

## MORNING NEWS MIDCAPS

lundi 11 septembre 2017

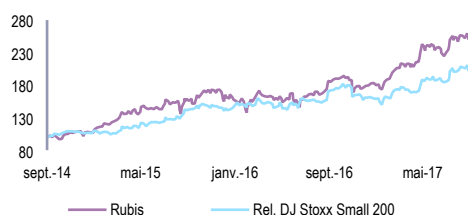
Réunion d'analystes

### Acheter

Objectif 64,00 €

Cours (08/09/2017) 53,93 €

Potentiel 18,7%



Source : Natixis

Capitalisation boursière	5,1 Md€
Flottant	86,4%
Volume jour	8 M€

#### Clôture 31/12

En €	2017e	2018e	2019e
BPA	2,67	2,96	3,01
Révision	1,5%	2,4%	4,4%
Variation	15,3%	10,9%	1,6%
BPA FactSet	2,71	3,05	3,27

En M€	2017e	2018e	2019e
CA	3 705	4 156	5 081
Variation	23,3%	12,2%	22,3%
EBE	482	553	591
REX Corrigé	382	411	441
MOP	10,3%	9,9%	8,7%
RNpg	261	277	288
Dette nette	513	450	387
DN/EBE (x)	1,1	0,8	0,7
ROCE	10,4%	9,6%	8,7%

En x	2017e	2018e	2019e
PE	20,2	18,2	17,9
VE/CA	2,3	2,0	1,7
VE/EBE	17,6	15,3	14,4
VE/REX	22,2	20,6	19,3
P/FP	2,2	1,8	1,6
Rdt net	3,0%	3,3%	3,3%
FCF yield	4,4%	4,3%	4,6%

#### Lien vers la page société



**Baptiste Lebacqz**

Tel. +33 1 58 55 29 28

baptiste.lebacqz@natixis.com

www.research.natixis.com

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE  
EPARGNE ET ASSURANCE  
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

## Rubis

RUI@FP / RUBF.PA

Aval pétrolier

France

### Résultats S1 17 soutenus

- Résultats S1 17 solides qui bénéficient du rebond de l'activité bitume ainsi que de la consolidation désormais à 100 % de la Turquie.
- Une situation financière qui reste solide afin de financer des potentielles opérations de croissance externe.
- Opinion Acheter maintenue.

Malgré une performance depuis le début de l'année qui reste très bonne (+38%), nous estimons que le titre offre **encore un potentiel d'appréciation** significatif justifiant notre recommandation Acheter. Nous avons légèrement ajusté à la hausse nos estimations après cette publication. Notre objectif de cours est basé sur un DCF et n'est pas impacté par ces ajustements.

**Résultats S1 au-dessus des attentes** : Sur le S1, le groupe affiche un CA de 1,815 Md€ (+25%). Le ROC est en hausse de 10 % à 177 M€ (au-dessus de nos attentes 173 M€). Par branche, Rubis Energie affiche un ROC de 126 M€ (+13% et +6% à périmètre constant) bénéficiant du rebond de l'activité bitume en Afrique notamment. La Branche Terminal (ROC 31 M€ ; + 31% et + 7% à périmètre constant) a bénéficié de la consolidation en intégration globale du terminal de Ceyhan (Turquie). Enfin, la branche Supports et Services affiche un ROC en recul de 7% impacté par des charges non récurrentes (litige 1,8 M€ et incident sur un navire 0,7 M€). Retraité de ces éléments, le ROC de la branche Supports et Services est stable. Le RN ressort à 139 M€ (+34% YoY) et intègre un badwill de 14 M€ (suite à la finalisation de l'acquisition des parts d'associés en Turquie). Retraité de cet élément, le RNPG retraité est de 125 M€ (au-dessus de nos attentes 118 M€).

**Situation financière qui reste solide** : Sur le S1, Rubis a généré un CFFO de 118 M€ pour des CAPEX de 80,3 M€. A fin juin, la dette financière nette est de 489,4 M€ (vs 227,8 M€ au 31/12/16). La situation financière reste très solide malgré les 280 M€ de croissance externe du semestre avec un ratio dette nette/ EBITDA de 1,4% et un gearing de 24%. Depuis, le groupe a procédé au rachat de Galana (distribution) à Madagascar (montant déboursé < 200 M€ selon nous) et de l'activité de GPL de Repsol au Portugal. La situation financière du groupe devrait lui permettre de continuer sa stratégie d'acquisition d'actifs.

