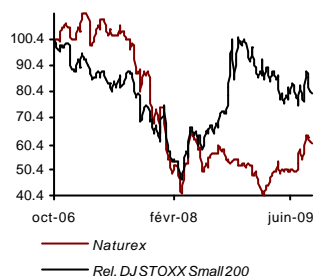


29/09/2009



Source : Natixis Securities

## Alimentation

# Naturex

NATU.PA / NRX@FP

France

## Renforcer

## Changement d'échelle

Cours	28/09/2009	29,40 €
Objectif		33,00 €
Potentiel		12,2%

Performanc	1 m	12 m	01/01
Absolu	-4,8%	11,0%	16,8%
Secteur	3,8%	-0,2%	16,8%
DJS Small200	3,7%	-1,8%	44,2%

Extrêmes 12 mois	31,55 € / 19,50 €
CAC MidSmall	6136,4
DJS Small200	144,8

Capitalisation boursière	114,1 M€
Flottant	74,5%
SGD	24,8%
Volume Jour	128 k€

au 31/12	2009e	2010e	2011e
BPA (€)	1,81	1,73	1,82
Révision	-	-	-

### Analyste

Olivier Lebrun (33 1) 58 55 91 71  
olivier.lebrun@sec.natixis.com

Site Internet	www.naturex.com
Natixis Securities	www.sec.natixis.com

Accès Bloomberg NXSE

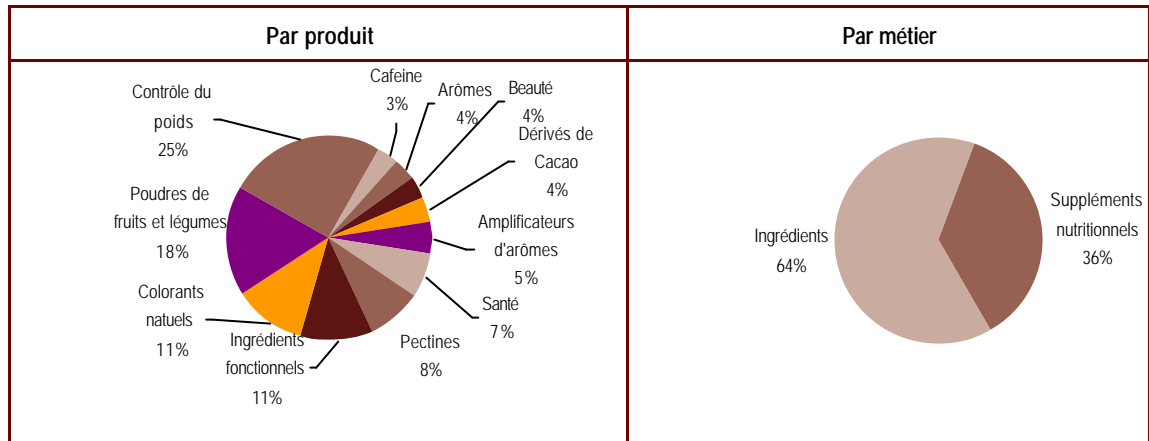
- **L'acquisition de la moitié des actifs de la société espagnole cotée Natraceutical va quasiment doubler la taille de Naturex** (CA pro forma 2009e de 185 M€) dans son métier des ingrédients naturels. Cette opportunité historique justifie d'écorner les engagements récents de ne pas procéder à de nouvelles opérations de croissance externe après l'augmentation de capital de février 2009.
- Les actifs repris sont assez divers et présents sur trois continents. Cette relative **complémentarité en termes de produits et de positionnement géographique** devrait permettre des synergies commerciales et industrielles. Nous estimons, toutefois, qu'elles apparaîtront surtout à partir de 2011 pour les synergies commerciales, et ultérieurement pour d'éventuelles synergies industrielles.
- La croissance des ventes (actuellement quasi nulle) et la rentabilité (12% de marge EBITDA) des actifs rachetés sont bien inférieures aux niveaux dégagés par Naturex (respectivement 10% et 17% en 2008). **Le potentiel de redressement est donc significatif** et on peut estimer que, compte tenu de son track record d'acquisitions (celle-ci est la 8<sup>ème</sup> de son histoire), une accélération de la croissance organique de Natraceutical et une amélioration de ses marges sont tout à fait possibles à horizon un an.
- Il n'en demeure pas moins que **le prix payé par Naturex est élevé**. Il est proche de 80 M€, auquel il faut rajouter une trentaine de M€ de dettes reprises par Naturex. La valeur d'entreprise s'élève donc à 110 M€, ce qui fait ressortir des multiples supérieurs de 25% à ceux de notre échantillon de midcaps de l'agroalimentaire.
- L'opération est inévitablement dilutive (-15% sur le BPA 2011), mais les multiples actuels (après prise en compte de l'opération) ne montrent **pas une prime (10% environ selon les ratios) exagérée par rapport à notre échantillon de midcaps de l'agro-alimentaire compte tenu du surplus de croissance (TMVA BPA 08/11e de 10% vs 5,6%)**. En outre, cette acquisition donne au groupe une position réellement internationale et un statut de leader mondial dans les ingrédients naturels de spécialité. Ce qui conjugué au potentiel d'appréciation (12%) justifie le maintien de notre opinion Renforcer.

