

MORNING MAIL

RECHERCHE ACTIONS

La recherche Natixis sur iPad®

- ✓ Recherche Crédit
- ✓ Recherche Économique
- ✓ Recherche Equity



Avec la nouvelle application de la **Recherche de Natixis** :

- Consultez nos publications
- Lisez en mode offline

[Téléchargez ici depuis votre iPad®](#)

28 septembre 2012

FOCUS

	Opinion	Cours	Objectif	Titre	
Bayer	Acheter	68,40 €	77,00 €	Changement d'objectif de cours : Les bonnes nouvelles vont arriver en cascade	p.2
Capgemini	Neutre	32,68 €	33,00 €	Contact société : Pas d'accélération de la croissance	p.4
Compass Group	Neutre (vs Acheter)	704,50 p	750,00 p	Changement d'opinion : Recommandation abaissée à Neutre	p.6

ET AUSSI ...

	Opinion	Cours	Objectif	Titre	
Reed Elsevier NV	Alléger	10,53 €	7,90 €	News : Déflation confirmée dans l'open access	p.9
Vodafone	Neutre	176,90 p	190,00 p	Réunion d'analystes : Synergies avec CWW un peu faibles	p.11

CHANGEMENTS DU JOUR

Recommandation

	Opinion	Objectif
Compass Group	Neutre vs Acheter	750,0 p

Pas de changement d'opinion sectorielle

Objectif de cours

	Opinion	Objectif
Bayer	Acheter	77 € vs 70 €

Révisions des BPA

	Devise	2012e	Révision (%)	2013e	Révision (%)	2014e	Révision (%)
Compass Group	p	42,69	-0,4	45,77	-1,2	49,28	-2,4
Vodafone	p	15,80	-1,8	16,25	-4,8	17,42	-5,5

Site Internet

www.equity.natixis.com

Contact Vente

(33 1) 58 55 05 91

Contact Analyses

(33 1) 58 55 06 87

Contact Vente Midcaps

(33 1) 58 55 03 73

Contact Vente Corporate

(33 1) 58 55 90 60

Contact Marketing

(33 1) 58 55 92 92

MORNING NEWS

RECHERCHE ACTIONS

28 septembre 2012

Pharmacie

Bayer

BAYG.F / BAY@GY

Acheter

Changement d'objectif de cours

Les bonnes nouvelles vont arriver en cascade

Bayer dispose d'un pipeline très étoffé. 4 molécules disposent d'une fort potentiel, dont regorafenib, dans le cancer, qui vient d'être approuvé aux US. Nous évaluons son potentiel à 800 M€ Nous révisons notre objectif de cours de 70 à 77 €

- **Bayer dispose de l'un des plus beaux pipelines de l'industrie** avec quatre molécules à fort potentiel et une développement plus risqué : 1/ Xarelto qui débute sa carrière dans son indication de prévention des AVC, 2/ Eylea dans le traitement de la dégénérescence maculaire qui a obtenu une recommandation favorable des experts européens la semaine dernière, 3/ Alpharadin un traitement très innovant du cancer de la prostate et 4/ Regorafenib. Cet anticancéreux vient d'être approuvé aux US dans le cancer colorectal en 3^{ème} intention. Nous estimons son potentiel à 800 M€ dans ses deux 1ères indications cancer colorectal et GIST. Le taux de renouvellement de Bayer est donc largement au-dessus de la moyenne sectorielle et se traduira par une nette remontée de la marge opérationnelle de la santé d'ici 2016. **Nous relevons notre objectif de cours à 77 € (DCF)**, afin de prendre en compte la baisse de la prime de risque du marché et la remontée de la valeur de Regorafenib de 1,45 à 2,50 €/action.
- Les résultats de l'étude CORRECT ont été publiés lors du congrès ASCO en janvier dernier. L'objectif premier a été atteint de manière significative en démontrant l'augmentation de la survie globale de 29% après un échec des thérapies standards dans le cancer métastatique colorectal. L'étude a, par ailleurs, également atteint deux objectifs secondaires : l'amélioration de la progression free survival (PFS) (HR=0,49, p<0,000001), et une augmentation significative du taux de contrôle de la maladie de 44,8% vs 15,3 pour le placebo (p<0,000001). Le taux d'objectif de réponse n'a, en revanche, pas été statistiquement significatif à 1% (vs 0,4% pour le placebo). Le mécanisme d'action de rigorafenib est original : en bloquant de multiples enzymes kinases impliquées dans le processus de l'angiogenèse (formation des vaisseaux sanguins lors du processus tumoral), l'oncogénèse (formation des cellules cancéreuses), et détruit également le microenvironnement tumoral il réduit la progression du cancer.

Analyste(s)

Béatrice Muzard (33 1) 58 55 05 13

Philippe Lanone (33 1) 58 55 05 03

Cours	27/09/2012	68,40 €
Objectif	↗	77,00 €
Potentiel		12,6%

Performance	1 m	12 m	01/01
Absolu	9,9%	62,4%	38,5%
Secteur	0,7%	24,9%	12,6%
EuroStoxx50	1,8%	14,2%	8,2%

Capitalisation boursière	56,6 Md€
Flottant	100,0%
-	-
Volume Jour	181 M€

au 31/12	2012e	2013e	2014e
BPA (€)	5,47	5,87	6,36
Révision	-	-	-
Variation	13,1%	7,4%	8,4%

PE (x)	12,5	11,7	10,7
P/CF (x)	11,6	10,9	10,1
VE/REX (x)	10,8	9,4	8,5
VE/EBE (x)	7,5	6,5	6,0
Rdt Net	2,8%	3,1%	3,6%
FCF yield	3,8%	5,4%	6,1%



Source : Natixis

Equity Markets equity.natixis.com

Accès Bloomberg NXSE

Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document.

