

# Résidé Études

## Notation d'Emetteur

**BBB+**

Moyen et Long Terme  
(BBB+, avec perspective stable)

## Notation d'Emission

**BBB+**

Moyen et Long Terme  
(BBB+, avec perspective stable)

(Details on page 2)

## Période Analysée

Historique 2009 au premier semestre 2014  
Prévisions pour 2014 à 2019

## Methodology

Méthodologie d'ARC Ratings pour la  
notation d'entreprises non financières  
([www.arcratings.com](http://www.arcratings.com))

## Comité de Notation

Emma-Jane Fulcher  
Directrice des Notations en  
Exercice

Henrique Murteira  
Directeur des Etudes de  
Notation

T. N. Arun Kumar  
CARE Ratings  
Directeur Général  
Exécutif

Isabel Fernandes  
Analyste

Rajaseharan Paramesran  
MARC  
Senior Vice Président

## L'Equipe d'Analyste

Henrique Murteira  
Directeur des Etudes  
de Notation

Isabel Fernandes  
Analyste

## La Prochaine Notation

Le 5 octobre 2015

## La Notation Initial

Le 12 septembre 2013

**Réside Études Investissement S.A.(Réside Études)**

**Notation d'Emetteur**

**BBB+**

Moyen et Long Terme  
(BBB+, avec perspective stable)

Réside Études

**Notation d'Emission**

Issuers

Validity

**BBB+**

Moyen et Long Terme  
(BBB+, avec perspective stable)

Emprunt obligataire - 50,0 M€

Réside Études

6 ans

Notes:

M€ = Millions d'Euros

## SOMMAIRE

Résidence Études Investissement S.A. (Résidence Études) est la holding d'un Groupe créé en 1989 dont la vocation première est le marché de la résidence avec services pour étudiants en France (d'où son nom). Il s'est diversifié depuis lors et est aujourd'hui présent sur les trois principaux marchés de la résidence avec services en France, avec 21 322 logements gérés à la fin du premier semestre 2014. Sur ce total, 6% sont détenus en propre par le Groupe, les autres étant la propriété d'investisseurs qui les lui confient en gestion. 60% des logements sont des résidences pour étudiants, 33% des résidences hôtelières ou de tourisme et 5% des résidences pour personnes âgées autonomes. La présence du Groupe sur ce dernier marché est plus récente (2007), mais connaît un fort développement. Le Groupe se range aujourd'hui en France parmi les leaders dans ces trois spécialités.

Les caractéristiques des activités du Groupe sont les suivantes: activité de long terme, le développement d'un projet nécessitant en règle générale 2,5 à 3 ans; démarchage des investisseurs avec qui le Groupe signe un contrat de bail commercial sur une durée de 9 ans minimum, phase de commercialisation des résidences sur une durée de 18 mois en moyenne pour une livraison dans les 24 mois à compter du démarrage des travaux; recherche des locataires et donc remplissage, entretien et administration de la résidence, le gestionnaire ayant la responsabilité de facturer et d'encaisser les loyers finaux.

Fin 2013, le Groupe affichait 358,8 millions d'euros (M€) de valeur d'actif, la part la plus importante revenant aux résidences détenues en propre (immeubles de placement: 114,7 M€), aux immobilisations corporelles (50,6 M€) et à la production immobilière (85,1 M€). Le ratio «capitaux propres / actif» du Groupe ressort à 20,7% et le retour sur capitaux propres à 10,5% à la fin 2013. La valeur des actifs immobiliers sous gestion se chiffre à 2 milliards d'euros. Le Groupe présente pour 2014 - 2019 un business plan (scénario de base) prévoyant pour le parc des résidences gérées une croissance moyenne annuelle d'environ 3,5% (24 647 unités visées à fin 2019). Le total de l'actif du Groupe augmentera d'environ 10% et son ratio «capitaux propres / actif y compris besoins en fonds de roulement (BFR)» atteindra alors 53,4% à fin 2019. Cette stratégie passe aussi par le développement d'une activité de promotion immobilière, laquelle induit le développement de l'activité de gestion.

Les risques susceptibles d'impacter la capacité de Résidence Études à honorer en temps voulu et intégralement les engagements financiers faisant l'objet de la notation sont concentrés sur la France et portent notamment sur:

- l'évolution du revenu disponible des personnes dont vont découler les taux d'occupation des résidences et les écarts entre loyers reçus et loyers versés aux investisseurs; cette évolution dépend à son tour des taux de croissance de l'économie et du chômage sans oublier celle de la fiscalité sur les personnes (revenus / consommation);
- changements dans les facteurs de décision des investisseurs et par conséquent dans la demande d'acquisition de nouveaux logements en résidence avec services et dans la demande de renouvellement des contrats de bail; Au premier rang de ces facteurs d'influence des investisseurs, la fiscalité;
- changements dans la réglementation qui peuvent provoquer un gonflement des coûts d'entretien, d'amélioration et

d'exploitation des résidences avec services; et

- concurrence sur les marchés des résidences avec services dont l'intensité peut influencer la rentabilité; certains nouveaux acteurs voulant entrer sur ces marchés et certains acteurs existants désirant capter des positions nouvelles.

Les 3 autres facteurs suivants peuvent enfin influencer la capacité de Résidence Études à honorer en temps voulu et intégralement les engagements financiers faisant l'objet de la notation:

- capacité et disponibilité des banques partenaires pour accompagner le développement du Groupe;
- capacité du Groupe à attirer les investisseurs et à les fidéliser;
- capacité du Groupe à bien gérer les risques d'exploitation des résidences et de l'activité de promotion immobilière.

Le Groupe présente aussi des facteurs atténuant son risque sectoriel et relativisant les aspects relevés ci-dessus:

- Résidence Études est contrôlé par son Management, lequel a une vingtaine d'années d'ancienneté dans cette activité et un pacte d'actionnaires prévoit les cas de cession afin d'assurer la stabilité de l'actionariat;
- sa stratégie est basée sur une croissance organique (en France): les résultats positifs des secteurs arrivés à maturité, tel celui des résidences pour étudiants, et les résultats des activités promotion et patrimoniale permettent de compenser les pertes de lancement des nouvelles résidences; le Groupe a démontré sa bonne robustesse et sa capacité à absorber les pertes des activités en cours d'arrêt et de celles qui démarrent;
- la stratégie et la politique de distribution de dividendes reste prudente (environ 1,2 M€ chaque année) ce qui permet au Groupe de renforcer son ratio «capitaux propres / actif avec BFR»;
- le Groupe bénéficie d'un pool diversifié de banques;
- le Groupe montre la possibilité d'encaisser des scénarios de stress imaginés par ARC Ratings, S.A. (ARC Ratings);
- le Groupe a la capacité de piloter son activité et, si nécessaire, de moduler les développements de nouveaux programmes et des investissements prévus dans les immeubles de placement afin - en cas de besoin - de gonfler sa trésorerie;
- le Groupe pourrait en tout dernier recours céder une partie de ses actifs de placement et d'exploitation;
- le cadre contractuel avec les investisseurs prévoit un droit de renouvellement du bail pour le Groupe, lequel ne peut être refusé sauf à devoir supporter pour eux le coût d'une indemnisation (incluant notamment la valeur marchande du fonds de commerce, lequel peut porter sur 2 à 3 ans de recettes locatives).

