

INDEPENDENT RESEARCH
UPDATE

3 octobre 2013

Luxe & Biens de conso

Bloomberg	MC FP
Reuters	LVMH.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	149,3 / 118,4
Capitalisation Boursière (MEUR)	73 512
Valeur d'Entreprise	79 309
Volume moyen 6 mois (000 actions)	758,1
Flottant	50,0%
TMVA BPA (3 ans)	10,0%
Gearing (12/12)	18%
Rendement (12/13e)	2,25%

Fin Décembre	12/12	12/13e	12/14e	12/15e
C. d'affaires (MEUR)	28 103	30 090	33 330	36 295
EBIT(MEUR)	5 921	6 225	7 000	7 785
BPA Publié (EUR)	6,82	6,97	7,92	9,08
BPA dilué (EUR)	6,82	6,97	7,92	9,08
EV/CA	2,8x	2,6x	2,3x	2,1x
EV/EBITDA	11,6x	11,3x	9,9x	8,8x
EV/EBIT	13,2x	12,7x	11,2x	9,9x
P/E	21,2x	20,8x	18,3x	15,9x
ROCE	11,5	11,5	12,4	12,9



LVMH

Le début de la *recovery* de Louis Vuitton !

Fair Value 165EUR vs. 160EUR (cours 144,75EUR)

ACHAT

Nous réitérons notre recommandation Achat sur LVMH qui devrait continuer de bénéficier 1/ de bases de comparaison plus favorables au T3 et T4, 2/ d'une dynamique qui semble s'améliorer chez Louis Vuitton (50% de l'EBIT du groupe) et 3/ de niveaux de valorisation toujours attractifs. FV : 165EUR.

■ Après avoir enregistré une performance décevante en 2012 et au T1 2013, le groupe de luxe a un peu rassuré les investisseurs sur le second trimestre avec un léger rebond de l'activité (+9% vs +7% au T1) et en particulier pour la division Mode & Maroquinerie (+6% vs +3% au T1). L'amélioration de ce *momentum* devrait se poursuivre au T3 et au T4 en partie grâce à des bases de comparaisons plus favorables.

■ La stratégie de Louis Vuitton de se positionner plus sur la maroquinerie en cuir, même si elle engendre des conséquences néfastes à CT (moindre croissance des ventes...), est selon nous la bonne stratégie, voire la seule viable afin d'éviter de trop banaliser la marque à moyen terme. Le succès rencontré par les derniers lancements (sacs *W* et *Capucines*) sont rassurants et démontre que la marque attire toujours les consommatrices. L'effet positif sur la croissance devrait se faire sentir à dès 2014 (+8% contre +6% attendu en 2013) et en 2015 (+10%).

■ Nous tablons pour 2013 sur une progression des ventes de 9% (à données comparables) dont 7+% pour la M&M et sur une érosion de la marge de 70pb à 20,7%. Pour 2014, nous sommes plus optimistes et tablons sur une appréciation de la MOP de 30pb à 21%.

■ Si le titre a bien rebondi récemment (+15% sur trois mois), sa performance reste modeste depuis le début de l'année (+6%) par rapport à ses pairs (+21% en moyenne). Le rattrapage n'est donc pas fini selon nous. De plus, la valorisation reste attractive (12% de décote versus l'EV/EBIT 14 moyen du secteur et 13% par rapport à la moyenne historique). Nous restons à l'Achat sur le titre avec une FV de 165EUR vs 160EUR (soit un potentiel d'appréciation de 14%) après intégration de Loro Piana et ajustements sur la participation dans Hermès.



Analyst:

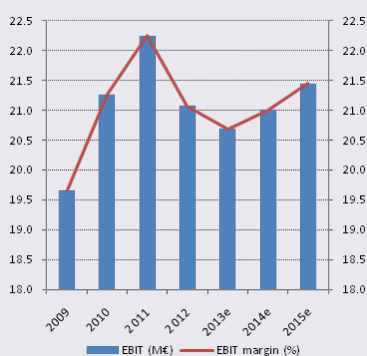
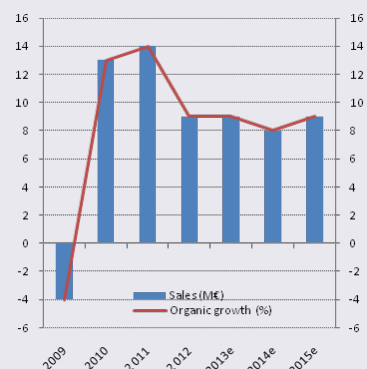
Loïc Morvan

33(0) 1 70 36 57 24

lmorvan@bryangarnier.com

Consumer Analyst Team:

Cédric Rossi



Activités

LVMH est le leader mondial des produits de luxe. Le groupe est présent dans des métiers complémentaires comme les Vins & Spiritueux, la Mode & Maroquinerie, les Parfums et Cosmétiques, les Montres et la Joaillerie et la Distribution Sélective. La marque Louis Vuitton représente près de 50% du résultat opérationnel de LVMH. Les autres marques principales du groupe sont Hennessy (cognac), Parfums Christian Dior, Bulgari, Tag Heuer... De plus, le groupe gère les enseignes DFS (vente hors taxes) et Sephora. Enfin, LVMH est dirigé par Bernard Arnault et contrôlé par le Groupe Arnault à 42%

Income Statement (EURm)	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Revenues	20 320	23 659	28 103	30 090	33 330	36 295
Change (%)	19,2%	16,4%	18,8%	7,1%	10,8%	8,9%
Gross margin	13 136	15 567	18 186	19 415	21 510	23 465
Change (%)	20,6%	18,5%	16,8%	6,8%	10,8%	9,1%
EBITDA	5 041	6 033	6 711	7 035	7 860	8 685
EBIT	4 321	5 263	5 921	6 225	7 000	7 785
Change (%)	28,9%	21,8%	12,5%	5,1%	12,4%	11,2%
Others income & expenses	-152	-109	-182	-100	-100	-100
Financial results	612	-242	-14,0	-150	-150	-140
Pre-Tax profits	4 781	4 912	5 725	5 975	6 750	7 545
Exceptionals	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Tax	-1 469	-1 420	-1 820	-1 940	-2 170	-2 310
Profits from associates	7,0	6,0	4,0	10,0	10,0	0,0
Minority interests	-287	-400	-485	-543	-614	-675
Net profit	3 032	3 098	3 424	3 502	3 976	4 560
Restated net profit	2 287	3 098	3 424	3 502	3 976	4 560
Change (%)	30,3%	35,5%	10,5%	2,3%	13,5%	14,7%