Clôture au 31/12	Chiffre d'affaires (M€)	RNpg publié (M€)	BPA corrigé (€)	Var. BPA (%)	PE (x)	VE/REX (x)	P/CF (x)	Rdt Net (%)
2008	93,2	4,2	1,36	-3,0	-	-	-	-
2009e	105,8	7,0	1,81	33,1	16,2	13,3	9,7	0,4
2010e	194,2	11,0	1,73	-4,7	17,0	10,2	9,3	0,4
2011e	206,7	11,6	1,82	5,1	16,2	9,0	9,4	0,4

## Des actifs divers

En août, Naturex a annoncé la signature d'un protocole d'accord en vue d'acquérir un certain nombre d'actifs de la société espagnole cotée Natraceutical Group. Les actifs rachetés sont constitués principalement d'ingrédients alimentaires, la partie restante étant surtout des suppléments nutritionnels.

Graphique 1 : Répartition du CA 08 de Natraceutical par produit



Source : Société

Les entités, qui font l'objet du protocole sont les suivantes :

- Overseal (RU, CA 22 M€) : colorants, levures, Talin.
- King food (Australie, CA 10 M€) : négoce d'ingrédients à titre principal + un outil de mélange et de formulation.
- Obipektin (Suisse, CA 42 M€) : pectine de spécialités, poudres de fruits et légumes.

A cela, s'ajoutent des actifs plus modestes, mais qui peuvent avoir un intérêt stratégique pour Naturex (nouveau produit, nouvelle zone, potentiel de recherche) :

- Exnama (Brésil, CA 3,5 M€) : caféine purifiée.
- Une filiale de distribution en Russie (CA 1,5 M€) : plate-forme de distribution des produits d'Obipektin et d'Overseal.
- 24,9% de Biopolis (recherche en biotechnologie).

Ainsi que des éléments, qui, sans être des filiales proprement dit, peuvent compléter l'outil industriel de Naturex :

- un brevet sur la fabrication de bêtaglucane (Viscofiber),
- une usine d'extraction en Espagne à Valence.

Les actifs repris par Naturex correspondent plus ou moins à la division Ingrédients de Natraceutical.

Tableau 1 : Contribution au résultat net 2008 des différentes filiales de Natraceutical (en gras ceux repris par Naturex)

En M€	Contribution au RN	Localisation	% détention
Natraceutical SA	0,5	Valencia	-
Natraceutical SLU	(3,1)	Valencia	100
<b>Exnama</b>	<b>(0,1)</b>	<b>Brésil</b>	<b>100</b>
<b>Obipektin AG</b>	<b>(0,2)</b>	<b>Suisse</b>	<b>100</b>
<b>Overseal Ltd</b>	<b>1,3</b>	<b>RU</b>	<b>100</b>
Forté Pharma SAM	5,2	Monaco	100
Forté Pharma Benelux	(0,5)	Belgique	100
Forté Services SAM	(0,7)	Monaco	100
Forté Pharma SLU	(1,3)	Barcelona	100
<b>Kingfood Limited</b>	<b>0,4</b>	<b>Australie</b>	<b>100</b>
<b>Natraceutical Russia</b>	<b>(0,1)</b>	<b>Russie</b>	<b>99</b>
<b>Biopolis, S.L.</b>	<b>(0,1)</b>	<b>Valencia</b>	<b>22,5</b>
<b>Total</b>	<b>1,5</b>		