**IRMA** : Le groupe n'a pas encore de retours précis sur l'impact du passage de l'ouragan. A ce stade, 2 stations-services ont été détruites dans la zone. Au-delà des simples dégâts matériels sur lesquels le groupe est assuré, l'impact de cet ouragan sur les infrastructures de la zone en général pourrait peser à court terme sur la dynamique dans cette partie du monde. 40 % du ROP 2016 (après coentreprises) est réalisé dans les Caraïbes, part qui est depuis diluée avec les différentes opérations de croissance externe réalisées depuis le 1<sup>er</sup> janvier.

## Eléments financiers

au 31/12

Rubis

Décomposition par activité (M€)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	TMVA16/19
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>1 450</b>	<b>2 123</b>	<b>2 792</b>	<b>2 756</b>	<b>2 790</b>	<b>2 913</b>	<b>3 004</b>	<b>3 705</b>	<b>4 156</b>	<b>5 081</b>	<b>19,2%</b>
Rubis Energie	1 163	1 837	2 408	2 416	2 475	2 065	2 153	2 768	3 178	4 061	23,6%
Rubis Terminal	287	286	384	341	315	293	288	347	358	370	8,6%
Rubis Support et services						555	563	591	620	651	5,0%
<b>Résultat d'exploitation corrigé</b>	<b>88</b>	<b>122</b>	<b>147</b>	<b>168</b>	<b>171</b>	<b>267</b>	<b>308</b>	<b>382</b>	<b>411</b>	<b>441</b>	<b>12,7%</b>
Rubis Energie	48	77	98	116	122	174	192	196	218	246	8,5%
Rubis Terminal	48	52	59	61	61	56	54	64	70	73	10,3%
Rubis Support et services						55	69	87	91	94	10,7%
Eliminations	-8	-7	-11	-8	-13	-18	-8	36	32	29	ns
<b>Marge d'Exploitation corrigée</b>	<b>6,1%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,3%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,1%</b>	<b>9,2%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>9,9%</b>	<b>8,7%</b>	
Rubis Energie	4,1%	4,2%	4,1%	4,8%	4,9%	8,4%	8,9%	7,1%	6,9%	6,0%	
Rubis Terminal	16,8%	18,1%	15,5%	17,9%	19,5%	19,1%	18,9%	18,4%	19,6%	19,7%	
Rubis Support et services						9,9%	12,3%	14,7%	14,7%	14,4%	

Compte de résultat (M€)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	TMVA16/19
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>1 450</b>	<b>2 123</b>	<b>2 792</b>	<b>2 756</b>	<b>2 790</b>	<b>2 913</b>	<b>3 004</b>	<b>3 705</b>	<b>4 156</b>	<b>5 081</b>	<b>19,2%</b>
Variation	52,3%	46,4%	31,5%	-1,3%	1,2%	4,4%	3,1%	23,3%	12,2%	22,3%	
Croissance organique	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Excédent Brut d'Exploitation	127	166	209	218	233	348	411	482	553	591	12,8%
Variation	13,7%	30,4%	26,0%	4,6%	6,7%	49,3%	18,3%	17,1%	14,8%	6,9%	
<b>Résultat d'exploitation publié</b>	<b>88</b>	<b>122</b>	<b>147</b>	<b>168</b>	<b>171</b>	<b>267</b>	<b>308</b>	<b>382</b>	<b>411</b>	<b>441</b>	<b>12,7%</b>
Variation	14,8%	38,9%	20,4%	14,7%	1,3%	56,4%	15,4%	24,0%	7,7%	7,3%	
Résultat d'exploitation corrigé	88	122	147	168	171	267	308	382	411	441	12,7%
Variation	14,8%	38,9%	20,4%	14,7%	1,3%	56,4%	15,4%	24,0%	7,7%	7,3%	
Marge d'exploitation	6,1%	5,7%	5,3%	6,1%	6,1%	9,2%	10,3%	10,3%	9,9%	8,7%	
Résultat financier net	-4	-14	-12	-13	-4	-9	-16	-9	-12	-10	
Résultat courant avant impôt	84	108	141	155	167	257	292	373	399	431	13,9%
Résultat exceptionnel	0	0	0	0	0	0	0	1	2	3	
Impôt sur les sociétés	-24	-32	-43	-45	-44	-78	-64	-93	-104	-125	
Amt. / dep. survaleurs	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Résultat des SME	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Intérêts minoritaires	-4	-4	-5	-5	-4	-7	-19	-20	-20	-21	
Résultat net des activités cédées	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>56</b>	<b>72</b>	<b>94</b>	<b>105</b>	<b>118</b>	<b>172</b>	<b>208</b>	<b>261</b>	<b>277</b>	<b>288</b>	<b>11,5%</b>
Variation	19,4%	27,3%	30,7%	11,6%	12,8%	45,8%	20,9%	25,3%	6,3%	4,0%	
RNPG corrigé	56	72	94	105	118	172	208	246	275	285	11,1%
Variation	19,4%	27,3%	30,7%	11,6%	12,8%	45,8%	20,9%	18,1%	12,0%	3,6%	

