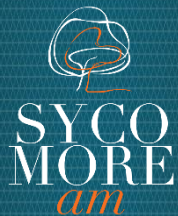


HU
MAN
is CA
PI
TAL



Sycomore Asset Management

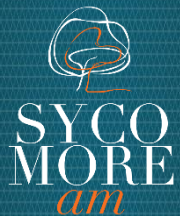
November 2020

Warning

This document is meant exclusively for qualified investors as defined in articles L. 411-2 and D. 411-1 of the French financial and monetary code and for professional investors as defined in articles L. 533-16 and D. 533-11 of the same code.

It may in no case whatsoever be used in promotional or marketing activities aimed at non-professional investors.

HU
MAN
is CA
PI
TAL



Sycomore Asset Management

Our company |
Investment Philosophy & Process

An **entrepreneural** vision

- ▶ In **2001**, an **entrepreneural adventure** began
- ▶ Strategic partnership with Generali in 2019
- ▶ **Independent** in terms of **governance, strategy** and **fund management**



Our key asset: **human capital**

- ▶ **68** professionals
- ▶ A corporate culture focusing on **talent**, **cohesion** and **commitment**
- ▶ A happy employee is more **creative**, more **involved** and more **successful**



Independence in our investment management, strong performance driver

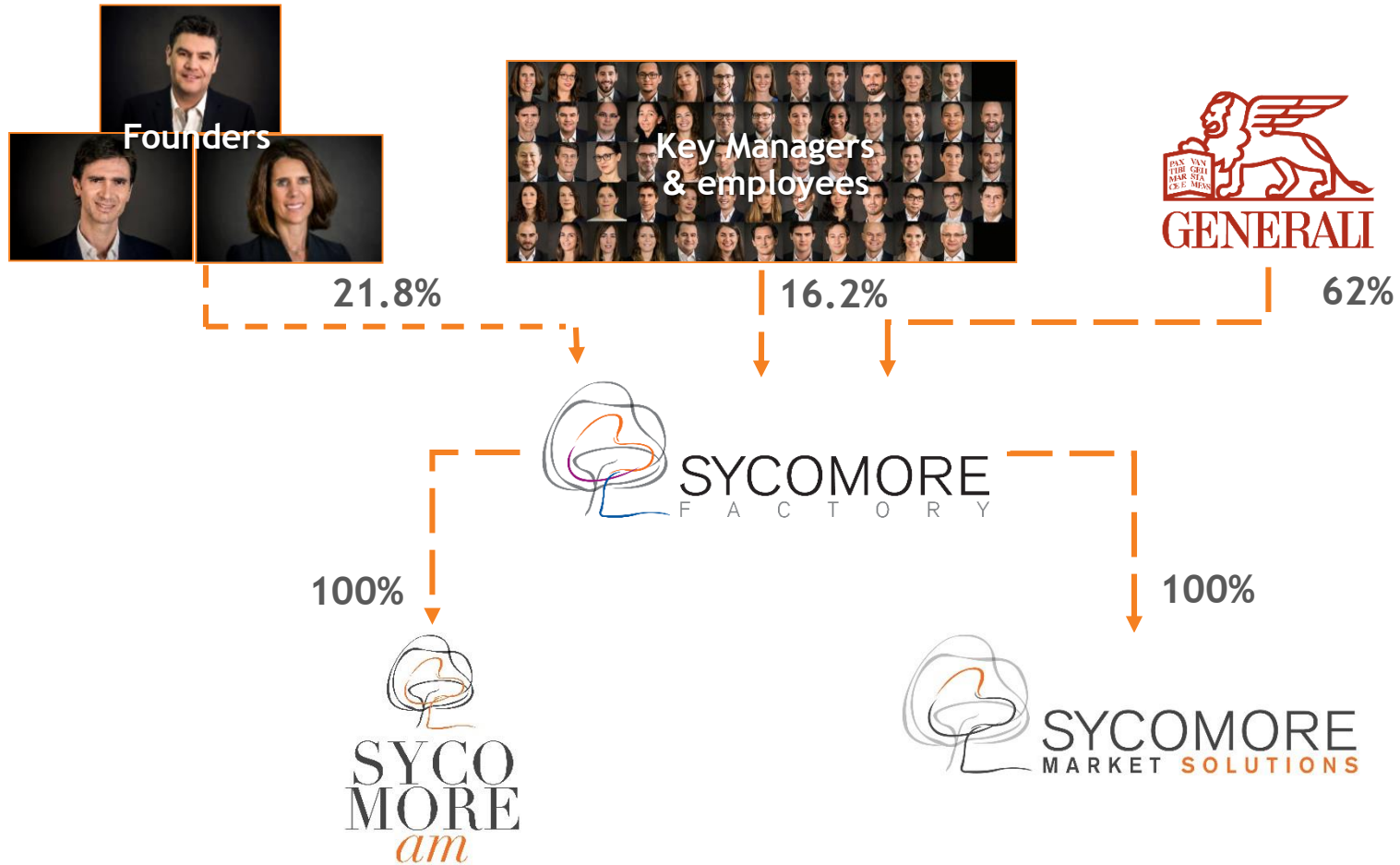
- ▶ **Stable** and **experienced** management
- ▶ **23** analysts-fund managers of which **9** SRI specialists
- ▶ **Fundamental** and proprietary **analysis**

Leading company **in sustainable investment** in France

- ▶ **Integrated extra-financial analysis** applied to all managed assets
- ▶ **Shareholder engagement** at the heart of our approach
- ▶ **€6.5 bn AUM** of which **67%** has a specific **SRI approach**



capitalistic chart with Generali



from a company with a mission to a mission-driven company

MAKE INVESTMENT



MORE HUMAN



Les Echos

Le gestionnaire d'actifs Sycomore devient le premier gérant à mission

Alors que la finance verte et durable est devenue un enjeu central pour les gestionnaires d'actifs, Sycomore, pionnier du secteur en France, est le premier à franchir le pas et à devenir une entreprise à mission.

Bastien Bouchaud
@BastienBouchaud

Sycomore passe un nouveau cap dans son engagement en faveur de la finance durable. La boutique, pionnière en France de l'investissement ESG (selon des critères envi-

et directrice du développement. « C'est une évolution naturelle pour nous, nous avons déjà formalisé notre mission il y a quelques années et avons participé aux travaux sur les entreprises à mission pendant l'étude de la loi Pacte », rappelle-t-elle. Sycomore, qui gère 8 milliards

Sycomore s'engage par ailleurs à reverser une partie de ses frais de gestion à des associations caritatives.

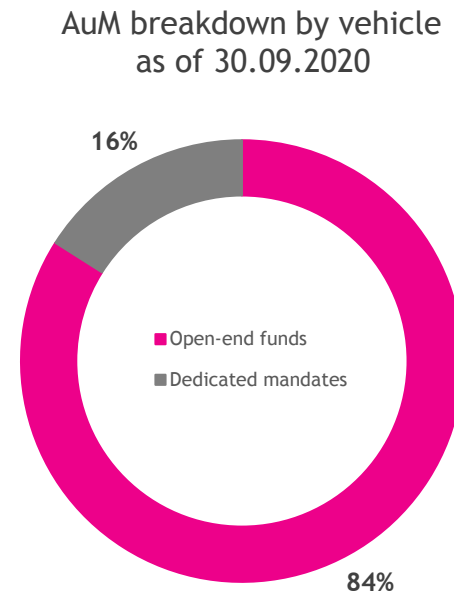
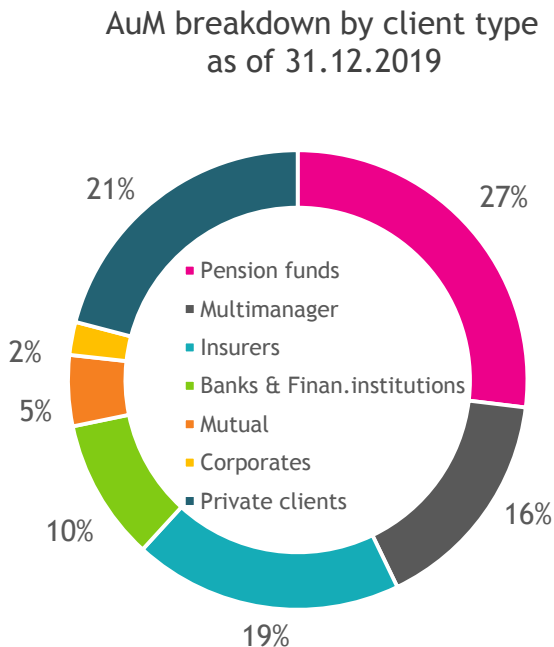
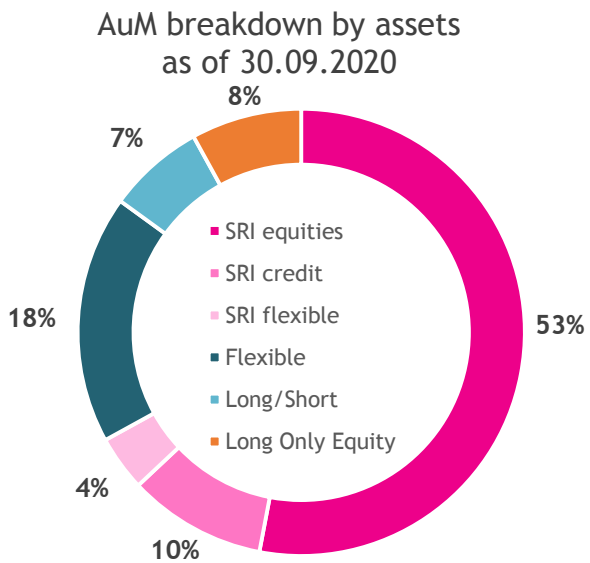
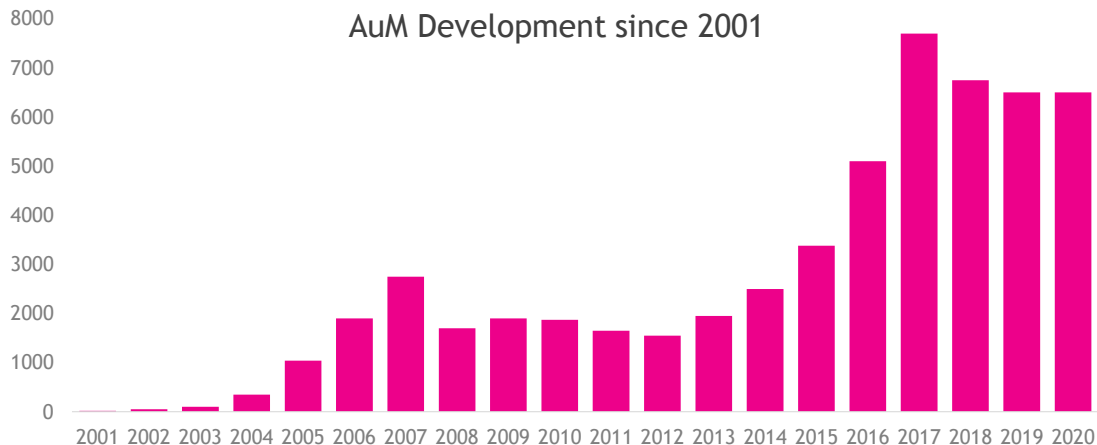
C'est le rôle du Comité mission et développement durable, composé de représentants des différents métiers de Sycomore, dont les gérants, le contrôle des risques ou encore les relations humaines.