Cash Flow Statement (EURm)	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Operating cash flows	3 802	4 441	4 989	4 855	5 450	6 135
Change in working capital	-247	534	813	587	509	669
Capex, net	969	1 718	1 702	1 872	2 059	2 265
Financial investments, net	1 729	1 286	140	2 000	1,0	0,0
Dividends	953	1 069	1 447	1 577	1 719	1 874
Other	33,0	1 823	540	0,0	1,0	0,0
Net debt	2 974	4 963	4 616	5 797	4 637	3 311
Free Cash flow	3 080	2 189	2 474	2 396	2 881	3 200

Balance Sheet (EURm)	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Tangible fixed assets	7 720	9 211	10 174	11 236	12 436	13 801
Intangibles assets	14 131	18 439	19 316	19 316	19 316	19 316
Cash & equivalents	2 292	2 303	2 196	1 015	2 175	3 501
current assets	8 908	10 964	12 077	12 883	13 644	14 529
Other assets	4 114	6 152	6 167	6 167	6 167	6 167
Total assets	37 165	47 069	49 930	50 617	53 737	57 315
L & ST debt	5 266	7 266	6 812	6 812	6 812	6 812
Others liabilities	13 694	16 291	17 452	17 671	17 923	18 139
Shareholder's funds	18 205	23 512	25 666	26 134	29 003	32 364
Total Liabilities	37 165	47 069	49 930	50 617	53 737	57 315
Capital Employed	27 109	32 892	35 016	36 665	38 374	41 813

Financial Ratios	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Gross margin (% of sales)	64,65	65,80	64,71	64,52	64,54	64,65
Operating margin	21,26	22,25	21,07	20,69	21,00	21,45
Tax rate	30,73	28,91	31,79	32,47	32,15	30,62
Net margin	11,25	13,09	12,18	11,64	11,93	12,56
ROE (after tax)	12,56	13,18	13,34	13,40	13,71	14,09
ROCE (after tax)	11,04	11,38	11,53	11,47	12,38	12,92
Gearing	16,34	21,11	17,98	22,18	15,99	10,23
Pay out ratio	45,05	42,61	42,54	46,61	45,47	44,06
Number of shares, diluted	490 642	507 669	502 229	502 229	502 229	502 229

Data per Share (EUR)	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
EPS	6,18	6,10	6,82	6,97	7,92	9,08
Restated EPS	4,66	6,10	6,82	6,97	7,92	9,08
% change	30,3%	30,9%	11,7%	2,3%	13,5%	14,7%
BVPS	37,10	46,31	51,10	52,04	57,75	64,44
Operating cash flows	7,75	8,75	9,93	9,67	10,85	12,22
FCF	6,28	4,31	4,93	4,77	5,74	6,37
Net dividend	2,10	2,60	2,90	3,25	3,60	4,00

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

1. Un premier semestre rassurant

Le premier semestre 2013 peut être considéré comme rassurant. Il a en effet été marqué par une accélération de la croissance des ventes au second trimestre en particulier dans la division Mode et maroquinerie. Le recul de la rentabilité (-70pb à 19,8%) doit être relativisé même si il affecte la division la plus importante du groupe, la MOP de la division Mode & Maroquinerie ayant été amputé de 80pb.

1.1. Accélération de l'activité au T2

Le chiffre d'affaires a montré une accélération de la dynamique durant le second trimestre. Après une hausse des ventes de 7% à données comparables lors des trois premiers mois, le second trimestre a enregistré une progression du CA de 9% (soit la meilleure performance depuis le T2 2012), permettant au CA du premier semestre d'afficher une croissance de 8% dont un peu moins de deux points liés aux nouvelles concessions DFS à l'aéroport de HK. Il faut signaler toutefois, qu'une partie de cette dynamique a été amputée par un effet devises négatif de 2,4 points impliquant un chiffre d'affaires de 13,7MdsEUR (+5,6%).

Fig. 1: Croissance trimestrielle du CA par division

LFL chge (%)	Q1/12	Q2/12	Q3/12	Q4/12	Q1/13	Q2/13
Champagne	9	13	1	6	3	3
Cognac	21	15	12	11	10	4
Wine & Spirits	16	14	6	9	7	3
Fashion & Leather	12	8	5	5	3	6
dont Louis Vuitton	11	6	4	4	2	5
Perfumes & Cosmetics	9	9	6	9	5	8
Watches & Jewelry	17	9	2	4	2	1
Selective Retail	18	13	10	13	17	20
Total Group	14	10	7	8	7	9

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

1.1.1. Du mieux en provenance de la division Mode & Maroquinerie

Le principal enseignement de la publication du chiffre d'affaires du S1 a été le léger rebond de la croissance des ventes de la principale division de LVMH durant le second trimestre. En effet, après un T1 à +3%, la **Mode & Maroquinerie** (35% du CA mais 55% du ROP du groupe) a affiché une progression de 6% de ses ventes au T2 dont, selon nous, +5% contre +2% au T1 pour **Louis Vuitton** (le groupe ne communique pas de chiffres précis concernant les marques de la division). La meilleure dynamique est la conséquence de plusieurs facteurs : **i/** une base de comparaison plus facile (voir tableau ci-dessus) ; **ii/** une croissance soutenue de certaines autres marques de la division (probablement supérieure à 10% chez **Fendi** et chez **Céline**) ; **iii/** une forte dynamique des lignes en cuir chez Louis **Vuitton**.

Compte tenu du poids estimé de Louis Vuitton dans le CA de la division (près de 75% selon nous), on peut penser que la croissance de LV a été proche de 5% sur le second trimestre contre une croissance estimée de 2% sur le T1. De plus, compte tenu d'un nombre de magasins stable (en net), la croissance a donc été proche de 5% à magasins comparables. Nous sommes toutefois encore loin des croissances à deux chiffres auxquelles la marque nous avait habitués pendant de nombreuses années (le TCAM des ventes de la marque est de 11% sur les 10 dernières années).