Tableau de financement (M€)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	TMVA16/19
MBA	98	119	150	147	193	270	330	361	419	435	9,7%
Investissements nets	-116	-93	-112	-95	-137	-176	-169	-185	-192	-200	5,9%
Diminution (Augmentation) du BFR	-3	-30	-9	-50	38	179	-18	46	-9	0	
Cash-flow disponible	-21	-4	29	2	94	274	143	222	217	235	18,1%
Investissements financiers	-56	-169	-196	-17	-109	-406	-54	-380	0	0	
Distribution	-39	-53	-59	-75	-78	-88	-136	-128	-154	-173	8,5%
Augmentation de capital	196	81	79	186	61	202	128	0	0	0	
Produits de cessions	10	49	17	21	4	6	31	0	0	0	
Divers	-59	-5	-8	3	-9	-5	-14	0	0	1	
Augmentation (Diminution) de la trésorerie	31	-102	-137	120	-37	-17	98	-286	64	63	
<b>Endettement net</b>	<b>150</b>	<b>252</b>	<b>389</b>	<b>270</b>	<b>307</b>	<b>324</b>	<b>227</b>	<b>513</b>	<b>450</b>	<b>387</b>	
<b>Gearing</b>	<b>20,4%</b>	<b>29,4%</b>	<b>40,1%</b>	<b>23,2%</b>	<b>23,3%</b>	<b>19,6%</b>	<b>11,4%</b>	<b>21,3%</b>	<b>15,6%</b>	<b>11,4%</b>	

<b>Bilan simplifié (M€)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>TMVA16/19</b>
Immobilisations nettes	821	1 076	1 271	1 327	1 418	1 790	1 981	2 741	3 139	3 577	21,8%
dont survaleur nette	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
dont survaleur brute	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Immobilisations financières	113	36	98	70	189	242	238	238	238	238	-
BFR	-29	37	31	81	80	25	72	26	35	35	-
Actif net des activités cédées	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fonds propres ensemble	732	857	970	1 164	1 321	1 657	1 986	2 414	2 883	3 383	19,4%
dont part du groupe	715	839	948	1 139	1 297	1 558	1 857	2 265	2 714	3 193	-
Provisions	23	39	40	45	59	75	77	78	79	80	-
Endettement net	150	252	389	270	307	324	227	513	450	387	-

<b>Données par action (€)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>TMVA16/19</b>
Nombre de titres à la cote (millions)	93,8	93,8	93,8	93,8	93,8	93,8	93,8	93,9	93,9	93,9	0,0%
Nombre de titres dilué (millions)	24,3	29,2	32,5	35,4	39,1	41,9	44,9	92,0	92,9	94,8	28,3%
BPA publié	1,12	1,19	1,40	1,48	1,51	2,05	2,32	2,83	2,98	3,04	9,5%
BPA corrigé	1,12	1,19	1,40	1,48	1,51	2,05	2,32	2,67	2,96	3,01	9,1%
Survaleur	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-
Cash-flow	1,96	1,97	2,23	2,07	2,47	3,23	3,67	3,93	4,51	4,59	7,8%
Dividende net	0,74	0,81	0,89	0,98	1,03	1,21	1,34	1,60	1,78	1,81	10,4%
Taux de distribution	65,9%	68,0%	63,9%	66,0%	67,9%	58,9%	57,9%	56,5%	59,6%	59,4%	-
Fonds propres	14,24	13,91	14,11	16,07	16,59	18,58	20,67	24,62	29,22	33,69	17,7%