Eléments financiers au 31/12

Bayer

Décomposition par activité (M€)	2010	2011	2012e	2013e	2014e	TMVA 11/14
Chiffre d'affaires	35 088	36 433	38 450	40 315	41 230	4,2%
Healthcare	16 913	17 169	18 200	19 110	19 350	4,1%
Crop Science	6 830	7 160	8 090	8 575	8 833	7,2%
Material Science	10 154	10 832	10 900	11 350	11 747	2,7%
Reconciliation	1 191	1 272	1 260	1 280	1 300	0,7%
Excédent Brut d'Exploitation	7 101	7 617	8 230	8 770	9 250	6,7%
Healthcare	4 405	4 702	5 100	5 390	5 810	7,3%
Crop Science	1 293	1 654	2 000	2 100	2 100	8,3%
Material Science	1 356	1 171	1 180	1 240	1 300	3,5%
Reconciliation	47	90	-50	40	40	-23,7%
Marge brute d'exploitation	20,2%	20,9%	21,4%	21,8%	22,4%	
Healthcare	26,0%	27,4%	28,0%	28,2%	30,0%	
Crop Science	18,9%	23,1%	24,7%	24,5%	23,8%	
Material Science	13,4%	10,8%	10,8%	10,9%	11,1%	
Reconciliation	3,9%	7,1%	-4,0%	3,1%	3,1%	

Compte de résultat (M€)	2010	2011	2012e	2013e	2014e	TMVA 11/14
Chiffre d'affaires	35 088	36 528	38 450	40 315	41 230	4,1%
<i>Variation</i>	<i>12,6%</i>	<i>4,1%</i>	<i>5,3%</i>	<i>4,9%</i>	<i>2,3%</i>	
Croissance organique	-	-	-	-	-	
Excédent brut d'exploitation	7 101	7 617	8 230	8 770	9 250	6,7%
<i>Variation</i>	<i>9,7%</i>	<i>7,3%</i>	<i>8,0%</i>	<i>6,6%</i>	<i>5,5%</i>	
Résultat d'exploitation publié	2 730	4 149	4 680	6 035	6 500	16,1%
<i>Variation</i>	<i>-9,2%</i>	<i>52,0%</i>	<i>12,8%</i>	<i>29,0%</i>	<i>7,7%</i>	
Résultat d'exploitation corrigé	4 452	5 025	5 680	6 035	6 500	9,0%
<i>Variation</i>	<i>18,0%</i>	<i>12,9%</i>	<i>13,0%</i>	<i>6,3%</i>	<i>7,7%</i>	
Marge d'exploitation	12,7%	13,8%	14,8%	15,0%	15,8%	
Résultat financier net	-475	-421	-391	-291	-177	
Résultat courant avant impôt	1 721	3 363	3 930	5 382	5 938	20,9%
Résultat exceptionnel	-	-	-	-	-	
Impôt sur les sociétés	-411	-891	-971	-1 437	-1 585	
Amt. / dep. survaleurs	0	0	0	0	1	
Résultat des SME	0	-45	-45	-45	-45	
Intérêts minoritaires	-9	-2	-1	0	0	
Résultat net des activités cédées	0	5	0	0	0	
Résultat net part du groupe	1 301	2 475	2 958	3 945	4 354	20,7%
<i>Variation</i>	<i>0,3%</i>	<i>90,2%</i>	<i>19,5%</i>	<i>33,4%</i>	<i>10,4%</i>	
RNPG corrigé	1 301	3 997	4 521	4 854	5 262	9,6%
<i>Variation</i>	<i>-3,2%</i>	<i>207,2%</i>	<i>13,1%</i>	<i>7,4%</i>	<i>8,4%</i>	

Tableau de financement (M€)	2010	2011	2012e	2013e	2014e	TMVA 11/14
MBA	4 771	5 172	4 850	5 180	5 600	2,7%
Investissements nets	-1 514	-1 666	-1 600	-1 700	-1 750	1,7%
Diminution (Augmentation) du BFR	1 002	-731	-1 100	-403	-412	
Cash-flow disponible	4 259	2 775	2 150	3 077	3 438	7,4%
Investissements financiers	-40	-265	-400	0	0	
Distribution	-1 160	-1 242	-1 365	-1 414	-1 529	7,2%
Augmentation de capital	0	0	0	0	0	
Produits de cessions	162	448	113	0	0	
Divers	2 812	-812	0	0	0	
Augmentation (Diminution) de la trésorerie	6 033	904	498	1 663	1 909	
Endettement net	7 917	7 013	6 515	4 852	2 943	
Gearing	41,9%	36,4%	31,3%	20,9%	11,4%	

Historique des changements de recommandations sur Bayer sur les 12 derniers mois

Date	Recommandation	Précédente	Cours
26/06/2012	Acheter	Neutre	52,97 €

* voir méthodologie appliquée aux recommandations boursières avant le 01/05/2010 précisée dans le disclaimer ci-après

MORNING NEWS

RECHERCHE ACTIONS

28 septembre 2012

Services informatiques

Capgemini

CAPP.PA / CAP@FP

Neutre

Contact société

Pas d'accélération de la croissance

Les prochains trimestres ne devraient pas montrer une inflexion marquée de la croissance organique. 2013 ne sera à priori pas l'année de l'accélération. La profitabilité sera, en revanche, soutenue par la restructuration en cours aux PB et l'amélioration du levier offshore.

- **Nous conservons, à ce stade, notre recommandation Neutre sur le titre avec un objectif de cours inchangé à 33 €** La guidance d'Accenture pour son nouvel exercice fiscal et le commentaire prudent sur la conversion du carnet en chiffre d'affaires dans les activités cycliques indiquent que 2013 ne devrait pas montrer une accélération de la croissance des ventes. L'amélioration continue du levier offshore et le redressement de la MOP en Hollande devraient, en revanche, soutenir la profitabilité.
- **La tendance d'activité au T3 12 ne devrait pas marquer de rupture** par rapport au rythme du T2 12, soit une croissance organique légèrement positive. La croissance sera toujours tirée par les Etats-Unis, puis le RU (hors HMRC) et la Scandinavie. Les Pays-Bas restent déprimés. L'évolution des prix est comparable à celle du S1 12. Notre prévision d'un recul organique de 1% au T3 12 peut apparaître un peu conservatrice. Le groupe a finalisé les négociations avec les syndicats et implémente, comme attendu, un plan de restructurations complémentaire de 50 M€ qui constituera un levier sur la profitabilité en 2013. Il n'y a pas d'autre plan additionnel à ce stade par ailleurs. Le montant total des restructurations 2012 devrait donc avoisiner 180 M€ et nous attendons un retour à une enveloppe de 90 M€ en 2013. Le groupe reste confiant dans sa capacité à réaliser une MOP 2012 en ligne avec le consensus (7,6%). Pour 2013, nous anticipons une croissance organique limitée à 2% et une progression de la MOP de 40 pb.
- Pour son T4 12, clôt le 31 août, Accenture a réalisé une croissance à tcc de 9%, dans le haut de fourchette de la guidance de 6% à 9%. Les activités cycliques progressent de 2% alors que le groupe visait entre +3% à légèrement négatif. L'Europe accélère après un T3 12 poussif (+8%, vs +4% au T3 12). Après une progression du carnet de commandes limitée à 2,7% au T3 (+9,5% dans le conseil/IS), le T4 montre un rebond à 9% (+3,4% dans le conseil/IS). Les prix sont restés stables. Pour le nouvel exercice en cours (septembre 2012/août 2013), il anticipe un ralentissement de la croissance de ses ventes par rapport à 2012 (+5%/+8% vs +11% à tcc) avec un S1 qui souffrira d'un effet base très défavorable (+14% au S1 12). Le groupe anticipe une conversion lente en chiffre d'affaires du carnet dans les activités cycliques.