## 1. DESCRIPTION DES OPERATIONS SOUMISES À REVUE DES NOTATIONS

Les opérations suivantes sont l'objet d'une revue des les notations attribuée par ARC Ratings:

- 1.1. Les engagements financiers à moyen et long terme de Résidé Études;
- 1.2. L'emprunt obligataire d'un montant nominal maximum de 50 M€ sous forme d'obligations de placement privé avec, entre autres, les dispositions suivantes:
  - remboursables au pair au bout d'une période de 6 ans;
  - intérêt payable annuellement, à compter de la date d'émission, le taux d'intérêt fixe étant de 5,2% et devant être majoré de 1,25 points de pourcentage l'an si le ratio de levier (Gearing)<sup>1</sup> est supérieur ou égal à 0,85x; si ce ratio est supérieur ou égal à 1,00x, il entraîne le remboursement anticipé de l'emprunt; sur la base des comptes consolidés au 31 décembre 2013, le ratio est négatif de -0,07x;
  - non subordonnés et (sous réserve des stipulations du maintien de l'emprunt à son rang) sans constitution de sûretés de la part Résidé 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, de Résidé Études; cette clause ne s'applique pas aux crédits affectés aux actifs patrimoniaux et opérations de promotion;
  - pari-passu;
  - sujettes à remboursement anticipé de toutes ou partie des obligations si changement de contrôle; et
  - assorties de la clause de cross default.

Sur le montant nominal maximum de 50 M€, 44 M€ ont été effectivement émises au 23 octobre 2013. Résidé Études envisage une émission complémentaire assimilable de 6 M€ au 23 octobre 2014, dans les mêmes conditions décrites ci-dessus à l'exception des suivantes: remboursées au pair au bout d'une période de 5 ans; taux d'intérêt fixe de 5,2% mais avec une prime d'émission.

Les notations attribuées par ARC Ratings à ces engagements financiers indiquent la capacité et la volonté de Résidé Études de les honorer en temps voulu et intégralement, et elles sont valables jusqu'à leur échéance: elles feront l'objet de revues annuelles, la première devant avoir lieu avant le 5 octobre 2015.

---

<sup>1</sup> Le ratio de levier sera calculé sur la base des derniers comptes consolidés annuels disponibles de Résidé Études en prenant pour référence le 31 décembre de l'exercice écoulé. Ce ratio résultant de la division du montant des dettes financières consolidées (considérant le montant total des emprunts et dettes financières à court, moyen et long terme contractés auprès des banques ou organismes financiers non affectés à des opérations de promotion et à des opérations patrimoniales, diminué de la trésorerie disponible) par le montant des fonds propres consolidés (y compris les intérêts minoritaires).

## 2. LE MARCHÉ DES RÉSIDENCES AVEC SERVICES

### POSITIONNEMENT DU GROUPE RESIDE ÉTUDES

Le Groupe Résidence Études maintient sa présence parmi les leaders sur les trois principaux marchés de la résidence avec services en France :

- la résidence pour étudiants, depuis sa date de création en 1989;
- la résidence hôtelière ou de tourisme, pour touristes ou hommes d'affaires, avec entrée sur ce marché en 1994, précédant un fort développement depuis 2006; et
- la résidence pour personnes âgées autonomes, où sa présence est plus récente (2007) et en phase de fort développement.

Le Groupe Résidence Études maintient sa présence sur des marchés connexes de la promotion, de la vente de biens immobiliers classiques, de la restauration, de l'immobilier résidentiel locatif classique, mais restent des activités marginales à l'échelle du Groupe. Le Groupe avait intégré une activité de construction en 2007, mais la décision a été prise en 2013 de cesser cette activité.

### LE LOGEMENT EN FRANCE

Les caractéristiques de la population et du logement en France ont été présentées dans le rapport de notation du 12 septembre 2013 (Rapport de Notation), avec comme principales différences avec les autres pays d'Europe: i) la France ne souffre pas de problème de croissance démographique; ii) la France connaît un déficit au niveau de l'habitat résidentiel (plus particulièrement dans les grandes villes).

### LES RÉSIDENCES AVEC SERVICES

Le marché des résidences avec services en France a été présenté dans le Rapport de Notation, qui relevait:

- certains créneaux du marché immobilier marqués par un déficit important de l'offre du fait des évolutions démographiques des dernières décennies et de celles que l'on peut logiquement anticiper pour les prochaines décennies;
- de plus en plus d'étudiants rencontrant des difficultés pour se loger (parc inadapté, insuffisant ou trop cher);
- un vieillissement croissant de la population française en résultat de l'allongement de la vie, une nouvelle catégorie de population présente à son tour des besoins en matière d'habitation que le marché ne parvient pas à satisfaire;
- l'immobilier d'habitation classique qui ne suffit plus; et
- un ensemble de mesures de défiscalisation pour la résidence avec services.

---

## LA RÉSIDENCE POUR ÉTUDIANTS

---

L'étude du marché des résidences pour étudiants effectuée dans le Rapport de Notation insistait sur les éléments suivants:

- besoins en résidences privées avec services bien réels et significatifs;
- nécessité d'augmenter l'offre de logements étudiants reconnue par les pouvoirs publics depuis longtemps et illustrée par de nombreuses initiatives (augmentation modérée de l'offre des résidences collectives publiques - CROUS-, mesures de défiscalisation,...); et
- problème de solvabilité de cette demande généralement résolu via les aides aux logements pour étudiants (à noter qu'un grand nombre d'étudiants locataires du Groupe Résidence Études sont éligibles à ces aides) et / ou grâce au cautionnement des parents.

---

## LA RÉSIDENCE POUR PERSONNES ÂGÉES AUTONOMES

---

Le marché des résidences pour personnes âgées autonomes bénéficie d'un environnement porteur:

- le marché profite de l'allongement de la durée de vie avec segmentation du marché à opérer selon qu'il s'adresse aux personnes autonomes ou, au contraire, aux personnes âgées dépendantes; cette segmentation a amené le marché à faire appel à des opérateurs spécialisés (les acteurs présents sur l'un des deux secteurs, ne le sont généralement pas sur l'autre);
- d'un côté, le marché des EHPAD (Établissement d'Hébergement pour Personnes Âgées Dépendantes) s'adresse aux personnes dépendantes; c'est un marché très encadré, nécessitant des autorisations administratives et professionnelles dont le potentiel de développement est aujourd'hui entravé dans certaines régions par un manque d'autorisations préalables de créations de lits (en raison des problèmes budgétaires en France);
- l'autre secteur est celui des résidences pour seniors autonomes, aussi appelé RPA (Résidences Personnes Âgées); les RPA, ont l'interdiction d'assurer des soins médicaux (pour éviter, en cas de contrôle de la Direction des Affaires Sanitaires et Sociales devenue récemment l'Agence Régionale de Santé, de subir une requalification comme EHPAD, requalification dont les conséquences seraient nombreuses et lourdes en termes d'augmentation des coûts et d'exigences si trop de pensionnaires venaient à être reconnus comme dépendants); le Groupe Résidence Études se positionne sur ce marché;
- on tend vers une configuration où le locataire verse deux montants au gestionnaire: le loyer proprement dit et une seconde somme correspondant à la facturation de services qu'il aura consommés au cours du mois écoulé;
- la France recense - en 2013 - 435 résidences-services seniors offrant environ 43 500 places; moins d'un pour cent seulement des seniors de plus de 60 ans y demeurent;
- aujourd'hui, 70% des ménages de personnes âgées disposent de plus de 20 000 € de revenus annuels.