Source : Société

## Un potentiel d'amélioration de la rentabilité

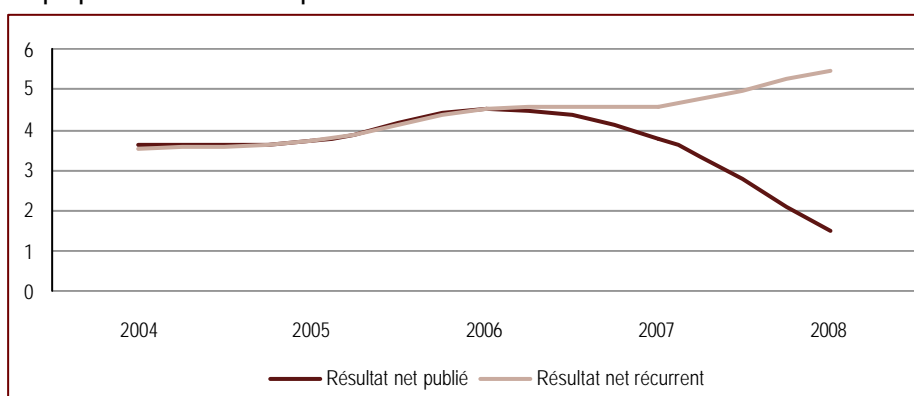
Natraceutical a connu une croissance rapide de ses ventes, qui s'est accompagnée d'un effritement de sa marge opérationnelle. Actuellement, ses marges d'EBITDA comme opérationnelle sont inférieures à celles de Naturex.

Tableau 2 : Comptes simplifiés de Natraceutical

En M€	2007	2008	S1 09
CA	141,7	161,0	41,3
Marge brute (%)	60,2	59,4	59,9
EBITDA	17,1	22,2	4,5
Marge EBITDA (%)	12,1	13,8	11,0
ROP	13,4	13,4	3,1
Marge opérationnelle (%)	9,4	8,3	7,6
Charges financières nettes	(5,8)	(7,2)	(1,7)
Impôt	(0,1)	(0,7)	(0,1)
Résultat net	3,8	1,5	1,0
Endettement net	84,3	73,9	nd
Gearing (%)	60	56	nd

Source : Société

Graphique 2 : Evolution du RN publié et du RN récurrent de Natraceutical



Source : Société

Les actifs acquis représentent environ la moitié du CA de Natraceutical (161 M€ de CA en 2008), soit 80 M€. Leur croissance organique semble assez limitée, voire stable. Ils génèrent un EBITDA de 10 M€, soit une marge semblable à celle de la totalité de Natraceuticals (12%), mais bien inférieure à celle de Naturex (17%). En termes de résultat opérationnel, on peut estimer qu'ils apportent 7 M€ par an, soit une MOP de 9% à comparer à 12,1% pour Naturex.

Toutefois, les filiales rachetées par Naturex sont peu exposées au segment des commodities. D'après le management, ceux-ci ne dépassent pas 12% du CA d'Obipektin (certaines poudres de tomates). En revanche, cette filiale produit des poudres atomisées de fruits et légumes grâce à un outil de séchage à basse température très performant, ainsi que de multiples variétés de pectines de pommes. Overseal ne produit pas de couleurs proprement dit, mais élabore des formules complexes destinées à l'industrie. Le risque de pression sur les prix paraît donc limité.

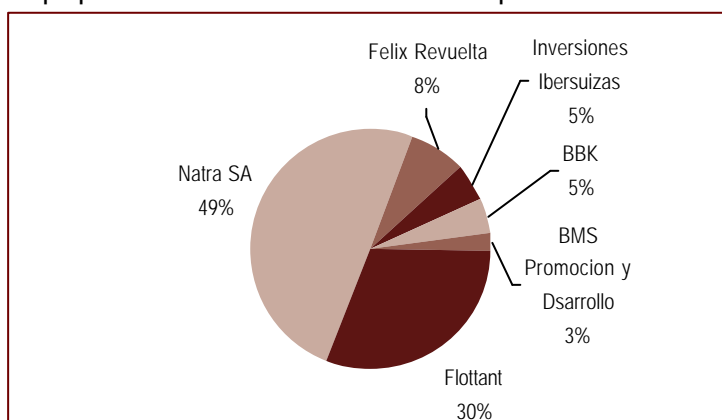
Le groupe pourrait tirer des synergies commerciales et industrielles de cette opération. Les premières, les plus rapides à obtenir, concerneraient en premier lieu le marché américain, où pourraient être écoulés via Naturex Inc. de nombreux produits de Natraceutical (nouveaux produits : pectines, poudres de fruits ; produits complémentaires : colorants, Talin, polyphénols de cacao). En outre, les implantations russe et australienne devraient abriter assez rapidement des bureaux commerciaux.