Analyste(s)

Gwénaél Giard (33 1) 58 55 04 96

Richard Beaudoux (33 1) 58 55 03 48

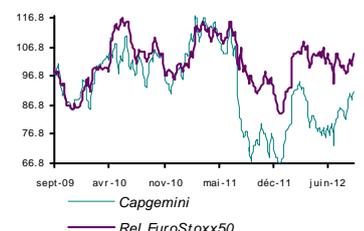
Cours	27/09/2012	32,68 €
Objectif		33,00 €
Potentiel		1,0%

Performance	1 m	12 m	01/01
Absolu	10,8%	23,8%	35,3%
Secteur	-2,4%	10,5%	9,9%
EuroStoxx50	1,8%	14,2%	8,2%

Capitalisation boursière	5,3 Md€
Flottant	96,0%
S. Kampf	4,0%
Volume Jour	28 M€

au 31/12	2012e	2013e	2014e
BPA (€)	2,66	2,86	3,20
Révision	ns	ns	ns
Variation	2,5%	7,6%	11,9%

PE (x)	12,3	11,4	10,2
P/CF (x)	8,0	7,4	6,6
VE/REX (x)	6,4	5,6	4,8
VE/EBE (x)	4,8	4,3	3,8
Rdt Net	2,8%	3,7%	4,0%
FCF yield	5,1%	8,1%	9,5%



Source : Natixis

Equity Markets equity.natixis.com

Accès Bloomberg NXSE

Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document.

Eléments financiers au 31/12

Capgemini

Décomposition par activité (M€)	2010	2011	2012e	2013e	2014e	TMVA 11/14
Chiffre d'affaires	8 730	9 693	10 306	10 571	-	
Conseil	525	537	535	550	-	
Intégration de systèmes	3 567	4 002	4 175	4 315	-	
Infoqérance	3 218	3 644	4 056	4 116	-	
Sogeti	1 420	1 510	1 540	1 590	-	
Résultat d'exploitation corrigé	587	713	758	823	-	
Conseil	57	65	59	65	-	
Intégration de systèmes	236	271	304	344	-	
Infoqérance	226	281	311	318	-	
Sogeti	131	164	154	167	-	
Coûts centraux	-63	-67	-69	-71	-	
Marge d'exploitation corrigée	6,7%	7,4%	7,4%	7,8%	-	
Conseil	10,9%	12,0%	11,0%	11,8%	-	
Intégration de systèmes	6,6%	6,8%	7,3%	8,0%	-	
Infoqérance	7,0%	7,7%	7,7%	7,7%	-	
Sogeti	9,2%	10,9%	10,0%	10,5%	-	
Compte de résultat (M€)	2010	2011	2012e	2013e	2014e	TMVA 11/14
Chiffre d'affaires	8 697	9 693	10 306	10 571	10 950	4,1%
<i>Variation</i>	<i>3,9%</i>	<i>11,5%</i>	<i>6,3%</i>	<i>2,6%</i>	<i>3,6%</i>	
Croissance organique	-1,1%	5,6%	1,2%	2,6%	3,6%	
Excédent brut d'exploitation	810	931	1 013	1 068	1 158	7,5%
<i>Variation</i>	<i>0,7%</i>	<i>14,9%</i>	<i>8,8%</i>	<i>5,4%</i>	<i>8,5%</i>	
Résultat d'exploitation publié	500	615	562	717	821	10,1%
<i>Variation</i>	<i>37,7%</i>	<i>23,0%</i>	<i>-8,6%</i>	<i>27,5%</i>	<i>14,6%</i>	
Résultat d'exploitation corrigé	587	713	758	823	908	8,4%
<i>Variation</i>	<i>-1,3%</i>	<i>21,5%</i>	<i>6,3%</i>	<i>8,5%</i>	<i>10,4%</i>	
Marge d'exploitation	6,7%	7,4%	7,4%	7,8%	8,3%	
Résultat financier net	-87	-105	-96	-95	-89	
Résultat courant avant impôt	500	608	662	728	819	10,4%
Résultat exceptionnel	-98	-118	-211	-106	-87	
Impôt sur les sociétés	-124	-101	-145	-240	-265	
Amt. / dep. survaleurs	0	0	0	0	0	
Résultat des SME	0	0	-2	-2	0	
Intérêts minoritaires	-2	-15	-4	4	7	
Résultat net des activités cédées	-	-	-	-	-	
Résultat net part du groupe	280	404	308	376	460	4,4%
<i>Variation</i>	<i>57,1%</i>	<i>44,1%</i>	<i>-23,7%</i>	<i>21,9%</i>	<i>22,5%</i>	
RNPG corrigé	337	422	439	474	534	8,1%
<i>Variation</i>	<i>-1,3%</i>	<i>25,3%</i>	<i>4,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>12,5%</i>	
Tableau de financement (M€)	2010	2011	2012e	2013e	2014e	TMVA 11/14
MBA	576	653	671	776	863	9,7%
Investissements nets	-170	-155	-200	-200	-210	10,7%
Diminution (Augmentation) du BFR	-75	-309	-200	-150	-150	
Cash-flow disponible	331	189	271	426	503	38,5%
Investissements financiers	-423	-554	28	-20	-20	
Distribution	-122	-161	-154	-140	-187	5,1%
Augmentation de capital	46	0	33	0	0	
Produits de cessions	0	0	0	0	0	
Divers	-36	-84	-10	-50	-50	
Augmentation (Diminution) de la trésorerie	-204	-610	168	215	246	
Endettement net	-1 064	-459	-622	-838	-1 084	
Gearing	-24,7%	-10,7%	-13,9%	-17,8%	-21,0%	

