

Résidé Études Investissements S.A.

Émetteur	Notation d'Émetteur	Perspectives
Résidé Études Investissement S.A.	BBB Moyen et long terme	Stable
	Notation d'Émission	
	BBB Moyen et long terme	Stable

JUSTIFICATION DE LA NOTATION

ARC Ratings, S.A. (ARC Ratings) confirme la notation "BBB", avec perspective stable, attribuée aux engagements financiers à moyen et à long terme de Résidé Études Investissement SA (Résidé Études) et à un emprunt obligataire d'un encours actuel de 18,5 millions d'euros (M€), après un remboursement partiel anticipé le 18 février 2016. Cette notation s'appuie sur la résilience du Groupe dans le contexte des pertes liées au lancement de nouvelles résidences, aux appart-hôtels 5 étoiles et au segment des résidences pour seniors. Sa résilience lui a permis d'augmenter son EBITDA en 2017 et d'améliorer les ratios de couverture de la dette, même dans un contexte d'investissements importants. ARC a également pris en compte le renforcement de son équipe financière et managériale dans un contexte de croissance de l'activité. Bénéficiant des fondamentaux positifs du marché français, le Groupe continue de mettre en œuvre sa stratégie de croissance et d'investissement qui, compte tenu de la pérennité de son activité, conduira à une augmentation temporaire de son effet de levier. Toutefois, le Groupe prévoit des améliorations successives de sa capacité à produire des fonds, ainsi que de ses ratios de couverture de la dette, qu'ARC continuera d'accompagner et qui soutiennent la perspective stable.

PROFIL DU GROUPE

Résidé Études Investissement S.A. est la holding d'un Groupe créé en 1989 dont le siège est situé à Paris, France. Ce Groupe, initialement centré sur le marché de la résidence pour les étudiants avec services s'est diversifié depuis et figure actuellement parmi les leaders dans les trois principaux marchés de résidences avec services en France : résidences pour étudiants, résidences hôtelières ou touristiques (essentiellement des résidences urbaines conçues pour une clientèle d'affaires); et résidences pour les personnes âgées autonomes (depuis 2007, ce segment connaît un vif succès). Le Groupe a fait preuve de sa capacité à lancer de nouvelles résidences chaque année dans les trois segments, reprenant en 2017 la tendance d'accélération suivie les années précédentes et ralentie en 2016 suite à la baisse de la fréquentation touristique consécutive aux attentats. Il bénéficie d'une présence nationale, notamment dans les grandes zones urbaines.

Les principales activités du Groupe consistent dans la gestion et l'exploitation immobilière, la promotion immobilière et la création d'un portefeuille d'actifs patrimoniaux (incluant des immeubles de placement et des actifs d'exploitation). À la fin du mois de mars 2018,

DATE DE NOTATION
16 août 2018

VALIDITÉ DE LA NOTATION
16 août 2019

NOTATION INITIALE
12 septembre 2013

DERNIÈRE ÉVALUATION
17 août 2017

DATE DE LA PROCHAINE ÉVALUATION
16 août 2019

PÉRIODE D'ANALYSE
Historique: 2013 à mai 2018
Prévisions: 2018 à 2022

INFORMATION ANALYSÉE
Rapport Annuel Résidé Études 2017
Détails sur la Dette Financière Résidé Études Intérim Information
Rapports Annuels par les pairs

MÉTHODOLOGIE UTILISÉE
Notation de sociétés non-financières par ARC Ratings
Méthodologie disponible sur www.arcratings.com

CONTACTS ARC

Isabel Fernandes
Analyste Principale
isabel.fernandes@arcratings.com

Vitor Figueiredo
Présidente du Comité de Notation
vitor.figueiredo@arcratings.com

Emma-Jane Fulcher
Directrice des Notations
emma.fulcher@arcratings.com

11, Hollingworth Court
Turkey Mill, Ashford Road
Maidstone, Kent ME14 5PP
UNITED KINGDOM
Tel: +44 (0) 1622 397350
Website: www.arcratings.com

Le nombre de logements gérés par le Groupe a augmenté pour atteindre 25.849 lots (d'une valeur de près de 2.5 milliards d'euros), répartis comme suit: 58,3% pour les étudiants; 30,5% en résidences hôtelières ou touristiques (appart-hôtels 2 à 5 étoiles, dans la majorité des grandes villes françaises); et 11,2% de logements pour les personnes âgées autonomes (les seniors) près des centres villes. Ce segment est en croissance. Le modèle économique du Groupe a permis de transformer une activité à forte intensité capitalistique en un modèle à moindre densité capitalistique. En effet, la plus grande partie des logements gérés par le Groupe est détenue par des investisseurs (environ 19.400 investisseurs privés et institutionnels). Le Groupe détient en propre environ 5,5% du total (d'une valeur de 161,4 M€ à la fin de 2017, en immeubles de placement).

Les principales caractéristiques de l'activité du Groupe sont les suivantes: activité de long terme qui commence par le développement d'un projet, demandant 2,5 à 3 ans en moyenne, signature d'un contrat de bail commercial d'une durée minimum de 9 ans avec des investisseurs privés et institutionnels (après leur avoir vendu les logements au préalable); une phase de commercialisation des résidences qui s'étend sur une période d'environ 18 mois et une livraison dans les 24 mois à compter du début des travaux; la recherche de locataires afin d'assurer le meilleur taux d'occupation des logements, et la maintenance et la gestion des résidences, le Groupe étant responsable de la facturation et de l'encaissement des loyers.

Le chiffre d'affaires consolidé dépasse les 380 M€, en hausse de 13,6% par rapport à 2016. 77,2% de ce chiffre d'affaires provient de l'activité de gestion et d'exploitation immobilière, qui est la source de revenus la plus régulière et la plus croissante.

LES PRINCIPAUX CRITÈRES DE NOTATION DE RÉSIDENCE ÉTUDES SONT LES SUIVANTS :

- Un Conseil d'administration expérimenté – Le Groupe Résidence Études est contrôlé par un Conseil d'administration expérimenté dans cette activité depuis près de trois décennies. Le Groupe a renforcé son équipe financière et son équipe de direction, afin de mieux contrôler la croissance de l'activité. De plus, le pacte d'actionnaires permet le transfert de parts entre actionnaires, assurant ainsi la stabilité de la structure de l'actionariat.
- La Stratégie de la Société – La stratégie du Groupe continue à être basée sur une croissance organique, notamment en France, qui présente de belles perspectives. Les résultats positifs, comme ceux des activités de promotion et de placement immobilier et des résidences pour étudiants (segment où il est présent depuis plus longtemps et qui est plus stable), et du segment des appart-hôtels de moyenne gamme (qui bénéficient de la reprise du tourisme dans le pays), peuvent compenser les pertes découlant du lancement de nouvelles résidences (comme ce fut le cas ces dernières années) et surpasser les pertes des appart-hôtels 5 étoiles et du segment des résidences pour seniors, le dernier dans lequel le Groupe est entré et celui avec la croissance la plus rapide, qui sont en train de prendre plus de temps pour atteindre leur équilibre. À noter l'amélioration de l'EBITDA du Groupe à 19,4 M€ en 2017 contre 14,8 M€ en 2016, ainsi que la capacité d'autofinancement en hausse, dépassant les 10 M€.
- Des prévisions de croissance de l'activité - Les prévisions du Groupe indiquent une augmentation du nombre de logements sous gestion à près de 35.900 en 2022. Cette croissance équivaut à environ 10.000 logements, dont 60% sont destinés à des seniors. De plus, le Groupe entend continuer à renforcer, comme au cours des dernières années, son portefeuille d'actifs patrimoniaux, qui fonctionne comme une réserve de valeur. À noter que le Groupe a la capacité de piloter son activité et, si nécessaire, d'ajuster sa stratégie d'investissement, comme cela est déjà arrivé par le passé.