---

## LA RÉSIDENCE HÔTELIÈRE OU DE TOURISME (PARA-HÔTELLERIE)

---

Le marché des résidences hôtelières ou de tourisme (Para-Hôtellerie) est présenté dans le Rapport de Notation, se différencie ainsi:

- on désigne sous cette appellation deux types de résidences: les résidences à vocation touristique en bordure de mer, en zone rurale, ou en montagne; et les résidences de tourisme urbaine s’adressant à une clientèle plus professionnelle, que l’on trouve dans les pôles économiques importants; le modèle économique du Groupe Résidence Études est centré principalement sur les résidences de tourisme urbaine s’intéressant à une clientèle d’affaires mais également touristique;
- le marché semble aujourd’hui moins porteur sur le créneau du tourisme, contrairement aux résidences pour étudiants et pour personnes âgées; et
- le segment de marché des résidences urbaines connaît un développement plus important que celui des résidences touristiques; c’est un atout pour le Groupe Résidence Études qui a su se positionner clairement sur ce marché.

---

## FISCALITÉ

---

La fiscalité des revenus provenant des résidences services a longtemps bénéficié des mesures dites de «défiscalisation» qui ont créé un «effet d’aubaine» et ont permis au marché des résidences-services de prendre son essor. Les lois de défiscalisation visent à accroître l’attractivité de l’investissement immobilier locatif loué meublé, compte tenu de son rôle économique et social. Le dernier dispositif en vigueur aujourd’hui est le «Censi-Bouvard» qui a beaucoup varié dans le temps, notamment au titre de la réduction fiscale à laquelle il donnait droit. Il repose sur trois piliers principaux:

- remboursement à l’investisseur de la Taxe sur la Valeur Ajoutée (TVA) de l’investissement (Article 261-D-4° du Code Général des Impôts), sous réserve de conserver le bien pendant 20 ans afin que ce remboursement ne puisse pas être remis en cause par l’Administration. Plus récemment l’Administration a considéré que le remboursement n’avait pas lieu d’être à deux conditions: que le nouvel acquéreur reprenne le bail commercial en l’état sans modification et que les loyers encaissés par le nouvel investisseur devaient être soumis à TVA. Ainsi la revente s’en trouve-t-elle facilitée;
- bénéfice du dispositif Censi Bouvard, système offrant des avantages fiscaux qui diminuent toutefois au fil des ans, car l’on ne retient plus aujourd’hui qu’une réduction fiscale de 11% du prix d’achat hors taxes, frais de notaire inclus, dans la limite de 300 000 € par investissement (soit 33 000 € maximum de réduction à étaler par tranches de même montant pendant 9 ans). Il y a eu une modification récente qui a affecté ce dispositif: on a introduit un plafond de défiscalisation de 10 000 € par an depuis 2013. Il convient de rappeler que le Censi-Bouvard ne s’applique qu’au seul logement acheté neuf, et par ailleurs cesse de s’appliquer fin décembre 2016 (sauf modification législative d’ici là). Toutefois, on ne peut exclure la mise en place éventuelle d’un nouveau dispositif incitatif après cette date; et
- régime d’imposition dit de location meublée - laquelle pouvant être qualifiée de professionnelle (LMP) i) s’il y a (en

principe) inscription au Registre du Commerce, ii) si les recettes locatives sont supérieures à 23 000 € toutes taxes comprises (TTC) et iii) si elles représentent plus de 50% des revenus du foyer de l'investisseur. A défaut de respecter ces règles (seuil de 23 000 € TTC et 50%), on reste éligible au régime de la location meublée non professionnelle (LMNP), régime encore attractif, mais dans une proportion moindre. Ce régime s'applique également en cas de revente.

Comme mentionné dans le Rapport de Notation le Groupe présente d'emblée ses produits à l'investisseur comme investissements éligibles au statut de Loueur Meublé Professionnel ou Non Professionnel, ce statut ayant l'avantage d'être pérenne (contrairement aux lois de défiscalisation qui peuvent être et qui sont régulièrement modifiées).

Comme mentionné dans le Rapport de Notation les locations de logements à usage d'habitation sont exonérées de TVA. L'article 261-D-4° du Code Général des Impôts, comporte toutefois quatre exceptions à cette exonération dont l'une d'elles s'applique aux investissements proposés par Résidence Études. Par conséquent, les logements vendus par le Groupe rentrent dans le champ d'application de la TVA. La récupération de la TVA sur investissement est donc un des arguments de vente majeurs présentés aux investisseurs dans une résidence avec services. Dans ce cas, au début de l'opération (lors de l'acquisition), l'investisseur dispose d'un crédit de TVA (celle grevant l'achat), crédit dont il peut demander le remboursement au Trésor, et qu'il récupérera au bout de quelques mois. Certains promoteurs, tel que le Groupe Résidence Études, avancent ce remboursement à l'acquéreur, qui ne déboursa alors que le montant hors taxes, ce qui favorisera l'acte d'achat. A noter que ce remboursement n'est définitivement acquis qu'au bout de 20 ans. Ce qui veut dire que si l'investisseur revend son bien dans un délai inférieur à 20 ans, il devra rembourser le Trésor au prorata du nombre d'années restant à courir (5% par année restante), sauf si le nouvel acquéreur reprend le bail commercial en l'état sans modification et s'il soumet les loyers à la TVA. Pour bénéficier de ce remboursement, il est nécessaire de formaliser un bail commercial avec un exploitant et ce bail aura une durée minimum de 9 ans (minimum légal). L'exploitant garantit pendant toute la durée du bail un montant de loyer (indexé) à l'investisseur.

Le Groupe pratique rarement les baux en «triple net». Normalement, dans un bail (d'habitation ou commercial), les coûts d'entretien sont répartis entre le propriétaire (gros travaux) et le gestionnaire (ou l'occupant, donc le locataire, au cas de bail d'habitation) pour le reste (entretien courant). Dans les baux «triple net», les gros travaux sont réputés être à la charge de l'exploitant (l'article 606 du Code Civil, qui est à la charge du gestionnaire). Il en va de même pour la taxe foncière, qui normalement devrait relever de l'investisseur, sauf en cas de «triple net». Enfin, quasiment aucune charge n'est payée par le propriétaire, et le loyer perçu donne ainsi lieu à une rentabilité nette.

Comme mentionné dans le Rapport de Notation si à une date de renouvellement du bail les propriétaires ne veulent pas renouveler, ils devront verser à l'exploitant une indemnité d'éviction, compensatrice, au titre du fonds de commerce que le gestionnaire aura créé. Dans la pratique, il est très difficile de se séparer de l'exploitant à la fin du bail. C'est un avantage pour celui-ci.

### 3. GROUPE RÉSIDÉ ÉTUDES

#### ACTIONNARIAT ET MANAGEMENT

En 2013 le capital social de Résidence Études a été porté à 50 M€ par incorporation de 20 M€ de réserves et atteint la valeur de 50,0 M€. À cette date le capital social est représenté par 1 000 000 d'actions, la société detenant elle-même 20 000 actions de son capital en autocontrôle (destinées à développer l'actionnariat des principaux cadres en vertu de plans d'intéressement).

Résidence Études continue d'être contrôlée par son Management, M. Philippe Nicolet, en tant que Président et fondateur, possédant 75,4% du capital, M. Christian Verlaine 9% et M. Robert Vergès 8,7%. Le reste se répartit entre d'autres cadres dirigeants et l'autocontrôle. Comme mentionné dans le Rapport de Notation, les trois membres de la Direction Générale ont une vingtaine d'années d'ancienneté dans cette activité et particulièrement chez Résidence Études.

