


**BNP PARIBAS
FORTIS**

Clasquin

Services de livraison / France

Réunion d'analystes

Objectif de cours EUR 18.00

Performance attendue (12 mois) 16.1%

ACHETER EUR 15.50 (Date de clôture du 23/03/10)

Un rebond confirmé par un bon début d'année

24 Mars 2010

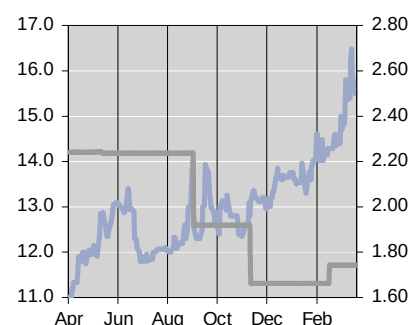
 Analyste: Claire Deray
 Fortis Bank, Succursale en France
 Tel: +33 1 55 67 72 43
 Email: claire.deray@fortis.com

Avis sur les critères qualitatifs

Comptabilité	IFRS 01/01/2006
Performances historiques	Neutre
Solvabilité	Elevé
Risque de change	Neutre
Risque de sortie de bilan	Faible

Performance boursière/BPA révisé

Cours BNP Paribas Fortis EPS est.


 Source: FactSet, BNP Paribas Fortis
 Equity Research

Capi. boursière (MEUR)	34.6
Nombre d'actions (M)	2.2
Flottant	31.9%
Perf abs 1/3/12 mois (%)	7.6/13.1/43.5
Extrêmes (12 derniers mois) (EUR)	16.48/10.51
Prochains résultats attendus	13 mai 2010
Cours/actif net (x)	1.8
Volatilité (B) (5ans/)	
Code Reuters	ALC PA
Code Bloomberg	ALCLA FP

Site Web www.clasquin.com

L'EBIT 2009 atteint EUR5m (-16%), en ligne avec l'objectif annoncé et notre prévision de EUR4.9m. Grâce au ralentissement de la dégradation de l'activité, et aux effets du plan d'économie de coûts mis en place, les résultats du groupe ont entamé leur redressement au S2. Le RNPG 2009 ressort ainsi à EUR2.9m (-25%), en ligne avec notre prévision de EUR3.2m. Les dirigeants ont réitéré leurs objectifs pour 2010 : des résultats de l'ordre de ceux de 2008, soit un net redressement des marges, ce que nous avons déjà intégré dans notre scénario (EBIT attendu en hausse de 16%). Les premiers signes d'amélioration de l'activité enregistrés au T4 se sont confirmés sur le début de l'année 2010. Combiné aux effets du plan d'économie de coûts, qui devrait jouer en année pleine sur 2010, le redressement de l'activité devrait s'accompagner d'une très forte hausse des résultats. Le newsflows devrait donc rester porteur, ce qui nous conforte dans notre opinion Acheter sur le titre (EUR18 TP).

Nette amélioration des résultats sur le S2, comme annoncé

Le ralentissement de la dégradation de l'activité, combiné aux effets du plan d'économie de coûts mis en place (EUR1.9m en 2010, dont EUR1.4m sur le S2), avait permis aux dirigeants de cibler un résultat opérationnel courant 2S09 nettement supérieur à celui dégagé au S1 (EUR1.7m).

Avec un résultat opérationnel courant de EUR5m sur l'année (-16%), soit EUR3.3m au S2, l'objectif a été atteint, et ressort en ligne avec notre prévision