- Une forte demande pour le logement - Il y a une pénurie dans la construction d'habitats résidentiels en France (avec une population de 67,8 millions d'habitants) alors qu'en même temps sa population reste en croissance (avec un nombre accru de seniors de plus de 65 ans) et continue de recevoir des étudiants étrangers et d'être une plaque tournante du commerce international. L'investissement dans des résidences avec services bénéficie du statut fiscal du loueur en meublé qui continue à stimuler ce marché.
- Une distribution de dividendes conservatrice - La politique de distribution de dividendes reste conservatrice, avec une distribution d'environ 1,2 M€ par an. Le Groupe prévoit le maintien de cette stratégie.
- Structure de la dette - L'essentiel de la dette du Groupe est une dette à moyen et à long terme (en majorité à taux fixe) pour financer le portefeuille d'actifs patrimoniaux. La dette contractée à court terme correspond principalement aux découverts bancaires servant à financer les projets de promotion immobilière. Ainsi, le montant de cette dette à court terme est principalement fonction du nombre de projets de promotion et de leur phase de construction et de commercialisation. À la fin de 2017, presque 20% de la dette totale (53,7 M€) arrivait à échéance à court terme. En 2017, dans le cadre d'importants investissements (63,7 M€) et de la croissance de l'activité de promotion, la dette nette du Groupe a augmenté de 55,2 M€, se fixant à 255,3 M€. Par conséquent, malgré l'amélioration de l'EBITDA, le ratio dette financière nette / EBITDA s'est établi à 13,2 fois (conformément aux prévisions), tandis que le ratio de couverture des charges financières des emprunts par l'EBITDA s'est amélioré passant à 2,6 fois. Le Groupe bénéficie d'un large pool de banques pour financer ses opérations et travaille pour augmenter ses sources de financement à moyen et long terme et ainsi augmenter sa trésorerie et équivalents. Néanmoins, il prévoit une amélioration de ces ratios. En dernier ressort, il pourrait céder une partie de ses actifs patrimoniaux, au lieu de les refinancer.

LES PRINCIPALES CONTRAINTES CONCERNANT LA NOTATION DE CRÉDIT DE RÉSIDENCE ÉTUDES SONT :

- La croissance économique en France – En juillet 2018, le Fonds monétaire international (FMI) prévoit une croissance de 1,8% en 2018 et de 1,7% en 2019. En 2017, la France a connu une croissance de 2,3% dépassant les attentes initiales d'1,5 %. Selon le FMI, la croissance de 2017 a été soutenue par les réformes internes passées et en cours, les conditions de politique monétaire accommodantes et un environnement mondial favorable. La reprise économique a stimulé les recettes budgétaires et a contribué à ramener le déficit budgétaire à 2,6% du PIB, en-dessous de la limite de 3% fixée par les états de la zone Euro. Bien qu'il soit encore élevé, le chômage a diminué, dans la foulée d'une solide croissance de l'emploi. L'inflation a augmenté, bien que ce soit à un faible niveau. Les perspectives sont positives, avec des risques en baisse. Selon le FMI, les autorités françaises devraient continuer à faire avancer le programme de réformes et à tirer parti des perspectives positives, pour relever les défis structurels qui subsistent et renforcer la résistance aux chocs. En ce qui concerne les réformes structurelles, le marché du travail et les réformes fiscales de l'année dernière devraient stimuler l'investissement, l'emploi et la croissance. Par conséquent, le FMI considère qu'avec le rythme ambitieux des réformes, la France est désormais devenue un leader de la réforme en Europe, malgré le fait que les réformes doivent être mises en œuvre avec détermination, contrôlées avec soin et renforcées si nécessaire. Une baisse potentielle du revenu disponible des ménages (contrairement à 2015/2016) aurait un impact sur les taux d'occupation des résidences et sur l'écart entre les loyers reçus des locataires et les loyers versés aux investisseurs. À noter que le Groupe continue d'accorder beaucoup d'importance à la préservation de la qualité des résidences sous gestion et, qu'il offre un grand nombre de services par rapport à la concurrence, ce qui contribue au maintien de meilleurs taux d'occupation.

- Les modifications de la fiscalité – Notamment, la hausse du taux de la TVA, comme cela a été observé en 2014, applicable aux logements meublés. Le Groupe n'a pas pu répercuter entièrement cette augmentation de la TVA sur les loyers. Par conséquent, le cœur de son activité a été affecté, principalement dans le segment des résidences pour étudiants.
- Les changements dans les facteurs de prise de décision d'investissement - Ces changements peuvent avoir un impact sur la demande d'achat de nouveaux logements et sur le renouvellement des contrats de bail. La fiscalité est l'un des facteurs les plus importants affectant l'investissement. Mais les produits du Groupe sont des investissements entrant dans le champ de la fiscalité de la location meublée professionnelle ou non professionnelle, et ce statut est de longue durée. À noter que le Groupe a une bonne connaissance des cadres juridiques et fiscaux pertinents. Il faut également souligner que le Groupe présente des taux importants de renouvellement des baux et qu'il bénéficie du fait de n'avoir jamais fait défaut dans le paiement des loyers aux investisseurs. De plus, les contrats conclus avec des investisseurs confèrent au Groupe le droit au renouvellement des baux, ce que les investisseurs ne peuvent pas refuser à moins de prendre en charge le coût d'une indemnité (telle que la valeur marchande du fonds de commerce, pouvant couvrir 2 à 3 ans de loyers).
- Les changements dans la législation – D'éventuels changements qui pourraient se traduire par une augmentation des coûts de maintenance, de rénovation et des charges d'exploitation des résidences avec services seraient négatifs. La mise en place d'un système d'encadrement des loyers dans les grandes villes, bien que non applicable aux résidences gérées par le Groupe, pourrait avoir un impact sur les loyers effectifs.
- La hausse de la concurrence - L'entrée de nouveaux acteurs sur le marché et la concurrence de ceux qui existent et qui veulent développer leurs parts de marché peuvent avoir une incidence sur les niveaux de rentabilité. Le Groupe est le leader dans le segment des résidences avec services pour étudiants et est toujours le deuxième acteur des résidences hôtelières ou touristiques urbaines. À une époque de croissance significative du marché des seniors, le Groupe veut suivre le rythme et maintient un positionnement important sur ce segment de marché. Il contribue à l'amélioration du concept de résidences pour seniors en proposant un produit de qualité. Il faut souligner que le Groupe est en mesure d'attirer des partenaires dans l'activité de promotion immobilière (co-promotion), lui permettant de partager le risque et de croître plus rapidement dans l'activité de gestion et d'exploitation des résidences, une activité de long terme et une source stable de revenus. La commercialisation de logements avec projets développés par des tiers, qui seront gérés par le Groupe, a également augmenté l'activité principale. En plus de l'importante base d'investisseurs privés, le Groupe veut développer des canaux de commercialisation équilibrés, en créant une relation durable avec les investisseurs institutionnels. À noter que les résidences du Groupe sont bien localisées, qu'en général elles offrent un service de qualité supérieure à la concurrence. Afin d'optimiser la rentabilité future, le Groupe est prudent dans le choix des terrains des nouveaux sites et lors de la phase de commercialisation.

ACTIONNARIAT ET GOUVERNANCE

Résidence Études Investissement est dotée d'une structure d'actionnaires stable, basée sur son Management. M. Philippe Nicolet, en tant que Président et fondateur, détient 75,4% du capital. M. Christian Verlainne et M. Robert Vergès détiennent chacun 8,7%. Le reste du capital est réparti entre les cadres (en conséquence de la politique du Groupe pour retenir ses dirigeants clés) et les actions détenues en propres (l'écart équivalant à 4,3% du capital social).

La croissance de l'activité a conduit le Groupe à renforcer son équipe dirigeante, afin de mieux suivre son évolution

et de prendre des mesures correctives en temps utile lorsque cela est nécessaire. Par conséquent, après avoir unifié le management des trois segments de résidences à la mi-2017 (dans le but d'intégrer davantage les résidences pour seniors, qui ont déjà produit des résultats), le Groupe a renforcé son équipe financière et managériale en nommant comme Directeur M. Patrice Chaix. Ce directeur supervise l'ensemble des fonctions administratives et financières du Groupe, bénéficiant de son expérience dans les groupes industriels internationaux, notamment la trésorerie, la comptabilité et l'audit interne, le financement et l'assurance, le service juridique, l'informatique et le contrôle de gestion. Pour renforcer l'équipe, en avril 2018, le Groupe a également embauché M. Laurent Caudal, doté d'une expérience internationale dans de grands groupes cotés, à la tête de la direction du contrôle de gestion.

