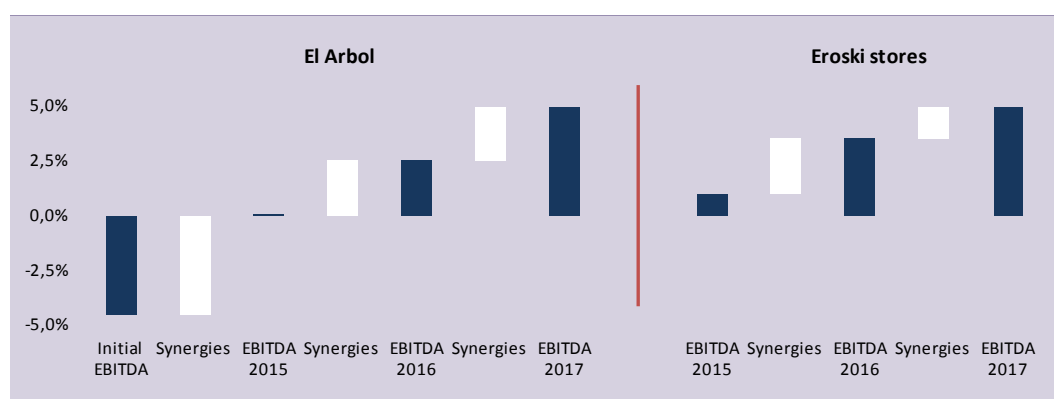
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Dia pourrait diversifier son portefeuille sur des segments de marché où on ne l'attend pas

Aujourd'hui, nous imaginons volontiers une acquisition dans le Health & Beauty. En effet, lors de visites de centres commerciaux, nous avons été frappés par la prolifération d'enseignes telles que Kiko et Primor. A cette époque, Carrefour testait d'ailleurs des corners dédiés. L'entrée sur ce segment dynamique et très rentable ferait du sens selon nous. C'est d'ailleurs un domaine aujourd'hui investi par Jeronimo Martins (un pair décidément très complémentaire de Dia...) via Hebe.

D'ici là, le groupe aura néanmoins fort à faire afin d'intégrer les magasins El Arbol (451 unités qui totalisent un CA 2014 de 725 M€) et Eroski (160 points de vente qui ont généré un CA 2014 de 380 M€). Le management apporte des précisions sur ses estimations de synergies et ambitions de point mort. Compte tenu de l'excellence dont il a fait preuve en la matière à la suite de l'opération Schlecker, nous lui accordons le bénéfice du doute et nous alignons peu ou prou sur ses attentes.

Fig. 15: Estimations sur l'évolution de la marge des magasins El Arbol et Eroski



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

5. Egalement dopé par la franchise, le taux de marge doit se tenir

5.1. D'ici à 2017, les franchisés pourraient représenter 60% du parc (vs 54% en 2014)

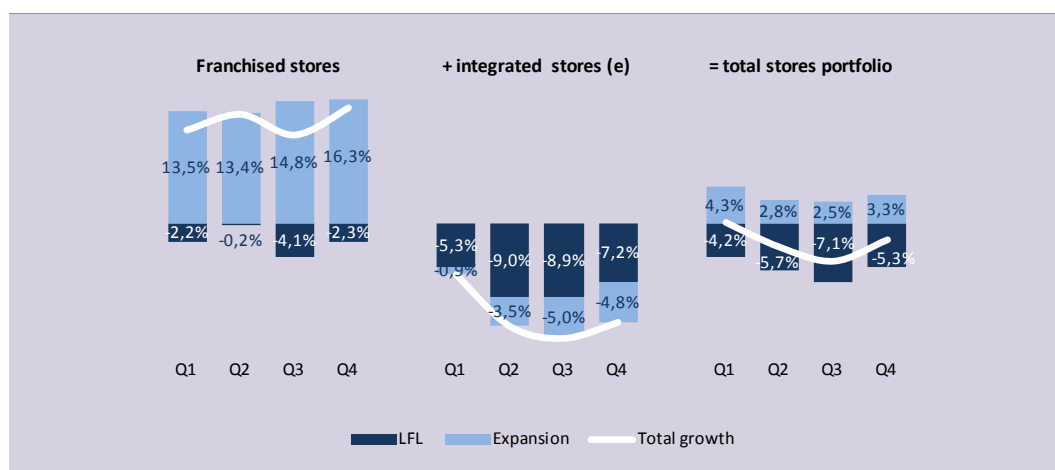
En 2017, les franchisés, plus rentables que les intégrés, devraient représenter 60% du portefeuille de vs 54% en 2014 et 39% en 2011