Exercice à fin Décembre	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Chiffre d'affaires (MEUR)	127.5	150.9	114.7	120.4	126.5
EBITD (MEUR)	4.5	8.7	6.6	7.9	8.9
REBIT (MEUR)	3.3	5.9	5.0	5.8	6.6
Rés. net hs except (MEUR)	2.6	3.9	2.9	3.8	4.4
Résultat net (MEUR)	2.6	3.9	2.9	3.8	4.4
EBITD/CA (%)	3.5	5.8	5.8	6.6	7.0
REBIT/CA (%)	2.6	3.9	4.3	4.8	5.2
ROCE (%)	23.9	24.3	22.3	26.5	29.1
Taux d'endettement net (%)	(23.1)	(4.3)	(28.0)	(36.7)	(42.9)
Bénéfices récurrents par action (EUR)	1.15	1.73	1.30	1.71	1.97
BNPA (EUR)	1.15	1.73	1.30	1.71	1.97
Dividende par action (EUR)	0.30	0.43	0.63	0.68	0.79
% var du chiffre d'affaires	20.4	18.4	(24.0)	5.0	5.0
% var du BNPA (hs except)		50.9	(24.9)	31.1	15.1
VE/CA	0.23	0.20	0.23	0.23	0.20
VE/EBITD	6.6	3.5	4.0	3.5	2.9
PER (hs except)	16.1	8.2	9.6	9.1	7.9
PER	16.1	8.2	9.6	9.1	7.9
PER/tx de croiss (hs except)			1.5	nmf	0.3
Free cash flow yield (%)	4.2	12.1	21.9	11.8	12.4

IMPORTANT: VEUILLEZ LIRE LES INFORMATIONS ET AVERTISSEMENTS A PARTIR DE LA PAGE

de EUR4.9m. Le RNPG 2009 ressort ainsi à EUR2.9m (-25%), en ligne avec notre prévision de EUR3.2m.

Résultats annuels

EURm	1S07	2S07	2007	1S08	2S08	2008	1S09	2S09e	2S09	2009e	2009
CA	57.0	70.5	127.5	71.9	79.0	150.9	52.1	62.6	62.6	114.7	114.7
Var.	12.6%	26.8%	20.4%	26.1%	12.1%	18.4%	-27.6%	-20.8%	-20.8%	-24.0%	-24.0%
MB	12.6	13.9	26.5	17.4	19.8	37.2	16.6	17.7	17.7	34.3	34.3
Var.	8.2%	11.8%	10.9%	38.1%	42.4%	40.4%	-4.6%	-10.6%	-10.7%	-7.8%	-7.9%
EBIT	1.3	2.1	3.3	2.5	3.4	5.9	1.7	3.2	3.3	4.9	5.0
% du CA	2.2%	2.9%	2.6%	3.5%	4.3%	3.9%	3.3%	5.1%	5.2%	4.3%	4.3%
% de la MB	9.9%	14.8%	12.5%	14.4%	17.3%	15.9%	10.4%	18.2%	18.4%	14.4%	14.5%
RNPG	1.0	1.6	2.6	1.7	2.2	3.9	1.1	2.1	1.8	3.2	2.9
% du CA	1.7%	2.3%	2.0%	2.3%	2.8%	2.6%	2.1%	3.4%	2.9%	2.8%	2.5%
% de la MB	7.5%	11.6%	9.7%	9.6%	11.0%	10.4%	6.6%	12.1%	10.2%	9.4%	8.5%

Sources: Clasquin, BNP Paribas Fortis

A noter que malgré la baisse des résultats le groupe devrait, pour la deuxième année consécutive, augmenter significativement son dividende à EUR0.63 par action (rendement à 4%), soit un taux de distribution porté à près de 48%. Compte tenu d'une trésorerie nette positive de EUR5.6m à fin 2009, de la faible consommation de cash pour développer l'activité en propre, et de la faible probabilité d'une opération de croissance externe significative, le groupe devrait pouvoir maintenir un taux de distribution élevé.

Objectifs 2010 réitérés

Grâce à l'amélioration de l'activité confirmée par un bon début d'année, et le début de redressement des résultats enregistré sur le 2S09, les dirigeants réitèrent leurs objectifs pour 2010 : des résultats de l'ordre de ceux de 2008, soit un net redressement des marges.