Par ailleurs, en signant des conventions d'assistance et de conseil, pour une durée indéterminée, le Groupe continue de bénéficier de l'expertise et de l'expérience au sein du Groupe de M. Christian Verlaine (environ 22 ans d'expérience), administrateur non exécutif depuis février 2016, et de M. Jean-Philippe SUC (le directeur financier précédent pendant plus de 10 ans), devenu conseiller du groupe depuis mi-2018.

CAPACITÉ DE PRODUCTION DE TRÉSORERIE ET DÉVELOPPEMENTS RÉCENTS

La stratégie de croissance du Groupe a conduit à la mise en exploitation de 17 nouvelles résidences en 2017, équivalant à plus de 2.000 logements. Cette augmentation annuelle est la plus forte jamais atteinte par la société. Cela correspond à la reprise de la tendance haussière des années précédentes, intentionnellement moins importante en 2016 (8 nouvelles résidences équivalentes à 738 logements). Afin d'équilibrer la composition de résidences sous gestion du Groupe, sept des nouvelles résidences sont destinées aux étudiants, six aux personnes âgées et quatre aux appart-hôtels.

Globalement, le portefeuille sous gestion du Groupe a augmenté de près de 9% en 2017, pour atteindre 25.730 logements, et d'environ 3% à la fin du premier trimestre de 2018, pour atteindre 25.849 logements. Au total, le Groupe assure la gestion d'environ 170 résidences avec services.

En glissement annuel, les taux d'occupation moyens des résidences gérées par le Groupe ont évolué positivement comme suit :

- Résidences pour étudiants (commercialisées principalement sous l'enseigne «Les Estudines», et aussi «Stud'City») – dans le contexte d'ouverture de 7 nouvelles résidences et d'un certain retard d'ouvertures, les taux d'occupation moyens sont retombés à 86% en 2017 (-4,3 points de pourcentage (pp) par rapport à 2016), mais ont retrouvé le niveau de 92% au premier trimestre de 2018. Il convient de noter qu'en termes comparables, il y a eu une stabilité à des niveaux d'occupation élevés.
- Résidences hôtelières – appart-hôtels (commercialisées sous les enseignes «Séjour & Affaires», «Residhome», «Relais Spa» et «Crowne Plaza») – malgré l'ouverture de quatre nouvelles résidences en 2017, les taux d'occupation se sont améliorés dans la plupart des gammes en 2017 et au cours du premier trimestre 2018, dépassant le niveau de 70% (sauf pour les résidences 2 étoiles et, 4 étoiles au cours du premier trimestre 2018). Il convient de souligner l'amélioration significative du taux d'occupation des deux résidences haut de gamme, qui a pris plus de temps que prévu pour atteindre des niveaux d'occupation plus élevés. Dans la plus grande résidence, celle de Roissy, qui comprend 455 logements, sous contrat de franchise avec le groupe Intercontinental Hotels Group (IHG) depuis juillet 2017 (commercialisée sous la marque Crowne Plaza), le taux d'occupation est passé de 65% en 2017 à 71% au premier trimestre 2018; tandis qu'au Relais Spa Val d'Europe, le taux a progressé à près de 84% (bénéficiant de la commémoration du 25e anniversaire du Parc Disneyland

Paris) contre 74% en 2016. Il est de 75% à fin mars 2018. Il est important de noter qu'il y a eu une reprise du secteur du tourisme en France, qui a été fortement affecté en 2016 par les attentats terroristes.

- Résidences pour seniors (commercialisées sous les enseignes «Les Girandières» et «Victoria Palazzo», cette dernière étant l'enseigne haut de gamme, lancée en 2017 pour ce segment, avec deux résidences à Nice et à Marseille) – dans le contexte d'un nombre significatif d'ouvertures de résidences depuis 2015 (dont 6 en 2017 et 3 au premier trimestre 2018, atteignant le seuil de 30 unités), le taux d'occupation s'est établi à 60% en 2017 et est passé à 68% au premier trimestre 2018. Cette amélioration reflète l'engagement du Groupe dans l'amélioration de la qualité du produit (facteur de différenciation dans le marché) et un plus grand professionnalisme dans sa gestion, y compris le renforcement du marketing, en ligne avec les normes suivies dans les segments les plus matures des résidences mentionnées ci-dessus.

Globalement, selon les enquêtes menées, le niveau de satisfaction des clients dans les résidences du Groupe sous les enseignes Séjour & Affaires et Residhome est resté stable à près de 8 en 2017 (sur une échelle de 10), tandis que pour la gamme supérieure des appart-hôtels (Relais Spa), il a atteint 8,1 (sur une échelle de 10). Dans les résidences pour seniors, les enquêtes de satisfaction indiquent également une légère amélioration en 2017, avec 98% des personnes interrogées satisfaites ou très satisfaites.

Il convient de souligner l'amélioration du Revenu par chambre disponible (RevPAR) réalisée par le Groupe dans le segment des résidences pour personnes âgées. L'amélioration est de +10% à fin mars 2018 versus fin mars 2017, bénéficiant à la fois de la hausse du taux d'occupation et de la hausse des tarifs moyens, alors qu'elle a été modeste en 2017 en raison de la baisse du taux moyen d'occupation (dans un contexte d'un nombre significatif d'ouvertures de résidences). De même, dans les résidences hôtelières – appart-hôtels, l'indicateur RevPAR s'est également amélioré en 2017 et plus significativement au premier trimestre 2018, (amélioration à deux chiffres). Dans le segment des résidences pour étudiants en revanche l'indicateur RevPAR a légèrement diminué de 4% en 2017 et de 2% au premier trimestre de 2018 reflétant un taux d'occupation plus faible dans un contexte d'ouvertures significatives de résidences en 2017.

Dans ce contexte favorable, le chiffre d'affaires de l'activité de gestion et d'exploitation immobilière a atteint 293,3 M€ en 2017, en hausse de 10,2% en glissement annuel, bénéficiant de l'amélioration des trois segments. Soulignons l'augmentation de 34,7% des revenus des résidences pour personnes âgées, qui ont représenté près de 13% du chiffre d'affaires total de cette activité plus régulière, et de 9,2% du chiffre d'affaires du segment des appart-hôtels. Les revenus des résidences pour étudiants, plus stables, ont augmenté de 5,3% en 2017.

Le Groupe a réussi à maintenir la tendance de croissance des revenus issus de la gestion et de l'exploitation immobilière au premier trimestre de 2018, atteignant un niveau de 11% en glissement annuel, à 63,5 M€. Les trois secteurs d'activité ont présenté une expansion, plus significative dans les résidences pour seniors (de 35%), avec plus de dynamisme, et dans les appart-hôtels (de 11,4%, dans toutes les enseignes de résidences, notamment dans les résidences 3 étoiles). Les revenus des résidences pour étudiants, le segment le plus mature, ont présenté une augmentation de 6% en glissement annuel.