MORNING NEWS

RECHERCHE ACTIONS

28 septembre 2012

Restauration

Compass Group

CPG.L / CPG@LN

Neutre (vs Acheter)

Changement d'opinion

Recommandation abaissée à Neutre

Bon trading update T4 12 mais confirmation de la détérioration de l'environnement en Europe. Nous dégradons la valeur à Neutre estimant que les forces du groupe sont désormais intégrées dans le cours alors que la valorisation laisse peu de potentiel (PE 13e à 15,4x)

- **Nous abaissons notre recommandation d'Acheter à Neutre au vu :** 1/ de la bonne performance du titre (+15% YTD et +30% sur 12 mois), 2/ d'une valorisation qui nous semble d'ores et déjà intégrer les qualités du titre (PE forward 12M 13e à 15,4x vs moyenne historique 10 ans à ~14,5x) ; 3/ d'un momentum de croissance organique de CA (3,7%e vs 4,7%e sur 2010/12e) et de BPA (+7%e vs ~13%e sur 2010/12e) qui devrait se tarir en 2013 et 4/ d'un potentiel de hausse désormais limité (+6% vs notre objectif de cours). **Le principal risque lié à notre scénario est une annonce potentielle d'un nouveau programme de retour exceptionnel à l'actionnaire**, en novembre, à l'occasion des résultats annuels. CPG a réalisé 356 M£ de rachat d'actions à ce stade, impliquant 144 M£ encore à venir, ce qui devrait être finalisé d'ici la fin 2012. **Ainsi, nous estimons qu'une annonce d'un nouveau retour pourrait plus avoir probablement lieu en 2013.**
- **Nous révisons légèrement en baisse nos estimations 2013/14e** au regard de la détérioration de l'environnement en Europe. Nous attendons désormais un CA FY 13e à +3,7% en organique (vs +4,1% précédemment) dont +5,7% en Amérique du Nord, +10% dans les Émergents et -2% en Europe & Japon. Notre marge d'EBIT sous-jacente est attendu à +10 pb avec une rentabilité en hausse dans les 3 zones et y compris en Europe, la baisse des profits dans cette région (~60 M£ en prenant en compte une baisse des volumes de -3%) devant être plus que compensée par les économies de coûts (~70 M£).
- **CPG a publié, hier, un solide trading update.** Le groupe anticipe une croissance organique du CA FY 12e à +5,5%, ce qui implique une accélération au T4 12 (> 6% vs +5,7% au T3 12 et +5% au S1 12) et une croissance de son EBIT à +8%, avec une marge en légère hausse vs 2011. CPG a bénéficié de bonnes tendances d'activité en Amérique du Nord (CA 12e à plus de 8% en organique, marge +10 pb) et dans les Emergents (CA 12e +12%, marge stable) alors que la situation s'est détériorée en Europe (CA 12e à -0,7% dont -1% au S2 12 vs -0,4% au S1 12, marge stable), notamment en Europe du Sud. Ainsi, afin de compenser la faiblesse des marchés européens, **CPG a annoncé un plan d'actions/restructurations en Europe**, ce qui devrait lui permettre de générer 95 M£ d'économies en 2014 (dont 70 M£ en 2013). En parallèle, le groupe anticipe des coûts exceptionnels de 345 M£ (dont 195 M£ de coûts non-cash) en 2013/14.

Analyste(s)

Geoffrey d'Halluin (33 1) 58 55 05 36

André Juillard (33 1) 58 55 05 47

Matthieu Détrouat (33 1) 58 55 61 81

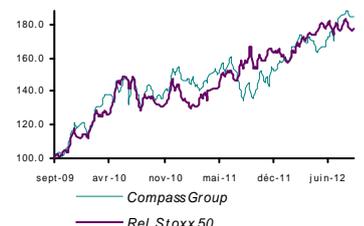
Cours	27/09/2012	704,50 p
Objectif		750,00 p
Potentiel		6,5%

Performance	1 m	12 m	01/01
Absolu	-1,3%	29,9%	15,3%
Secteur	1,9%	28,5%	21,3%
Stoxx 50	0,4%	17,0%	7,7%

Capitalisation boursière	13,3 Md£
Flottant	100,0%
-	-
Volume Jour	45 M£

au 30/9	2012e	2013e	2014e
BPA (p)	42,69	45,77	49,28
Révision	-0,4%	-1,2%	-2,4%
Variation	10,2%	7,2%	7,7%

PE (x)	16,5	15,4	14,3
P/CF (x)	12,2	11,6	10,8
VE/REX (x)	11,7	11,2	10,3
VE/EBE (x)	9,5	9,1	8,3
Rdt Net	3,0%	3,4%	3,7%
FCF yield	5,5%	5,9%	6,4%



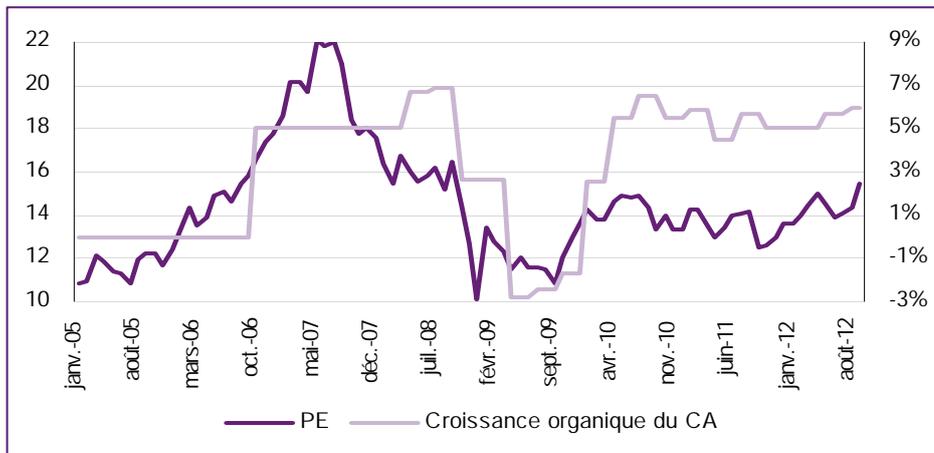
Source : Natixis

Equity Markets equity.natixis.com

Accès Bloomberg NXSE

Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document.