Nous avons déjà intégré les objectifs du groupe dans notre scénario, nous n'avons donc pas significativement modifié nos prévisions. Pour mémoire nous attendons un résultat opérationnel de EUR5.8m en 2010, soit +16% YoY, à comparer à EUR5.9m en 2008.

Opinion Acheter renouvelée

Les premiers signes d'amélioration de l'activité annoncé à la fin du T3, se sont plus que confirmés sur le quatrième trimestre et sur le début de l'année 2010, attestant que le point bas en termes d'activité avait été atteint au S1 2009. Combiné aux effets du plan d'économie de coûts, qui devrait jouer en année pleine sur 2010, le redressement de l'activité devrait s'accompagner d'une très forte hausse des résultats. Le newsflows devrait donc rester porteur, ce qui nous conforte dans notre opinion Acheter sur le titre (EUR18 d'objectif de cours).

Compte de Résultat (MEUR) fin Décembre	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Chiffre d'affaires net (CA)	65.1	70.6	92.3	105.9	127.5	150.9	114.7	120.4	126.5
Autres revenus	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Coûts d'exploitation	(62.8)	(67.4)	(88.0)	(101.4)	(123.0)	(142.2)	(108.1)	(112.5)	(117.6)
EBITD	2.3	3.2	4.3	4.5	4.5	8.7	6.6	7.9	8.9
Amortissements	(1.1)	(1.2)	(1.0)	(1.2)	(1.2)	(2.8)	(1.6)	(2.2)	(2.3)
Provisions	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
REBIT (résultat d'exploitation récurrent)	1.1	2.1	3.3	4.3	3.3	5.9	5.0	5.8	6.6
Ajustement de valeur des actifs incorporels (1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
REX (Résultat d'exploitation)	1.1	2.1	3.3	4.3	3.3	5.9	5.0	5.8	6.6
Résultat financier net	(0.3)	(0.3)	(0.4)	0.0	0.2	(0.1)	(0.2)	0.2	0.3
Eléments exceptionnels	(0.3)	(0.4)	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Résultat courant avt IS (RCAI)	0.5	1.3	2.7	4.3	3.5	5.8	4.8	6.0	6.9
Impôts	(0.2)	(0.2)	(0.6)	(0.9)	(0.9)	(1.5)	(1.5)	(1.8)	(2.1)
Sociétés mises en équivalence	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intérêts minoritaires	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
Résultat net avant exceptionnels	0.3	1.1	2.1	3.3	2.6	3.9	2.9	3.8	4.4
Résultat net publié	0.3	1.1	2.1	3.3	2.6	3.9	2.9	3.8	4.4
% var du chiffre d'affaires		8.5	30.7	14.7	20.4	18.4	(24.0)	5.0	5.0
% var de l'EBITD		42.8	32.3	3.9	0.2	95.5	(24.4)	20.4	11.4
% var du RCAI		152.7	103.4	58.8	(18.0)	64.7	(16.8)	24.5	14.1
% var du RN publié hs except. et surv.		316.7	86.3	60.3	(23.5)	50.9	(24.9)	31.1	15.1

(1) Les chiffres de cette ligne se rapportant aux exercices 1995-2003 font référence aux amortissements ou aux dépréciations comptabilisés au titre de ces années