L'activité de commercialisation du Groupe de la branche promotion immobilière a bénéficié de l'impulsion donnée par la stratégie des ventes en bloc, en plus de la croissance de la vente habituelle aux investisseurs privés. En effet, en 2017, les réservations provenant de la promotion, de la co-promotion et de la commercialisation de programmes pour le compte de tiers ont augmenté de 20% en valeur, à 232,7 M€ (soit 1.453 logements), dont environ 27% liés à quatre lettres d'intention concernant la vente en bloc de quatre résidences pour personnes âgées (équivalant à

312 logements). En 2016, ces réservations incluaient, pour la première fois, la vente d'une résidence pour étudiants à Paris (de 282 logements) à un investisseur institutionnel, pour un montant de 45,6 M€, soit 23,5% du montant total des réservations. Par ailleurs, la valeur des actes notariés signés a augmenté de 11% (de 3% en termes de logements), à 186,5 M€ en 2017, actes principalement liés aux programmes de résidences pour personnes âgées (76% du total), développés en co-promotion. Comme d'habitude, en raison du système de vente en état futur d'achèvement (VEFA), le Groupe recevra le produit des ventes de manière corrélée avec l'évolution des travaux de construction. Toutefois, les programmes en co-promotion, qui ont augmenté principalement au niveau des résidences pour personnes âgées, sont enregistrés selon la méthode de mise en équivalence, et par conséquent n'ont pas d'impact sur les ventes du Groupe dans l'immobilier. Les ventes du Groupe au niveau de la promotion immobilière ont progressé de 31,7% en 2017, par rapport à 2016, atteignant 70,7 M€. Si la méthode d'intégration proportionnelle était appliquée à ces programmes, au lieu de la méthode de mise en équivalence, les ventes du Groupe des programmes immobiliers auraient augmenté de 18,4%. La contribution des programmes en co-promotion aux résultats consolidés avant impôts a été stable à 2,9 M€ en 2017, source de production de fonds propres pour le Groupe.

Le Groupe, bénéficiant de son expertise dans l'ensemble de la chaîne de promotion immobilière-construction, a livré 8 projets en 2017 (6 en 2016), dont la moitié en co-promotion. Cela a généré des bénéfices pour le Groupe de 11,6 M€ (9,5 M€ en 2016). Au premier trimestre 2018, le Groupe a livré un projet en co-promotion qui a généré un bénéfice de 0,7 M€.

À fin mai 2018, le Groupe comptait 39 programmes en cours de commercialisation et de construction, incluant 17 en co-promotion, quatre liés à des ventes en bloc et la commercialisation de trois programmes pour des tiers (pour lesquels le Groupe sera l'entité de gestion). Environ trois quarts du total sont des résidences pour seniors, 5 sont des résidences pour étudiants et 4 sont des appart-hôtels, incluant également 1 projet d'accession à la propriété. Le Groupe contrôle régulièrement les marges prévisionnelles des programmes. Au cours des 5 premiers mois de 2018, et en liaison avec ces 39 programmes immobiliers, la valeur des réservations des programmes immobiliers en promotion, co-promotion et commercialisation pour compte de tiers a augmenté, et les ventes en bloc ont atteint 140,5 M€, doublant le montant atteint au cours de la même période de l'année précédente. De même, la valeur des actes notariés signés a presque doublé, atteignant 93,5 M€, en considérant également 45,4 M€ de la vente en bloc de trois résidences, dont les lettres d'intention ont été signées en 2017 (la vente de la première résidence pour personnes âgées à un investisseur institutionnel ayant eu lieu au début de 2018). Finalement, il faut noter que trois programmes immobiliers sont en cours de construction. Il s'agit d'une résidence pour des chercheurs et des doctorants dans le quartier des Batignolles à Paris, d'une résidence pour étudiants (Marseille Luminy III) et d'une résidence pour seniors (à Montigny-le-Bretonneux), toutes achetées en VEFA par la branche patrimoniale du Groupe. Une fois achevées, ces trois résidences seront gérées par la branche gestion du Groupe.

Dans le contexte du renforcement de son portefeuille d'actifs patrimoniaux, incluant une sélection de projets de qualité en profitant de bonnes opportunités de marché, la valeur du portefeuille d'actifs patrimoniaux a augmenté de façon significative (de 52,1 M€) en 2017, atteignant un montant de 248,4 M€. À distinguer dans ce montant la valeur des immeubles de placement (en opération) de 161,4 M€, notamment l'appart-hôtel Paris Opéra (41,1 M€), la résidence pour personnes âgées Marseille République (25,4 M€) qui est entrée en fonctionnement au cours du dernier trimestre 2017, la résidence pour étudiants Marseille République (15,3 M€) et huit résidences sociales pour étudiants (65,6 M€). Ce portefeuille d'immeubles de placement, évalué de manière indépendante, est comptabilisé

à la juste valeur. Il a dégagé des gains de 6,2 M€ en 2017. Le chiffre d'affaires des biens immobiliers a légèrement augmenté en glissement annuel à 9,0 M€. Par ailleurs, la valeur du portefeuille d'immeubles de placement du Groupe en cours de construction s'est établie à 43 M€ à la fin de 2017, dont ressortent la résidence pour étudiants Marseille Luminy III (15,2 M€), la résidence de Paris Batignolles (12,5 M€) et la résidence pour seniors de Montigny-le-Bretonneux (9,7 M€).

Le 27 et le 28 juin 2018, ARC Ratings a rencontré le Conseil d'administration et les hauts dirigeants de Résidence Études pour discuter de la performance du Groupe et de sa stratégie.

Le chiffre d'affaires du Groupe a atteint 380 M€ en 2017, en hausse de 13,6% par rapport à 2016, dont 77,2% provenant de la gestion et de l'exploitation immobilière, source de revenus plus régulière et croissante. Il convient de noter que la croissance du Groupe s'est accompagnée d'une amélioration de la marge d'EBITDA à 5,1%, contre le minimum de 4,4% enregistré en 2016 dans des conditions défavorables spécifiques, permettant au Groupe d'atteindre un EBITDA de 19,4 M€ (une augmentation significative de 31% par rapport au chiffre de 2016). Les trois principales activités du Groupe sont des sources de fonds.

Il est également important de noter que l'EBITDAR est un indicateur pertinent en ce qui concerne l'activité du Groupe Résidence Études, car il mesure l'EBITDA avant de prendre en compte les loyers versés aux investisseurs. L'EBITDAR a continué d'augmenter et a atteint 138,8 M€ en 2017.

Par ailleurs, l'EBIT du Groupe s'est fixé à 15,9 M€ en 2017, près de 52% de plus qu'en 2016, bénéficiant de l'amélioration de l'EBITDA et de la forte variation de la juste valeur des immeubles de placement, qui compensent largement le montant plus élevé des dépréciations et amortissements liés à l'augmentation des immeubles de placement (en fonctionnement).

Dans un contexte d'investissement et d'une dynamique plus forte de l'activité de promotion immobilière, avec un impact sur la dette, les résultats financiers du Groupe s'établissent à -7,6 M€ (en légère baisse par rapport 2016). Ainsi, l'amélioration de l'EBITDA, a permis d'améliorer le ratio de couverture des frais financiers nets par EBITDA, qui s'est fixé à 2,6 fois en 2017 (par rapport à 1,8 fois en 2016 (proche du niveau de 3 fois atteint précédemment)).

Les résultats consolidés avant impôts – excluant les activités arrêtées et les résultats non courants – ont été de 8,4 M€ en 2017 (c.à.d. avec une amélioration significative par rapport aux 2,1 M€ en 2016). Comme en 2016, le résultat net des activités arrêtées, en ce qui concerne la Compagnie de Bâtiment et de Maçonnerie SAS, a été positif en 2017, mais de faible expression. Après impôts de 2,3 M€, le résultat net consolidé, après intérêts minoritaires, a dépassé 6 M€ en 2017, contre 4,6 M€ en 2016, dans le cadre d'un crédit d'impôt de 2,2 M€.

POLITIQUE FINANCIÈRE

Le total des actifs du Groupe Résidence Études a augmenté de 20,8% en 2017, dépassant le seuil de 510 M€. Le renforcement des actifs immobilisés, incluant les immeubles de placement de 44,4 M€, ainsi que les autres immobilisations corporelles, de 17 M€, a été le moteur principal de cette augmentation. Par ailleurs, la croissance de l'activité de promotion immobilière a entraîné une augmentation des stocks (de 9,2 M€) et des créances clients (de 17,6 M€), dans un contexte de forte utilisation de la trésorerie et équivalents.

La capacité d'autofinancement du Groupe s'est améliorée à 10,2 M€ en 2017, contre 5,6 M€ en 2016. Il convient de noter qu'en 2016 cette capacité a été pénalisée par les pertes significatives dans la gestion de résidences pour seniors et les conditions moins favorables pour le développement de la gestion des appart-hôtels. La capacité d'autofinancement corrigée par la variation des BFR (qui n'était pas significative) s'est maintenue à 8,7 M€ à la fin de 2017.