1.1.2. Des situations contrastées dans les autres divisions

- Les **Vins & Spiritueux** ont connu un ralentissement de la dynamique de croissance au T2 (+3% à données comparables) contre +7% au T1, provenant surtout de l'activité Cognac (+4% vs +10% au T1), ce qui n'a pas été une surprise compte tenu du niveau élevé de stocks chez les distributeurs en Chine à la fin du premier trimestre, le T3 pourrait aussi être encore légèrement affecté par le déstockage en Chine, comme l'a laissé entendre Rémy Cointreau lors de sa dernière AG. En effet, **Hennessy**, malgré une orientation réussie vers le monde de la nuit (visant une clientèle plus jeune), est tout de même victime de la volonté des nouveaux pouvoirs public chinois de réduire le nombre de banquets et celle de leur donner un aspect un peu moins « luxueux », conséquence de la politique de lutte contre la corruption et de l'ostentation. En revanche, la forte présence d'Hennessy aux Etats-Unis (41% des 70 millions de bouteilles en 2012) permet de compenser cette faiblesse, momentanée selon nous.
- La division **Montres & Joaillerie** n'a pas montré d'amélioration de la tendance au second trimestre (+1% au T2 après +2% au T1), toujours affectée par : **i/** la tendance au déstockage en Chine (surtout sur le haut de gamme), bien que les marques du groupe y aient des positions encore très faibles ; **ii/** les difficultés de **Tag Heuer** aux Etats-Unis où la marque détient une position de numéro deux sur son segment (les montres haut de gamme à connotation sportive) derrière Rolex et **iii/** la rationalisation du nombre de points de vente nécessaire des activités Parfums et Accessoires chez **Bulgari**. Celle des montres étant plus compliquée à mettre en œuvre.
- La division **Distribution Sélective** a enregistré une hausse significative de ses ventes (+20% au T2 versus +17% au T1). Si une grande partie de la croissance provient de l'intégration des trois nouvelles concessions de **DFS** à l'aéroport de Hong Kong (près de 7 points soit un CA proche de 300 MEUR sur le semestre), **Sephora** et les magasins existants de DFS ont réalisé des belles performances. Ainsi, Sephora a enregistré (à magasins comparables) une hausse supérieure à 10% en Asie, une progression d'environ 5% en Europe et aux E-U, la dynamique qui y était de « *mid single digit* » au T1 a été de « *double digit* » au T2. De même, DFS (hors Hong Kong) a connu une légère accélération de sa dynamique au T2 vs le T1 qui était déjà supérieure à 10%.

1.1.3. Une activité pénalisée par les incertitudes en Chine

Le tableau ci-dessous met en lumière plusieurs éléments :

Fig. 2: Croissance trimestrielle par zone géographique

lfl growth (%)	Q1/12	Q2/12	Q3/12	Q4/12	Q1/13	Q2/13
US (hors Hawaii)	16	13	10	11	7	10
Japan	12	8	4	3	12	14
Asia Pacific	17	14	8	8	12	14
Europe	10	6	5	7	0	4
Group	14	10	7	8	7	9

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

- Une dynamique toujours soutenue aux **Etats-Unis**, avec même une légère accélération au T2 (+10% vs +7% au T1), provenant en partie de la division Distribution Sélective (DFS et Sephora).
- La confirmation au T2 de la très bonne tenue du **Japon**, grandement facilitée par le recul du Yen qui a amené les consommateurs japonais à acheter chez eux plutôt qu'à l'étranger. Ainsi, les ventes auprès des touristes japonais (qui représentent 25% de l'activité auprès de cette clientèle) ont reculé de près de 40%. Globalement, le CA réalisé avec la clientèle japonaise est resté toutefois stable sur le semestre selon la direction du groupe.

- L'**Europe** a montré des légers signes d'amélioration, principalement en raison de flux touristiques un peu meilleurs au T2 qu'au T1, qui ont particulièrement bénéficié à la division Mode & Maroquinerie.
- Enfin, l'**Asie-Pacifique** semble montrer depuis le début de l'année un net redressement par rapport au second semestre de 2012, mais il n'est que la conséquence de l'intégration des trois nouvelles concessions à l'aéroport de Hong Kong qui contribue pour près de 7 points de croissance. Plus spécifiquement, la situation en **Chine** Continentale ne s'est pas vraiment améliorée pour **Louis Vuitton** (les ventes de la marque y sont quasiment stables) qui a souffert d'un environnement économique peu porteur pour son offre d'entrée de gamme comme les *canvas* (qui cible surtout les classes moyennes) et des mesures anticorruption prises par le gouvernement qui affectent le segment du haut de gamme, ces dernières affectant aussi l'activité Cognac et les marques horlogères. En revanche, l'activité est bien orientée à Hong Kong (plus de 50% du marché du luxe à HK est réalisé avec des Chinois continentaux) et plus globalement avec la clientèle chinoise (croissance environ *mid single digit* pour LV).

1.2. Une rentabilité opérationnelle sous pression

Le résultat opérationnel du groupe a cru de 2% au S1 à 2,71 MdsEUR, impliquant un recul de la marge opérationnelle de 70 points de base à 19,8%. L'érosion de la rentabilité opérationnelle est la combinaison de plusieurs facteurs :

- L'appréciation de la profitabilité au premier semestre de la division **Vins & Spiritueux** (+180pb à 30%) a surtout été facilitée par des gains de change chez **Hennessy** permettant à la branche Cognac d'améliorer sa marge de quasiment 400 points de base à 34,7% (la hausse aurait été de 50pb hors change selon nous) alors que la rentabilité du champagne (-160pb à 23,1%) a été affectée par la mauvaise récolte de 2012 avec des rendements en recul de plus de 20%, à 8,500kg l'hectare, comme l'avait été d'ailleurs celle du second semestre 2012.
- Le recul de la marge de la **Mode & Maroquinerie** de 80pb à 31,8% est dû aux investissements sur certaines marques « secondaires » comme **Fendi, Céline et Berluti**. Alors que dans les deux premiers cas, il s'agit plus de réorienter ou de développer (rationalisation du réseau *wholesale* en particulier en Italie, ouvertures de *flagship* comme à Paris pour Fendi) la demande impliquant des investissements certes importants mais sur une base de chiffre d'affaires déjà existante (près de 500MEUR chacun pour **Fendi** et **Céline**), pour **Berluti**, il s'agit beaucoup plus de créer la demande. Enfin, et essentiel à nos yeux, selon la direction du groupe, **Louis Vuitton** a maintenu voire légèrement augmenté sa rentabilité à un niveau élevé (près de 41% selon nous) malgré une stratégie volontariste d'augmenter le poids des sacs en cuir au détriment des sacs *Monogram* en toile (plus rentable que les sacs en cuir). La stabilité de la marge a été obtenue grâce à des hausses de prix importantes fin 2012 et début 2013 ainsi qu'à des efforts de productivité en particulier au sein des autres métiers (prêt-à-porter, souliers, horlogerie...).
- La rentabilité de la **Distribution sélective** est la conséquence de l'intégration des concessions **DFS** à l'aéroport de Hong Kong. En effet, hors HK, les ventes de la division auraient cru de près de 10% et le résultat opérationnel d'environ 14% (soit une marge opérationnelle en progression de 30pb environ) compte tenu des pertes opérationnelles de près de 20MEUR sur ce semestre, en particulier en raison de travaux de rénovation des magasins repris. La situation devrait toutefois se normaliser sur le second semestre. L'équilibre est attendu sur le seul S2, voire même sur l'ensemble de l'année.

- Enfin, la rentabilité des divisions **Parfums et Cosmétiques** et **Montres et Joaillerie** est restée quasiment inchangée sur la période à respectivement 11,1% et 11,9%.