Tableau de financement (MEUR)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
EBITD	2.3	3.2	4.3	4.5	4.5	8.7	6.6	7.9	8.9
Var des provisions (hs prov. fiscales)	(0.0)	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
Variation du BFR	0.7	0.0	(3.7)	(13.7)	(0.3)	(0.3)	2.1	(0.3)	(0.3)
Cash Flow	2.9	3.3	0.8	(9.0)	4.3	8.6	8.7	7.7	8.6
Impôts payés	(0.2)	(0.2)	(0.6)	(0.9)	(0.9)	(1.5)	(1.5)	(1.8)	(2.1)
Investissement d'exploitation	(0.8)	(0.6)	(1.1)	(1.2)	(1.4)	(2.8)	(0.9)	(2.0)	(2.5)
Free cash flow	1.9	2.5	(0.9)	(11.1)	1.9	4.3	6.2	3.9	4.0
Frais financiers nets	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.4)	(0.2)	0.2	0.3
Autres	0.0	(0.0)	(0.0)	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Acquisitions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(3.0)	0.0	0.0	0.0
Cessions	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.6	0.0	0.0	0.0
Emission/rachats d'actions	0.0	2.0	0.0	4.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividende versé en espèces	0.0	0.0	0.0	(0.5)	(0.6)	(0.8)	(1.5)	(1.4)	(1.5)
Eléments exceptionnels (après impôt)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
Variation des dettes financières	(0.9)	0.8	(0.1)	0.8	0.3	(0.8)	(0.5)	(1.0)	0.0
Variation des liquidités	0.5	4.9	(1.4)	(6.6)	1.3	(0.2)	4.1	1.7	2.8

Bilan (MEUR)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Immobilisations Incorporelles	1.7	1.4	1.3	1.4	1.6	5.8	5.8	5.8	5.8
Immobilisations Corporelles nettes	0.8	0.7	1.0	1.1	1.1	4.4	3.7	3.5	3.7
Immobilisations Financières	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Stocks	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Clients	12.8	16.4	24.7	29.8	32.3	34.4	25.3	26.6	27.9
Autres débiteurs	4.5	4.5	5.4	3.7	4.3	2.7	2.0	2.1	2.2
Trésorerie et valeurs mobilières	(2.9)	1.0	0.1	5.6	7.1	8.6	12.7	14.4	17.2
Actif total	17.3	24.2	32.8	41.9	46.8	56.5	50.0	52.9	57.3
Fonds propres (part du groupe)	(0.3)	2.7	4.8	11.0	12.5	15.9	17.3	19.7	22.6
Quasi-fonds propres	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intérêts minoritaires	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	1.3	1.7	2.1	2.5
Provisions	0.5	0.6	0.5	0.8	0.9	1.8	1.8	1.8	1.8
Dettes financières à long terme	0.9	2.0	2.1	1.7	2.3	3.1	2.6	1.6	1.6
Dettes financières à court terme	1.8	0.9	1.7	2.1	1.9	4.8	4.8	4.8	4.8
Fournisseurs	12.6	15.9	20.4	22.4	25.0	23.9	17.5	18.4	19.3
Autres créditeurs	1.7	2.0	3.0	3.6	4.0	5.5	4.0	4.2	4.4
Passif total	17.3	24.2	32.8	41.9	46.8	56.5	50.0	52.9	57.3
Valeur d'entreprise (VE)				(1.9)	29.7	30.6	26.5	28.1	25.8
Dettes nettes (Trésorerie nette)	5.6	2.0	3.7	(1.7)	(2.9)	(0.7)	(5.3)	(8.0)	(10.8)
Passif au titre des retraites	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Survaleurs cumulées	0.2	0.3	0.3	0.0	0.2	4.3	4.3	4.3	4.3
Capitaux employés (moyenne) (CE)	5.6	5.1	8.9	10.0	10.3	18.0	15.2	15.3	15.8
Besoins en fonds de roulement	3.0	3.0	6.6	7.5	7.5	7.8	5.7	6.0	6.3
Valeur actualisée des crédits									
Fonds propres (ajustés)	(0.1)	3.0	5.2	11.0	12.7	20.3	21.7	24.1	26.9