La poursuite du renforcement du portefeuille immobilier couplée à la croissance de l'activité de promotion, pour accroître l'activité de gestion à l'avenir, et les coûts associés à la croissance rapide du segment le plus récent des résidences pour seniors, ont entraîné une augmentation de 55,2 M€ de la dette financière nette en 2017, qui s'est fixée à 255,3 M€. Le Groupe a continué à montrer sa capacité à piloter l'activité, en réalisant moins d'investissements et en gérant les BFR de manière à contrôler l'augmentation de la dette, qui a été inférieure de 8% par rapport aux estimations (équivalent à -21,6 M€). Dans le cadre des investissements à moyen terme (de 63,7 M€) qui ont besoin de temps pour être rentables, le ratio dette financière net / EBITDA s'est légèrement amélioré à 13,2 fois en 2017 (en ligne avec les prévisions et par rapport à 13,6 fois en 2016). Sur la base notamment des perspectives de croissance significatives de l'EBITDA, le Groupe prévoit une amélioration progressive de ce ratio (voir Perspectives).

La dette moyen/long terme contractée par le Groupe a une échéance moyenne à long terme. À la fin de 2017, l'endettement concernant les financements des résidences sociales pour étudiants, d'une durée de 30 ans, s'élevait à 37,3 M€, tandis que les crédits-baux immobiliers, généralement d'une durée de 15 ans, s'élevaient à 66,2 M€. Les emprunts obligataires se sont élevés à 70,7 M€, dont 50 M€ émis le 18 février 2016 d'une maturité de 7 ans (avec un taux d'intérêt annuel de 4,5%) et 18,5 M€ concernant l'encours de l'emprunt obligataire émis le 23 octobre 2013 (après un remboursement partiel anticipé, grâce au produit de l'emprunt obligataire de 50 M€), d'une maturité de 6 ans, à l'échéance au 23 octobre 2019, et un taux d'intérêt annuel de 5,2%. En 2017, dans le contexte de l'investissement, la dette contractée à moyen terme a augmenté de 37,1 M€, se fixant à 229,2 M€ à la fin 2017: 160,2 M€ avaient une échéance de plus de 5 ans, 58,8 M€ avaient une échéance comprise entre 1 et 5 ans et seulement 4,5%, soit 10,2 M€ étaient dus en 2018. En janvier 2018, le Groupe a obtenu un financement d'une maturité de 17 ans pour l'acquisition d'une résidence hôtelière 4* à Marseille.

La dette du Groupe à court terme, à la fin de 2017, équivalant à près de 20% de la dette totale, s'élevait à 53,7 M€. Comme d'habitude pour les activités du Groupe, cette dette était principalement composée de découverts bancaires pour un montant de 41,2 M€, dont 37,5 M€ pour financer les programmes de promotion immobilière, en plus de la partie mentionnée de la dette à moyen et long terme venant à échéance à court terme et des 2,2 M€ d'intérêts courus relatifs à des emprunts obligataires. Le remboursement des découverts bancaires pour financer les programmes de promotion immobilière se fera en VEFA, dont la facturation dépend du niveau d'achèvement du projet. Il est à noter que le Groupe a suivi régulièrement l'évolution de ces projets et prévoit l'achèvement de 10 résidences en 2018 et de 14 en 2019. Ainsi, le montant de la trésorerie et équivalents du Groupe à fin 2017 (17,3 M€) couvrait sa dette à court terme excluant les découverts bancaires pour financer les programmes de promotion immobilière.

En ce qui concerne les taux d'intérêt, la dette du Groupe à moyen et à long terme est soumise de préférence à un taux d'intérêt fixe. Pour sa dette à moyen et à long terme à taux variable, le Groupe cherche des solutions sur mesure, pour couvrir ou plafonner ces taux d'intérêt. Les trois swaps contractés par le Groupe à la fin de 2017 sont valorisés à leur juste valeur dans les comptes du Groupe. À la fin 2017, la perte latente liée à ces instruments financiers s'élevait à 2,1 M€, avec un impact sur les fonds propres, après l'effet d'impôt, de -1,4 M€. En juin 2018, le Groupe a contracté un quatrième swap, d'un montant notionnel initial de 10,5 M€, portant sur le financement à moyen et à long terme d'une résidence hôtelière à Marseille pour renforcer son portefeuille immobilier, qui prévoit le paiement d'intérêts à taux fixe (au niveau de 1%), et l'encaissement d'intérêts à un taux variable (Euribor 3 mois). Comme mentionné dans le rapport de notation, la dette à taux variable liée aux opérations de promotion immobilière ne fait pas l'objet de couverture de taux d'intérêt.

GRUPE RÉSIDÉ ÉTUDES - FINANCIÈRES ET RATIOS (MILLIERS D'EUROS)

	2013 Re	2014	2015	2016	2017
CHIFFRE D'AFFAIRES	313.092	316.366	342.389	334.543	380.017
EBITDA	23.695	23.926	20.768	14.756	19.398
EBITDAR	106.095	114.534	117.568	123.756	138.838
EBIT	20.661	17.628	16.601	10.473	15.910
RÉSULTAT FINANCIER	(5.604)	(7.426)	(6.582)	(8.393)	(7.559)
RÉSULTATS NON COURANTS	(3.777)	(394)	(2.402)	321	87
RÉSULTAT NET (APRÈS INTÉRÊTS MINORITAIRES)	7.807	4.975	5.178	4.569	6.090
TOTAL DE L'ACTIF	351.741	344.601	384.548	422.439	510.290
FONDS DE ROULEMENT NET (FRN)	62.402	58.600	46.916	50.809	28.701
BESOINS EN FONDS DE ROULEMENT (BFR)	31.086	43.584	54.970	67.771	66.263
Capacité d'Autofinancement	11.108	13.844	8.374	5.604	10.153
Capacité d'Autofinancement Corrigée de la Variation du BFR	(4.450)	783	(747)	(8.515)	8.742
TRÉSORERIE NETTE (TRN)	31.316	15.016	(8.054)	(16.962)	(37.562)
ENDETTEMENT FINANCIER	172.347	169.998	193.687	225.362	272.664
ENDETTEMENT FINANCIER NET	118.200	135.330	166.451	200.174	255.347
Marge de Contribution (%)	26,7%	27,8%	26,5%	27,2%	27,9%
Marge EBITDA (%)	7,6%	7,6%	6,1%	4,4%	5,1%
Marge EBITDAR (%)	33,9%	36,2%	34,3%	37,0%	36,5%
Prod. Opérat. Chiffre Affaires (%)	6,6%	5,6%	4,8%	3,1%	4,2%
Coût Brut de la Dette (%)	2,0%	2,9%	2,3%	2,5%	1,8%
Chiffre d'Affaires Net sur Retour (%)	2,5%	1,6%	1,5%	1,4%	1,6%
Taux de Distribution de Résultats (%)	15,4%	24,1%	23,2%	26,3%	19,7%
Couverture des Charges fin. des Emprunts par l'EBITDA (x)	4,2	3,1	3,0	1,7	2,5
Couverture des Charges Fin. des Emprunts Nettes par l'EBITDA	4,2	3,2	3,2	1,8	2,6
Endettement Financier Net / EBITDA (x)	5,0	5,7	8,0	13,6	13,2
Autonomie Financière (avec Intérêts Minoritaires) (%)	21,1%	22,3%	21,0%	19,9%	17,3%
NET GEARING (Endettement Net / Capit. Propres avec Intérêts Min.) (x)	1,6	1,8	2,1	2,4	2,9
Struc. de l'Endettement (Court Terme en % du Total)	12,6%	10,9%	17,6%	18,2%	19,7%
Risque de Liquidité	0%	0%	100%	100%	100%
Liquidité Générale	158,9%	163,4%	139,1%	138,6%	116,3%
Liquidité Réduite	127,5%	119,7%	103,0%	94,5%	78,1%

Notes:

Montants arrondis.

(Re) 2013 objet de retraitements pour les rendre comparables à 2014.

Comptes avec des reclassements faits par ARC Ratings pour l'analyse.