Fig. 3: Marge opérationnelle par division

in %	H1/12	H1/13	chge (bp)
Wines & Spirits	28.2	30.0	180
Champagne	24.7	23.1	-160
Cognac	30.8	34.7	390
Fashion & Leather Goods	32.6	31.8	-80
Perfumes & Cosmetics	11.4	11.1	-30
Watches & Jewelry	11.8	11.9	10
Selective Retailing	10.4	9.7	-70
Group sales	20.5	19.8	-70

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

2. Vers une amélioration dans la Mode et Maroquinerie ?

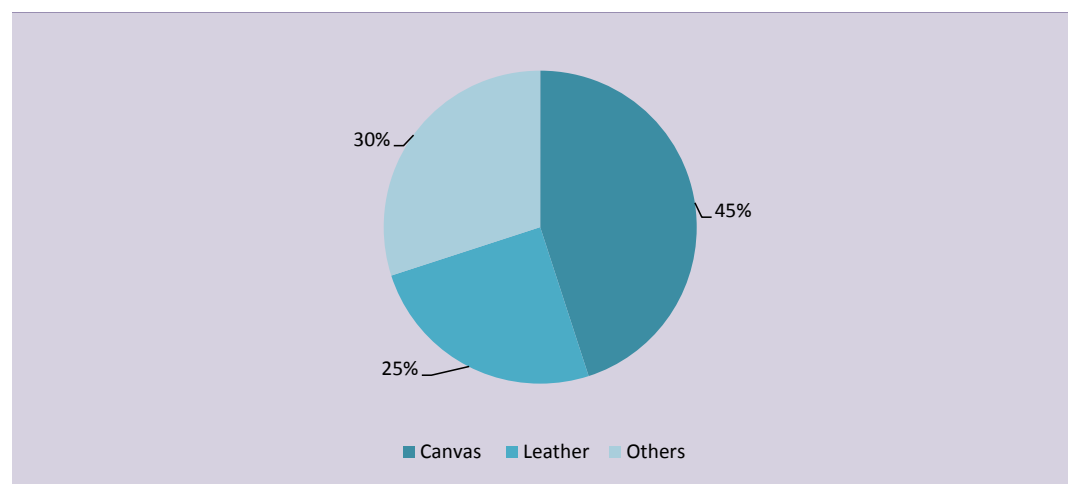
La principale incertitude pour LVMH et qui a notablement pesé sur la performance boursière du titre concerne la division **Mode & Maroquinerie** qui représente 35% des ventes du groupe et 55% de son ROP, et principalement **Louis Vuitton**. En effet, alors que cette division a enregistré une croissance organique moyenne de 11% sur les dix dernières années, en 2013, nous tablons sur une hausse de 7% du même ordre que celle de 2012. Si **Louis Vuitton** retient bien évidemment l'attention, les autres marques du groupe (Fendi, Céline, intégration de Loro Piana...) connaissent aussi des évolutions importantes.

2.1. Louis Vuitton sur la voie du redressement ?

Après une fin d'année 2012 et un début 2013 marqués par un net ralentissement de la croissance, l'horizon de **Louis Vuitton** semble toutefois s'éclaircir depuis quelques mois. Outre un léger rebond de la croissance du CA au T2 2013 (+5% vs +2% au T1), d'ailleurs plus dû selon nous à des bases de comparaison plus favorables qu'à un véritable retour à la croissance, la marque a tout récemment **i/** lancé des nouveaux modèles de sacs en cuir comme le *Capucines* et le *W*, **ii/** initié la relance de lignes déjà existantes comme le *Alma* et **iii/** même décliné en cuir des best-seller comme le *Neverfull*, auparavant uniquement vendu en toile plastifiée (*canvas*) (*Monogram* ou non).

Alors que la stratégie développée par la marque, dirigée par Michael Burke depuis la fin de 2012 et secondé depuis la fin de cet été par Delphine Arnault, est de développer les lignes de sacs en cuir haut de gamme, le graphe ci-dessous illustre le poids encore modeste de ce segment (25% du CA contre 45% pour la mythique toile plastifiée) alors que pour certains de ces concurrents comme **Bottega Veneta** (groupe **Kering**), les sacs en cuir représentent près de 80% de leurs ventes ou de près de 50% chez **Gucci** (**Kering**).

Fig. 4: Répartition du CA de Louis Vuitton par grandes lignes de produits



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

Parmi les derniers lancements chez **Louis Vuitton**, le sac *Capucines*, commercialisé depuis le début du mois de juillet à près de 3,500 EUR, soit un positionnement proche de celui de **Bottega Veneta**, mais encore un peu en retrait par rapport à celui d'**Hermès**, semble rencontrer un véritable succès au point d'être en rupture de stocks dans certains des *flagships* européens de la marque (Paris, Milan...). Le sac

W, vendu lui près de 3,000 EUR, qui est à vocation saisonnière pour certaines couleurs contrairement au *Capucines*, semble aussi attirer les consommatrices depuis son lancement au début de l'été, il est en effet en liste d'attente.

De plus, la marque a encore pris des décisions importantes tout récemment. Elle a recruté un nouveau *designer* pour son activité Maroquinerie en cuir (haut de gamme) en la personne de Darren Spaziani qui a déjà travaillé chez **Louis Vuitton** de 2004 à 2006. Récemment, il a œuvré chez la marque américaine **Tory Burch**. Par ailleurs, le non renouvellement du contrat de Marc Jacobs (Directeur Artistique de Vuitton depuis 1997) à la fin de l'année (tout récemment confirmé par M. Bernard Arnault, et son éventuel remplacement par Nicolas Ghesquière (ex Balenciaga) confirmeraient, que Louis Vuitton est sur le chemin de nombreux changements importants.

Fig. 5: Principaux nouveaux sacs Louis Vuitton



Source: Louis Vuitton website

Fig. 6: Exemple de repositionnement de ligne de sacs : le Neverfull



Source: Louis Vuitton website

2.2. Les autres marques en restructuration

Parmi les autres marques de la division Mode & Maroquinerie, **Berluti**, **Fendi** et **Céline** ont fait en 2012 et font toujours en 2013 l'objet d'investissements importants, en particulier en ouvertures de boutiques et dépenses de communication. On peut citer par exemple les nouveaux *flagships* de **Fendi** (200 magasins dans 55 pays) à Paris (Avenue Montaigne) et celui tout inauguré tout récemment de Milan (540m² Via Montenapoleone). Un nouveau magasin **Fendi** devrait être inauguré prochainement à Londres et des relocalisations importantes des *flagships* de Tokyo et de Hong Kong sont à l'étude.

Nous pensons toutefois que ces investissements, débutés en 2012, pourraient porter leurs fruits dès 2014 et participeront ainsi à l'amélioration de la rentabilité de la division en 2014 et 2015. De plus, la rentabilité de **Fendi** a été affectée en 2012 et le sera encore cette année par la rationalisation de son réseau *Wholesale* qui va vers une plus grande sélectivité des points de vente en particulier en Italie. Ce travail de rationalisation nécessaire sera très majoritairement achevé à la fin de cette année.