Forte corrélation entre la croissance organique du CA (qui devrait ralentir en 2013) et le PE (en x)



Source : Natixis

PE forward 12 mois sur les 10 dernières années : prime de 6/7% vs moyenne sur 10 ans (en x)



Source : Natixis

Eléments financiers au 30/9

Compass Group

Décomposition par zone géographique (M€)	2010	2011	2012e	2013e	2014e	TMVA 11/14
Chiffre d'affaires	14 468	15 833	16 975	17 203	17 952	4,3%
Amérique du Nord	6 369	6 849	7 417	7 640	8 003	5,3%
Europe & Japon	5 842	6 217	6 252	5 980	6 065	-0,8%
Emergents & Reste du Monde	2 257	2 767	3 306	3 583	3 885	12,0%
Résultat d'exploitation corrigé	1 003	1 091	1 182	1 224	1 302	6,1%
Amérique du Nord	491	538	590	615	653	6,7%
Europe & Japon	398	400	400	392	406	0,5%
Emergents & Reste du Monde	168	207	247	273	300	13,2%
Coûts centraux & associées	-54	-54	-56	-56	-57	-1,8%
Marge d'exploitation corrigée	6,9%	6,9%	7,0%	7,1%	7,3%	
Amérique du Nord	7,7%	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%	
Europe & Japon	6,8%	6,4%	6,4%	6,6%	6,7%	
Emergents & Reste du Monde	7,4%	7,5%	7,5%	7,6%	7,7%	
Compte de résultat (M€)	2010	2011	2012e	2013e	2014e	TMVA 11/14
Chiffre d'affaires	14 468	15 833	16 975	17 203	17 952	4,3%
<i>Variation</i>	<i>7,6%</i>	<i>9,4%</i>	<i>7,2%</i>	<i>1,3%</i>	<i>4,4%</i>	
Croissance organique	3,2%	5,4%	5,5%	3,7%	4,4%	
Excédent brut d'exploitation	1 241	1 345	1 453	1 517	1 625	6,5%
<i>Variation</i>	<i>12,6%</i>	<i>8,4%</i>	<i>8,1%</i>	<i>4,3%</i>	<i>7,2%</i>	
Résultat d'exploitation publié	1 003	1 091	1 182	1 224	1 302	6,1%
<i>Variation</i>	<i>14,3%</i>	<i>8,8%</i>	<i>8,3%</i>	<i>3,6%</i>	<i>6,4%</i>	
Résultat d'exploitation corrigé	1 003	1 091	1 182	1 224	1 302	6,1%
<i>Variation</i>	<i>14,3%</i>	<i>8,8%</i>	<i>8,3%</i>	<i>3,6%</i>	<i>6,4%</i>	
Marge d'exploitation	6,9%	6,9%	7,0%	7,1%	7,3%	
Résultat financier net	-76	-74	-86	-84	-75	
Résultat courant avant impôt	927	1 017	1 096	1 140	1 227	6,5%
Résultat exceptionnel	-1	2	-13	0	0	
Impôt sur les sociétés	-246	-273	-285	-296	-319	
Amt. / dep. survaleurs	0	0	0	0	0	
Résultat des SME	0	0	0	0	1	
Intérêts minoritaires	-5	-6	-6	-6	-6	
Résultat net des activités cédées	-	-	-	-	-	
Résultat net part du groupe	675	740	792	838	903	6,9%
<i>Variation</i>	<i>14,0%</i>	<i>9,6%</i>	<i>7,0%</i>	<i>5,8%</i>	<i>7,8%</i>	
RNPG corrigé	676	738	805	838	902	6,9%
<i>Variation</i>	<i>22,5%</i>	<i>9,2%</i>	<i>9,0%</i>	<i>4,1%</i>	<i>7,7%</i>	
Tableau de financement (M€)	2010	2011	2012e	2013e	2014e	TMVA 11/14
MBA	933	1 017	1 097	1 151	1 231	6,6%
Investissements nets	-313	-370	-373	-378	-395	2,2%
Diminution (Augmentation) du BFR	128	-21	10	12	14	
Cash-flow disponible	748	626	733	784	850	10,8%
Investissements financiers	-214	-426	-200	0	0	
Distribution	-330	-365	-408	-448	-483	9,8%
Augmentation de capital	175	0	-360	-140	0	
Produits de cessions	0	0	0	0	0	
Divers	-57	26	0	-125	-25	
Augmentation (Diminution) de la trésorerie	322	-140	-235	71	342	
Endettement net	621	761	996	925	583	
Gearing	20,2%	21,7%	25,6%	21,6%	12,4%	

Historique des changements de recommandations sur Compass Group sur les 12 derniers mois

Date	Recommandation	Précédente	Cours
28/09/2012	Neutre	Acheter	704,50 €

* voir méthodologie appliquée aux recommandations boursières avant le 01/05/2010 précisée dans le disclaimer ci-après

MORNING NEWS

RECHERCHE ACTIONS

28 septembre 2012

Edition

Reed Elsevier NV

REN-AE / REN@NA

Alléger

News

Déflation confirmée dans l'open access

Elsevier lance une nouvelle revue directement en open access, au prix de 1 000 £ par article (vs 4 000 £ actuellement). L'open access devient donc la norme, et la baisse de tarif aussi. L'impact de l'OA sera donc plus rapide et plus fort qu'anticipé. Opinion Alléger confirmée.