Données par action (EUR)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Nombre moyen d'actions (M)	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
Nb actions fin d'exercice (M)	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
Nb actions diluées fin d'exercice (M)	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
Valeur d'entreprise (VE)				high	13.30	13.71	11.87	12.60	11.55
Dette nette hs immos financières	high	high	high	high	(1.39)	0.01	(1.88)	(2.90)	(3.95)
Chiffre d'affaires	high	high	high	high	57.17	67.68	51.44	54.01	56.71
EBITD	high	high	high	high	2.00	3.92	2.96	3.56	3.97
REX avant amort. des survaleurs	high	high	high	high	1.48	2.66	2.23	2.59	2.95
REBIT	high	high	high	high	1.48	2.66	2.23	2.59	2.95
Résultat net avant exceptionnels (EUR)					1.15	1.73	1.30	1.71	1.97
Bénéfices récurrents par action (EUR)					1.15	1.73	1.30	1.71	1.97
Cash Flow (EUR)					1.67	2.99	2.03	2.68	2.99
Dividende (EUR)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.30	0.43	0.63	0.68	0.79
Actif Net Comptable (EUR)					5.60	7.14	7.77	8.85	10.13
Fonds propres (ajustés)	high	high	high	high	5.67	9.09	9.72	10.80	12.08
Free Cash Flow	high	high	high	high	0.87	1.92	2.80	1.73	1.79
% var du résultat net courant						50.90	(24.86)	31.13	15.09

Valorisation	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
PER (hs except)					16.1	8.2	9.6	9.1	7.9
Cours/Capital employé (dilué) (x)					11.1	4.8	6.1	5.8	5.2
Cours/actif net					2.6	1.9	1.8	1.8	1.5
Rendement (%)				0.0	1.6	3.0	5.1	4.4	5.1
Free cash flow yield (%)				high	4.2	12.1	21.9	11.8	12.4
VE/CA (x)				(0.02)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
VE/EBITD (x)				nmf	6.6	3.5	4.0	3.5	2.9
VE/REX				nmf	9.0	5.2	5.3	4.9	3.9
VE/REBIT (x)				(0.4)	9.0	5.2	5.3	4.9	3.9
VE/Capital Employé (x)				(0.2)	2.9	1.7	1.7	1.8	1.6
Cours : plus haut (EUR)				19.70	20.00	16.89	14.00	16.48	
Cours : plus bas (EUR)				16.24	14.69	12.00	10.51	13.30	
Cours : moyenne (EUR)				17.72	18.47	14.28	12.45	15.50	15.50
Cours : fin d'exercice (EUR)				18.30	14.69	13.70	13.75	15.50	15.50

Rentabilité/Solvabilité	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
CA/CE (x)	11.7	14.0	10.4	10.6	12.4	8.4	7.6	7.9	8.0
CA/Immos Corporelles (x)	80.0	101.0	93.2	97.3	113.3	34.4	31.3	34.5	34.0
CA/Fonds de roulement (x)	21.3	23.5	14.0	14.1	17.0	19.3	20.0	20.0	20.0
Stocks/CA (nb de jours)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Clients/CA (nb de jours)	71.8	84.6	97.6	102.7	92.4	83.3	80.5	80.5	80.5
Fournisseurs/CA (nb de jours)	70.5	82.0	80.7	77.2	71.7	57.8	55.8	55.8	55.8
Investissement/Amort. (%)	68.2	52.5	114.1	97.1	121.5	99.5	55.3	92.3	109.8
Fonds propres/total de bilan (%)	(1.8)	11.1	14.7	26.4	26.7	28.2	34.7	37.3	39.4
Endettement net/fonds propres (%)	(3,043.0)	70.2	75.1	(15.2)	(23.1)	(4.3)	(28.0)	(36.7)	(42.9)
Couverture des frais financiers (x)	2.6	6.0	12.0	27.5	high	high	high	high	high
Taux de distribution (%)	0.0	0.0	0.0	23.0	26.1	24.8	48.4	40.0	40.0
Retour sur CE (moyenne) (%)	1.3	32.8	28.6	33.5	23.9	24.3	22.3	26.5	29.1