Sources:

Les Rapports et les Comptes du Groupe Résidence Études.

Les fonds propres du Groupe (y compris les intérêts minoritaires), compte tenu des dividendes qui seront distribués l'année suivante et qui ont été maintenus à 1,2 M€, ont été renforcés de 5% en 2017, à 88,5 M€ à la fin de l'année. Néanmoins, dans un contexte d'investissement significatif à moyen terme et d'accélération de l'activité de promotion immobilière, pour atteindre un niveau de production de fonds plus élevé à l'avenir, le ratio fonds propres / actifs s'est fixé à 17,3% à la fin de 2017 (c.à.d. 2,6 pp plus bas qu'à la fin de 2016). Compte tenu de l'importance de la trésorerie et équivalents dans le bilan, le ratio fonds propres/ actifs corrigés (où les actifs sont déduits de ces actifs plus disponibles) s'est fixé à près de 18% à la fin de 2017.

Dans le cadre de la croissance de son activité et du renforcement de son portefeuille immobilier, le Groupe a renforcé son portefeuille d'assurances en ayant fait une révision générale de ses polices d'assurances en 2017.

PERSPECTIVES

En juin 2018, le Groupe a mis à jour son business plan pour la période de 2018-2022 (scénario de base), en se basant sur les chiffres vérifiés en 2017. La stratégie de croissance du Groupe se poursuit principalement sur le marché français. La prospection d'opportunités se poursuit dans les pays voisins. Le business plan actualisé continue à considérer quelques résidences à l'étranger : en Belgique (3 résidences pour étudiants à Bruxelles, ville où est basée sa structure opérationnelle de développement international), au Luxembourg (1 résidence d'affaires) et en Suisse (1 résidence pour étudiants).

Les principales hypothèses prises pour la mise à jour du business plan du Groupe sont les suivantes:

- Augmentation du nombre de logements en fonctionnement et sous gestion d'environ 10.000 (équivalent à 39%), pour atteindre un total de près de 35.900, grâce à des augmentations annuelles plus accentuées en 2019-2021 (aux alentours de 8% p.a.). Le Groupe prévoit une croissance dans les trois secteurs d'activité, particulièrement dans les logements pour les seniors (plus du triple). Cela devrait se traduire par l'ouverture de presque cent nouvelles résidences, dont 64 pour les seniors (plus fortement en co-promotion, la plupart sous l'enseigne Les Girandières). Cela permettra au Groupe d'atteindre un mix plus diversifié et plus équilibré de logements en fonctionnement et sous gestion en 2022, atteignant presque un quart du total pour les seniors, un quart d'appart-hôtels et approximativement la moitié pour les étudiants (bénéficiant de l'historique du Groupe dans ce segment d'activité).
- La création d'une relation durable avec les investisseurs institutionnels, permettant au Groupe de prévoir un niveau plus élevé de vente annuelle de logements, à environ 1.600 p.a. (plus d'un tiers de ce qui a été réalisé en 2017), dont 30% en moyenne concernant des ventes en bloc à ces investisseurs (en supposant la stabilisation des ventes annuelles à des investisseurs privés au niveau actuel de 1.100). Il est à noter que le Groupe cherche une commercialisation équilibrée des programmes auprès des deux types d'investisseurs. Les ventes en bloc présentent certains avantages comparatifs.
- Le renforcement du portefeuille d'actifs patrimoniaux d'environ 190 M€, dont 121 M€ dans des actifs opérationnels liés aux résidences devant entrer en fonctionnement, et 71 M€ en immeubles de placement, en tenant compte des quatre programmes en cours (incluant une résidence hôtelière au Luxembourg) et de sept autres projets. Concernant la juste valeur des immeubles de placement, le Groupe a adopté une perspective conservatrice (considérant seulement 2,6 M€ de valorisation en 2018), tout en considérant qu'il existe une réserve potentielle de valeur dans les actifs détenus qui ne se reflète pas encore dans les comptes à la fin de 2017.

L'inversion favorable des courbes de natalité au milieu des années 90 en France suggère que l'activité des résidences pour étudiants entrera dans une phase de croissance. Ainsi, le Groupe prévoit une augmentation de la demande continue et régulière dans ce segment de marché sur une longue période, et prévoit une croissance annuelle modérée du chiffre d'affaires (5% en moyenne) et une amélioration de la marge pour la période 2018-2022 (+1,2 pp en 2020, par rapport à 2017).

Dans le segment des appart-hôtels - à l'exception des résidences Relais Spa (voir ci-dessus) et de la résidence Belval - les perspectives du Groupe indiquent une croissance moyenne du chiffre d'affaires de 5% et, dans un contexte d'entrée en fonctionnement de 13 nouvelles résidences, une diminution de la marge moyenne sur la période 2018-2022 (-1,2 pp par rapport à 2017). Le Groupe estime que la résidence Belval aura des résultats positifs dès la première année d'activité (2019).

En ce qui concerne le plus grand appart-hôtel, le Relais Spa à Roissy, le Groupe prévoit une augmentation moyenne du chiffre d'affaires de 7% (notamment en 2018 et 2019) et espère atteindre l'équilibre en 2022. De même, concernant le Relais Spa Val d'Europe, où toute la zone environnante est en développement, créant une plus grande dynamique dont le Groupe cherche à tirer parti, notamment par le renforcement du marketing pour promouvoir l'espace de conférence de l'appart-hôtel, le Groupe prévoit une augmentation moyenne de 4% du chiffre d'affaires, en hausse de 9% en 2022 grâce aux 30 ans du Parc Disneyland Paris. Dans ce contexte, le Groupe s'attend à une amélioration opérationnelle progressive permettant d'atteindre l'équilibre en 2022.

SCÉNARIO DE BASE DU GROUPE RÉSIDÉ ÉTUDES POUR LA PÉRIODE 2018-2022 (EN MILLIONS D'EUROS)

	2017	2018 (F)	2019 (F)	2020 (F)	2021 (F)	2022 (F)
A) Résultat Avant IS	8,4	18,6	14,2	26,5	30,4	37,9
lequel						
des Activités de Gestion Exploitation	(4,1)	1,2	5,7	8,9	12,1	17,8
lequel						
Résidences Étudiants	5,2	6,7	7,2	7,8	8,1	7,1
Résidences Apparthotels	(1,1)	(1,2)	0,1	1,5	3,3	6,8
lequel «Relais Spa»	(6,2)	(5,8)	(4,4)	(3,5)	(2,2)	0,3
Résidences Personnes Âgées	(8,1)	(4,3)	(1,6)	(0,4)	0,7	3,9
des Activités de Promotion	4,7	10,7	12,4	13,3	13,1	14,3
des Activités Patrimoniales	10,0	8,9	(0,7)	6,5	7,3	8,0
des Activités de Holding	(2,1)	(2,1)	(3,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)
B) IS et Participation	(2,3)	(7,4)	(5,6)	(9,2)	(10,1)	(12,0)
C) Résultat Net des Activités (A + B)	6,0	11,3	8,6	17,3	20,3	25,9
D) Dotation Nette aux Amortissements	9,3	11,0	12,3	13,9	15,8	18,1
D1) Elimination Écart Juste Valeur	(6,2)	(2,6)	0,0	0,0	0,0	0,0
D2) Autres (incluant CBM)	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
E) Capacité d'Autofinancement (C + D + D1 + D2)	10,2	19,7	20,9	31,3	36,2	44,1
F) Variation du BFR - Activités Opérationnelles	(1,4)	(10,4)	5,7	2,0	(0,2)	18,4
G) Capacité d'Autofinancement Corrigée de la Variation du BFR (E + F)	8,8	9,3	26,5	33,3	36,0	62,5
H) Activités d'Investissement	(63,7)	(58,9)	(51,1)	(31,2)	(22,2)	(26,3)
laquelles						
Immeubles Corporelles et d'Exploitation	n.av.	(19,2)	(33,7)	(20,6)	(21,3)	(26,7)
Immeubles de Placement	n.av.	(40,3)	(18,0)	(11,2)	(1,5)	0,0
I) Dividendes	(1,1)	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,7)	(2,0)
Résumé:						
Trésorerie Brute à la fin de l' Année	17,3	20,3	70,6	74,0	77,6	96,4
Concours Bancaires	43,4	59,1	60,0	63,5	68,4	65,6
Emprunts à Moyen et Long Terme - Trésorerie Nette à la fin de l' Année	255,3	306,2	331,9	331,0	319,0	284,9
Couverture des Charges fin. des Emprunts par l'EBITDA (x)	2,6	4,0	3,9	4,1	4,4	5,2
Endettement Financier Net / EBITDA (x)	13,2	9,9	8,2	7,1	6,2	4,8

Notes:

(P) Prévisionnel de 2018-2022; n.d. = Non disponible.