« Le plus important c'est de définir des objectifs quantifiables pour pouvoir mesurer nos avancées », insiste Christine Kolb. Ces objectifs seront publiés dans son rapport annuel, ainsi que les indicateurs retenus. Certains s'appuieront sur les méthodologies déjà développées par la société de gestion pour mesurer l'impact environnemental et social des sociétés dans lesquelles elle investit. Sycomore s'engage par



assets under management

€6.5 bn of total assets under management with 79% institutional of which 15% international



Data as of 30.10.2020 except breakdown by client as of 31.12.2019.

investment management recognised



“High Standards” Rating
2008-2017 & 2019
“Excellent”
2018



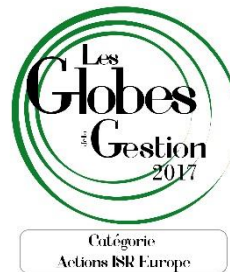
Best Management Company in Europe
16 to 25 funds
2018 European Funds Trophy
Fundsclass



2016 SRI Investor
Awards Sycomore AM
Boursorama



Best Asset Management Company
Gestion de Fortune



2017 SRI Europe category
Gestion de Fortune



2017 Alpha League Table
2nde place Alpha
generation ranking
Europerformance



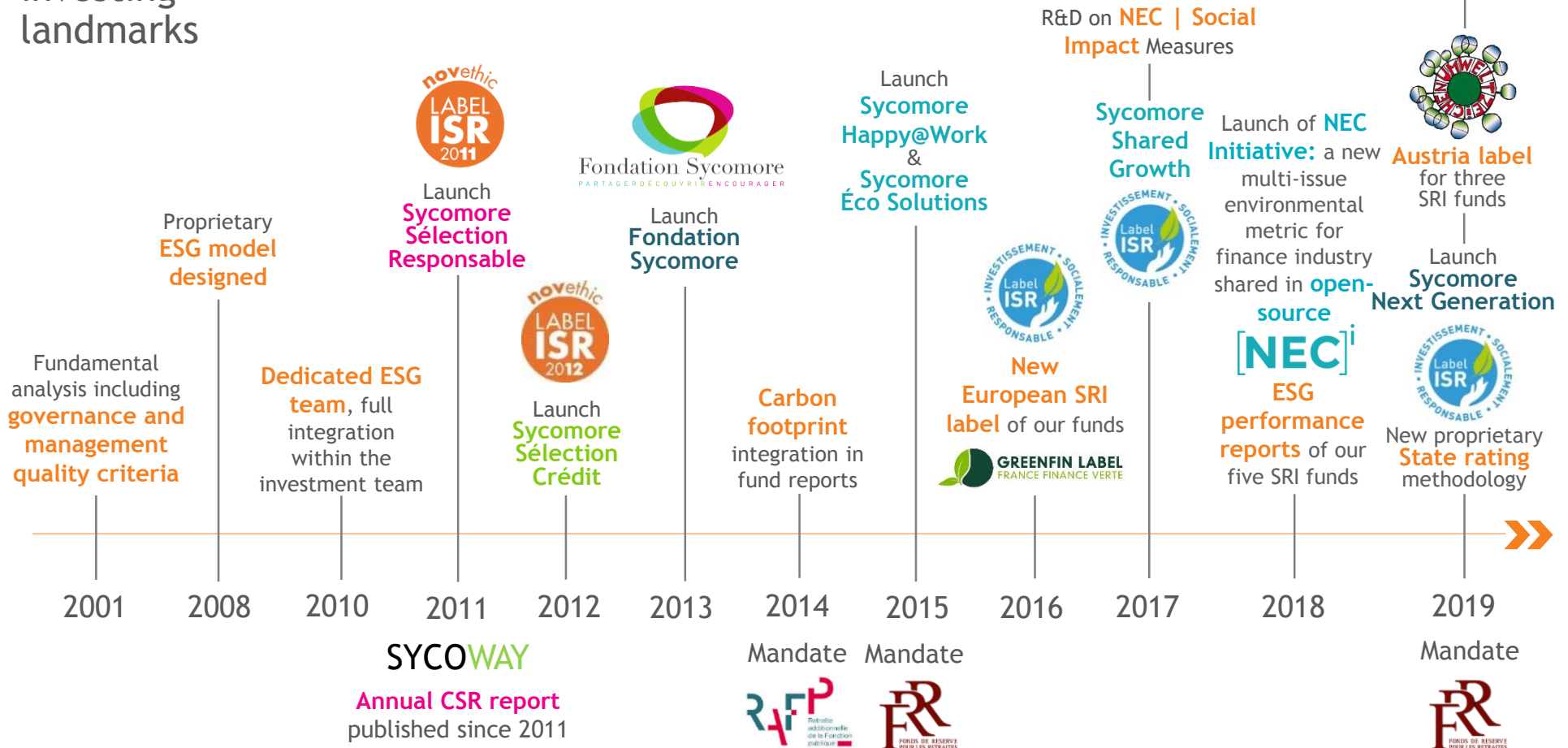
CSR Challenge Trophy
Responsible Finance
category