Si le même raisonnement peut être fait pour **Céline** (bien que probablement avec un léger retard par rapport à **Fendi** selon la direction du groupe) qui bénéficie d'un *momentum* très favorable grâce au succès des collections de prêt-à-porter de Phoebe Philo (Directrice Artistique de la marque depuis 2008) et qui va ouvrir prochainement un nouveau *flagship* avenue Montaigne à Paris. En revanche, il n'en est pas de même pour **Berluti**. Nous estimons les ventes de **Fendi** et de **Céline** à près de 500 MEUR pour chacune des marques. Ce sont les principaux contributeurs, avec la marque **Marc Jacobs**, aux ventes de la division, après Louis Vuitton bien entendu.

En effet, cette marque, dans le groupe LVMH depuis 1993, positionnée sur les marchés masculins des souliers, de la maroquinerie et du prêt-à-porter et dirigée par Antoine Arnault. Le défi de cette marque est de créer une véritable demande (et non pas seulement la faire évoluer comme c'est le cas pour Fendi et Céline par exemple) et en particulier dans le domaine du prêt-à-porter, développé par Alessandro Sartori (ex DA chez Ermenegildo Zegna) depuis son arrivée en 2011 comme Directeur Artistique de la marque. Les investissements de Berluti, qui dégagera sans doute des pertes en 2013 et en 2014, devraient s'étaler sur plusieurs années.

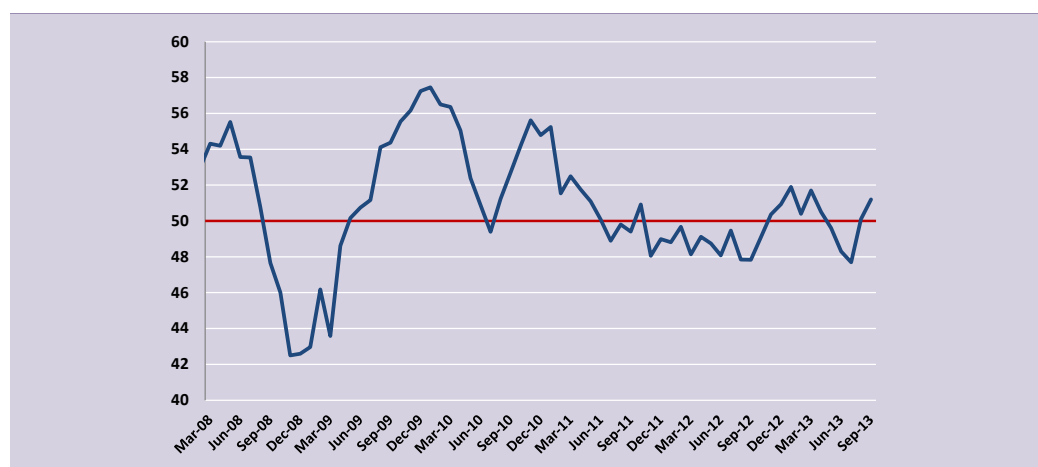
2.3. Une croissance organique de 7% pour 2013 et de 9% pour 2014

Pour 2013, nous tablons sur une croissance organique de 7% pour cette division dont +6% pour **Louis Vuitton**. Nous sommes un peu plus optimistes pour 2014 avec une progression de 9% des ventes dont une hausse de 8% pour **Louis Vuitton**. La progression des ventes devrait atteindre 10% y compris pour **Louis Vuitton** en 2015, grâce en particulier à la montée en puissance des lignes des sacs en cuir.

D'autre part, l'amélioration de l'environnement économique en Chine continentale depuis quelques mois avec un PMI chinois supérieur à 50 après un passage à vide durant le printemps et le début de l'été (voir graphe ci-dessous) devrait à terme favoriser la performance de **Louis Vuitton** auprès des clientèles des classes moyennes (celles qui, le plus souvent, achètent les lignes *Monogram* en toile plastifiée qui représentent l'entrée de gamme de l'offre de sacs de LV ou les lignes de petite maroquinerie).

Selon le BCG, les classes moyennes chinoises devraient doubler d'ici 2020 pour atteindre 69 millions de foyers vs 35 millions en 2010. Les « affluent consumers », classes moyennes supérieures, pourraient atteindre 60 millions de foyers contre 15 millions en 2010.

Fig. 7: PMI chinois (HSBC)



Source: Thomson Reuters.

En outre, il faut rappeler que l'exercice 2014 devrait voir la consolidation pour la première fois de la marque italienne Loro Piana, dont le groupe a acquis 80% du capital pour 2MdsEUR en juillet dernier. Nous estimons que les ventes de Loro Piana pourraient atteindre 750MEUR en 2014 versus 630MEUR en 2012, les ventes de la marque italienne ayant enregistré un TCAM de 17% depuis 2009.

Fig. 8: Evolution du chiffre d'affaires de la division M&M

MEUR	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Fashion & LG division	7,581	8,712	9,926	10,320	11,900	13,150
Organic growth(%)	13	16	7	7	9	10
Louis Vuitton (est)	5,600	6,370	7,250	7,460	8,060	8,870
Organic growth (%)	12	14	7	6	8	10
Others brands (est)	1,981	2,342	2,676	2,860	3,840	4,250

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

2.4. Une amélioration de la marge d'ici 2015

Si nous tablons, pour la division, sur une érosion de la marge opérationnelle de 80pb à 32,2% en 2013, celle de Louis Vuitton devrait en revanche rester quasiment stable ou même légèrement progresser après, il est vrai, un recul de près de 200pb en 2012, conséquence d'investissements marketing importants. En revanche, la MOP des autres marques de la division devrait encore reculer (-200pb selon nous) après celui de 2012 (-400pb selon nos estimations).

2014 sera marquée par l'intégration de Loro Piana dont nous attendons une marge opérationnelle de près de 16% (en ligne avec la performance attendue pour 2013), soit un EBIT additionnel d'environ 130MEUR, d'où une érosion de la MOP de la division à 31,4%. La marge opérationnelle du pôle « autres marques » de la division pourrait donc dépasser, selon nous, 8% en 2015 contre près de 5% en 2013.

Fig. 9: Evolution de la marge opérationnelle de la division M&M

MEUR	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Fashion & LG division	2,555	3,075	3,264	3,320	3,740	4,190
EBIT margin (%)	33.7	35.3	32.9	32.2	31.4	31.9
Louis Vuitton (est)	2,420	2,820	3,100	3,200	3,480	3,840
EBIT margin (%)	43.2	44.3	42.6	42.8	43.2	43.3
Others brands (est)	135	255	184	140	260	350
EBIT margin (%)	b	10.9	6.9	4.9	6.8	8.3

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

3. Perspectives (2013-2015e)

Après un premier semestre globalement rassurant (+8%), caractérisé par une légère accélération au T2 (+9%), le T3 et le T4 devraient bénéficier de bases de comparaison plus faciles. **Nous tablons donc sur une croissance organique de 9% pour l'ensemble de l'année 2013**, impliquant une hausse de 10% au T3 et au T4.