<b>Ratios financiers</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>TMVA16/19</b>
Frais de personnel (M€)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Frais de personnel (% du CA)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
REX (% du CA)	6,1%	5,7%	5,3%	6,1%	6,1%	9,2%	10,3%	10,3%	9,9%	8,7%	-
REX corrigé (% du CA)	6,1%	5,7%	5,3%	6,1%	6,1%	9,2%	10,3%	10,3%	9,9%	8,7%	-
Taux d'imposition apparent	-28,5%	-29,7%	-30,2%	-29,1%	-26,5%	-30,2%	-22,0%	-24,9%	-25,9%	-28,8%	-
Marge nette	4,2%	3,6%	3,5%	4,0%	4,4%	6,2%	7,6%	7,6%	7,2%	6,1%	-
Rentabilité des fonds propres	7,9%	8,6%	9,9%	9,2%	9,1%	11,0%	11,2%	11,5%	10,2%	9,0%	-
Rentabilité des capitaux investis	7,9%	7,7%	7,9%	8,5%	8,1%	10,3%	11,7%	10,4%	9,6%	8,7%	-
Capitaux investis (M€)	792	1 113	1 301	1 409	1 499	1 815	2 052	2 767	3 174	3 612	20,7%
Couverture des frais financiers (x)	24,3	8,7	11,8	12,7	43,9	28,2	19,0	41,3	34,2	42,2	-
Endettement net/EBE (x)	1,2	1,5	1,9	1,2	1,3	0,9	0,6	1,1	0,8	0,7	-
Gearing	20,4%	29,4%	40,1%	23,2%	23,3%	19,6%	11,4%	21,3%	15,6%	11,4%	-
BFR (% du CA)	-2,0%	1,7%	1,1%	3,0%	2,9%	0,9%	2,4%	0,7%	0,8%	0,7%	-
Survaleur (% des fonds propres)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Investissements nets (% du CA)	-8,0%	-4,4%	-4,0%	-3,4%	-4,9%	-6,0%	-5,6%	-5,0%	-4,6%	-3,9%	-

<b>Ratios boursiers (x)</b>	<b>2015*</b>	<b>2016*</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
VE/CA	1,4	1,6	2,3	2,0	1,7
VE/EBE	12,0	11,4	17,6	15,3	14,4
VE/REX Corrigé	15,6	15,2	22,2	20,6	19,3
Cours/Fonds propres	1,7	1,6	2,2	1,8	1,6
Cours/Cash-flow	13,5	11,8	13,7	12,0	11,7
PE corrigé	21,4	17,1	20,2	18,2	17,9
PE publié	21,4	17,1	19,0	18,1	17,7
Rendement net	3,0%	3,6%	3,0%	3,3%	3,3%
Free cash flow yield	-1,5%	5,6%	4,4%	4,3%	4,6%

\* ratios boursiers constatés au 08/09 de l'année historique sur la base des estimations à cette date

# Rubis

RUI@FP/ RUBF.PA  
Aval pétrolier  
France  
www.rubis.fr

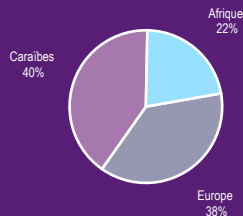
Capi. boursière  
Volume quotidien  
Extrêmes 12m  
Nombre actions