a continuous focus on responsible investing

An active contribution to responsible investing landmarks



New Belgian SRI label for our five SRI funds



research and investment team

23 Portfolio Managers / Analysts

EQUITY LONG ONLY



Cyril Charlot



Emeric Préaubert



Frédéric Ponchon



Jessica Poon



Damien Mariette



Giulia Culot



Olivier Cassé



Johan Söderström

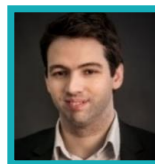
SRI SPECIALISTS



Bertille Knuckey



Jean-Guillaume Péladan



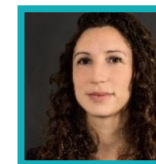
Alban Préaubert



Sara Carvalho



Anne-Claire Imperiale



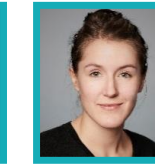
Anne-Claire Abadie



Sabrina Ritossa Fernandez

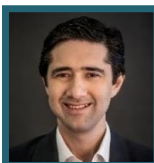


Marie Vallaëys



Ariane Hivert

EQUITY LONG SHORT



Gilles Sitbon



Hadrien Bulté



Stanislas de Bailliencourt



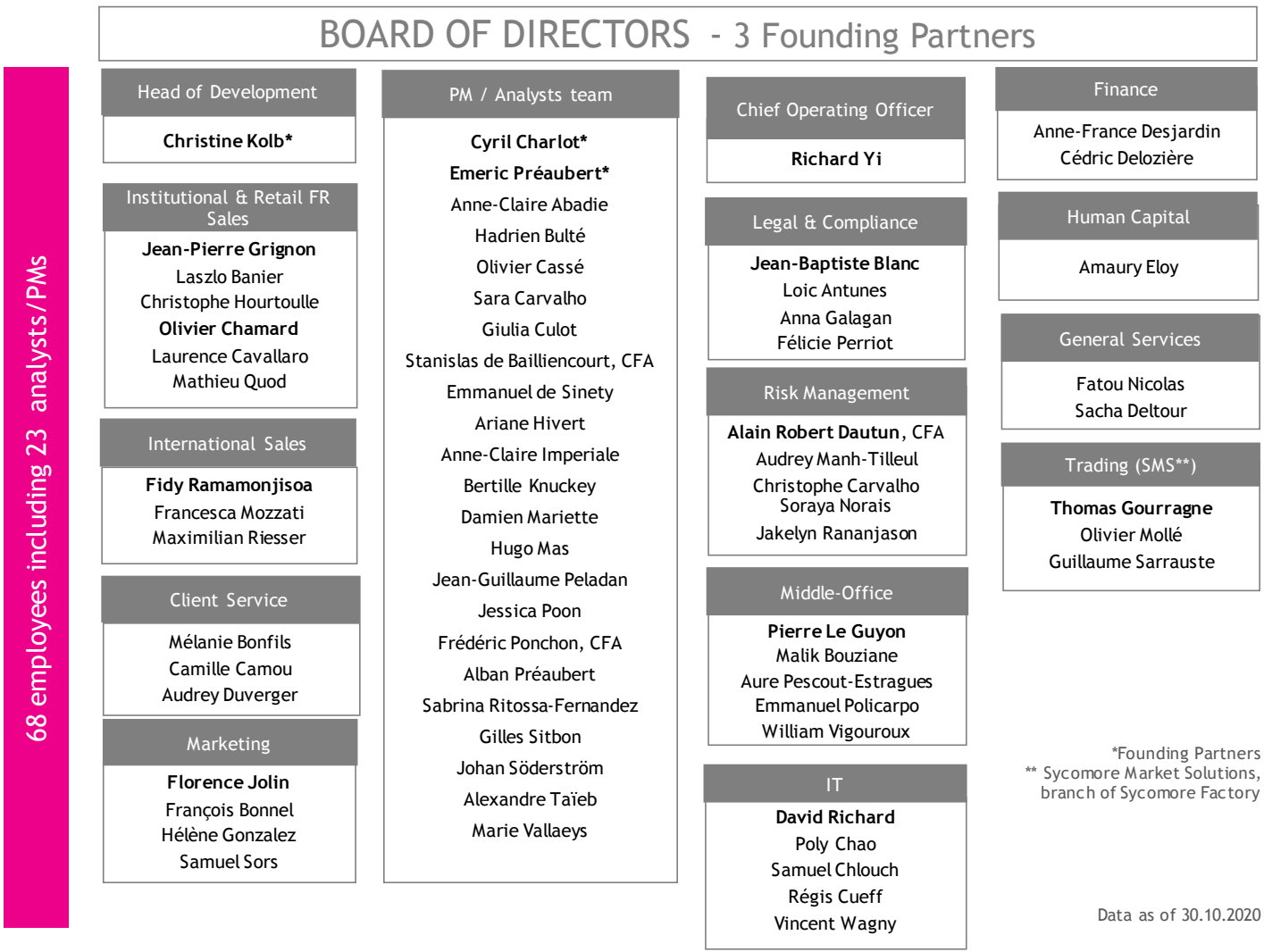
Emmanuel de Sinety



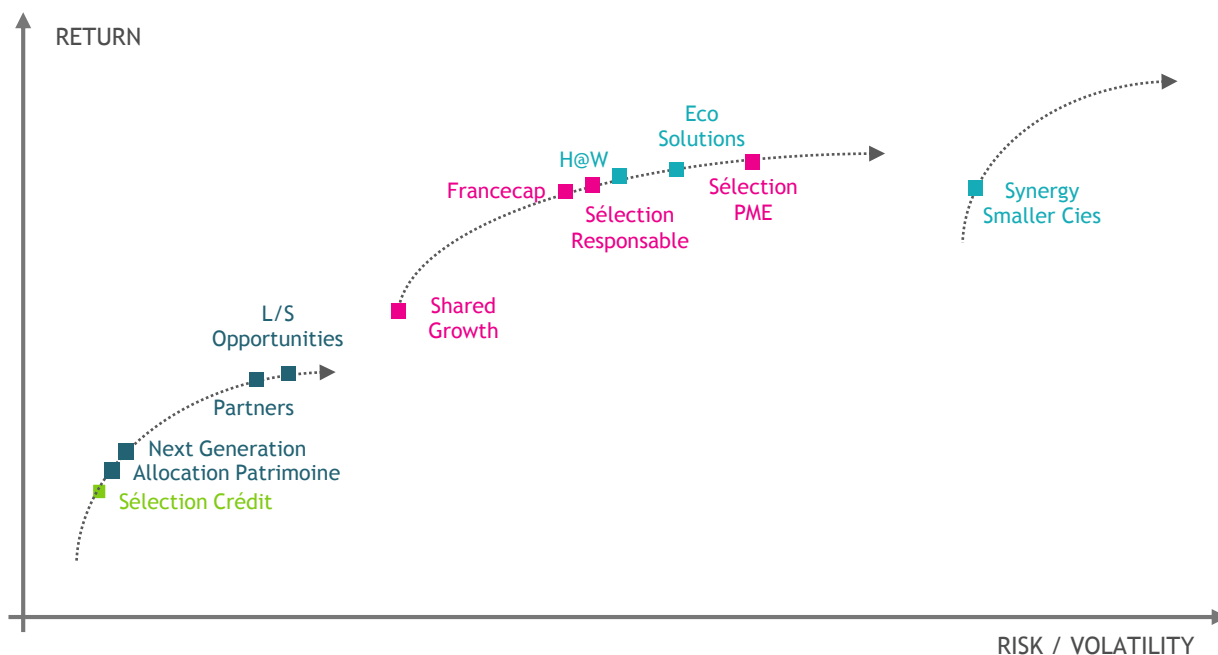
Alexandre Taïeb

CROSS ASSETS

organizational chart

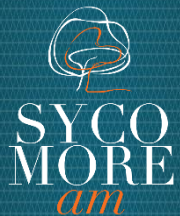


a comprehensive and complementary fund range



Funds	AUM (€m)
SUSTAINABLE equities	
Sycomore Francecap	287
Sycomore Sélection Responsable	594
Sycomore Sélection Midcap	85
Sycomore Sélection PME	69
FLEXIBLE strategies	
Sycomore Partners	387
Sycomore Allocation Patrimoine	410
Sycomore L/S Opportunities	410
Sycomore Next Generation	119
THEMATIC equities	
Sycomore Happy@Work	430
Sycomore Eco Solutions	383
Sycomore Shared Growth	379
Sycomore Sustainable Tech	100
CREDIT crossover SRI	
Sycomore Sélection Crédit	653