Productivité et Marges	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
CA par employé à plein temps (000)	286.7	283.7	311.9	318.9	354.2	353.9	276.2	327.6	327.6
REX par employé à plein temps	4.9	8.2	11.2	12.8	9.2	13.9	12.0	15.7	17.0
Marge brute (%)	24.2	24.9	23.5	22.5	20.8	24.7	29.9	30.1	30.0
EBITD margin (%)	3.5	4.6	4.7	4.2	3.5	5.8	5.8	6.6	7.0
Marge d'exploitation (REX/CA) (%)	1.7	2.9	3.6	4.0	2.6	3.9	4.3	4.8	5.2
REBIT margin(%)	1.7	2.9	3.6	4.0	2.6	3.9	4.3	4.8	5.2
Marge nette (%)	0.5	1.6	2.3	3.2	2.0	2.8	2.9	3.5	3.8
Taux d'impôt apparent	43.7	14.2	21.8	21.6	25.9	26.3	32.0	30.0	30.0

Important disclosures

Issuer	Ticker	Price (EUR)
Clasquin	ALC PA	15.50

Fortis Bank S.A./N.V. adopted a Research Policy for the purpose of ensuring that research produced by its analysts is impartial, independent, fair, clear and not misleading. In particular the Policy identifies policies intended to promote the integrity of research including those designed to ensure the identification and avoidance, management or disclosure of conflicts of interest in connection with the production of research, including information barriers.

Analyst certification

The persons named as the authors of this research report certify that:

1. all of the views expressed in the research report accurately reflect the personal views of the authors about the subject financial instruments and issuers; and
2. no part of their compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the research report.

Claire Deray - Equity Research Analyst

Analysts' compensation is determined based upon activities and services intended to benefit the clients of Fortis Bank S.A./N.V. and its affiliates. Like all Fortis Bank S.A./N.V. and affiliate employees, analysts receive compensation that is impacted by overall Fortis Bank S.A./N.V. profitability, which includes revenues from other business units.

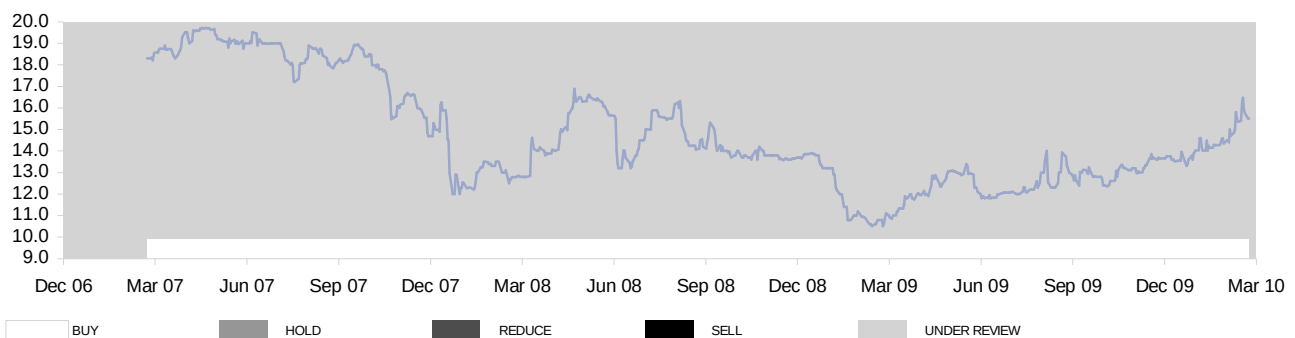
Fortis Bank S.A./N.V. and affiliates equity research ratings distribution (primary covered stocks)

Category	Fortis Rating	Definition	% companies under coverage with this rating	% companies for which Fortis has provided Investment Banking services
BUY	BUY	The stock belongs to the favourites of the local Fortis Bank S.A./N.V. universe. Expected performance: > +15%	41%	43%
HOLD	HOLD	The stock does not belong to the current favourites. The investment case is not appealing for the time being. However, it is worth keeping the stock. Expected performance: > +5%, < +20%	31%	43%
	REDUCE	The stock belongs to the less attractive ones within the Fortis Bank S.A./N.V. local universe. While the outlook is uncertain, the stock does not deserve an outright Sell. Expected performance: > -5%, < +10%	23%	14%
SELL	SELL	The investment case is definitively negative. Investors should sell the stock in any conditions. Expected performance: negative	5%	0%