Les synergies industrielles sont, en revanche, moins immédiates. Le groupe augmenterait nettement le nombre de ses usines, puisqu'à ses sites de production d'Avignon, du Maroc et du New Jersey s'ajouteraient ceux de Natraceutical de Suisse, du Brésil, du Royaume-Uni et d'Espagne. Il est pour l'heure difficile de dire comment le groupe réorganisera son tissu industriel. Aussi, nous limiterons nous dans nos prévisions à ne prendre en compte qu'une augmentation de la croissance organique du CA grâce à l'offre des nouveaux produits de Natraceutical.

## Un impact dilutif inévitable

Les modalités de l'opération ne sont pas encore fixées avec précision, mais l'on sait que l'actionnaire espagnol de Natraceutical détiendra, après l'opération, 39% du capital de Naturex, ce qui en fera le principal actionnaire du groupe. Toutefois, la holding familiale de Jacques Dikansky (SGD, 15% du capital après l'opération) restera l'actionnaire de référence par limitation des droits de vote du nouvel entrant (20% comme la SGD).

Graphique 3 : Actionnariat de Natraceutical avant l'opération



Source : Société

L'augmentation de capital dédiée devrait se traduire par une création de 2,5 M nouveaux titres Naturex, soit une somme de 72 M€ au cours de 28/29 € (estimés).

A la suite de la consolidation de Natraceutical, Naturex a communiqué qu'en pro forma 2009 le ratio de Dette nette/EBITDA ressortira à 3,5 fois, ce qui implique qu'il reprendra une trentaine de M€ de dettes nettes de Natraceutical. Naturex paiera également un dizaine de M€ en cash. La valeur d'entreprise de cette opération s'établit donc à 110 M€ et fait ressortir des multiples de 1,4x les ventes 09e, 11x l'EBITDA 09e, 16x l'EBITA 09e. Ces niveaux sont supérieurs de 25% en moyenne à la médiane des valeurs Micaps de l'agroalimentaire que nous suivons (respectivement 1,2x les ventes 09e, 8,4x l'EBITDA 09e, 12,3x l'EBITA 09e).

La croissance des ventes (actuellement quasi nulle) et la rentabilité (12% de marge EBITDA) des actifs rachetés sont bien inférieures aux niveaux de Naturex. Le potentiel de redressement est donc significatif mais il n'en demeure pas moins que l'opération aura, à partir de 2010, un impact dilutif de 15% par an en moyenne. Nous prévoyons un BPA en baisse de 5% en 2010e et en hausse de 5% en 2011e.

Tableau 4 : BPA prévisionnel de Naturex après la consolidation de Natraceutical

En €	2008	2009e	2010e	2011e	2012e
BPA corrigé	1,36	1,81	1,73	1,82	2,08
Var. (%)	-3,0	+33,0	-4,7	+5,1	+14,4
Impact dilutif (%)	ns	ns	-9,0	-15,0	-8,0

Source : Estimations Natixis Securities

## Une prime modérée par rapport aux Midcaps de l'agro-alimentaire

Au cours actuel et en tenant compte de l'intégration de Natraceutical pour un prix de 110 M€, Naturex se traiterait en 2011e sur des multiples supérieurs à la médiane des Midcaps de l'agroalimentaire.

Tableau 5 : Multiples de valorisation de Naturex après la consolidation de Natraceutical

En x	Médiane Midcaps agro	Naturex
PE 11e	14,2	16,2
VE/EBITA 11e	6,1	6,5
VE/EBITDA 11e	9,7	9,0
VE/C A 11e	0,9	1,0
TMVA 08/11 BPA (%)	5,6	10,0

Source : Estimations Natixis Securities

L'opération est inévitablement dilutive (15% sur le BPA 2011), mais les multiples actuels (après prise en compte de l'opération) ne montrent pas une prime exagérée (10% environ selon les ratios) par rapport à notre échantillon de midcaps de l'agro-alimentaire compte tenu du surplus de croissance (TMVA BPA 08/11e de 10% vs 5,6%). En outre, cette acquisition donne au groupe une position réellement internationale et un statut de leader mondial dans les ingrédients naturels de spécialité. Ce qui conjugué au potentiel d'appréciation (12%) justifie le maintien de notre opinion Renforcer.