HU
MAN
is CA
PI
TAL

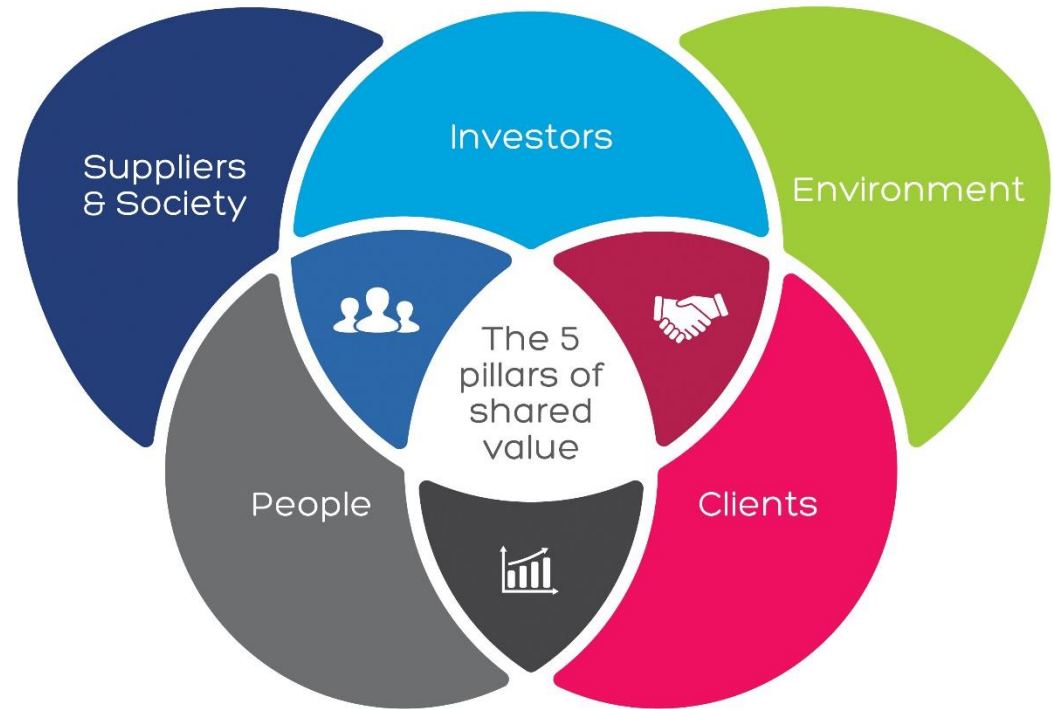


Sycomore Asset Management

Our company
Investment Philosophy & Process

our investment philosophy

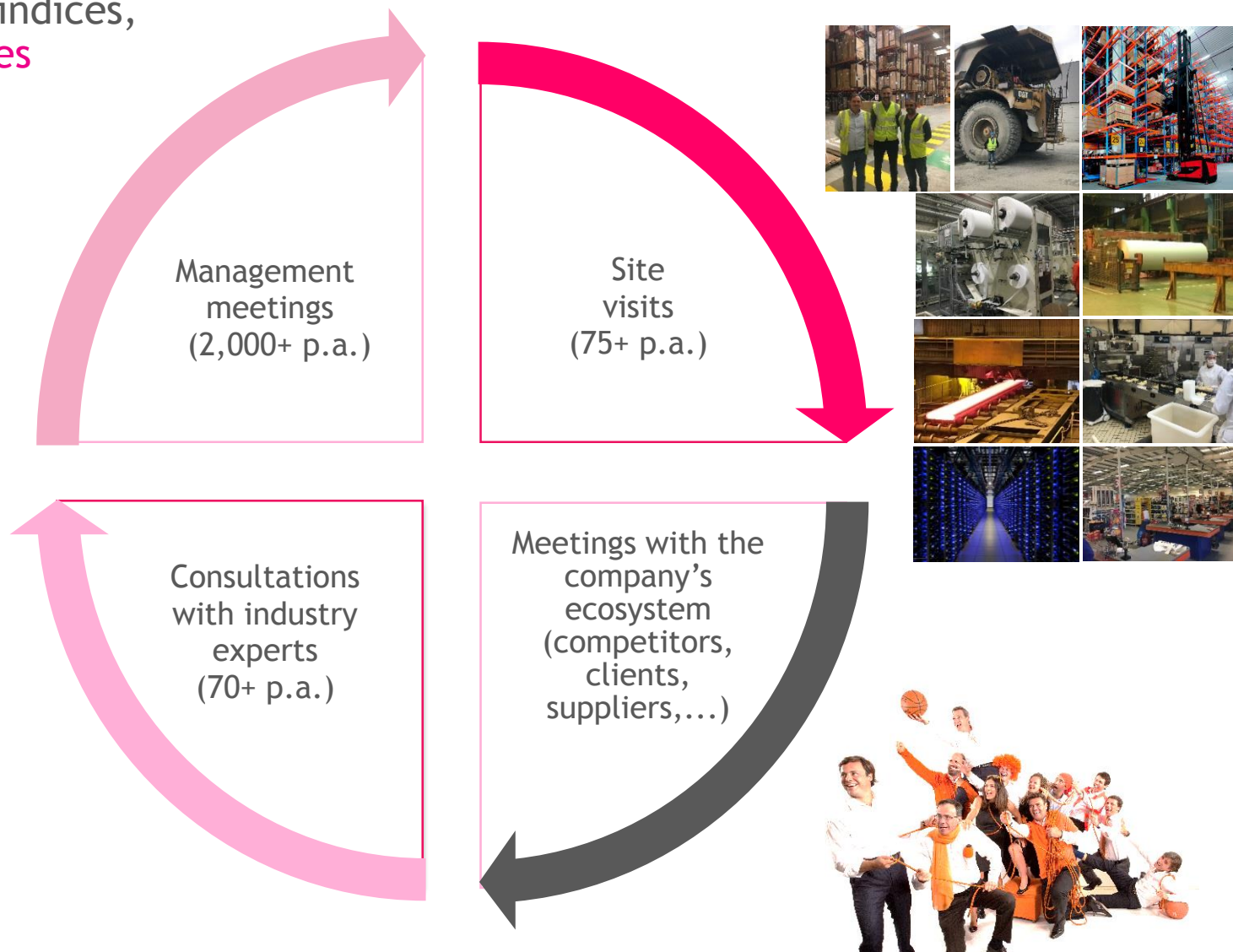
The **value creation** by a company is **sustainable** only if it is **shared among all its stakeholders**



- S** Suppliers & Society, by ensuring fairness and transparency
- P** People, by providing a pleasant and stimulating working environment
- I** Investors, by offering an attractive return on capital employed
- C** Clients, by providing differentiated products and/or services
- E** Environment, by protecting ecosystems and developing natural capital

our DNA: the fundamental analysis of companies

Far from market indices,
close to companies



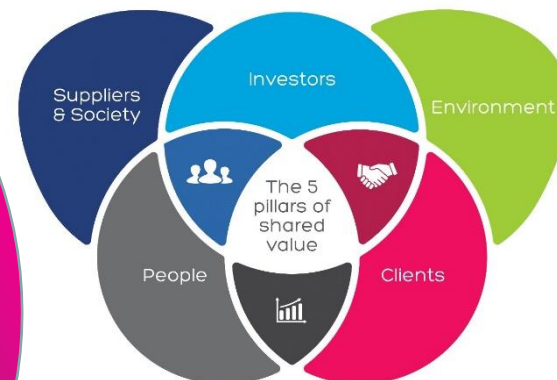
Our research:
proprietary,
independent,
“off the beaten
tracks”

key criteria for investment decisions

FINANCIAL FORECASTS & VALUATION

IMPACT ON TARGET PRICE

FUNDAMENTAL ANALYSIS RATING

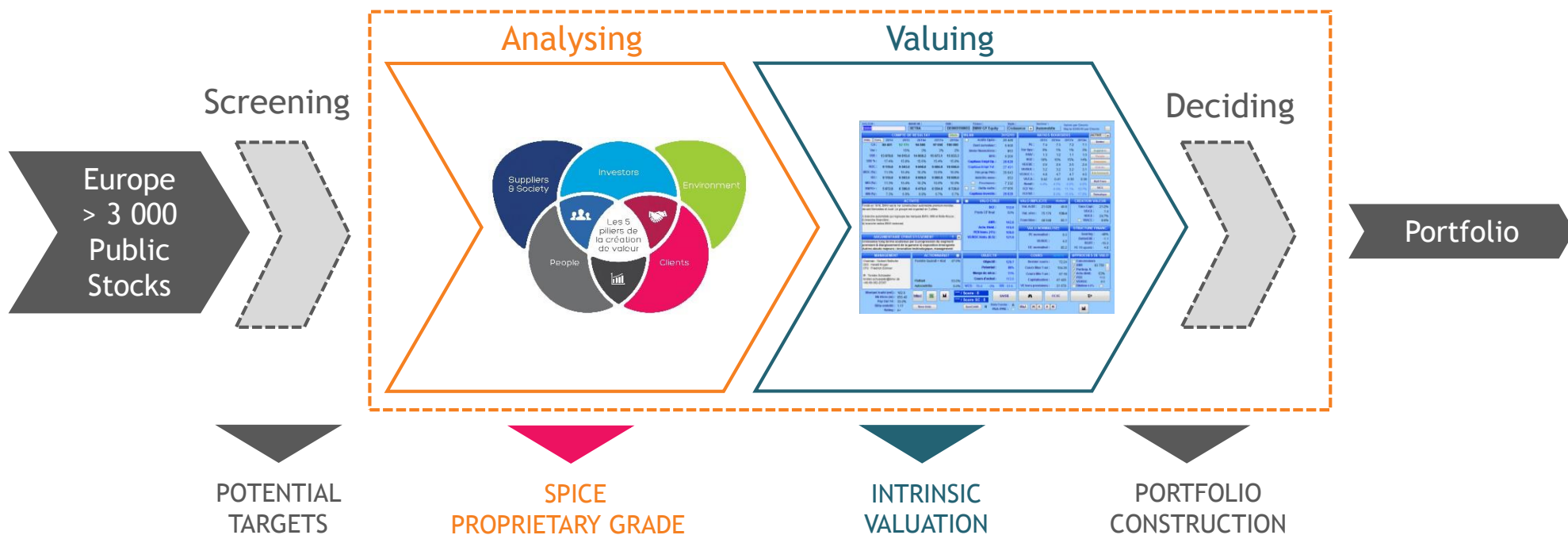


Histori	Cons.	2015	2016	2017e	2018e	2019e
INCOME STATEMENT						
Sales :		523	570	645	690	735
Chg.:			9%	13%	7%	7%
EBITDA :		43.3	42.1	61.0	72.0	84.0
EBITDA % :		8.3%	7.4%	9.5%	10.4%	11.4%
adj. EBITA :		34.6	34.3	51.3	63.4	75.2
EBIT margin :		6.6%	6.0%	8.0%		
EBITDA :		34.6	34.3	51.3		
EBIT margin :		6.6%	6.0%	8.0%		
Net Inc.+ :		18.0	22.8	34.3		
MN (%) :		3.4%	4.0%	5.3%		

TARGET	
Target price :	17.1
Upside :	10%
Margin Of Safety :	30%
Buy Threshold :	13.1

our investment process

Our investment process is designed to enhance our fundamental research and build conviction-based portfolios



step #1 ~ potential investment target

To each pre-defined style corresponds a **quantitative criteria** sequence that helps spotting potential investment ideas.