3.1. Des bases de comparaison plus faciles dès le T3

Les troisième et quatrième trimestres devraient profiter de bases de comparaison beaucoup plus favorables, c'est pourquoi, nous anticipons une croissance organique des ventes de 10% au T3 et du même niveau sur le T4. L'amélioration de la dynamique proviendra essentiellement de la division **Mode & Maroquinerie** dont la croissance était passée de 10% au S1 2012 à 5% au deuxième semestre (voir plus haut). La progression attendue de 9% sur l'ensemble de l'année est facilitée par l'intégration des nouvelles concessions DFS à l'aéroport de HK (impact positif d'un à deux points).

Nous sommes plus prudents pour la division **Vins & Spiritueux** au troisième trimestre qui devrait encore souffrir d'un certain déstockage d'Hennessy en Chine, confirmé par d'autres marques de cognac comme Rémy Martin, qui en revanche devrait avoir disparu sur le quatrième trimestre, d'où une croissance attendue de 5% sur le T3 (après +4% au T2) mais de 7% pour le T4. L'avantage d'Hennessy est une bonne répartition géographique de ses ventes, les Etats-Unis représentant 41% des volumes (moins en valeur compte tenu d'un mix moins favorable). La branche champagne devrait en revanche profiter de base plus facile dès le T3 (voir tableau). Nous restons très optimistes pour la **Distribution Sélective** (+19% et 16% respectivement au T3 et au T4) qui bénéficiera toujours de l'intégration des trois concessions DFS à l'aéroport de Hong Kong et pour les **Parfums & Cosmétiques** (+6% au S2), en ligne avec la croissance du S1, Guerlain pouvant profiter de la relance de *Shalimar* de Guerlain et des bonnes performances de Christian Dior Parfums. De même Sephora continuera à gagner des parts de marché en Europe de l'Ouest (elle est de 30% sur le marché français) et aux Etats-Unis. En revanche, nous restons très prudents pour la division **Montres & Joaillerie**, en l'absence de véritable rebond de l'activité en Chine Continentale, même si la situation est mieux orientée à Hong Kong et à Macao. Cette activité pourrait toutefois enregistrer un léger rebond de la croissance grâce à des bases de comparaison plus faciles (+3% seulement au S2 2012 après +13% au S1). Ainsi, nous tablons sur une progression des ventes de 5% au S2 permettant à la division d'afficher une activité en hausse modeste de 3% sur la totalité de l'année.

Fig. 10: Croissance organique trimestrielle par division

LFL chge (%)	Q1/12	Q2/12	Q3/12	Q4/12	Q1/13	Q2/13	Q3/13e	Q4/13e
Champagne	9	13	1	6	3	3	5	5
Cognac	21	15	12	11	10	4	5	8
Wine & Spirits	16	14	6	9	7	3	5	7
Fashion & Leather	12	8	5	5	3	6	8	9
Perfumes & Cosmetics	9	9	6	9	5	8	6	6
Watches & Jewelry	17	9	2	4	2	1	4	6
Selective Retail	18	13	10	13	17	20	19	16
Total Group	14	10	7	8	7	9	10	10

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

Pour 2014 et 2015, nous tablons sur une croissance organique des ventes respective de 8% et 9%. La dynamique de l'activité devrait être tirée par la division **Mode & Maroquinerie** grâce à un retour

progressif à une croissance proche des deux chiffres chez Louis Vuitton après le creux de 2012 et de 2013. La croissance annuelle moyenne de Louis Vuitton a été de 11% entre 2005 et 2011). Nous tablons sur une progression des ventes de 9% et de 10% en 2014 et 2015 dans la division Mode & Maroquinerie. En revanche, la division **Distribution Sélective** (+10% en 2014 et +9% 2015) devrait renouer avec une dynamique plus normale, l'effet de l'intégration des concessions de l'aéroport de HK ne se faisant plus sentir.

Au sein des autres divisions du groupe, celle des **Vins & Spiritueux** devrait afficher une croissance de 6 à 7%. On peut attendre un léger rebond au sein de la division **Montres & Joaillerie** en raison de la fin du « nettoyage » de la distribution chez **Bulgari** (surtout pour les Parfums & Accessoires) et du bénéfice de bases de comparaison faciles après un exercice modeste en 2013 (+3% en 2013 après +6% en 2012).

Fig. 11: Croissance organique annuelle par division

lfl growth (%)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Wines & Spirits	13	1	-14	13	10	11	5	6	7
Fashion & Leather	14	10	2	13	16	7	7	9	10
Perfumes & cosmetics	12	8	-5	9	9	8	6	7	6
Watches & Jewellery	19	-2	-19	21	23	6	3	8	6
Selective Retailing	12	9	1	14	19	14	19	10	9
Group	13	7	-4	13	14	9	9	8	9

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

3.2. Une rentabilité en recul 2013 en attendant un rebond en 2014...

Après une rentabilité opérationnelle en recul de 70 points de base à 19,8% au premier semestre de cette année, nous anticipons pour la totalité de l'année sur un ROP courant en hausse de 6% à 6,24 MdsEUR (consensus : 6,25 MdsEUR), soit une MOP de 20,7% (-40pb). La marge du second semestre ressortirait ainsi stable à 21,5% après une érosion de 70pb au S1.

Le recul de la rentabilité cette année proviendra essentiellement de deux divisions : la **Mode & Maroquinerie** (voir plus haut) et la **Distribution Sélective** (-50pb à 10,3%), conséquence de l'intégration des concessions de l'aéroport de HK surtout au S1 (20 MEUR de pertes), alors qu'une amélioration est attendue au S2, (la marge devant reculer que de 30pb au S2). L'amélioration sera encore plus sensible en 2014 grâce à la montée en puissance de la rentabilité dégagée par ces nouvelles concessions qui pourraient générer à terme une rentabilité de 7% environ sur un CA additionnel estimé à 600MEUR cette année mais qui lui aussi recèle un potentiel d'amélioration (meilleur agencement des emplacements, refonte du merchandising...).

En revanche, la rentabilité du pôle **Vins & Spiritueux** devrait s'apprécier de 150pb à 32%, soit une hausse de 140pb au S2 après +180pb au S1, le second semestre devant moins bénéficier de gains de change qu'au S1, surtout dans sa composante Cognac. En revanche, au S2, la branche Champagne devrait bénéficier de conditions de récolte plus favorables que l'année dernière. En effet, le rendement à l'hectare qui était tombé en 2012 à 8,500 kg entraînant un impact négatif de près de 35 MEUR au S2 2012, devrait dépasser les 10,000 kg cette année. Pour 2014, nous tablons prudemment sur une marge stable compte tenu de probables effets de change moins positifs (niveaux de couvertures moins favorables surtout sur le yen à 131, à hauteur de 50% pour le moment, vs 119 en 2013).