5,1 Md€  
8 M€  
56,26 €/36,50 €  
93,8 M

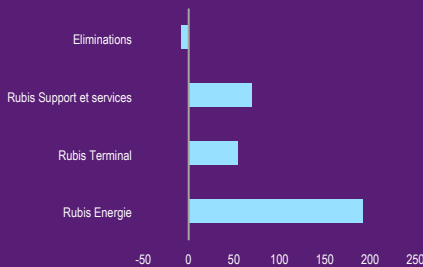
# Acheter

Objectif de cours 64,00 €  
Cours (08/09/2017) 53,93 €  
Potentiel 18,7%

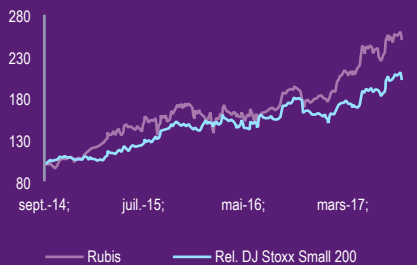
## ROC par zone géographique 16



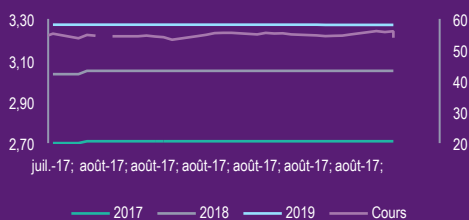
## Résultat d'exploitation corrigé 2016



## Performance du cours



## Evolution des estimations de BPA (€)



Sources : Natixis, FactSet

## Profil de la société

Rubis oeuvre dans la distribution de GPL et de produits pétroliers, et le stockage de produits liquides (pétrole, chimie, engrais, huile végétale). Les principaux marchés sont la France, Anvers, Rotterdam et la Turquie pour le stockage et l'Europe (France, Espagne, Suisse, Portugal), les Caraïbes et l'Afrique pour la distribution (parmi les 3 leaders sur des marchés de niche en aval).

## Thèse d'investissement

- Solidité des cash-flows générés par l'activité Stockage de produits pétroliers. Croissance des capacités à Rotterdam et Anvers dans un contexte porteur (fermetures de raffineries en Europe = plus de flux d'importation).
- L'expansion à l'international réduit l'exposition au risque climatique.
- Excellent track record en matière d'acquisition et d'intégration dans un secteur aval en restructuration. Un bilan solide pour saisir des opportunités de croissance rentable et régulière. Leviers à venir sur le développement de l'activité en Afrique de l'Ouest.

## Catalyseurs

La montée en puissance des terminaux d'Anvers, de Rotterdam et de la Turquie (désormais 100 %) et le développement des activités de distribution de bitumes en Afrique de l'Ouest.

## Risques

La sensibilité climatique et le risque de pincement des marges de distribution en cas de rebond violent des prix du brut.

## Guidance

Pas de guidance précise.

## Actionnariat

Flottant	86,4%
Dassault	5,2%
Orfim	5,2%
Associés commandités et	2,0%

## Agenda

09/11/2017	CA	2017	T3
------------	----	------	----

## Consensus FactSet

En M€	2017e	Natixis/Cons.	2018e	Natixis/Cons.	2019e	Natixis/Cons.
CA	3 759	-1,4%	4 198	-1,0%	4 368	16,3%
EBIT	358	6,6%	410	0,1%	441	0,0%
BPA (€)	2,71	-1,4%	3,05	-2,8%	3,27	-8,0%

## Chgt sur 3 mois estim. de BPA du consensus

2017e	2018e
2,6%	3,3%

## Objectif de cours (€)

Consensus	Natixis	Révision 3 mois
60,75	64,00	8,8%

# Avertissement

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

- 1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).
- 2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.
- 3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.
- 4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash-flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.
- 5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.
- 6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).
- 7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

les recommandations de Natixis portent sur les 6 prochains mois et sont définies comme suit :

Acheter	Potentiel de hausse supérieure à 10%.
Neutre	Potentiel compris entre 10% et -10%
Alléger	Potentiel de baisse supérieure à -10% et/ou de risques élevés sur les fondamentaux industriels et financiers.
App. ses titres	Réponse favorable à une offre publique (rachat, retrait,...)

Au 11/09/2017, les recommandations de Natixis ainsi que la part, par rapport à l'échantillon de valeurs suivies, des émetteurs pour lesquels sa maison mère Natixis a fourni des services d'investissement sur les 12 derniers mois se répartissent comme suit :

	Valeurs suivies	Valeurs Corporate
Acheter	36,45 %	2,70 %
Neutre	51,72 %	3,81 %
Alléger	11,82 %	4,17 %

Les cours de référence sont basés sur les cours de clôture.