FILTRE ALL CAPS ×

FILTRE ALL CAPS

Sélectionner une valeur :

Pays : <input style="width: 90%;" type="text"/>	Zone Euro <input type="checkbox"/>	Liquidité > <input style="width: 80%;" type="text"/> M€
Secteur : <input style="width: 90%;" type="text"/>	<input style="width: 80%;" type="text"/>	M€ < Capi < <input style="width: 80%;" type="text"/> M€

<p style="text-align: center; background-color: #0056b3; color: white; padding: 2px;">ACTIFS</p> <p>Price To Book 2016 < <input style="width: 80%;" type="text"/></p> <p>ROE moyen 5 ans > <input style="width: 80%;" type="text"/> %</p> <p>Gearing 2016 < <input style="width: 80%;" type="text"/> %</p>	<p style="text-align: center; background-color: #0056b3; color: white; padding: 2px;">CROISSANCE</p> <p>PER 16 < <input style="width: 80%;" type="text"/></p> <p>Croiss moy bpa 5 ans > <input style="width: 80%;" type="text"/> %</p> <p>ROE moyen 5 ans > <input style="width: 80%;" type="text"/> %</p> <p>Ev/EBIT 16 < <input style="width: 80%;" type="text"/></p> <p>Croiss moy CA 5 ans > <input style="width: 80%;" type="text"/> %</p>
<p style="text-align: center; background-color: #0056b3; color: white; padding: 2px;">VISIBILITE</p> <p>Note Volatilité MOP 2016 > <input style="width: 80%;" type="text"/></p> <p>BPA Sigma/Moy 2016 < <input style="width: 80%;" type="text"/> %</p> <p>Rév BPA 3m 2016 > <input style="width: 80%;" type="text"/> %</p>	<p style="text-align: center; background-color: #0056b3; color: white; padding: 2px;">RENDEMENT</p> <p>Rendement 16 > <input style="width: 80%;" type="text"/> %</p> <p>Pay out ratio 16 < <input style="width: 80%;" type="text"/> %</p> <p>10 ans de bénéf <input type="checkbox"/></p> <p>Croissance continue div. <input type="checkbox"/></p> <p>Croissance du dividende <input style="width: 80%;" type="text"/> %</p>
<p style="text-align: center; background-color: #0056b3; color: white; padding: 2px;">REDRESSEMENT</p> <p>Min (EBIT 14;16) / moy 5 ans < <input style="width: 80%;" type="text"/> %</p> <p>Capi / (Marge Nette Moy * CA) < <input style="width: 80%;" type="text"/></p> <p>Performance <input style="width: 80%;" type="text"/> <= <input style="width: 80%;" type="text"/> %</p> <p>Capitalisation / EV < <input style="width: 80%;" type="text"/> %</p>	

Effacer

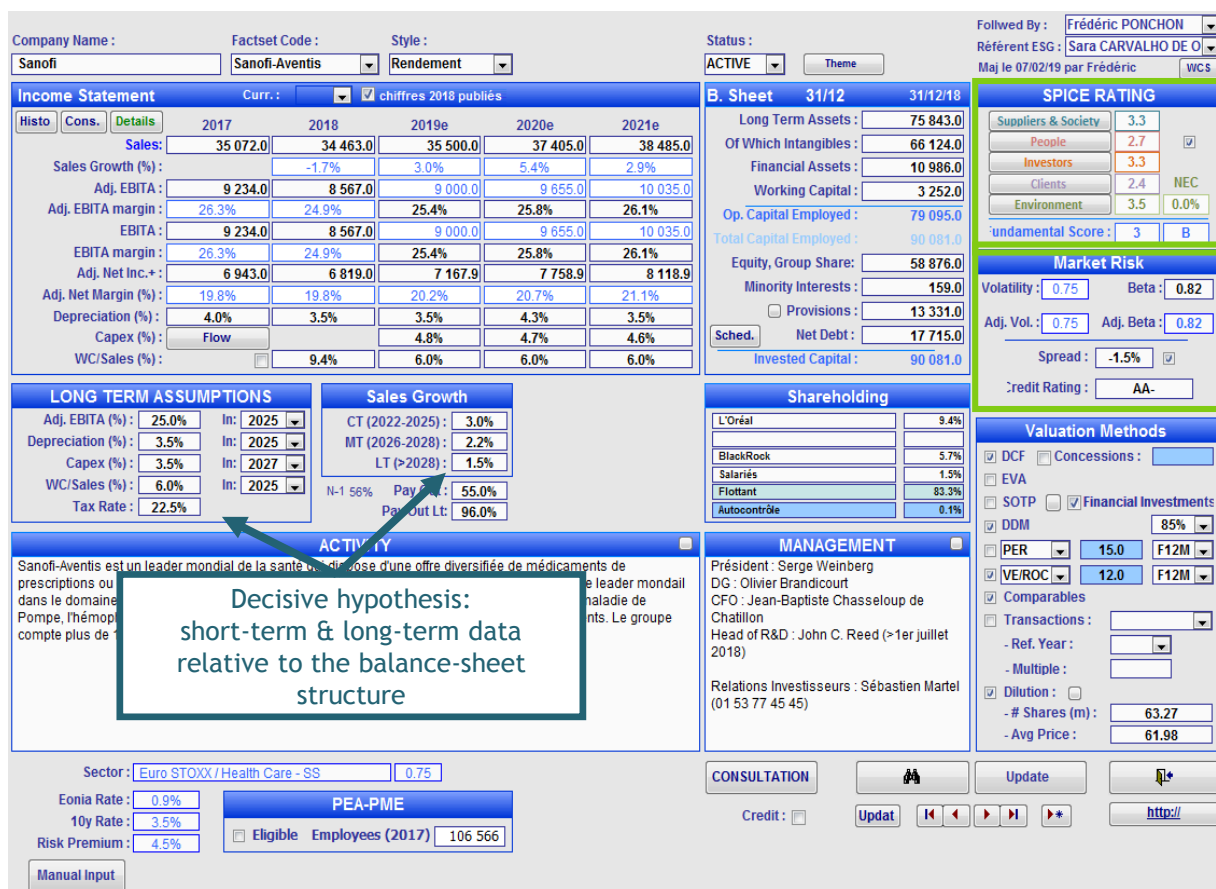
Afficher

Nb de valeurs :

step #2 ~ fundamental risk determination

The **risk level** (adjusted beta) relies on **two analyses**:

- **Qualitative:** Fundamental risk
- **Quantitative:** Market risk (sector relative volatility/all sector average volatility + adjustment according to the liquidity)



Income Statement

	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Sales:	35 072.0	34 463.0	35 500.0	37 405.0	38 485.0
Sales Growth (%):		-1.7%	3.0%	5.4%	2.9%
Adj. EBITA:	9 234.0	8 567.0	9 000.0	9 655.0	10 035.0
Adj. EBITA margin:	26.3%	24.9%	25.4%	25.8%	26.1%
EBITA:	9 234.0	8 567.0	9 000.0	9 655.0	10 035.0
EBITA margin:	26.3%	24.9%	25.4%	25.8%	26.1%
Adj. Net Inc.+:	6 943.0	6 819.0	7 167.9	7 758.9	8 118.9
Adj. Net Margin (%):	19.8%	19.8%	20.2%	20.7%	21.1%
Depreciation (%):	4.0%	3.5%	3.5%	4.3%	3.5%
Capex (%):	Flow		4.8%	4.7%	4.6%
WC/Sales (%):		9.4%	6.0%	6.0%	6.0%

B. Sheet

Long Term Assets:	75 843.0
Of Which Intangibles:	66 124.0
Financial Assets:	10 986.0
Working Capital:	3 252.0
Op. Capital Employed:	79 095.0
Total Capital Employed:	90 081.0
Equity, Group Share:	58 876.0
Minority Interests:	159.0
Provisions:	13 331.0
Sched. Net Debt:	17 715.0
Invested Capital:	90 081.0

SPICE RATING

Suppliers & Society	3.3	
People	2.7	<input checked="" type="checkbox"/>
Investors	3.3	
Clients	2.4	NEC
Environment	3.5	0.0%
Fundamental Score:	3	B

Market Risk

Volatility:	0.75	Beta:	0.82
Adj. Vol.:	0.75	Adj. Beta:	0.82
Spread:	-1.5%	<input checked="" type="checkbox"/>	
Credit Rating:	AA-		