Enfin, la rentabilité du pôle **Parfums et Cosmétiques** ne devrait guère évoluer et rester encore très en deçà du niveau de rentabilité dégagée par certains de ses concurrents comme la division Produits de Luxe de chez L'Oréal (16,7%). Toutefois, nous sommes un peu plus agressifs pour la division **Montres & Joaillerie** (+110 pb en 2014 à 13,1%) qui devrait bénéficier de la fin de la rationalisation de la distribution de Bulgari et un environnement qui devrait légèrement s'améliorer dans l'industrie horlogère en particulier en Chine après deux ans de difficultés.

Pour 2014, nous tablons donc pour le groupe sur une légère amélioration de la rentabilité opérationnelle (+30pb à 201%) puis de 50pb en 2014 à 21,5% en 2015.

Fig. 12: MOP par division (2012-2015e)

(%)	2012	2013	chge (bp)	2014e	chge (bp)	2015e	chge (bp)
Wines & Spirits	30.5	32.0	150	31.9	-10	32.6	70
Fashion & Leather Goods	32.9	32.2	-60	31.4	-80	31.9	50
Perfumes & Cosmetics	11.3	11.3	0	11.4	10	11.9	40
Watches & Jewelry	11.8	12.0	20	13.1	110	13.7	60
Selective Retail	10.8	10.3	-50	11.3	100	11.9	60
Group	21.1	20.7	-40	21.0	20	21.5	50

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

4. Valorisation

La valeur a connu un parcours contrasté cette année avec une sous-performance sur les six premiers mois (-10% au premier semestre versus +7% en moyenne pour le secteur et +3% pour le CAC), conséquence en partie du ralentissement de la croissance de Louis Vuitton au T4 2012 et au T1 2013. En revanche, le titre a bénéficié d'un léger rebond depuis début juillet (+15% vs +11% pour notre échantillon et +10% pour le CAC). Toutefois, depuis le début de l'année, la valeur est toujours très en retard par rapport à ses pairs ainsi que par rapport au marché parisien (+6% vs respectivement +21% et +15%).

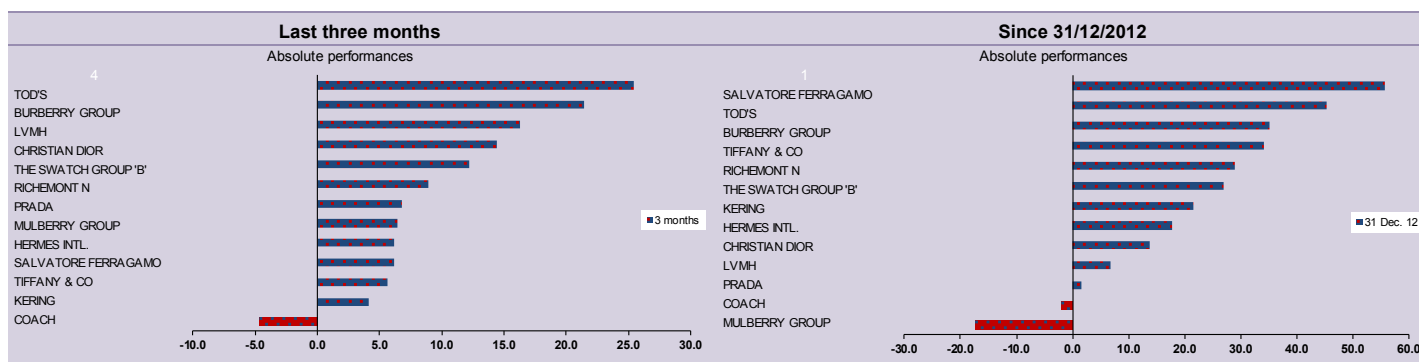
Après intégration de Loro Piana et ajustements de la participation dans Hermès (23,1%) dans notre modèle de DCF, notre Fair Value ressort à 165EUR (vs 160EUR auparavant), soit un potentiel de hausse de 14% sur le derniers cours coté. De plus, la valorisation par la somme des parties ressort à 168EUR. Dans ces conditions, nous réitérons notre recommandation **Achat** sur la valeur.

4.1. Une très belle performance boursière récemment

Si, comme l'indique le graphe ci-dessous, le titre LVMH a été, avec une progression de près de 15% une des meilleures performances du secteur du luxe sur les trois derniers mois, le retard par rapport à la plupart de ses pairs sur la performance depuis le début de l'année, est encore significatif (+6% vs +21%). Nous estimons donc que le potentiel d'appréciation de la valeur reste important.

Le rebond du titre LVMH doit beaucoup à la performance rassurante de l'activité de Louis Vuitton sur le deuxième trimestre et à la bonne tenue (stabilité) de la rentabilité de la marque phare du groupe. De même, le bon début des nouvelles lignes de sacs en cuir (voir plus haut) a aussi contribué à la récente performance. Sur le dernier mois, le titre a gagné 11% !

Fig. 13: Performances absolues 3 mois et depuis le début de l'année



Source: Datastream

4.2. Une valorisation encore attractive

Malgré le rebond récent du titre (voir plus haut), à 11,4x l'EV/EBIT 2014, la valeur se traite encore avec une décote importante par rapport à ses pairs (11% sur l'EV/EBIT 2014), mais aussi par rapport à sa moyenne historique sur la période 2003-2013 (12%) de 12,8x.

Fig. 14: Valorisations comparées

x	2013e EV/EBIT	2014e EV/EBIT	2013 premium on average (ii)	2014 premium on average (ii)
Burberry	14,9	12,7	2%	0%
Hermès	21,9	19,9	-	-
Kering	12,3	10,4	-15%	-15%
LVMH	12,8	11,4	-13%	-11%
Prada	16,8	13,7	-	-
Richemont	13,1	11,5	-9%	-10%
Salvatore Ferragamo	18,2	15,6	25%	22%
Swatch Group	13,2	11,4	-8%	-10%
Tod's Group	18,2	15,4	25%	21%
(ii) Luxury average (excl. Hermès & Prada)	14,6	12,8	-	-

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests. (share price on October 1st)

4.3. Une FV à 165EUR

Notre Fair Value ressort à FV165EUR, basée sur notre modèle de DCF et globalement confirmée par notre modèle de somme des parties (168EUR). Nous avons intégré Loro Piana dans nos modèles et avons ajusté notre participation dans Hermès à 23,1% vs 22,3% avant l'été.

4.3.1. Une valorisation par le DFC à 165EUR

Nous avons intégré dans notre modèle DCF les hypothèses suivantes : un taux de croissance à l'infini de 2,5%, et un WACC de 8,1% (taux sans risque de 3%, prime de risque de 6,1% et beta de 0,9).