Sources:

Prévisions d'activité pour le Groupe Résidence Études.

Les statistiques françaises indiquent une augmentation significative du nombre de seniors âgés de 65 ans et plus dans les années à venir. Compte tenu de la pénurie de logements adéquats et de l'amélioration du revenu disponible, cela représente une opportunité de croissance pour le segment d'activité des résidences seniors avec services. Le Groupe veut occuper un positionnement important sur ce segment de marché, qui connaît une croissance rapide et une concurrence accrue. En outre, le Groupe veut contribuer à améliorer le concept des résidences seniors en offrant un produit de qualité, comme il l'a fait dans les deux segments plus matures, avec un impact positif sur les résultats. Le Groupe prévoit un nombre important d'ouvertures de résidences seniors chaque

année au cours de la période 2018-2022, avec une offre limitée de résidences haut de gamme. Il espère ainsi renforcer sa présence avec l'ouverture de 9 nouvelles résidences en 2018, 12 en 2019, 15 en 2020, 14 en 2021 et 14 en 2022. Considérant une amélioration de la maturité du marché et aussi les effets attendus de l'augmentation de l'expérience du Groupe dans ce segment, il prévoit une amélioration du taux d'occupation des résidences seniors (dès l'ouverture, ce qui est un facteur clé de rentabilité). On s'attend donc à une augmentation significative du chiffre d'affaires, à un taux moyen de 38,5% sur la période 2018-2022, et à une réduction progressive des pertes, au fur et à mesure de l'augmentation de la base des résidences en vitesse de croisière, pour atteindre l'équilibre en 2022.

Dans le contexte d'une plus grande croissance de l'activité de promotion immobilière, qui précède une augmentation de l'activité de gestion, le Groupe prévoit une hausse significative du résultat avant impôts, à partir de 2018 (plus du double de 2017 en 2018). Concernant son portefeuille d'actifs patrimoniaux, le Groupe devrait continuer à dégager des résultats positifs avant impôts (sauf en 2019, année du refinancement de 100 M€ des actifs patrimoniaux), en considérant toutefois un niveau plus faible en raison de l'entrée en fonctionnement de nouvelles résidences.

La stratégie de développement du Groupe devrait conduire à une capacité annuelle d'autofinancement positive et croissante, totalisant 152 M€ pour la période 2018-2022. Dans le cadre d'une plus grande croissance de l'activité de promotion immobilière, et de l'augmentation des ventes en bloc, le Groupe a considéré uniquement une variation positive du BFR de 10,4 M€ en 2018, qu'il devra financer. Par contre, de 2019 à 2022 la variation attendue du BFR sera négative (ou presque nulle en 2021), c.à.d. une source de fonds pour le Groupe en termes cumulés de 26 M€.

En effet, l'EBITDA du Groupe devrait atteindre des niveaux plus élevés, dépassant 30 M€ en 2018 (ce qui représentera une amélioration de 59 % par rapport à 2017), 40 M€ en 2019, 52 M€ en 2021 et atteindra près de 60 M€ en 2022.

Afin de financer la croissance de l'activité, à côté de la génération de fonds, et d'augmenter la trésorerie et équivalents (permettant une gestion prudente de sa dette et de sa capacité d'investissement), le Groupe prévoit, outre les découverts bancaires liés à l'activité de promotion (au niveau de 40 M€), les émissions de dette suivantes sur la période 2018-2022 :

- Renouvellement de l'encours de 18,5 M€ de l'emprunt obligataire venant à échéance en octobre 2019.
- Refinancement d'une partie de ses immeubles de placement et de ses actifs opérationnels, sachant que, globalement, à la fin de 2017, le ratio LTV du portefeuille immobilier se situait à 58%. Le Groupe est en train de préparer un emprunt syndiqué à long terme d'un montant de 100 M€. Dans le business plan, cet emprunt a été envisagé en 2019, faisant passer le ratio LTV à un niveau de 70%, qui devrait s'améliorer progressivement à 65% en 2022.
- Émission de 12 M€ d'emprunts à moyen terme, à payer jusqu'en 2021, afin de permettre une croissance plus rapide de l'activité de promotion immobilière dans les résidences pour personnes âgées.
- Anticipation de l'utilisation du crédit d'impôt (Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi – CICE). En 2018, il a été estimé à 7,5 M€.

Par conséquent, profitant de ces possibilités de financement, le Groupe se prépare à se positionner à un niveau d'endettement plus élevé, avec une prévision maximale de 405 M€ en 2020 et, parallèlement, à un niveau de

trésorerie plus élevé. La trésorerie et équivalents devraient dépasser le niveau de 70 M€ en 2019 et les 96 M€ à la fin de 2022. Dans ce contexte, l'endettement financier net du Groupe augmentera de 50 M€ en 2018 et de 25,7 M€ en 2019, pour atteindre un maximum de 331,9 M€ à la fin de 2019. On s'attend au maintien de la dette nette du Groupe en 2020 et à des réductions dans les années suivantes, pour atteindre 284,9 M€ à la fin de 2022 (dans un contexte de stabilisation de son portefeuille d'investissements).

Dans ce contexte, dans une perspective prudente, compte tenu du faible niveau des intérêts à recevoir (comme en 2017), le Groupe a prévu une augmentation des charges financières des emprunts. Toutefois, l'amélioration prévue de l'EBITDA du Groupe devrait permettre d'améliorer les ratios de couverture de la dette. Le ratio dette financière nette / EBITDA devrait s'améliorer pour être inférieur à 10 fois en 2018, passant à 8 fois en 2019, à 7 fois en 2020, à 6 fois en 2021 et au-dessous de 5 fois en 2022. De même, en ce qui concerne la couverture des charges financières des emprunts, les perspectives indiquent des améliorations successives à des niveaux plus élevés entre 3,9 et 5,2 fois.

Le Groupe prévoit le maintien d'une politique de dividendes conservatrice, en gardant plus de 90% des résultats nets futurs, renforçant ses fonds propres de 85% entre fin 2017 et fin 2022 (qui devraient dépasser le niveau de 160 M€). Dans le cadre d'investissements importants et d'une expansion de l'activité, le scénario de base indique une baisse du ratio fonds propres / actifs (déduction faite de la trésorerie, des ressources cycliques et des passifs d'impôt différé) en 2018 et 2019, à 23% (contre 24% en 2017) et une reprise progressive à partir de 2020, à 35% en 2022.

ANALYSE DE SENSIBILITÉ

La capacité d'autofinancement du Groupe reste sensible à plusieurs facteurs liés à son niveau d'activité et à sa rentabilité, et donc, pour évaluer l'impact dans le Groupe d'une capacité d'autofinancement plus faible, ARC Ratings a dressé un scénario de stress en prenant en compte le scénario de base.

En partant de ce scénario de base, ARC Ratings a envisagé - toutes choses étant égales par ailleurs - des réductions de 1 pp des taux de rentabilité dans les activités de gestion/exploitation des résidences pour étudiants, de 2018 à 2022 (soit 17% de moins par rapport au scénario de base), et des appart-hôtels, à l'exception des résidences Relais Spa et Belval, de 2018 à 2022 (soit une moyenne de 26% de moins que le scénario de base). En outre, ARC Ratings a considéré, pour les années où une réduction des taux de rentabilité a été estimée, l'occurrence simultanée d'une baisse de 10% des revenus provenant de ces résidences. L'impact global sur les résultats avant impôts de l'activité de gestion/exploitation des résidences serait une réduction de 17,5 M€ au cours de la période 2018-2022 (soit 28% de moins que dans le scénario de base). Concernant l'activité de promotion immobilière, ARC Ratings a considéré une diminution de 10% pour les principales recettes de 2018 à 2022, ce qui devrait générer un impact sur les résultats avant impôts de -25,4 M€ (soit 40% de moins que dans le scénario de base). De plus, dans l'activité patrimoniale, ARC a également considéré un impact négatif sur les résultats avant impôts de 5,4 M€ en termes cumulés (c.à.d. 18% de moins que dans le scénario de base).