LONG TERM ASSUMPTIONS

Adj. EBITA (%):	25.0%	In:	2025
Depreciation (%):	3.5%	In:	2025
Capex (%):	3.5%	In:	2027
WC/Sales (%):	6.0%	In:	2025
Tax Rate:	22.5%		

Sales Growth

CT (2022-2025):	3.0%
MT (2026-2028):	2.2%
LT (>2028):	1.5%
N-1 56% Pay:	55.0%
Pay Out Lt:	96.0%

Shareholding

L'Oréal	9.4%
BlackRock	5.7%
Salariés	1.5%
Flottant	83.3%
Autocontrôle	0.1%

MANAGEMENT

Président : Serge Weinberg
 DG : Olivier Brandicourt
 CFO : Jean-Baptiste Chasseloup de Chailillon
 Head of R&D : John C. Reed (>1er juillet 2018)
 Relations Investisseurs : Sébastien Martel (01 53 77 45 45)

ACTIVITY

Sanofi-Aventis est un leader mondial de la santé...
 Decisive hypothesis: short-term & long-term data relative to the balance-sheet structure

Valuation Methods

<input checked="" type="checkbox"/> DCF	<input type="checkbox"/> Concessions:	
<input type="checkbox"/> EVA		
<input type="checkbox"/> SOTP	<input checked="" type="checkbox"/> Financial Investments	
<input checked="" type="checkbox"/> DDM		85%
<input type="checkbox"/> PER	15.0	F12M
<input checked="" type="checkbox"/> VE/ROC	12.0	F12M
<input checked="" type="checkbox"/> Comparables		
<input type="checkbox"/> Transactions:		
- Ref. Year:		
- Multiple:		
<input checked="" type="checkbox"/> Dilution:		
- # Shares (m):	63.27	
- Avg Price:	61.98	

CONSULTATION

Sector: Euro STOXX / Health Care - SS | 0.75
 Eonia Rate: 0.9%
 10y Rate: 3.5%
 Risk Premium: 4.5%
 PEA-PME
 Eligible Employees (2017) | 106 566
 Manual Input

SPICE rating

step #2 ~ assessing companies with SPICE



5 stakeholders
30 grades
90 criteria

PEOPLE

Maj le 14/12/2018 17:38:51 par Sara CARVALHO DE OLIVEIRA 2.9

HUMAN CAPITAL INTEGRATION (25%) : 3.0

Top management visib : L'axe People n'est pas particulièrement d
 Gestion de la croissance & des crises : Pour suite des restructu
 Health & Safety : Sécurité : pas de problématique particulière l

AVIS DES SALARIES & ENQUETES (25%) : 3.5

Employee satisfaction survey (33%) : "People survey" ré 3.5
 Sycamore site visit (33%) : NA
 Third-party opinions : Avis au 14/12/2018 : Glassdoor: 3.5/5 [290] 3.5

Répartition des effectifs

Géographique	%	Métier	%	Type de contrat
Amérique du Nord	14.4%	Fonctions globales	11.8%	
Autres pays	36.8%	Pharmacie	44.8%	
Europe	47.8%	Santé grand Public	9.8%	
	100.0%		100.0%	

Indicateurs transversaux

Abandonne (%)	2016	2017	2018
Effectifs (M) (évén) / EPI			ND
Turnover (%)			10

INVESTORS

Maj le 18/12/2018 16:08:22 par Sara CARVALHO DE OLIVEIRA 3.3

BUSINESS MODEL (60%) :

Viabilité (45%) : 3.8

Structure de revenus (33%) : vente de produits pharmaceutique 4.5
 Volatilité de la marge opérationnelle :
 Note / marge opérationnelle :
 Régulation : Risques réglementaires :
 Management of geopolitical risks :
 Competitive positioning (33%) : POSITION CONCURRENTIELLE : N° mondial et N°3 européen de la pharmacie N°1 mondial des vaccins 3.5

Growth drivers (10%) :

Market potential : marché très visible mais en croissance
 Innovation :
 External growth : opé Genzyme, discipline sur les prix

Value creation (45%) : EFF

10Y ROCE VS WACC :
 OPERATING MAR
 ROE VS SECTOR
 ORGANIC GROU
 Value creation drivers :

IFC : 3.1%
 5% Wyeth 12% Novartis 8% autres 15%
 J. Merck, Novartis, Roche
 DIFFERENCIANTS : Portefeuille de brevets
 esson des payeurs (mutualisé) aux
 Faillitesses :
 - Risque de cassure des acquisitions (la prior
 - Reclassement l'Oréal (Sanofi) à les risques de
 - Le pipeline s'est rempli : risque de déceptions
 Menaces :

SUPPLIERS & SOCIETY

Maj le 21/08/2017 18:47:14 par Sara CARVALHO DE OLIVEIRA 3.7

SOCIETY (60%) : 4.0

Contribution sociétale des activités (50%) : 5.0
 Accès & inclusion : - Sanofi has pledged to limit price increases ir
 Health & Safety : 84% de CA dérivé de médicaments sur ordonn
 Progrès économique & humain :
 Emploi :
 Comportement citoyen (50%) :
 Mission à impact sociétal positif : FPI(2018) : une formalisation of Empowering life / Donner toute sa force à la vie
 Influence & proactivité : FP (2018) : création avec Evotec d'une pl
 Human rights : SC (2017) : - Factsheet dédiée aux Droits humains
 Business ethics : SC(2016) : Risques liés aux litiges en cours
 Fiscalité responsable : SC(2014) : - Genzyme Global Sarl enregistré
 Dons & mécénat : SC(2016) : Sanofi est classé 7ème/20 dans la cat
 Communautés locales : SC(2016) : - Première étude d'emprunte :

SUPPLIERS (40%) : 3.2

Risk management (50%) : 2.5
 Complexité & traçabilité : SC (2014) : Pas d'information sur le r
 Résilience & diversification : SC (2014) : - La dépendance à un fc
Responsabilité (50%) : 4.0
 13 mdc d'achats en 2015 (38% du CA)
 SC (2014) : - Une démarche formalisée et un certain
 Evaluations & audits : SC (2014) : Evaluations via Ecovadis : % co
 Local sourcing : SC (2014) : - 20% des achats français

INVESTORS

Maj le 18/12/2018 16:08:22 par Sara CARVALHO DE OLIVEIRA 3.3

BUSINESS MODEL Governance

GOVERNANCE (40%) : 3.2

Equilibre des pouvoirs / Démonstration managériale : Très peu d'expérience directe de l'industrie pharma au conseil, quid de la capacité du board à challenger le r

Management (25%) : Légitime 3.5

Quality of the management team :
 - Olivier Brandicourt CEO depuis 2015 suite à une période de succession mouvementée.
 Recrutement externe à Sanofi mais grande expérience du secteur (le Bayer + Pfizer).
 Stratégie & exécution :
 - Développer des segments contres aux médicaments sur prescription et en croissance
 - Focus sur les pays émergents
 - Plans de réduction des coûts pour maintenir les marges
 - Améliorer la productivité de la R&D

Compensation (5%) : - Bon niveau de transparence pour l'incentiv 2.0
 Transparence & lisibilité : - Le poids des critères individuels (le
 Alignement avec la performance globale : - Pas de désaligner
 Modération : Bien que le paiement de cette année reste modéré
 Employee Shareholding : Le Directeur Général est soumis jusqu'

Communication financière & risque comptable (10%) : Communi 3.0
 Qualité & transparence : Qualité des états financiers : FPI(2017)
 Reliability : 10
 Indépendance des CACs & du comité d'audit : - PwC auditor si

Board (25%) : 2.5
 Composition : - Pas d'évolution majeure dans la structure de la
 Fonctioning : - 9 meetings en 2018 - bon niveau d'activité p
 Stabilité & organisation de la succession : Le turnover au sein
 Implication & respect des parties prenantes : - Droits de vote l

Management of sustainability issues (10%) : 4.0
 Stratégie & intégration : - Direction RSE depuis 2007 qui rapp
 Reporting : - Bon reporting RSE : complet, clair, bien organisé (l
 Objectifs & résultats : - Objectifs quantifiés mais pas néces

Allocation des ressources (20%) : 3.5
 Shareholder return policy : - Dividende par action er
 Solidité de la structure financière :
 ROCE 5 ans (2018) : 11.00% 3.0
 RO / FF (2018) : 39.73 4.0
 DETTE / EBE (2018) : 1.07 3.0

Bondholder specific risk (5%) : FPI(2017) : Dernière émission 5.0

Shareholding

Quel est le % de la dette au 02.05.2018 (avec impact COV équilibré) : L'Oréal : 16.88%

Structure de contrôle : Non contrôlée

CLIENTS

Maj le 23/11/2017 15:40:51 par Frédéric PONDHON 3.5

PRODUCT STRATEGY (25%) : 3.5

Marketing, prix & distribution :
 - Responsible marketing: Sanofi is in the process of introducing qualitative assessments to its sales representative incentive frameworks. It's not best in class on this vs GSK/AZ for instance. The
Digital :
 Partenariat avec Google pour améliorer le traitement du diabète (le plus ambitieux des partenariats pharma de Google à ce jour) + avec volonté pour déploiement de solutions de suivi de

SATISFACTION (25%) : 4.0

Bénéfice clients & qualité de l'offre :
 - Portefolio focuses on high burden diseases (see social impact of products for more details)
 - Major controversies affecting the company such as the Depiane case are related to marketing
client surveys :
 SC (2014) : Perception grand public de l'industrie pharmaceutique dégradée / après l'étude PatientFirst 2013 sur 800 associations de patients dans 43 pays, les laboratoires pharmaceutiques

BRAND IMAGE

Brand quality : 2.5
 N°1 dans les marchés émergents avec une présence tendue et équilibrée
 Un leader mondial des vaccins humains
Reputational risk : 2.0
 SC (2014) : Secteur très exposé aux scandales et aux procès. De nombreuses affaires, notamment pour corruption, ont déjà entaché la réputation de Sanofi (22 points de controverse depuis 2013).