- En une semaine, 3 nouvelles confirment notre inquiétude sur l'open access dans l'édition académique (30% de l'EBIT groupe). A la pression du régulateur (voir notre MN du 20/09) et la baisse des prix des revues existantes (voir notre MN du 25/09) s'ajoute le lancement de nouvelles revues directement en open access. L'open access est donc la norme, avec un tarif qui fait apparaître une déflation d'au moins 20%, et jusqu'à 80%. Nous demeurons plus inquiets que le consensus sur cette thématique, et maintenons donc notre opinion Alléger sur le titre.
- La pression conjuguée des régulateurs et des clients (universités) oblige les éditeurs académiques, pour la première fois, à changer de modèle au profit de l'open access (OA). Le modèle historique d'abonnement (les utilisateurs paient pour avoir accès aux documents de recherche) évolue vers un modèle "gold OA", où l'éditeur perçoit des APC (article processing charges) pour couvrir ses coûts.
- **20% de l'EBIT 2016 à risque.** Le consensus estime, à tort, que la déflation sera nulle avant 2016, et limitée ensuite grâce au "gold OA", qui permet à l'éditeur de maintenir une partie de son CA, malgré la fin du modèle d'abonnement. Mais c'est sous-estimer 1/ le niveau de déflation induite ; 2/ la pression des régulateurs qui va s'accroître et se répandre dans plus de pays ; 3/ la rapidité de la migration, sous pression des régulateurs et des clients d'Elsevier. Selon nous, ce ne sont pas 3% de l'EBIT d'Elsevier qui sont à risque en 2016, mais 20%.
- Mais le niveau des APC est plus bas que les 2 000 £ cités par Finch, et espérés par Elsevier. 1 500 \$ sont la norme, comme le montrent les initiatives récentes d'Elsevier : passage de revues existantes en gold OA (voir MN du 25/09) ou lancement de nouvelles revues directement en gold OA, comme avec « NeuroImage: Clinical » hier. 1 500 \$, soit moins de 1 000 £ par article, vs un CA actuellement de 4 000 £ en moyenne généré par Reed sur son modèle actuel par abonnement.
- **La communication financière reste discrète sur le sujet de l'OA, mais les revues d'Elsevier migrent rapidement.** Le management est pris entre deux contraintes différentes : rassurer les investisseurs tout en évitant de donner trop d'arguments aux régulateurs. En revanche le site institutionnel Elsevier multiplie les initiatives en faveur de l'OA en gage de bonne volonté pour satisfaire régulateur et clients.

Analyste(s)

Pavel Govciyan (33 1) 58 55 56 02

Jérôme Bodin (33 1) 58 55 06 26

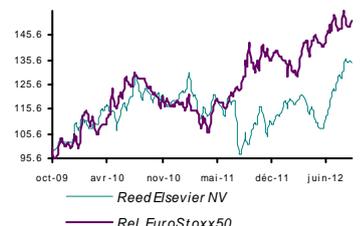
Cours	27/09/2012	10,53 €
Objectif		7,90 €
Potentiel		-24,9%

Performance	1 m	12 m	01/01
Absolu	3,8%	25,6%	16,9%
Secteur	1,0%	21,4%	13,4%
EuroStoxx50	1,8%	14,2%	8,2%

Capitalisation boursière	7,6 Md€
Flottant	100,0%
-	-
Volume Jour	21 M€

au 31/12	2012e	2013e	2014e
BPA (€)	0,95	0,92	0,95
Révision	-	-	-
Variation	14,6%	-3,2%	3,3%

PE (x)	11,1	11,4	11,1
P/CF (x)	6,3	6,6	6,6
VE/REX (x)	9,8	10,0	9,8
VE/EBE (x)	8,1	8,0	7,9
Rdt Net	3,2%	3,4%	3,6%
FCF yield	10,2%	9,9%	10,0%



Source : Natixis

Equity Markets equity.natixis.com

Accès Bloomberg NXSE

Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document.

Eléments financiers au 31/12

Reed Elsevier NV

Décomposition par activité (M€)	2010	2011	2012e	2013e	2014e	TMVA 11/14
Chiffre d'affaires	6 055	6 002	6 103	6 100	6 161	0,9%
Elsevier	2 026	2 058	2 070	2 048	2 026	-0,5%
LexisNexis	2 618	2 542	2 588	2 623	2 659	1,5%
Reed Exhibitions	693	707	785	769	815	4,9%
Reed Business Information	718	695	660	660	660	-1,7%
Résultat d'exploitation publié	1 090	1 205	1 199	1 173	1 189	-0,4%
Elsevier	647	695	706	671	650	-2,2%
LexisNexis	324	325	314	316	335	1,1%
Reed Exhibitions	127	132	140	142	153	4,9%
Reed Business Information	0	68	53	59	66	-1,0%
Corporate costs	-34	-49	-45	-45	-45	2,8%
Unallocated net pension credit	26	34	30	30	30	-4,1%
Marge d'exploitation publiée	18,0%	20,1%	19,6%	19,2%	19,3%	
Elsevier	31,9%	33,8%	34,1%	32,8%	32,1%	
LexisNexis	12,4%	12,8%	12,1%	12,0%	12,6%	
Reed Exhibitions	18,3%	18,7%	17,9%	18,4%	18,7%	
Reed Business Information	-	9,8%	8,0%	9,0%	10,0%	
Compte de résultat (M€)	2010	2011	2012e	2013e	2014e	TMVA 11/14
Chiffre d'affaires	6 055	6 002	6 103	6 100	6 161	0,9%
<i>Variation</i>	<i>-0,3%</i>	<i>-0,9%</i>	<i>1,7%</i>	<i>0,0%</i>	<i>1,0%</i>	
Croissance organique	2,0%	1,7%	1,1%	0,0%	1,0%	
Excédent brut d'exploitation	1 896	1 934	1 968	1 966	1 985	0,9%
<i>Variation</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,0%</i>	<i>1,7%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>1,0%</i>	
Résultat d'exploitation publié	1 090	1 205	1 199	1 173	1 189	-0,4%
<i>Variation</i>	<i>38,5%</i>	<i>10,6%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>-2,1%</i>	<i>1,3%</i>	
Résultat d'exploitation corrigé	1 555	1 626	1 620	1 578	1 584	-0,9%
<i>Variation</i>	<i>25,2%</i>	<i>4,6%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>-2,6%</i>	<i>0,4%</i>	
Marge d'exploitation	25,7%	27,1%	26,5%	25,9%	25,7%	
Résultat financier net	-279	-207	-225	-225	-225	
Résultat courant avant impôt	811	998	974	948	964	-1,2%
Résultat exceptionnel	-46	-22	-20	-20	-20	
Impôt sur les sociétés	-120	-181	-124	-121	-123	
Amt. / dep. survaleurs	-	-	-	-	-	
Résultat des SME	-	-	-	-	-	
Intérêts minoritaires	-6	-7	-5	-5	-5	
Résultat net des activités cédées	18	0	0	0	0	
Résultat net part du groupe	657	788	825	803	816	1,2%
<i>Variation</i>	<i>47,0%</i>	<i>19,9%</i>	<i>4,7%</i>	<i>-2,7%</i>	<i>1,7%</i>	
RNPG corrigé	639	788	825	803	816	1,2%
<i>Variation</i>	<i>43,0%</i>	<i>23,3%</i>	<i>4,7%</i>	<i>-2,7%</i>	<i>1,7%</i>	
Tableau de financement (M€)	2010	2011	2012e	2013e	2014e	TMVA 11/14
MBA	1 267	1 238	1 047	1 013	1 014	-6,4%
Investissements nets	-309	-353	-305	-305	-308	-4,4%
Diminution (Augmentation) du BFR	-6	26	-122	-110	-99	
Cash-flow disponible	952	911	620	598	607	-12,7%
Investissements financiers	-44	-401	0	0	0	
Distribution	-491	-506	-431	-431	-463	-2,9%
Augmentation de capital	11	9	0	0	0	
Produits de cessions	0	0	150	0	0	
Divers	313	0	27	0	0	
Augmentation (Diminution) de la trésorerie	741	13	366	167	144	
Endettement net	3 731	3 718	3 352	3 185	3 041	
Gearing	189,4%	169,2%	131,8%	117,1%	105,7%	