Fig. 15: Modèle de DCF

EURm	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Sales	30,090	33,330	36,295	38,110	39,883	41,877	43,552	45,294	46,653	48,053
chge (%)	7%	11%	8%	5%	5%	5%	4%	4%	3%	3%
EBIT	6,225	7,000	7,785	8,151	8,558	8,957	9,315	9,688	9,978	10,277
as of sales (%)	20.7%	21.1%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%
tax	(1,940)	(2,100)	(2,336)	(2,437)	(2,559)	(2,687)	(2,794)	(2,906)	(2,993)	(3,083)
PBT	4,285	4,900	5,450	5,687	5,971	6,270	6,520	6,781	6,985	7,194
Depreciations & provisions	810	860	900	1,519	1,595	1,675	1,742	1,812	1,866	1,922
as of sales (%)	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
working capital	(587)	(509)	(669)	(684)	(718)	(754)	(784)	(815)	(840)	(865)
as of sales (%)	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
cap ex	(1,872)	(2,059)	(2,265)	(1,519)	(1,595)	(1,675)	(1,742)	(1,812)	(1,866)	(1,922)
as of sales (%)	6.2%	6.2%	6.3%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Free Cash Flow	2,636	3,191	3,415	5,003	5,253	5,516	5,736	5,966	6,145	6,329
NPV of FCF	2,436	2,726	2,696	3,650	3,542	3,438	3,304	3,176	3,023	2,878
PV of Future (EURm)										30 979
Terminal value										52,708
Enterprise value										83,687
Financial assets										6,004
Minorities										(1,061)
Net debt (2013e)										(5,797)
Market value										82,833
Number of shares (m)										502.0
Share price (EUR)										165

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

4.3.2. Somme des parties à 168EUR

Afin de corroborer notre modèle de DCF, nous avons calculé la somme des parties de LVMH et nous arrivons à une valorisation de 168EUR par titre en intégrant la participation de 23,1% dans Hermès à la valeur de marché.

Fig. 16: Somme des parties

Activities	Valuation (EURm)	Comments
Wines & Spirits	13,563	Av Diageo, Pernod Ricard & remy Cointreau 2013e EV/EBIT (66%)
Louis Vuitton	46,110	14.5x 2013 EBIT est
Others F&L brands	7,720	2x 2013 sales est
Perfumes & Cosmetics	5,630	L'Oréal 2013 EV/EBIT with a 30% discount
Watches & Jewelry	4,140	Av Richemont & Swatch EV/EBIT 2013
Selective Retailing	5,765	1x 2013e sales (at 61.2% for DFS)
Others	1,376	Others financial assets & treasury stocks
Holding costs	(2,420)	11x holding costs
Hermes' stake (23.1%)	6,489	current share price
Equity	87,238	
Net debt (2013e)	(5,797)	
NAV	84,997	
Numbers of shares (m)	502	
NAV per share (EUR)	168	

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

Price Chart and Rating History

LVMH



Ratings

Date	Ratings	Price
12/12/12	BUY	EUR140
10/10/12	NEUTRAL	EUR122.1
10/10/11	BUY	EUR107.3

Target Price

Date	Target price
16/01/13	EUR160
12/12/12	EUR155
10/10/12	EUR140
27/07/12	EUR144
15/03/12	EUR149
03/02/12	EUR140
18/10/11	EUR130
10/10/11	EUR128

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 56.5%

NEUTRAL ratings 29.6%

SELL ratings 13.9%

Research Disclosure Legend

1	Bryan Garnier shareholding in Issuer	Bryan Garnier & Co Limited or another company in its group (together, the "Bryan Garnier Group") has a shareholding that, individually or combined, exceeds 5% of the paid up and issued share capital of a company that is the subject of this Report (the "Issuer").	No
2	Issuer shareholding in Bryan Garnier	The Issuer has a shareholding that exceeds 5% of the paid up and issued share capital of one or more members of the Bryan Garnier Group.	No
3	Financial interest	A member of the Bryan Garnier Group holds one or more financial interests in relation to the Issuer which are significant in relation to this report	No
4	Market maker or liquidity provider	A member of the Bryan Garnier Group is a market maker or liquidity provider in the securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
5	Lead/co-lead manager	In the past twelve months, a member of the Bryan Garnier Group has been lead manager or co-lead manager of one or more publicly disclosed offers of securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
6	Investment banking agreement	A member of the Bryan Garnier Group is or has in the past twelve months been party to an agreement with the Issuer relating to the provision of investment banking services, or has in that period received payment or been promised payment in respect of such services.	No
7	Research agreement	A member of the Bryan Garnier Group is party to an agreement with the Issuer relating to the production of this Report.	No
8	Analyst receipt or purchase of shares in Issuer	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has received or purchased shares of the Issuer prior to a public offering of those shares.	No
9	Remuneration of analyst	The remuneration of the investment analyst or other persons involved in the preparation of this Report is tied to investment banking transactions performed by the Bryan Garnier Group.	No
10	Corporate finance client	In the past twelve months a member of the Bryan Garnier Group has been remunerated for providing corporate finance services to the issuer or may expect to receive or intend to seek remuneration for corporate finance services from the Issuer in the next six months.	No
11	Analyst has short position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a short position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
12	Analyst has long position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a long position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
13	Bryan Garnier executive is an officer	A partner, director, officer, employee or agent of the Bryan Garnier Group, or a member of such person's household, is a partner, director, officer or an employee of, or adviser to, the Issuer or one of its parents or subsidiaries. The name of such person or persons is disclosed above.	No
14	Analyst disclosure	The analyst hereby certifies that neither the views expressed in the research, nor the timing of the publication of the research has been influenced by any knowledge of clients positions and that the views expressed in the report accurately reflect his/her personal views about the investment and issuer to which the report relates and that no part of his/her remuneration was, is or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.	Yes
15	Other disclosures	Other specific disclosures: Report sent to Issuer to verify factual accuracy (with the recommendation/rating, price target/spread and summary of conclusions removed).	No

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



BRYAN, GARNIER & CO

London	Paris	New York	Geneva	New Delhi
53 Chandos Place	26 Avenue des Champs Elysées	750 Lexington Avenue	rue de Grenus 7	The Imperial Hotel
London WC2N 4HS	75008 Paris	New York, NY 10022	CP 2113	Janpath
Tel: +44 (0) 207 332 2500	Tel: +33 (0) 1 56 68 75 00	Tel: +1 (0) 212 337 7000	Genève 1, CH 1211	New Delhi 110 001
Fax: +44 (0) 207 332 2559	Fax: +33 (0) 1 56 68 75 01	Fax: +1 (0) 212 337 7002	Tel +4122 731 3263	Tel +91 11 4132 6062
Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA)	Regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) and l'Autorité des Marchés Financiers (AMF)	FINRA and SIPC member	Fax+4122731 3243 Regulated by the Swiss Federal Banking Commission	+91 98 1111 5119 Fax +91 11 2621 9062

Important information

This independent investment research report (the "Report") was prepared by Bryan Garnier & Co Limited 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.

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.