Ce document (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur. La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseils, ni toute autre personne ne doit accepter d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

**Ce document est une analyse financière élaborée conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières. Il a été préparé par Natixis dans le cadre de son activité de recherche en investissement et non en relation avec un projet d'offre de valeurs mobilières ou en tant que mandataire de l'émetteur de valeurs mobilières et indépendamment de tout émetteur de valeurs mobilières mentionné dans ce document. Les placements mentionnés dans ce document peuvent ne pas être adaptés à tous les investisseurs. Cependant, cette analyse est destinée à être diffusée indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier.**

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyse issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseils respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de cette analyse ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document et toutes pièces jointes reflètent, sauf indication contraire, celles de son auteur et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Natixis ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans l'analyse et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement.

En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risque.

Natixis a mis en place des procédures appropriées de séparation des activités visant en particulier à prévenir les conflits d'intérêt entre ses activités de recherche et ses autres activités. Ces "barrières à l'information" peuvent être détaillées sur demande auprès du Responsable de la conformité. Natixis a mis en place des règles déontologiques visant à interdire aux analystes d'effectuer des transactions personnelles (hors OPCVM, comptes gérés...). Natixis a mis en place une politique interne relative à la rémunération de l'analyste de nature à préserver son indépendance et à gérer les éventuels conflits d'intérêts.

Il est à noter que, dans le cadre de ses activités, Natixis peut être amenée à avoir des positions sur les instruments financiers et l'émetteur sur lesquels des recommandations ou opinions peuvent être données dans le document et pièces jointes communiqués.

En effet, Natixis peut être rémunérée pour la prise ferme, le placement, la mission de conseil, toute autre prestation de service d'investissement ou activité bancaire ou toute autre prestation concernant les instruments financiers de la société ou des sociétés citée(s) dans ce document.

Dans ce cas, les mentions relatives aux conflits d'intérêts que Natixis et que toutes les entités qui lui sont liées peuvent connaître, vis-à-vis de l'émetteur ou des émetteurs mentionné(s) dans ce document sont consultables sur le site de la Recherche à ces adresses internet :

<https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>

Natixis est supervisée par la Banque Centrale Européenne (BCE) / European Central Bank (ECB).

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision.

Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par les Financial Conduct Authority (FCA) et Prudential Regulation Authority (PRA) pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exercent la FCA et la PRA peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée en Allemagne par l'ACPR en qualité de Banque - prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland est régulée de manière limitée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. L'envoi / la distribution de ce document en Allemagne est réalisé par / sous la responsabilité de Natixis Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Dubai Financial Services Authority (DFSA) pour l'exercice de ses activités au Dubai International Financial Centre (DIFC). Ce document n'est diffusé qu'aux Clients Professionnels, définis comme tels selon les règles de la DFSA ; à défaut le destinataire doit retourner le document à Natixis. Le destinataire reconnaît que le document ainsi que son contenu n'ont été approuvés par aucun régulateur ou autorité gouvernementale des pays du Conseil de Coopération du Golfe ou du Liban.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC. Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréée aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les analystes de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans cette analyse reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans cette analyse n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération du ou des auteur(s) de cette analyse.

**JE (NOUS), SOUSSIGNE(S), LE(S) AUTEUR(S) DE CETTE ANALYSE, CERTIFIE (CERTIFIONS) PAR LA PRESENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CETTE ANALYSE REFLETTENT, SAUF INDICATION CONTRAIRE, LES OPINIONS ET AVIS DE LEUR(S) AUTEUR(S) ET QUE LES RECOMMANDATIONS, OPINIONS ET AVIS EMIS DANS CETTE ANALYSE N'INFLUENCENT EN AUCUNE MANIERE, QUE CE SOIT DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, LA REMUNERATION DU OU DES AUTEUR(S) DE CETTE ANALYSE.**

Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document. Pour toute demande d'information supplémentaire sur une opération sur un titre ou un instrument financier mentionnée dans ce document, veuillez contacter votre point de contact chez Natixis Securities Americas LLC par courrier électronique ou voie postale à l'adresse suivante 1251 Avenue of the Americas, New York, NY 10020.

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis à ces adresses :

<https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>