DIA a d'abord exploité des magasins intégrés (Company Owned / Company Operated - « CO-CO »), un modèle dans lequel le distributeur est propriétaire du fonds de commerce (Company Owned), mais rarement de l'immobilier, et exploite en direct le magasin (Company Operated). Puis il a développé deux types de franchise : et le 1/ Franchise Owned / Franchise Operated (« FO-FO ») et le 2/ le Company Owned / Franchise Operated (« CO-FO »).

- S'agissant du 1/ FO-FO, expérimenté depuis plus de 20 ans (d'abord en zone rurale où le modèle CO-CO n'aurait pas fonctionné) le distributeur se rémunère sur la vente des marchandises aux franchisés à un taux de marge fixe. Les frais opérationnels reviennent au franchisé, hormis les coûts logistiques et les charges de supervision. Ce modèle présente une faible intensité capitalistique, le fonds de commerce étant détenu par le franchisé et l'immobilier généralement en location.
- S'agissant du 2/ CO-FO (développé depuis quelques années) Dia prend à sa charge les coûts d'investissement et d'équipement, tandis que le management et l'exploitation du fonds de commerce reviennent au franchisé. Le groupe se rémunère de la même manière que dans le modèle FO-FO. La seule différence avec ce dernier tient au fait que DIA paie directement le loyer avant de le rétrocéder au franchisé. Par ailleurs, la société conserve la propriété du fonds de commerce. Il s'agit essentiellement d'anciens CO-CO transférés en franchise.

Les franchisés surperforment nettement le reste du portefeuille. En 2014, leur taux de croissance LFL ressortait ainsi en retrait de -2.2%, alors que l'ensemble du parc reculait de 5.6% (i.e. une décroissance à deux chiffres pour les magasins intégrés). Rien de très étonnant à cela, quand on sait qu'ils sont responsables de leur propre base de coûts et que leur rémunération dépend naturellement des performances commerciales qu'ils parviennent à dégager.

Fig. 16: Détail des performances commerciales par format



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

Or, le groupe estime qu'ils pourraient représenter 60% du portefeuille d'ici à 2017 (50% en zone Ibérique et 80% dans les pays émergents selon nos estimations) vs 45% en 2014. Cette montée en puissance constitue donc un catalyseur majeur sur le titre d'autant que les perspectives de rentabilité du modèle sont excellentes.

5.2. Le passage en franchise permet une amélioration de la marge de 300 à 400 pb

L'évolution du mix de magasins en faveur de la franchise doit assurer une progression de l'ordre de 10 bp / an de la marge dans chaque zone

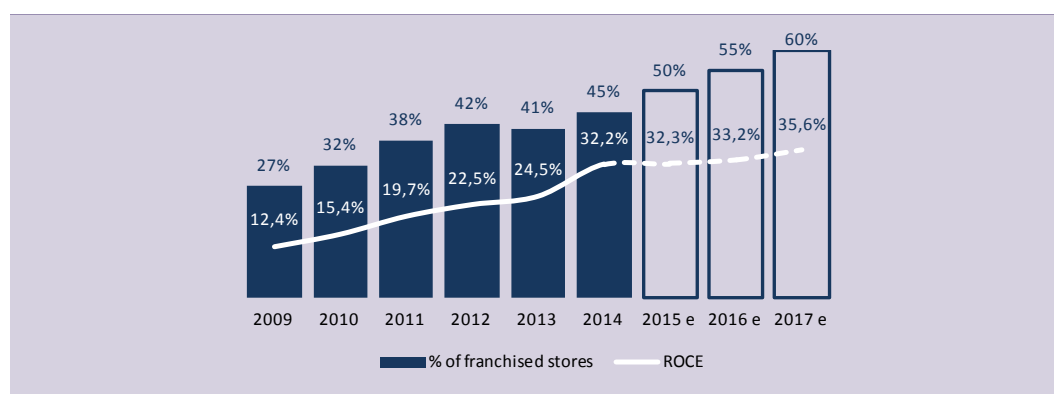
Nous comprenons qu'il existe trois types de magasins en Espagne qui se distinguent en fonction de leurs performances opérationnelles :

- Les magasins très profitables (1) (ie marge d'EBITDA > 10%), généralement situés sur les meilleurs emplacements de centre-ville et qui n'ont pas vocation à passer sous franchise.
- Les magasins profitables (2) (ie marge d'EBITDA de 3-4%) qui sont concernés par un passage en franchise très rentable pour DIA (gain de 300/400 pb en termes de profitabilité).
- Les magasins qui atteignent à peine le point mort ou perdent de l'argent (3) et qui n'ont pas vocation à passer en franchise dans la mesure où DIA préfère les superviser en direct.