Afin d'assurer la stabilité de l'actionnariat de Résidence Études, le pacte d'actionnaires signé en 2001 entre les différents associés mentionnés ci-dessus, prévoit les cessions entre actionnaires sur la base de la valeur comptable des titres. Chaque nouvel actionnaire minoritaire admis au capital social de Résidence Études devra souscrire les dispositions de ce pacte.

Les actionnaires de Résidence Études ont fait le choix d'une politique de distribution modérée de dividendes (environ 1,2 M€ chaque année) sauf conjoncture difficile justifiant une suspension temporaire de ceux-ci comme ce fut le cas en 2008.

#### LE MODÈLE D'ENTREPRISE DE RÉSIDÉ ÉTUDES

Les caractéristiques du modèle d'entreprise de Résidence Études ont été présentées dans le Rapport de Notation. Ce modèle repose sur quatre piliers: connaissance approfondie des marchés; maîtrise totale du cadre juridique et fiscal applicable; expertise propre à toute la chaîne de construction-promotion immobilière; forces commerciales intégrées en amont (investisseurs) comme en aval (locataires).

Les activités du Groupe présentées dans le Rapport de Notation conservent leur originalité:

- activité de long terme: le développement d'un projet prend en règle générale 2,5 à 3 ans et la gestion des logements s'étend ensuite sur des durées en principe non limitées dans la mesure où le Groupe renouvelle les baux des investisseurs;
- démarchage des investisseurs avec qui le Groupe signera un contrat de bail commercial sur une durée de 9 ans minimum; la phase de commercialisation des résidences peut durer 18 mois et elle se matérialise d'abord par un contrat préliminaire de réservation lequel sera relayé par un contrat de vente sous forme de Vente en État Futur d'Achèvement (VEFA); la livraison s'effectue environ 2 ans après le début de la construction;

- recherche des locataires, remplissage, entretien et administration de la résidence; le gestionnaire sera en charge de facturer et d'encaisser les loyers finaux;
- le Groupe propose un service de revente des lots pour assurer à la fois la liquidité des investissements et protéger son fonds de commerce; et
- le Groupe a aussi la capacité de nouer de nombreux partenariats avec d'autres promoteurs.

---

## LA STRUCTURE DU GROUPE

---

La structure du Groupe Résidence Études s'organise toujours autour de trois pôles:

- Promotion Immobilière, qui a généré 28,8% du chiffre d'affaires en 2013;
- Gestion et Exploitation Immobilière, qui a généré 63,8% du chiffre d'affaires en 2013; et
- Activité Patrimoniale, qui a généré 2,7% du chiffre d'affaires en 2013.

La société Résidence Études Investissement S.A. est la holding du Groupe. Elle a repris en direct le contrôle de sa filiale de construction Compagnie de Bâtiment et de Maçonnerie SAS (CBM) en cours d'arrêt d'activité et détient en propre la totalité des titres de:

- Résidence Études SAS, principale filiale de promotion, laquelle comprend 54 filiales dédiées chacune à un programme immobilier;
- Résidence Études Exploitation SAS (nouvelle dénomination de Résidences Étudiantes de France SAS depuis la restructuration juridique de la branche gestion et exploitation) est la holding des activités d'exploitation; cette entité détient, en direct, l'ensemble des sociétés d'exploitation des résidences: Résidences Services Gestion SAS - étudiants (incluant les 7 résidences sociales en patrimoine); Résidence Études Apparthotels SAS, Relais SPA et Relais SPA Roissy - apparthotels; la Girandière SAS - résidences services pour seniors; et
- Résidence Études Gestion SAS, est devenue la holding des activités de services et de syndic de copropriété.

Cette réorganisation juridique a commencé fin 2013 (après le remboursement anticipé du prêt corporate – cf point 4.) et se poursuivra en 2014: rattachement de l'activité restauration aux sociétés exploitantes des résidences; rattachement des structures patrimoniales qui détiennent des actifs d'exploitation aux sociétés exploitantes. La filiale Stud'City SAS a été l'objet d'une fusion absorption par Résidences Services Gestion SAS avec effet rétroactif au 1er janvier 2014.

À noter que les forces commerciales «promotion immobilière» et «centrale gestion» ont été renforcées en 2013.

Comme indiqué dans le Rapport de Notation, le Groupe veut arrêter l'activité de la filiale CBM une fois les chantiers actuellement en cours finalisés et livrés. Ainsi, en 2013, le chiffre d'affaires de CBM chute à 9,1 M€ contre 22,5 M€ en 2012, et le résultat avant impôts ressort déficitaire de 5,6 M€, contre 4,6 M€ en 2012. Le résultat de 2013 aura été significativement impacté par les coûts de fermeture de la structure engagés en 2013. Le plan de réduction d'activité de cette filiale se poursuit normalement. Cette activité cessera en 2014 avec la livraison du dernier immeuble.

## IMPLANTATIONS, ENSEIGNES ET CONCURRENCE

### PROMOTION IMMOBILIÈRE

L'évolution des programmes livrés par le Groupe est illustrée dans le Tableau 3.1. ci-dessous. La reprise des ventes observée au cours du quatrième trimestre 2012 se confirme. L'année 2013 connaît une forte hausse de l'activité de commercialisation des programmes. Le secteur des résidences services constitue en effet une exception dans le marché de la promotion immobilière qui reste très déprimé en France. La croissance en 2013 a été toute à fait satisfaisante: accroissement des réservations en valeur de 55,9% (62,1% en nombre de logements); augmentation des actes notariés de 38,4% en valeur (46,8% en nombre de logements). Cette tendance positive se maintient au premier semestre 2014 avec des hausses de réservation et des actes notariés, de respectivement + 43,0% et + 44,5% en valeur par rapport au premier semestre 2013.

**TABLEAU 3.1.**  
PROMOTION - ÉVOLUTION DE RÉSERVATIONS, D'ACTES NOTARIÉS ET DE PROGRAMMES LIVRÉS

	2009	2010	2011	2012	2013	1er Semestre 2013	1er Semestre 2014
<b>Réservations Réalisées en M€</b>	82,9	129,1	93,2	68,7	107,1	53,6	76,6
<b>En nombre de Logements</b>	560	762	621	528	856	414	511
<b>Actes notariés Signés / Cessions en M€</b>	76,0	150,7	90,4	66,2	91,6	20,9	30,2
<b>En nombre de Logements</b>	515	928	584	483	709	156	238
<b>en k€ par Logement</b>	147,6	162,4	154,8	137,1	129,2	134,0	126,9
<b>Le Profit Net de Pertes sur Programmes Livrés</b>	2,7	5,4	7,9	6,7	18,1	1,8	2,7
<b>En Nombre de Programmes Livrés</b>	7	2	3	6	6	1	1

*Sources:*  
Les Rapports et les Comptes du Groupe Résidence Études.