RISKS (25%) : 4.0

Client profiles :
 Bonne diversification vs secteur, exposition basse prix du médicament limitée (d part de l'OTC).
 Pays émergents, diabétiques, patients atteints de cancer, de maladie rare (assez protégés), patients
Client-specific risks :

CONCENTRATION CLIENT

Name	% Sales	Commentaire

ENVIRONMENT

Maj le 18/12/2018 16:08:22 par Sara CARVALHO DE OLIVEIRA 3.5

RISQUE DE TRANSITION (50%) : 3.0

Impact du modèle économique :

Net Environmental Contribution

Activity	% activity	Activity NEC	Theme	Issuer's NEC
Limité et/ou non quantifiable	100.0%	0.0%		0.0%

RESPONSABILITE & INTEGRATION (40%) : 4.0

Projet d'entreprise et Management (40%) 4.0
 Ambition & stratégie : - Nouveaux objectifs "Planet Mobilization"
 Gestion des risques & SME : - Le respect du référentiel Sanofi
Empreinte environnementale des opérations (60%) : - Objectifs : 4.0
 Climat : - Nouveaux objectifs "Planet Mobilization" à horizon 202
 Air quality : - Régénération des solvants sur le site pour la
 Ressources - waste : Objectifs 2025 : atteindre un taux de val
 Water Objectif : Réduire la consommation d'eau de 10% d'ici à 20
 Ecosystems / - Gestion des rejets dans l'eau : "la demande chir

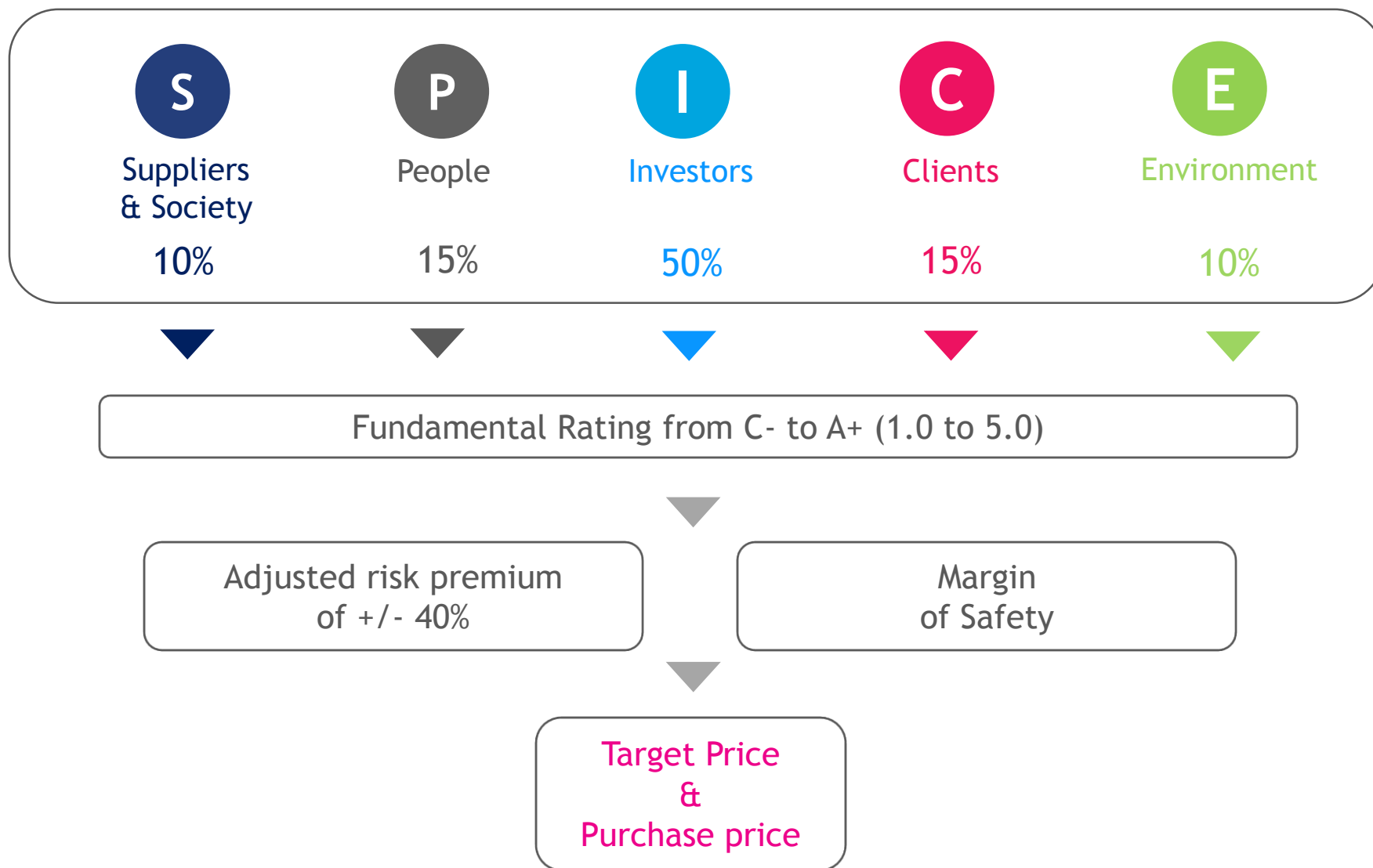
RISQUES PHYSIQUES (10%) : 4.0
 Peu d'interactions directes

Taxonomic vert :

Trajectoire & alignement :
 Peu d'interactions directes

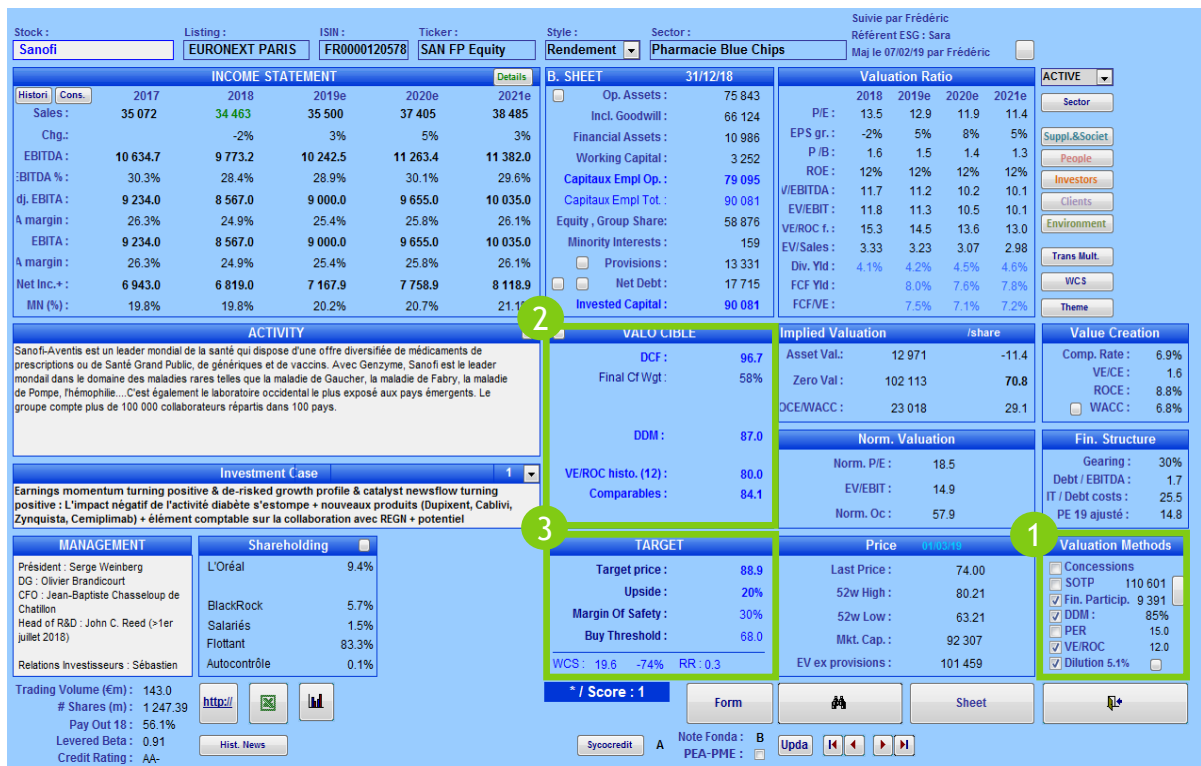
Différenciation verte, écoconception & ACV : APPROCHE ANALY

step #3 ~ impact of SPICE analysis on valuation



step #3 ~ valuation analysis

Defining a target price and a margin of safety



Stock: Sanofi | Listing: Euronext Paris | ISIN: FR0000120578 | Ticker: SAN FP Equity | Sector: Pharmacie Blue Chips