## Eléments financiers au 31/12

Naturex

Décomposition par activité (M€)	2007	2008	2009e	2010e	2011e	TMVA 08/11
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>72,2</b>	<b>93,2</b>	<b>105,8</b>	<b>194,2</b>	<b>206,7</b>	<b>30,4%</b>
Aromatique & Agro-alim.	16,5	30,5	33,7	33,1	34,4	4,2%
Nutraceutique & Pharmaceutique	45,7	57,0	65,8	68,7	73,5	8,8%
Extraction à façon & Divers	10,0	3,6	4,0	4,0	4,1	4,9%
Cosmétique	0,0	2,1	2,3	2,3	2,5	5,5%
Natraceutical	0,0	-	-	86,1	92,1	
<b>Résultat d'exploitation publié</b>	<b>6,1</b>	<b>11,3</b>	<b>13,6</b>	<b>21,3</b>	<b>22,8</b>	<b>26,6%</b>
Aromatique & Agro-alim.	1,4	3,7	4,4	4,4	4,6	7,2%
Nutraceutique & Pharmaceutique	3,9	7,0	8,6	9,2	10,1	12,8%
Extraction à façon & Divers	0,8	0,4	0,4	0,4	0,5	7,8%
Cosmétique	0,0	0,2	0,2	0,2	0,3	11,5%
Natraceutical	0,0	-	-	7,0	7,5	
<b>Marge d'exploitation publiée</b>	<b>8,4%</b>	<b>12,1%</b>	<b>12,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>11,0%</b>	
Aromatique & Agro-alim.	8,4%	12,1%	12,9%	13,2%	13,2%	
Nutraceutique & Pharmaceutique	8,4%	12,3%	13,1%	13,4%	13,7%	
Extraction à façon & Divers	8,4%	10,2%	11,0%	11,1%	11,1%	
Cosmétique	-	8,9%	9,9%	10,2%	10,5%	
Natraceutical	-	-	-	8,1%	8,1%	

Compte de résultat (M€)	2007	2008	2009e	2010e	2011e	TMVA 08/11
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>79,5</b>	<b>93,2</b>	<b>105,8</b>	<b>194,2</b>	<b>206,7</b>	<b>30,4%</b>
<i>Variation</i>	<i>20,1%</i>	<i>17,2%</i>	<i>13,5%</i>	<i>83,6%</i>	<i>6,4%</i>	
Croissance organique	1 300,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Excédent brut d'exploitation	10,6	15,8	18,7	30,6	31,6	26,0%
<i>Variation</i>	<i>11,1%</i>	<i>48,1%</i>	<i>18,9%</i>	<i>63,5%</i>	<i>3,0%</i>	
<b>Résultat d'exploitation publié</b>	<b>6,7</b>	<b>11,3</b>	<b>13,6</b>	<b>21,3</b>	<b>22,8</b>	<b>26,6%</b>
<i>Variation</i>	<i>-1,6%</i>	<i>67,6%</i>	<i>21,1%</i>	<i>55,9%</i>	<i>7,4%</i>	
Résultat d'exploitation corrigé	7,5	11,3	13,6	21,3	22,8	26,6%
<i>Variation</i>	<i>1,0%</i>	<i>50,6%</i>	<i>21,1%</i>	<i>55,9%</i>	<i>7,4%</i>	
Marge d'exploitation	9,4%	12,1%	12,9%	10,9%	11,0%	
Résultat financier net	-3,1	-4,9	-4,8	-5,0	-5,7	
Résultat courant avant impôt	3,6	6,4	8,8	16,2	17,1	39,1%
Résultat exceptionnel	1,6	-0,8	0,1	0,0	0,0	
Impôt sur les sociétés	-1,2	-1,7	-2,2	-5,5	-5,8	
Amt. / dep. survaleurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Résultat des SME	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	
Intérêts minoritaires	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	
Résultat net des activités cédées	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>7,0</b>	<b>11,0</b>	<b>11,6</b>	<b>39,7%</b>
<i>Variation</i>	<i>-22,4%</i>	<i>-2,1%</i>	<i>65,6%</i>	<i>56,6%</i>	<i>5,1%</i>	
RNPG corrigé	4,3	4,2	7,0	11,0	11,6	39,7%
<i>Variation</i>	<i>-22,4%</i>	<i>-2,1%</i>	<i>65,6%</i>	<i>56,6%</i>	<i>5,1%</i>	