Même dans un scénario enregistrant simultanément des baisses du niveau de rentabilité et du niveau d'activité dans ces segments, partiellement compensées par d'éventuelles économies d'impôt, le Groupe continuerait de présenter une capacité d'autofinancement de près de 80% de la capacité d'autofinancement prise en compte dans le scénario de base. Avec le maintien de la distribution de dividendes assumée dans le scénario de base, toutes autres choses restant égales par ailleurs, ce scénario aboutirait à une détérioration de la trésorerie du Groupe de 31,1 M€ au long de la période 2018-2022 (incluant des détériorations annuelles allant de 5,1 M€ à 7,0 M€). Dans

ces conditions potentiellement moins favorables, la trésorerie brute serait d'environ 65 M€ à la fin de 2022 (par rapport à 96 M€ dans le scénario de base). Toutefois, dans des conditions moins favorables pour développer les activités, selon le Groupe sa gestion de l'activité serait différente. En effet, le Groupe peut ralentir le développement de nouveaux programmes et réduire ainsi les besoins en fonds de roulement net liés à l'activité de promotion immobilière, ce qui entraînerait immédiatement une augmentation de la trésorerie. Le Groupe pourrait également envisager de réduire fortement ses investissements prévus dans les immeubles de placement, ce qui aurait également un impact positif sur sa trésorerie.

Finalement, et en dernier ressort, le Groupe pourrait céder une partie de ses immeubles de placement et de ses actifs d'exploitation dans la mesure où leur valeur comptable dépasse le montant de la dette respective, notamment dans le cas des huit résidences pour étudiants à caractère social (28,3 M€) et de l'appart-hôtel Paris Opéra (23,7 M€), au lieu d'émettre l'emprunt syndiqué à long terme mentionné ci-dessus (100 M€).

CONDITIONS D'ÉMISSION

L'émission qui est en cours de notation par ARC Ratings est un emprunt obligataire, sous forme de placement privé, placé par Résidence Études le 23 Octobre 2013, et dont l'encours est actuellement de 18,5 M€ (après un remboursement anticipé de 25,5 M€ le 18 février 2016). Les principales conditions de cet emprunt obligataire sont les suivantes: remboursable au pair au bout d'une période de 6 ans; intérêts payables annuellement, à compter de la date d'émission, à un taux d'intérêt fixe de 5,2%, majoré de 1,25 points de pourcentage l'an si le ratio de levier (Gearing) est supérieur ou égal à 0,85 fois; si ce ratio est supérieur ou égal à 1,00 fois, il entraîne le remboursement anticipé de l'emprunt; sur la base des comptes consolidés au 31 décembre 2017, ce ratio est de 0,67 fois (soit proche de 0,64 fois atteint au 31 décembre 2016); engagement non subordonné et (sous réserve des stipulations du maintien de l'emprunt à son rang) sans constitution de sûretés de la part du Groupe Résidence Études, venant au même rang, sans préférence entre eux, et (sous réserve des exceptions impératives du droit français) au même rang que tous les autres engagements non subordonnés et non assortis de sûretés, présents ou futurs, du Groupe Résidence Études; cette clause ne s'applique pas aux crédits affectés aux actifs patrimoniaux et aux opérations de promotion; sujettes à remboursement anticipé de toutes ou partie des obligations si changement de contrôle; et assorties d'une clause de cross default.

CLAUSE DE NON-RESPONSABILITÉ

Notez que l'ARC n'est pas un conseiller juridique, fiscal ou financier, et que la société fournit uniquement un avis de crédit sur les titres notés. Par exemple, une note ne couvre pas un éventuel changement dans les lois, et ne peut être considérée comme un audit. En outre, ARC n'est pas une partie dans les documents de transaction. Les utilisateurs de nos notations de crédit doivent se familiariser eux-mêmes avec les documents de transaction / la mécanique, et doivent former leurs propres points de vue à cet égard. Ils ne doivent pas compter sur les conseils juridiques, fiscaux ou financiers d'ARC, et sont encouragés à contacter les conseillers pertinents.

ARC Ratings, S.A.

Rua de São José, 35 – 1º B

1150-321 Lisbonne

PORTUGAL

Téléphone: +351 213 041 110

Télécopie: +351 213 041 111

Courriel: arcratings@arcratings.com

Site: www.arcratings.com



ARC Ratings, SA est enregistrée comme une agence de notation de crédit (ANC) par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), dans le cadre du Règlement (CE) n ° 1060/2009 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 16 Septembre, et est reconnue comme un Organisme Externe d'Évaluation de Crédit (OEEC).

Il est recommandé de lire ce Rapport de Suivi conjointement avec le Rapport Initial de Notation et les Rapports de Suivi subséquents.

Les notations de crédit attribuées par ARC Ratings sont des opinions sur la capacité et la volonté d'une entité d'honorer en temps voulu et intégralement ses engagements financiers objet de notation.

La(les) notation(s) attribuée(s) par ARC Ratings dans ce rapport a (ont) été demandée(s) par l'entité dont les engagements financiers sont en cours de notation.

Préalablement à l'attribution ou à la révision d'une notation de crédit, ARC Ratings fournit à l'entité dont les engagements sont en cours de notation, la documentation supportant la notation à attribuer (le rapport préliminaire pour discussion) lui donnant ainsi l'opportunité de clarifier ou de corriger toute information inexacte afin que la notation attribuée soit la plus correcte possible. Les commentaires de l'entité dont les engagements financiers sont en cours de notation sont pris en compte par ARC Ratings dans l'attribution de la notation.

Les taux de défaut historiques d'ARC Ratings sont disponibles sur le site public de European Securities and Markets Authority Central Repository (CEREP), site consultable via le site web cerrep.esma.europa.eu / Cerep-web /. Suivant la définition donnée par ARC Ratings, le taux de défaut désigne la probabilité d'une défaillance sur tout ou partie du principal et de l'intérêt d'instrument de dette ou de survenance d'un événement remettant explicitement en cause la capacité d'une entreprise à honorer intégralement et à bonne date ses engagements financiers (cas d'insolvabilité par exemple).

Les notations ne constituent aucune recommandation d'achat ou de vente, étant simplement un des éléments offerts aux investisseurs pour leur considération.

Au long de toute la période pendant laquelle les notations demeurent valables, ARC Ratings suit continuellement l'évolution de l'émetteur, pouvant même anticiper la date de réalisation du suivi, à moins qu'il s'agisse d'une notation ponctuelle. Ainsi, préalablement à l'utilisation de la notation par l'investisseur, ARC Ratings recommande sa confirmation, notamment en consultant la liste de notations divulguée sur son site www.arcratings.com.

Les notations sont basées sur des informations recueillies auprès d'un ensemble élargi de sources d'information, en particulier celle fournie par l'entité dont les engagements financiers sont en cours de notation, cette information étant utilisée et travaillée soigneusement par ARC Ratings. Malgré le soin mis dans l'obtention, la vérification et le traitement de l'information aux fins de l'analyse de notation, ARC Ratings ne peut pas être tenue responsable de sa véracité, bien que pour sa part ARC Ratings exige un niveau minimum de qualité de l'information pour procéder à l'attribution des notations.

Dans le processus de notation, ARC Ratings adopte des procédures et des méthodologies en vue d'assurer sa transparence, sa crédibilité et son indépendance et pour que l'attribution des notations ne soit pas influencée par des situations de conflit d'intérêts. Les exceptions à ces principes sont divulguées par ARC Ratings en même temps que la notation sur l'engagement financier en cause.