24 March 2010

Fortis Bank S.A./N.V. Primary Equity Research Coverage: 172

Historical equity recommendations and target price for Clasquin (EUR)



History of Target Prices

Date	Recommendation	Target Price
18/02/2010	BUY	EUR 18.00
04/09/2009	BUY	EUR 17.00
30/09/2008	BUY	EUR 20.00
03/09/2008	BUY	EUR 21.00
09/01/2008	BUY	EUR 22.00
15/11/2007	BUY	EUR 21.00

History of Recommendations

Date	Recommendation	Target Price
------	----------------	--------------

Source: BNP Paribas Fortis Equity Research, FactSet

Fortis Bank SA/NV Montagne du Parc 3 B-1000 Brussels Belgium Tel: +32 2 565 11 11	Fortis Bank Austria Euro Plaza/D Wienerbergstrasse 41 1120 Vienna Austria Tel: +43 1 81 10 43 81 85	Fortis Bank Czech Republic Mysibek Building Ovocny Trh 8 117 19 Prague 1 Czech Republic Tel: +420 225 43 60 10	Fortis Bank Denmark Gothersgade 49 3. 1123 Copenhagen Denmark Tel: +45 32 71 19 09
Fortis Bank, Succursale en France 30, quai de Dion Bouton F-92824 Puteaux Cedex France Tel: +33 1 55 67 72 00	Fortis Bank Germany Cäcilienkloster 8 50676 Cologne Germany Tel: +49 221 1611-0	Fortis Bank Greece Sygrou Ave 166 17671 Athens Greece Tel: +30 21 09 54 43 70	Fortis Bank Hong Kong 27/F, Fortis Bank Tower 77-79 Gloucester Road Hong Kong Tel: +852 28 23 04 56
Fortis Bank Hungary Deak Ferenc 15 1052 Budapest Hungary Tel: +36 14 83 81 09	Fortis Bank Italy Via Comaggia 10 I-20123 Milano Italy Tel: +39 02 57 53 24 61	BGL 50, avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxembourg Luxembourg Tel: +352 42 421	Fortis Bank Norway Haakon VII's gate 10 0161 Oslo Norway Tel: +47 23 11 49 50
Fortis Bank Polska S.A. P.O. Box 15 02-676 Warszawa Poland Tel: +48 22 566 90 00	Fortis Bank Portugal Rua Alexandre Herculano 50-6 Andar 1250-011 Lisboa Portugal Tel: +351 213 13 93 16	Fortis Bank SA/NV, Singapore Branch 63 Market Street #21-01 Singapore 048942 Tel: +65 65 38 03 90	Fortis Bank S.A., Sucursal en España Serrano 73 28006 Madrid Spain Tel: +34 91 436 56 00
Fortis Bank Romania Tipografilor 11-15 013714 Bucharest Romania Tel: +40 21 401 17 02	Fortis Bank Sweden Birger Jarlsgatan 25 10396 Stockholm Sweden Tel: +46 8 505 375 59	Fortis Bank Switzerland Rennweg 57 8021 Zurich Switzerland Tel: +41 58 322 09 70	Fortis Bank Turkey Yildiz Posta Caddesi No: 54 Gayrettepe 34353 Istanbul Turkey Tel: +90 212 274 42 80
Fortis Bank SA/NV, UK Branch 5 Aldermanbury Square EC2V 7HR London United Kingdom Tel: +44 20 32 96 80 00	Fortis Bank USA 520 Madison Avenue, 3rd Floor New York, NY 10022 United States Tel: +1 212 418 87 00		

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: 1) all of the expressed views accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers, and 2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendation or views contained in this report.