Tableau de financement (M€)	2007	2008	2009e	2010e	2011e	TMVA 08/11
MBA	13,6	15,9	19,1	30,8	31,8	25,9%
Investissements nets	-8,0	-8,2	-10,0	-5,0	-5,0	-15,3%
Diminution (Augmentation) du BFR	-6,7	-4,4	-1,8	-10,9	-0,6	
Cash-flow disponible	-1,1	3,3	7,2	14,9	26,2	ns
Investissements financiers	-1,2	-13,4	-2,0	-110,0	0,0	
Distribution	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,7	32,9%
Augmentation de capital	0,7	0,5	17,1	71,0	0,0	
Produits de cessions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Divers	-7,4	4,1	-8,2	-11,8	-12,8	
Augmentation (Diminution) de la trésorerie	-9,3	-5,7	13,8	-36,2	12,7	
<b>Endettement net</b>	<b>64,1</b>	<b>79,6</b>	<b>65,8</b>	<b>102,0</b>	<b>89,3</b>	
<b>Gearing</b>	<b>125,6%</b>	<b>134,4%</b>	<b>99,5%</b>	<b>133,5%</b>	<b>102,4%</b>	

Natixis et/ou ses filiales a/ont conclu un contrat de liquidité sur un (des) instrument(s) financier(s) de l'émetteur.

Historique des changements de recommandations sur Naturex sur les 36 derniers mois

Date	Recommandation	Précédente	Cours
01/09/2009	Renforcer	Acheter	30,90 €
24/12/2007	Acheter	Renforcer	34,61 €
02/10/2007	Renforcer	Alléger	38,96 €
04/09/2007	Alléger	-	41,17 €

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 Securities portent sur les 6 prochains mois et sont 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.

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 Securities. 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 Securities ne saurait être tenu responsable des conséquences d'une quelconque décision prise au regard des informations contenues dans ce document. Natixis Securities est une filiale de Natixis. Elle est réglementée par le CECEI, la Commission bancaire et l'Autorité des marchés financiers et a mis dans ce cadre 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 « Murailles de Chine » 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 Securities 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.

Ce document de recherche est distribué depuis le Royaume Uni par Natixis, Succursale de Londres, qui est reconnue par le Comité des Établissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement 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.

Avertissement des sociétés liées à l'étranger - diffusion aux Etats-Unis.

Natixis Securities (Paris), 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 Bleichroeder Inc., Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une société sœur de Natixis Securities (Paris). Natixis Securities (Paris) n'emploie aucun collaborateur commun avec Natixis Bleichroeder Inc. Natixis Bleichroeder Inc. 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 Securities (Paris), qui ne sont pas associés de Natixis Bleichroeder Inc. 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.

Pour recevoir toute information supplémentaire relative à tout titre ou instrument financier mentionné dans le présent document, ou pour effectuer une transaction sur ceux-ci, merci de contacter un représentant agréé de Natixis Bleichroeder Inc. 1345 Avenue of the Americas, New York, NY 10105

## Natixis Securities Paris

47 quai d'Austerlitz  
75013 Paris  
France  
Société anonyme au capital de 4014 072 €  
682 039 888 RCS Paris

**Directeur Général**  
**Pierre Heydacker**  
Tel. (33 1) 58 55 06 30  
pierre.heydacker@sec.natixis.com

**Directeur du bureau d'Etudes**  
**Sixte de Gastines**  
Tel. (33 1) 58 55 06 87  
sixte.degastines@sec.natixis.com

**Responsable Vente Actions France**  
**France - Suisse - Benelux**  
**Philippe Denoyelle**  
Tel. (33 1) 58 55 05 91  
philippe.denoyelle@sec.natixis.com

**Responsable Vente Actions Europe**  
**UK - Allemagne - Scandinavie - Italie**  
**Vincent Lutreau**  
Tel. (33 1) 58 55 90 74  
vincent.lutreau@sec.natixis.com

**Responsable Sales trading**  
**Christian Nucci**  
Tel. (33 1) 58 55 05 76  
christian.nucci@sec.natixis.com

**Responsable Vente Corporate**  
**Cédric Richard**  
Tel. (33 1) 58 55 90 60  
cedric.richard@sec.natixis.com

## Natixis Bleichroeder Inc. New York

1345 Avenue of the Americas  
New York, NY 10105  
USA  
Member of the NASD and SIPC

**Eric Jeandesboz**  
Tel. (1 212) 891 57 79  
eric.jeandesboz@blr.natixis.com

## Natixis Francfort

Im Trutz Frankfurt 55  
D-60322 Frankfurt  
Allemagne

**Sarah Schmitz**  
Tel. (49 69) 971 53 312  
sarah.schmidtke@de.natixis.com