MORNING NEWS

RECHERCHE ACTIONS

28 septembre 2012

Services de télécommunications

Vodafone

VOD.L / VOD@LN

Neutre

Réunion d'analystes

Synergies avec CWW un peu faibles

Vodafone a présenté hier ses plans pour l'incorporation des activités de CWW, racheté 1,05 Md£. Les synergies nous paraissent un peu faibles quand les coûts d'intégration sont légèrement supérieurs à ce que nous escomptions. L'impact pour VOD est toutefois marginal.

- Synergies un peu faibles.** Le rachat de Cable&Wireless Worldwide (CWW) en juillet dernier pour 1,05 Md£ (1,31 Md£ en VE) est une bonne opération stratégique, les complémentarités sont évidentes. Toutefois, le coût d'intégration (500 M£) nous paraît un peu élevé quand les synergies (ratio synergies sur Opex + Capex consolidés de 4,1%) semblent un peu faibles par rapport à d'autres opérations (ratio de 7,2% en moyenne dans le secteur). CWW représentant 2,7% du CA consolidé (22% du nouvel EBITDA de VOD UK), cette opération n'est pas réellement structurante au niveau consolidé. Elle permet cependant à Vodafone de se renforcer significativement sur le marché des grands comptes en Grande-Bretagne. Nos révisions de BPA (-4,0%) résultent essentiellement de petits ajustements sur les taux de change. Opinion Neutre maintenue, **le trigger sur le titre réside avant tout dans le niveau du dividende de Verizon Wireless.**
- De multiples opportunités ...** L'intégration de CWW offre à Vodafone de multiples opportunités. Sur les clientèles des entreprises et des administrations en Grande-Bretagne, les synergies de revenus sont, sur le papier, importantes, CWW ayant de fortes positions sur ces segments de clientèles. Pour autant, si ils ont été détaillés hier, les chiffres avancés nous paraissent excessivement prudents (seulement 10% des synergies d'opFCF). Comme les autres opérateurs fixes, CWW souffre de la décroissance de son CA voix traditionnel. L'ambition de VOD est donc d'abord de parvenir à stabiliser le CA de CCW (-4,8% en 2011/12) avant d'explorer de nouvelles opportunités de croissance. Les autres sources potentielles de synergies résident essentiellement dans l'optimisation des réseaux (50% des synergies d'opFCF). Au total, le groupe table sur 250 à 300 M£ annuels de synergies.
- ... mais il faudra du temps.** Les synergies produiront leur plein effet en 2015/16. Le CA de CCW au RU est environ trois fois inférieur à celui de VOD dans ce pays. Compte tenu de ce rapport, nous pensions que le processus d'intégration serait plus rapide. Rappelons que lors de la création d'Everything Everywhere, une fusion qui nous semble plus complexe que celle de VOD/CWW, Orange et T-Mobile escomptait un effet plein des synergies en 4 ans.

Analyste(s)

Benoit Maynard (33 1) 58 55 05 11

Jacques de Greling (33 1) 58 55 04 83

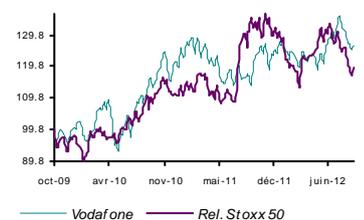
Cours	27/09/2012	176,90 p
Objectif		190,00 p
Potentiel		7,4%

Performance	1 m	12 m	01/01
Absolu	-4,2%	6,4%	-1,1%
Secteur	-1,0%	3,8%	-0,9%
Stoxx 50	0,4%	17,0%	7,7%

Capitalisation boursière	93,8 Md£
Flottant	87,5%
Black Rock Inc	6,0%
Volume Jour	92 ME

au 31/3/n+1	2012e	2013e	2014e
BPA (p)	15,80	16,25	17,42
Révision	-1,8%	-4,8%	-5,5%
Variation	6,0%	2,8%	7,2%

PE (x)	11,2	10,9	10,2
P/CF (x)	7,0	6,3	5,9
VE/REX (x)	21,2	21,1	19,2
VE/EBE (x)	9,0	8,8	8,2
Rdt Net	5,8%	6,2%	6,6%
FCF yield	6,1%	8,4%	9,9%



Source : Natixis

Equity Markets equity.natixis.com

Accès Bloomberg NXSE

Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document.