Production of the document

Fortis Bank SA/NV, with registered office at Montagne du Parc 3, 1000 Brussels, Belgium ("BNP Paribas Fortis"), is responsible for the production and the dissemination of this document, which has been prepared by the individual(s) working for BNP Paribas Fortis or any of its affiliates and whose respective identity is disclosed in this document (the "persons involved") (together the "producers of the document").

This document can be distributed (i) by an affiliate of Fortis Bank SA/NV that is not registered as a U.S. broker-dealer to major U.S. institutional investors only and (ii) by Fortis Securities LLC, a U.S. registered broker-dealer, to all U.S. persons.

No public offer or financial promotion

This document does not constitute an offer or solicitation for the sale, purchase or subscription of any financial instrument in any jurisdiction. It is not directed to, or intended for distribution to, any person or entity who is a citizen or resident of or incorporated or located in any jurisdiction where such distribution would be contrary to local law or regulation and/or where BNP Paribas Fortis would infringe any registration or licensing requirement within such jurisdiction. This document has been provided to you for your personal use only and should not be communicated to any other person without the prior written consent of BNP Paribas Fortis. Should you have received this document by mistake, please delete or destroy it, and notify the sender immediately.

Sources and disclosure

BNP Paribas Fortis believes that the information and/or the interpretations, estimates and/or opinions regarding the financial instrument(s) and/or issuer(s) to which this document relates (respectively, the "financial instrument(s) concerned" and/or the "issuer(s) concerned") are based on reliable sources. BNP Paribas Fortis makes no representations as to the accuracy or completeness of those sources and, in any case, the recipients of this document should not exclusively rely on it before making an investment decision. The interpretations, estimates and/or opinions reflect the judgement of BNP Paribas Fortis on the date of this document and are subject to changes without notice. This document has not been disclosed to the issuer(s) concerned prior to its dissemination by BNP Paribas Fortis.

No investment advice

The information contained herein does not constitute investment advice nor any other advice of whatever nature (including advice on the tax consequences that might result from making any particular investment decision). Investments in the financial instrument(s) to which this document relates may involve significant risks, are not necessarily available in all jurisdictions, may be illiquid and may not be suitable for all investors. The value of, or income from, any financial instrument(s) concerned may fluctuate and/or be affected by external factors such as exchange rates fluctuations. Past performance is not indicative of future results. This document is intended for general circulation and does not take into account the recipient's particular financial knowledge and experience, investment objectives and financial situation or needs, and is not intended as a personal recommendation to invest in the financial instrument(s) concerned. Before making an investment decision on the basis of this document, an investor should consider whether such investment is suitable in light of, amongst others, its particular financial knowledge and experience, investment objectives and financial situation and, if necessary, should seek appropriate professional advice. Neither BNP Paribas Fortis nor any of its group companies (including any subsidiary, affiliate or holding company), directors, officers and employees shall in any way be liable or responsible (whether directly or indirectly) for any costs, claims, damages, liabilities and other expenses, including any consequential loss, arising from any use of this document, except in the event of wilful misconduct or gross negligence on their part.

Supervision

Fortis Bank SA/NV is authorised by and subject to the supervision of the "Commissie Bancaire, Financiële et des Assurances/Commissie voor het Bank-, Financien- en Assurantiewezen" (the "CBFA") in Belgium and each of its affiliates is regulated by the supervisory authority of the country in which it carries out its activities.

Copyright

This document contains information, text, images, logos, and/or other material that is protected by copyrights, database rights, trademarks, or other proprietary rights. It may not be reproduced, distributed, published or used in any way by any person for any purpose without the prior written consent of BNP Paribas Fortis or in the case of third party materials, the owner of that content.

To check the occurrence of possible (conflicts of) interests please visit our website through the link:
<http://disclosures.merchant.fortisbank.com>