Le Groupe continue ainsi de livrer des résidences à raison de 7 pour la période 2013 et premier semestre 2014 dans des conditions de rentabilité significatives. Le détail de ces résidences par catégorie de marché est le suivant:

- Résidences pour étudiants (commercialisées sous l'enseigne Les Estudines): un programme situé à Montreuil a été livré partiellement fin 2013 (à environ 72%) et en avril 2014;
- Résidences apparthotels commercialisées sous l'enseigne Residhome: deux programmes situés à Neuilly Plaisance et Roissy ont été livrés fin 2013; aucune résidence apparthotels commercialisée sous l'enseigne Séjours & Affaires en 2013;
- Résidences services pour seniors (commercialisées sous l'enseigne «La Girandière»): trois programmes situés à Saint-Berthevin-Lès-Laval, Chanteloup-en-Brie et Trélissac ont été livrés en 2013; la résidence de Meaux a été livrée en mai 2014 au lieu de décembre 2013.

En août 2014, les programmes suivants sont en cours de commercialisation et de construction:

- quatre résidences pour étudiants: Rosny sous bois, Saint Quentin en Yvelines, Nice; le Groupe compte mettre prochainement en commercialisation celle de Marseille;

- dix-neuf résidences services pour seniors: Tarbes, Epervain (livraison en septembre 2014), Perpignan, Caen, Le Havre, Clermont, Le Mans et Nice; le Groupe met par ailleurs en commercialisation les programmes suivants dont le début des travaux est prévu au 2ème semestre 2014 ou courant 2015: Challans, Mulhouse, Dinan, l'Isle d'Abeau; le Groupe va mettre prochainement en commercialisation les résidences de Saint-Malo, Bretigny s/Orge, Cherbourg, Chessy, Tours, Bourgoin-Jallieu, Marseille; et
- une résidence en accession à la propriété (Cesson, livraison fin 2014).

Selon le Groupe, le niveau des charges fixes de la branche promotion en 2013 a été plus élevé qu'habituellement en raison notamment du coût de commercialisation de deux programmes exceptionnels à Nice et à Paris.

### **GESTION ET EXPLOITATION IMMOBILIÈRE - RÉSIDENCE POUR ÉTUDIANTS**

Le positionnement concurrentiel du Groupe se différencie par: i) une politique de prix un peu plus élevée que la concurrence en raison de la qualité des services; ii) une implantation couvrant tout le territoire français, mais avec une très forte présence dans la région parisienne où logent plus du quart des étudiants français; iii) une présence dans la plupart des villes universitaires; iv) un rang de numéro 2 sur le marché en France.

Fin 2013 le Groupe comptait 87 résidences avec services pour étudiants, représentant 12 786 logements (12 525 à la fin 2012). Le taux moyen d'occupation de ces résidences pour étudiants a très légèrement diminué en 2013 (90,0% contre 90,3% en 2012) du fait i) d'un contexte économique défavorable notamment en province et, ii) de l'ouverture récente de deux résidences (avec taux d'occupation en 2013 de seulement 80% pour celles-ci). Selon le Groupe, en 2013, malgré l'environnement économique, le résultat de la principale filiale opérationnelle du secteur a été stimulé par la mise en exploitation de nouvelles résidences.

Au premier semestre 2014 le taux moyen d'occupation des résidences pour étudiants du Groupe Résidé Études a été ramené à 86,5%, principalement du fait de la hausse du taux de TVA (10% au lieu de 7%) applicable aux locations meublées depuis le 1er janvier 2014. Néanmoins les recettes de cette branche d'exploitation auront augmenté de 1,5% par rapport au premier semestre 2013.

### **GESTION ET EXPLOITATION IMMOBILIÈRE - RÉSIDENCE POUR PERSONNES ÂGÉES AUTONOMES**

Dans ce secteur d'activité, on note: une présence du Groupe encore modeste (13 résidences avec services à fin 2013, dans un secteur qui en dénombre 435), malgré l'augmentation de plus de 30% du nombre de logements en 2013 (1083 logements); l'implantation initiale du Groupe s'est faite en centre-ville ou à la périphérie des villes de taille moyenne de la moitié nord de la France; le Groupe se distingue de la concurrence par le nombre plus important de services mis à disposition; le leader du marché est le Groupe Aegide (36 résidences avec services à fin 2013).

L'activité des résidences pour personnes âgées autonomes du Groupe Résidé Études a connu une très forte augmentation de chiffre d'affaires en 2013, conséquence d'un taux d'occupation en hausse dans la plupart des résidences et conséquence de l'ouverture de trois nouvelles résidences; le résultat d'exploitation de l'exercice

redevient ainsi bénéficiaire mais en partie grâce à une aide complémentaire au lancement commercial des résidences reçue de la branche promotion.

Au premier semestre 2014, l'évolution des taux d'occupation des résidences du Groupe Résidé Études a été globalement positive. Entre cette évolution et, la création de nouvelles résidences, les recettes de la branche senior enregistrent ainsi une augmentation de 51,4% par rapport au premier semestre 2013.

### **GESTION ET EXPLOITATION IMMOBILIÈRE - RÉSIDENCE HÔTELIÈRE OU DE TOURISME (PARA-HÔTELIÈRES)**

Le Groupe s'est placé sur ce marché en privilégiant les critères suivants: par analogie avec le marché hôtelier, il opère une segmentation en mettant en avant quatre spécialités: «entrée de gamme» sous l'enseigne «Séjours & Affaires - Apparthotel», «milieu de gamme» avec les résidences «RésidHome – Apparthotel» de type 3\*, «haut de gamme», avec les résidences «RésidHome – Apparthotel» de type 4\*, très haut de gamme» avec deux résidences «Relais Spa»; le Groupe est présent dans la plupart des grandes villes françaises; l'agglomération de Paris possède un nombre élevé de logements, principalement à l'ouest; le Groupe Résidé Études est également numéro 2 dans les appartements urbains, après le Groupe Adagio.

Selon le Groupe, Résidé Etudes a connu une activité très satisfaisante et une forte croissance du chiffre d'affaires sur ce secteur en 2013. Le résultat de la principale filiale opérationnelle est en très forte progression mais le résultat d'ensemble du secteur «Résidence Hôtelière ou de Tourisme» reste déficitaire du fait des pertes subies par deux résidences: Relais SPA de Val d'Europe et Relais SPA Roissy qui sont encore en phase de lancement. On retiendra que la résidence Val d'Europe était jusqu'au début de l'année 2014 gérée en dehors de l'organisation générale mise en place par la Direction de l'Exploitation. Tous les aspects commerciaux, de politique tarifaire, d'achats, de normes de qualité d'accueil et de services étaient de la responsabilité de la résidence sans rattachement hiérarchique à la Direction d'Exploitation du Groupe. Depuis janvier 2014, cette organisation a pris fin et cette résidence bénéficie dorénavant de toute la puissance commerciale et de tous les process qualité du Groupe d'où l'amélioration du résultat au premier semestre 2014 par rapport au premier semestre 2013.

Au premier semestre 2014 le Groupe a ouvert quatre nouvelles résidences, dont trois «haut de gamme» (incluant une reprise) et un «milieu de gamme». Aussi le Groupe renforce-t-il sa présence dans cette branche d'exploitation avec désormais 69 résidences et 6 988 logements.

Les taux d'occupation des résidences ont enregistré des améliorations en 2013 - sauf dans le segment de marché «entrée de gamme» - soit autour de 70%. Le taux d'occupation Relais SPA est à 58,8% mais il s'agit d'une opération plus récente. La conjoncture économique et la hausse du taux de TVA ont, elles-aussi, pesé sur les taux d'occupation du premier semestre 2014 sauf pour les résidences Relais SPA (62,3%).

Les recettes de cette branche d'activité - sauf Relais SPA - progressent de 13,1% au premier semestre de 2014 par rapport au premier semestre de 2013; celles des Relais SPA s'améliorent de 11,8%, en raison de la croissance des recettes des résidences ouvertes au cours des exercices antérieurs.