Éléments financiers au 31/3/n+1

Vodafone

Décomposition par activité (ME)	2010	2011	2012e	2013e	2014e	TMVA 11/14
Chiffre d'affaires	45 885	46 421	44 092	44 773	44 821	-1,2%
Europe	32 018	32 186	30 487	30 941	30 899	-1,4%
Afrique Moyen O. et Asie	13 302	13 866	13 413	13 632	13 714	-0,4%
Autre et eliminations	565	368	192	200	208	-17,3%
Excédent Brut d'Exploitation	14 670	14 475	13 739	13 671	14 056	-1,0%
Europe	10 823	10 445	9 714	9 539	9 827	-2,0%
Afrique Moyen O. et Asie	3 999	4 115	4 065	4 172	4 269	1,2%
Autre et eliminations	-152	-85	-40	-40	-40	22,2%
Marge brute d'exploitation	32,0%	31,2%	31,2%	30,5%	31,4%	
Europe	33,8%	32,5%	31,9%	30,8%	31,8%	
Afrique Moyen O. et Asie	30,1%	29,7%	30,3%	30,6%	31,1%	
Autre et eliminations	-26,9%	-23,1%	-20,8%	-20,0%	-19,2%	
Compte de résultat (ME)	2010	2011	2012e	2013e	2014e	TMVA 11/14
Chiffre d'affaires	45 885	46 421	44 092	44 773	44 821	-1,2%
<i>Variation</i>	<i>3,2%</i>	<i>1,2%</i>	<i>-5,0%</i>	<i>1,5%</i>	<i>0,1%</i>	
Croissance organique	2,8%	-	-	-	-	
Excédent brut d'exploitation	14 670	14 475	13 739	13 671	14 056	-1,0%
<i>Variation</i>	<i>-0,4%</i>	<i>-1,3%</i>	<i>-5,1%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>2,8%</i>	
Résultat d'exploitation publié	11 818	11 532	11 415	11 451	12 011	1,4%
<i>Variation</i>	<i>72,8%</i>	<i>-2,4%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>0,3%</i>	<i>4,9%</i>	
Résultat d'exploitation corrigé	6 703	6 569	5 791	5 664	6 003	-3,0%
<i>Variation</i>	<i>-41,5%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>-11,8%</i>	<i>-2,2%</i>	<i>6,0%</i>	
Marque d'exploitation	14,6%	14,2%	13,1%	12,7%	13,4%	
Résultat financier net	-429	-1 932	-1 417	-1 339	-1 144	
Résultat courant avant impôt	6 274	4 637	4 374	4 325	4 858	1,6%
Résultat exceptionnel	4 259	3 999	-40	-40	-40	
Impôt sur les sociétés	-1 628	-2 546	-1 892	-1 914	-2 057	
Amt. / dep. survaleurs	-6 150	-4 050	0	0	0	
Résultat des SME	5 115	4 963	5 623	5 787	6 008	
Intérêts minoritaires	-98	46	47	48	49	
Résultat net des activités cédées	0	0	0	0	0	
Résultat net part du groupe	7 968	6 957	8 018	8 110	8 721	7,8%
<i>Variation</i>	<i>-7,8%</i>	<i>-12,7%</i>	<i>15,3%</i>	<i>1,1%</i>	<i>7,5%</i>	
RNPG corrigé	8 776	7 550	7 865	8 088	8 670	4,7%
<i>Variation</i>	<i>3,6%</i>	<i>-14,0%</i>	<i>4,2%</i>	<i>2,8%</i>	<i>7,2%</i>	
Tableau de financement (ME)	2010	2011	2012e	2013e	2014e	TMVA 11/14
MBA	12 924	13 488	12 623	13 873	14 941	3,5%
Investissements nets	-8 589	-7 735	-7 117	-6 208	-5 920	-8,5%
Diminution (Augmentation) du BFR	566	206	260	235	228	
Cash-flow disponible	4 901	5 959	5 766	7 899	9 248	15,8%
Investissements financiers	-1 333	-644	-1 118	200	200	
Distribution	-4 468	-6 643	-4 901	-5 185	-5 548	-5,8%
Augmentation de capital	-2 087	-3 583	-1 500	0	0	
Produits de cessions	6 400	7 589	1 700	300	300	
Divers	45	2 755	-18	14	10	
Augmentation (Diminution) de la trésorerie	3 458	5 433	-72	3 228	4 210	
Endettement net	29 858	24 425	24 497	21 269	17 059	
Gearing	34,1%	31,2%	30,7%	25,7%	19,9%	

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.

* Jusqu'au 30/04/2010, les recommandations de Natixis portaient sur les 6 prochains mois et étaient définies comme suit :

Acheter	Potentiel de hausse supérieure à 15% par rapport au marché assorti d'une grande qualité des fondamentaux.
Renforcer	Potentiel de hausse de 0 à 15% avec un niveau de risque élevé
Alléger	Potentiel de baisse de 0 à 15%
Vendre	Potentiel de baisse supérieure à 15% et/ou avec des risques très élevés sur les fondamentaux industriels et financiers.

A compter du 1/05/2010, 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 28 septembre 2012, 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	44,08%	2,48%
Neutre	41,60%	0,55%
Alléger	13,50%	0,00%

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

Ce document d'informations s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il vous est communiqué à titre d'information et ne peut être divulgué à un tiers sans le consentement préalable de Natixis. Il ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Les performances passées et simulées ne garantissent pas les performances futures. Toute opinion contenue dans le présent document reflète le contexte actuel et peut être modifiée à tout moment sans préavis. Natixis ne saurait être tenue responsable des conséquences d'une quelconque décision prise au regard des informations contenues dans ce document. Natixis a mis en place des procédures appropriées de séparations 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. A la date de cette publication, Natixis et/ou l'une de ses filiales ou sous-filiales peuvent être en conflit d'intérêt avec l'émetteur mentionné. En particulier, il se peut ainsi que Natixis ou toute personne morale ou physique liée, leurs dirigeants, leurs représentants légaux ou leurs salariés aient investi pour leur propre compte ou agissent ou envisagent d'agir, dans les douze mois à venir, en tant que conseiller, apporteur de liquidité, teneur de marché, ou banquier d'affaires d'une des sociétés mentionnées dans cette publication.

Natixis est agréée par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) 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 il est agréé.

Ce document de recherche est distribué depuis le Royaume Uni par Natixis, Succursale de Londres, qui est reconnue par l'ACP et réglementée par la « Financial Services Authority » pour ses activités au Royaume Uni. Les détails concernant la régulation qu'exerce la FSA peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

La communication / distribution de ce document en Allemagne est réalisée / sous la responsabilité de Natixis, Succursale d'Allemagne. Natixis est agréée par l'ACP et réglementée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour la conduite de ses activités en Allemagne.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACP 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, 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 agréé 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.