Cette dernière catégorie (3) pèse donc sur la rentabilité des magasins intégrés dans leur ensemble (1) +(3) dont la marge consolidée ressort néanmoins peu ou prou en ligne avec celle des magasins franchisés, grâce à la catégorie (1).

Etant donné l'absence de reporting distinct entre ces différents types de magasins, il est difficile d'isoler l'impact du déploiement de la franchise sur la rentabilité de Dia. Néanmoins, nous comprenons que le passage en franchise permet de l'améliorer de 300 à 400 pb. Ainsi, la marge d'EBITDA et le ROCE n'ont cessé d'augmenter entre 2008 et 2014, à mesure que progressait le poids de la franchise dans le portefeuille.

Fig. 17: Evolution du nombre de magasins franchisés et du ROCE de Dia



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

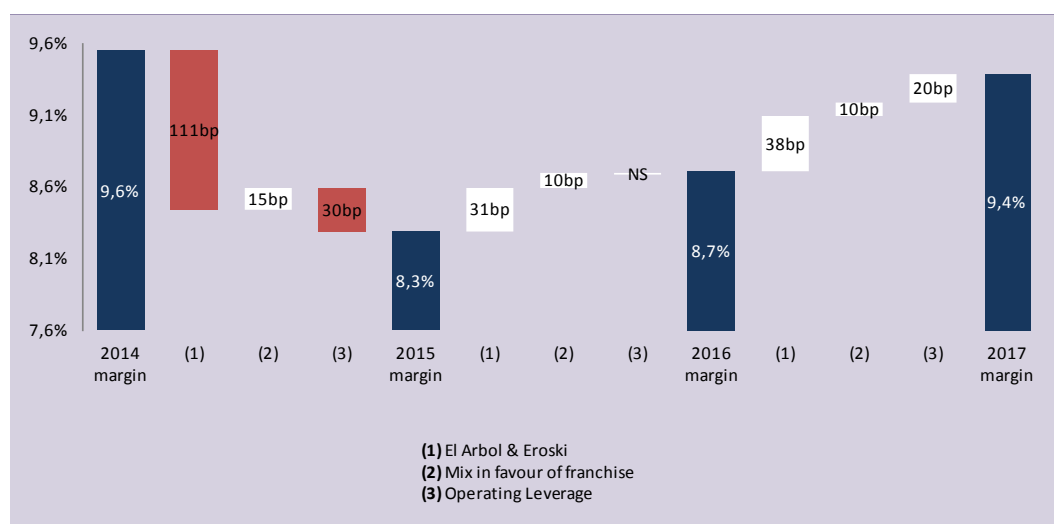
Nous faisons une simple simulation : **1/** pour chaque modèle de magasin en zone ibérique, intégré ou franchisé, nous maintenons un taux de marge constant dans le temps ; **2/** simplement, nous estimons que la rentabilité dont bénéficie Dia sur l'exploitation d'un magasin intégré est 350 pb inférieure à celle qu'il obtient sur la vente des marchandises à un franchisé ; **3/** dès lors, l'évolution du mix en faveur de la franchise doit à elle seule garantir une hausse moyenne de 10 pb par an du taux de marge.

L'exercice est aussi concluant s'agissant des zones émergentes (progression moyenne annuelle « garantie » de 15 pb).

5.3. Une marge ibérique en léger retrait seulement en 2017 vs 2014, malgré les acquisitions

La zone ibérique est naturellement le principal driver opérationnel à court terme (cf. section 4.2) : d'ici à 2017, l'effacement progressif de l'effet de massue opérationnel (-30 bp e en 2015, nul en 2016, +20 pb e en 2017 / cf. section 4.2) ainsi que l'évolution du mix de format en faveur de la franchise (+30pb / cf. section 5.2), devraient en grande partie compenser l'effet dilutif (-50pb en cumulé / -111pb en 2015) qu'aura l'acquisition des magasins El Arbol et Eroski (cf. section 4.3). Aussi, nous estimons un niveau de marge d'EBITDA best in class de 9.4% en 2017 (vs 9.6% en 2014).