### GESTION ET EXPLOITATION IMMOBILIÈRE - IMMOBILIER RESIDENTIEL CLASSIQUE

Le Groupe continue de gérer un parc de résidences dédiées à l'habitation (donc sans service, cf. enseigne «Les Activiales»), résultat d'opportunités d'acquisition. Comme cela a été mentionné dans le Rapport de Notation, il s'agit d'une activité classique de gestion de parc immobilier à vocation locative, se situant entre le marché libre et le marché du logement social. A fin 2013 le parc compte 450 logements correspondant à 7 résidences.

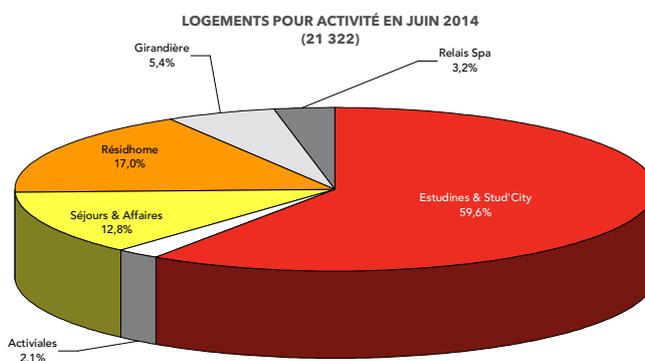
### ACTIVITÉ PATRIMONIALE

Pendant l'année 2013, le patrimoine du Groupe s'est enrichi de la résidence pour étudiants Marseille - République, de 206 logements, ouverte en septembre. En avril 2014, le Groupe a fait par ailleurs l'acquisition de 51 logements sociaux étudiants pour la résidence «Estudines François Arago» à Montreuil. Avec cette opération, le patrimoine du Groupe se trouve augmenté de 4,9 M€. Le Groupe renforcera ce patrimoine pendant les trois années prochaines avec l'entrée de deux nouvelles résidences, l'une pour seniors à Marseille, l'autre pour étudiants à Paris.

### ÉVOLUTION DU PARC DE LOGEMENTS

En 2013 le Groupe a mis en exploitation 5 résidences nouvelles représentant 561 logements: deux résidences pour étudiants, incluant la résidence Marseille - République (206 logements) en patrimoine et la résidence les Estudines François Arago à Montreuil (94 logements) sous gestion; trois résidences pour seniors (261 logements), à Saint-Berthevin (Laval), à Trélissac (Périgueux) et à Chanteloup en Brie (Marne La Vallée). Poursuivant cette tendance à la hausse au premier semestre 2014, le Groupe a mis en exploitation 5 nouvelles résidences dont 4 RésidHome - Apparthotel (la plupart de type 4\* à Issy les Moulineaux, Roissy Park, Neuilly Plaisance et Clarion Carré Senart) et une pour seniors à Meaux. Ainsi, le parc locatif géré par le Groupe porte sur 21 322 unités au 30 juin 2014 (20 571 logements à fin 2013 et 20 031 à fin 2012). Il y aura donc eu une légère accélération de la croissance du parc des logements (+2,7% en 2013, +3,7% au premier semestre 2014).

Dans la répartition du parc des logements au 30 juin 2014, 60% sont destinées aux étudiants, un tiers au tourisme et 5,4% aux seniors (pourcentage en légère augmentation par rapport au 30 juin 2013).



Source: Groupe Résidé Études.

## STRATEGIE

A court et à long terme, la stratégie de Résidence Études repose sur une croissance organique en France. Les résultats positifs et récurrents dans des secteurs arrivés à maturité comme celui des résidences étudiantes permettent de compenser les pertes imputables au lancement des nouvelles résidences, incluant d'autres segments où le Groupe opère. Les résultats de la branche «promotion», de nature moins réguliers, et ceux de l'activité patrimoniale contribuent aussi à cette performance qui se traduit par un résultat d'ensemble positif et en hausse.

## 4. ANALYSE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

### CONSIDÉRATIONS GÉNÉRALES SUR LES ETATS FINANCIERS HISTORIQUES

Les états financiers consolidés de Résidence Études ont été analysés sur la période 2009 à 2013. Ces états financiers ont été audités par Deloitte & Associés. Les états financiers de 2012 avaient fait l'objet des retraitements suivants aux fins de comparaison avec ceux de 2013:

- les honoraires de commercialisation et de montage ont été éliminés en imputant les produits facturés par Résidence Études SAS aux charges prises en compte par les «Sociétés Programmes»; par analogie, ce retraitement a également été appliqué à certaines facturations de prestations de service internes au groupe transitant par les comptes de copropriété; ce retraitement impacte le compte de résultat consolidé (diminution du chiffre d'affaires de 17,3 M€ compensée par la baisse des achats consommés pour 9,4 M€ et des charges opérationnelles courantes pour 7,8 M€);
- le compte de résultat consolidé a été retraité pour éliminer les éléments provenant de la filiale de construction CBM dont l'activité est en cours d'arrêt (résultat net d'impôt de -2,9 M€); et
- les ventes en VEFA ont été assimilées à des contrats à long terme; en conséquence, les honoraires de commercialisation sont comptabilisés en éléments de stock (+9,0 M€); cet impact est compensé par la diminution de 9,0 M€ des comptes de régularisation

En 2013 les aspects suivants des états financiers sont à mettre en évidence:

- l'évaluation des immeubles de placement à la «juste valeur» sur la base d'une expertise indépendante fait ressortir une plus-value de 1,7 M€ en 2013 (2,1 M€ en 2012);
- les swaps de taux font ressortir à fin 2013 une perte latente de 0,802 M€ qui impacte les capitaux propres à hauteur de 0,535 M€ après déduction d'un crédit d'impôt latent de 0,267 M€; l'incidence nette de variation de juste valeur annuelle est une plus-value nette d'impôts de 0,517 M€ qui impacte les capitaux propres s'agissant d'un instrument non spéculatif;
- la charge d'impôt de l'exercice a été minorée notamment en raison de l'extension de l'intégration fiscale aux filiales

fortement déficitaires Relais Spa, ce qui a été rendu possible par le rachat des intérêts minoritaires; et

- la décision d'arrêter l'activité de construction exercée par la filiale spécialisée CBM a entraîné pour le Groupe l'obligation de provisionner dans les comptes de l'exercice l'ensemble des charges liées à cet arrêt d'activité (de 1,1 M€ directement à comptes de CBM).

Les états financiers consolidés de Résidé Études sur la période 2009 à 2013 ont fait l'objet de reclassements par ARC Ratings aux fins d'analyse. Ces reclassements concernent notamment: i) les résultats qui seront distribués l'année suivante et qui ont été reclassés comme distributions de résultats dans la trésorerie passive; ii) les résultats nets d'impôt des activités arrêtées ou en cours de cession qui ont été reclassés en résultats non courants.

---

## RENTABILITÉ ET CAPACITÉ À GÉNÉRER DES FONDS

---

Entre 2012 et 2013 le chiffre d'affaires consolidé de Résidé Études est en hausse de 11,8% pour passer à 315,7 M€. Du fait de la phase actuelle de développement du Groupe, et sans déduction des relations sectorielles, l'activité de promotion a connu une croissance supérieure à celle de l'activité de gestion. Toutefois, on note que le chiffre d'affaires de l'activité de gestion reste à environ 69% du chiffre d'affaires consolidé. La croissance de l'activité patrimoniale a été elle-aussi supérieure à la variation du chiffre d'affaires consolidé.