INCOME STATEMENT					
	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Sales	35 072	34 463	35 500	37 405	38 485
EBITDA	10 634.7	9 773.2	10 242.5	11 263.4	11 382.0
EBITDA %	30.3%	28.4%	28.9%	30.1%	29.6%
dj. EBITA	9 234.0	8 567.0	9 000.0	9 655.0	10 035.0
A margin	26.3%	24.9%	25.4%	25.8%	26.1%
EBITA	9 234.0	8 567.0	9 000.0	9 655.0	10 035.0
A margin	26.3%	24.9%	25.4%	25.8%	26.1%
Net Inc.+	6 943.0	6 819.0	7 167.9	7 758.9	8 118.9
MIN (%)	19.8%	19.8%	20.2%	20.7%	21.1%

VALUATION RATIO				
	2018	2019e	2020e	2021e
PIE	13.5	12.9	11.9	11.4
EPS gr.	-2%	5%	8%	5%
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3
ROE	12%	12%	12%	12%
VE/EBITDA	11.7	11.2	10.2	10.1
VE/EBIT	11.8	11.3	10.5	10.1
VE/ROC r.	15.3	14.5	13.6	13.0
EV/Sales	3.33	3.23	3.07	2.98
Div. Yld	4.1%	4.2%	4.5%	4.6%
FCF Yld	8.0%	7.6%	7.8%	
FCF/VE	7.5%	7.1%	7.2%	

VALO CIBLE	
DCF	96.7
Final Ct Wgt	58%
DDM	87.0
VE/ROC histo. (12)	80.0
Comparables	84.1

TARGET	
Target price	88.9
Upside	20%
Margin Of Safety	30%
Buy Threshold	68.0
WCS: 19.6	-74%
RR	0.3

IMPLIED VALUATION /share	
Asset Val.	12 971
Zero Val.	102 113
OCEWACC	23 018

Norm. Valuation	
Norm. PIE	18.5
EV/EBIT	14.9
Norm. Oc.	57.9

Price	
Last Price	74.00
52w High	80.21
52w Low	63.21
Mkt. Cap.	92 307
EV ex provisions	101 459

Valuation Methods	
<input type="checkbox"/> Concessions	
<input type="checkbox"/> SOTP	110 601
<input checked="" type="checkbox"/> Fin. Particip.	9 391
<input checked="" type="checkbox"/> DDM	85%
<input checked="" type="checkbox"/> PER	15.0
<input checked="" type="checkbox"/> VE/ROC	12.0
<input checked="" type="checkbox"/> Dilution 5.4%	

- 1 Methods selected depending on each stock
- 2 Target valuations for each method
- 3 Average target price (entry & exit prices)

OUR VALUATION TOOLKIT

INTRINSIC VALUATIONS

COMPARATIVE VALUATIONS

- Discounted Cash Flows
- Net Asset Value
- Economic Value Added®
- Dividend Discount Model
- Public Markets multiples
- M&A Transactions multiples
- Historical multiples

step #4 ~ portfolio construction and management

Valuation discipline is key
to our conviction-based
approach

BUY

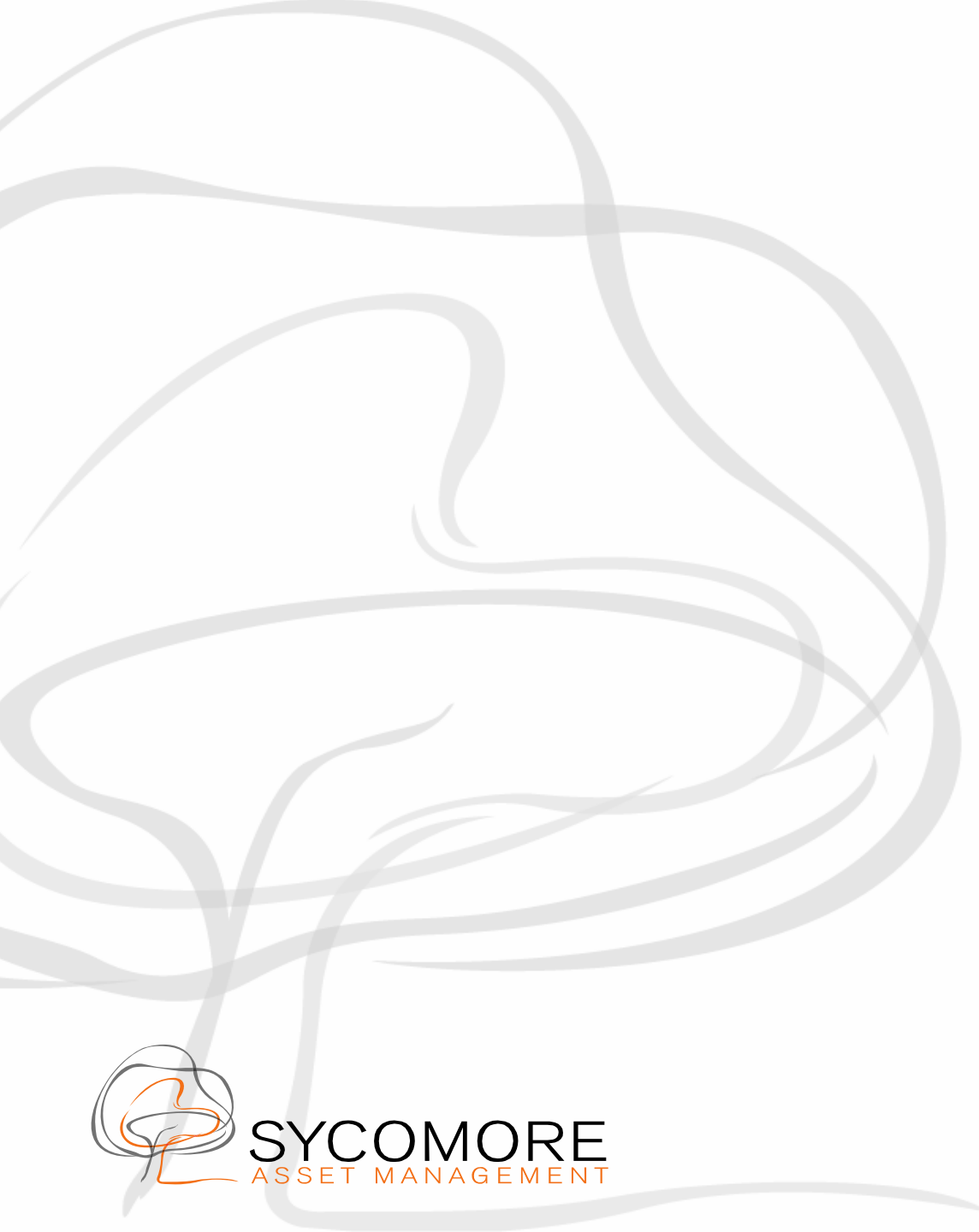
DECISIONS

1. Valuation discount, Margin of safety
2. Liquidity
3. Guidelines credibility, newsflow

SELL

DECISIONS

1. Change in our valuation model or in the investment case
2. Arbitrage towards a security with greater potential



The opinions and estimates herein are based on our judgement and may change without prior warning as may assertions on financial market trends which are based on current market conditions. To the best of our knowledge, the information herein is reliable but must not be considered as exhaustive. Data, graphs and extracts have been calculated or carried out using public information we believe to be reliable but they have not been checked independently by us. Please note that all estimates have their own limitations and that there is consequently no undertaking from SYCOMORE ASSET MANAGEMENT that these estimates will materialise.

This document is not an offer or a solicitation to buy or sell any financial instrument whatsoever. References to specific securities or their issuing companies are merely for illustrative purposes and should not be construed as recommendations to buy or sell these securities.

Past performance is not a reliable indicator of future returns. Opinions and strategies described may not be suitable for all investors. Returns and valuations for investments in any funds that might be mentioned may rise or fall and investors may receive more or less at redemption than the sum initially invested.

This document is provided for information purposes along. We recommend you seek advice before making any investment decision. Any investment in any UCITS mentioned herein must be based on the key investor information document (KIID) or the current prospectus. These documents are available on request from SYCOMORE ASSET MANAGEMENT.

This is an advertisement which has not been drawn up in line with regulatory provisions in favour of promoting independent financial analysis.

SYCOMORE ASSET MANAGEMENT is not bound by the ban on dealing in the instruments concerned before this advertisement is disseminated.