Fig. 18: Détails de la construction de la marge d'EBITDA en Ibérie d'ici à 2017



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

Fig. 19: Détails de nos estimations par zone géographique

IBERIA	2013	2014	2015 e	2016 e	2017 e
Gross sales under banner	6 143	6 096	7 185	7 329	7 529
(1) LFL	-3,3%	-6,0%	-2,4%	0,5%	1,5%
(2) Expansion & Acquisitions	8,0%	5,2%	20,3%	1,5%	1,2%
Ow Acquisitions	4,9%	2,7%	18,1%	0,0%	0,0%
(1)+(2) = var (%)	4,7%	-0,8%	17,9%	2,0%	2,7%
Net sales	5 284	5 222	6 155	6 278	6 450
Adjusted EBITDA	505	499	511	547	606
As a % of sales	9,6%	9,6%	8,3%	8,7%	9,4%
bps var.	62 bps	0 bps	-125 bps	42 bps	68 bps

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

EMERGING	2013	2014	2015 e	2016 e	2017 e
Gross sales under banner	3 154	3 304	4 116	4 853	5 625
(1) LFL	16,4%	20,7%	10,0%	6,5%	5,0%
(2) Expansion	11,2%	9,9%	9,5%	11,4%	10,9%
(1)+(2) = var at cc (%)	27,7%	30,6%	19,5%	17,9%	15,9%
(3) Currency	-18,8%	-25,8%	5,1%	0,0%	0,0%
(1)+(2)+(3) = var (%)	8,9%	4,8%	24,6%	17,9%	15,9%
Net sales	2 662	2 789	3 475	4 097	4 748
Adjusted EBITDA	77	86	112	144	177
As a % of sales	2,9%	3,1%	3,2%	3,5%	3,7%
bps var.	82 bps	21 bps	12 bps	29 bps	21 bps

Total group	2013	2014	2015 e	2016 e	2017 e
Gross sales under banner	11 476	9 400	11 302	12 182	13 154
(1) LFL	0,5%	3,1%	1,9%	2,7%	2,9%
(2) Expansion & Acquisitions	6,8%	6,8%	16,5%	5,1%	5,1%
(1)+(2) = var at cc (%)	7,3%	9,9%	18,5%	7,8%	8,0%
(3) Currency	-4,9%	-8,8%	1,8%	0,0%	0,0%
(1)+(2)+(3) = var (%)	2,4%	1,1%	20,2%	7,8%	8,0%
Net sales	9 845	8 011	9 630	10 375	11 198
Adjusted EBITDA	642	585	623	691	783
As a % of sales	6,5%	7,3%	6,5%	6,7%	7,0%
bps var.	50 bps	79 bps	-84 bps	19 bps	33 bps

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

PAGE LAISSEE BLANCHE INTENTIONNELLEMENT

PAGE LAISSEE BLANCHE INTENTIONNELLEMENT

PAGE LAISSEE 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 55.4%

NEUTRAL ratings 39.1%

SELL ratings 5.4%

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).	Yes

Summary of Investment Research Conflict Management Policy is available www.bryangarnier.com



London	Paris	New York	Geneva	New Delhi
Heron Tower 110 Bishopsgate London EC2N 4AY Tel: +44 (0) 207 332 2500 Fax: +44 (0) 207 332 2559 Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA)	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 résolution (ACPR)	750 Lexington Avenue New York, NY 10022 Tel: +1 (0) 212 337 7000 Fax: +1 (0) 212 337 7002 FINRA and SIPC member	rue de Grenus 7 CP 2113 Genève 1, CH 1211 Tel +4122 731 3263 Fax+4122731 3243 Regulated by the FINMA	The Imperial Hotel Janpath New Delhi 110 001 Tel +91 11 4132 6062 +91 98 1111 5119 Fax +91 11 2621 9062

Important information

This report is prepared by Bryan Garnier & Co Limited, registered in England no 3034095 and is being distributed only to clients of Bryan Garnier & Co Limited (the "Firm"). Bryan Garnier & Co Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (the "FCA") and is a member of the London Stock Exchange. Registered address : 110 Bishopsgate, London EC2N 4AY.

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 Firms' 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. Ltd. 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. Ltd. 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. Ltd. 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. Ltd. 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. Ltd. 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.