Il a également été constaté une évolution positive de la marge brute, qui, en proportion du chiffre d'affaires, progresse de 1,2 points de pourcentage et s'inscrit à 26,5% en 2013. La progression en pourcentage des produits opérationnels divers s'établit de son côté à 0,3 point. Ces évolutions positives ont été plus que suffisantes pour compenser l'augmentation du total des charges opérationnelles fixes. Le taux d'EBITDA est passé de 6,8% en 2012 à 7,4% en 2013, soit plus 0,6 point de pourcentage. En valeur absolue, l'EBITDA s'élève à 23,3 M€ en 2013, soit 21,9% de mieux qu'en 2012. À noter l'augmentation de l'activité de gestion exploitation laquelle contribue désormais à hauteur de 55% à l'EBITDA consolidé (50% en 2012).

Il faut faire aussi référence à l'EBITDAR, un indicateur très pertinent dans le cas du Groupe Résidé Études car il mesure l'EBITDA avant prise en compte des loyers versés aux investisseurs. On peut vérifier, en termes absolus, que l'EBITDAR passe de 93,1 M€ en 2012 à 105,7 M€ en 2013, soit plus 13,5%. Rapporté au chiffre d'affaires le taux d'EBITDAR s'affiche ainsi à 33,5% en 2013 au lieu de 33,0% en 2012.

L'EBIT ramené au total des chiffres d'affaires suit la même amélioration que l'EBITDA.

Le résultat financier passe de -4,3 M€ en 2012 à -5,2 M€ du fait principalement de la hausse des charges financières (environ +16% en 2013 pour atteindre 5,7 M€) dans un contexte où la dette financière a augmenté. Ceci étant, grâce à l'amélioration de l'EBITDA, la couverture des charges financières nettes par celui-ci reste à 4,5 fois en 2013. Il est à noter que le Groupe immobilise les frais financiers associés à son activité de promotion, ce qui signifie que le compte de résultat ne retient que les frais financiers imputables aux autres activités, activité patrimoniale principalement.

Les résultats non courants relèvent de l'activité de construction exercée par la filiale CBM, laquelle présente un résultat (net d'impôts) négatif de -3,8 M€ en 2013 (par rapport à -2,9 M€ en 2012).

**TABLEAU 4.1.**  
COMPTES DE RÉSULTAT CONSOLIDÉ DU GROUPE RÉSIDÉ ÉTUDES (EN MILLIERS D'EUROS)

	2008	2009	2010	2011	2012	2012 Re	2013
<b>CHIFFRE D'AFFAIRES</b>	212 661	300 763	292 243	318 352	322 158	282 352	315 730
<b>Charges Variables</b>	177 027	248 166	228 906	248 947	250 924	211 038	232 150
Achats Consommés	122 750	199 416	175 136	175 356	164 971	150 890	165 640
Charges Opérationnelles Courantes	54 277	48 750	53 770	73 591	85 953	60 148	66 510
<b>MARGE DE CONTRIB. BRUT</b>	35 634	52 597	63 337	69 405	71 234	71 314	83 580
Produits Opérationnels Divers	4 420	0	4 253	3 453	7 965	7 962	9 664
Autres Produits et Profits Opérationnels	4 420	0	4 253	3 453	7 965	7 962	9 664
<b>MARGE DE CONT. OPÉRATIONNELLE</b>	40 054	52 597	67 590	72 858	79 199	79 276	93 244
<b>Charges Opérationnelles Fixes</b>	30 328	38 408	48 394	55 888	63 691	60 170	69 963
Charges de Personnel	26 782	33 622	38 931	45 980	48 050	44 791	51 559
Impôts et Taxes	3 546	4 476	5 369	7 094	7 422	7 172	8 313
Autres Charges Opérationnelles	0	310	4 094	2 814	8 219	8 207	10 091
<b>EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBITDA (a))</b>	9 726	14 189	19 196	16 970	15 508	19 106	23 281
Dotations Nettes aux Amortissements et Pertes de Valeur	2 586	4 297	4 370	4 572	4 538	4 461	5 162
Dotations Nettes aux Provisions et Pertes de Valeur	1 207	1 243	(83)	(224)	1 124	246	(425)
Ajustements de la Valeur des Immeubles de Placement	2 782	162	(1 133)	(4 403)	(2 135)	(2 135)	(1 703)
<b>RÉSULTAT OPÉRATIONNEL (EBIT (b))</b>	3 151	8 487	16 042	17 025	11 981	16 534	20 247
<b>RÉSULTAT FINANCIER</b>	(1 603)	(2 176)	(2 959)	(3 339)	(4 273)	(4 269)	(5 190)
Produits Financiers	2 183	1 233	1 164	1 017	683	676	540
Charges Financières	3 786	3 409	4 123	4 356	4 956	4 945	5 730
<b>RÉSULTAT COURANT</b>	1 548	6 311	13 083	13 686	7 708	12 265	15 057
<b>RÉSULTATS NON COURANTS</b>	0	0	0	0	0	(2 947)	(3 777)
<b>RÉSULTAT AVANT IMPÔTS (*)</b>	1 548	6 311	13 083	13 686	7 708	9 318	11 280
Charges d'Impôt sur le Résultat de l'Exercice	733	2 545	4 888	5 229	3 677	5 287	3 473
Intérêts Minoritaires	174	13	109	9	(237)	(237)	0
<b>RÉSULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	641	3 753	8 086	8 448	4 268	4 268	7 807
Distribution de Résultats	0	581	1 209	1 200	1 200	1 200	1 200
<b>RÉSULTAT NET RETENU</b>	641	3 172	6 877	7 248	3 068	3 068	6 607

**Notes:**

Montants arrondis.

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

(a) Le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement.

(b) Bénéfice avant intérêts et impôts.

(Re) 2012 objet de retraitements pour les rendre comparables à 2013.

(\*) Hors activités en cours d'arrêt en 2012 et 2013.

**Sources:**

Les Rapports et les Comptes Consolidé du Groupe Résidé Études.

Le taux effectif d'imposition, hors activités en cours d'arrêt, a décliné entre 2012 et 2013 en raison de l'extension de l'intégration fiscale aux filiales Relais Spa fortement déficitaires, ce qui a déjà été mentionné.

Le résultat net consolidé influencé par les situations décrites ci-dessus passe de 4,3 M€ en 2012 à 7,8 M€ en 2013, soit une croissance annuelle de 82,9%, et ce, malgré la détérioration du résultat net de CBM. Cette évolution est révélatrice de la résilience et de la capacité du Groupe à absorber les pertes des activités en cours d'arrêt et de celles en démarrage. À noter que, hors l'activité de CBM, la rentabilité nette du chiffre d'affaires consolidé est passée de 2,5% en 2012 à 3,7% en 2013. Le résultat net consolidé de 2013 représente 10,5% des capitaux propres, soit 4,2 points de mieux qu'en 2012.

On note que le résultat avant impôt société consolidé en 2013 - hors activités en cours d'arrêt - a été supérieur d'environ 17% à la prévision du business plan analysé dans le Rapport de Notation. Cette situation a eu lieu dans un contexte notamment de:

- résultat de l'activité de gestion exploitation amélioré de 33% malgré une détérioration du résultat de l'activité de

gestion de résidences pour étudiants d'environ 13%; le résultat avant impôt de l'activité appartements des autres résidences a été légèrement meilleur que prévu (mais avec un léger écart négatif du nombre des logements) et le résultat des Relais Spa a été conforme à la prévision; l'exploitation des résidences seniors a généré une perte supérieure aux prévisions du fait notamment i) de problèmes d'exploitation des résidences en forte croissance (par exemple au niveau de personnel) que le Groupe parvient à résoudre, et ii) d'un remplissage plus long que prévu avec impact sur les décalages de recettes; pour le Groupe, ces aspects ne remettant pas en cause l'équilibre à terme du modèle d'exploitation de ces résidences;

- résultat de l'activité patrimoniale en hausse d'environ 25% - hors variation de valorisation des immeubles de placement; et

**TABLEAU 4.2.**  
INDICATEURS CONSOLIDÉS DE FLUX ET DE BILAN DU GROUPE RÉSIDE ÉTUDES

	2008	2009	2010	2011	2012	2012 Re	2013
<b>Structure des Flux</b>							
EBITDAR en % du Chiffre d'Affaires	n.d.	n.d.	n.d.	26,7%	27,8%	33,0%	33,5%
Taux de Distribution de Résultats	0	15,5%	15,0%	14,2%	28,1%	28,1%	15,4%
Couverture des Charges Fin. des Emprunts Nettes par l'EBITDA	6,1	6,5	6,5	5,1	3,6	4,5	4,5
Couverture des Charges Fin. des Emprunts Nettes par l'EBIT	2,0	3,9	5,4	5,1	2,8	3,9	3,9
Emprunts Fin. / (Rés. Net Retenu + Amort.)	33,9	16,8	10,4	11,1	17,8	18,0	15,0
Emprunts / Chiffre d'Affaires	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6
<b>Structure du Bilan</b>							
Autonomie Financière	16,8%	17,5%	21,8%	21,7%	22,4%	n.a.	20,7%
Intérêts Minoritaires / Actif	0,2%	0,1%	0,2%	0,0%	(0,1%)	n.a.	0,0%
Passif Total / Total de l'Actif	83,0%	82,3%	78,0%	78,3%	77,7%	n.a.	79,3%
Dettes Financières / Total de l'Actif	38,2%	43,0%	44,0%	43,8%	45,3%	n.a.	49,1%
Dettes Financières à Moyen et Long Terme / Actif Non Courant	66,6%	65,1%	66,8%	67,9%	67,9%	n.a.	82,4%
Risque de Liquidité = Dettes Financières aux C.T. / (Dettes Fin. aux C.T. + Emprunts Non Utilisés)	n.d.	n.d.	n.d.	0,0%	0,0%	n.a.	0,0%
<b>Bilan Fonctionnel (en Milliers d'Euros)</b>							
Capitaux Permanents	124 908	137 116	155 278	178 129	198 934	n.a.	245 733
Actif Non Courant	98 653	117 172	128 046	143 213	164 514	n.a.	182 982
FONDS DE ROULEMENT NET (FRN)	26 255	19 944	27 232	34 916	34 420	n.a.	62 751
Besoins Cycliques	169 697	153 408	108 610	121 162	95 689	n.a.	120 552
Ressources Cycliques	117 857	104 818	77 348	86 315	75 261	n.a.	86 489
BESOINS EN FONDS DE ROULEMENT (BFR)	51 840	48 590	31 262	34 847	20 428	n.a.	34 063
Trésorerie Active	17 989	21 078	28 185	35 064	38 841	n.a.	55 219
Trésorerie Passive	43 574	49 724	32 215	34 995	24 849	n.a.	26 531
TRÉSORERIE NETTE (TRN)	(25 585)	(28 646)	(4 030)	69	13 992	n.a.	28 688
En % du Chiffre d'Affaires	(12,0%)	(9,5%)	(1,4%)	0,0%	4,3%	5,0%	9,1%
Variation du FRN	-	(6 311)	7 288	7 684	(496)	n.a.	28 331
Variation des BFR	-	(3 250)	(17 328)	3 585	(14 419)	n.a.	13 635
Variation de la TRN	-	(3 061)	24 616	4 099	13 923	n.a.	14 696
En % du Chiffre d'Affaires	-	(1,0%)	8,4%	1,3%	4,3%	4,9%	4,7%

**Notes:**  
Montants arrondis.  
Comptes avec des reclassements faits par ARC Ratings pour l'analyse.  
(Re) 2012 objet de retraitements pour les rendre comparables à 2013.  
n.d. = Non disponible. n.a. = Non applicable.

**Sources:**  
Les Rapports et les Comptes Consolidé du Groupe Résidence Études.

- résultat inférieur de l'activité de promotion - hors CBM - malgré une commercialisation et des cessions de programmes immobiliers supérieures aux prévisions - respectivement 19% et 15% en valeur - génératrices d'honoraires perçus supérieurs aux prévisions; néanmoins les marges à l'avancement ont été moins élevées que prévu (une partie sera reconnue en 2014); les charges ont été plus élevées du fait d'un renforcement des canaux de

communication et de publicité et des coûts de mise en commercialisation de programmes exceptionnels à Nice et à Paris.

En ce qui concerne CBM, le résultat avant impôt de société a été plus négatif que prévu.

---

## POLITIQUE FINANCIÈRE

---

Fin 2013 le total de l'actif consolidé de Résidence Études affichait 358,8 M€, soit 59,7 M€ de plus qu'en 2012, en raison des augmentations i) de 18,5 M€ d'actifs non courants - principalement immeubles de placement (+10,4 M€, qui reflètent en particulier le renforcement de l'activité patrimoniale) et immobilisations corporelles (3,7 M€) -, ii) de 24,9 M€ d'actifs cycliques - principalement créances clients (+15,0 M€, cf. développement de l'activité de promotion) et stocks (+11,8 M€, dont 9,0 M€ en honoraires de commercialisation, objet de retraitements en 2012 et compensé aux comptes de régularisation d'exploitation) -, iii) et de 16,4 M€ de trésorerie disponible et équivalents pour atteindre 55,2 M€ à fin 2013.

Entre ces deux dates, les fonds propres du Groupe auront augmenté de 7,2 M€ grâce à la capacité bénéficiaire allée au maintien d'une politique de modération des dividendes d'où augmentation des réserves. La politique de dividendes de 1,2 M€ a conduit en 2013 à un taux de distribution du résultat net consolidé de 15,4%, (moins 12,7 points de pourcentage par rapport à 2012). Malgré cette croissance des fonds propres, le ratio «fonds propres / actif» qui en 2012 était de 22,4% passe à 20,7% en 2013, soit moins 1,7 points de pourcentage. Étant donné l'importance de la trésorerie disponible et équivalents dans le bilan, on peut retenir aussi le ratio «fonds propres / actif corrigés» (dans lequel l'actif est déduit de la trésorerie disponible et équivalents), lequel serait de 24,4% en 2013, soit 1,3 points de pourcentage de moins qu'en 2012. À noter que cette évolution était prévue et qu'elle résulte de la phase de développement de l'activité de promotion et du renforcement du patrimoine.

Le Groupe a amélioré la structure du passif et a diversifié ses sources de financement en 2013, notamment au travers de l'émission de l'emprunt obligataire de 44,0 M€ auprès d'investisseurs institutionnels destinés à financer la croissance. En effet, le passif stable du Groupe passe de 132,2 M€ à fin 2012 à 171,6 M€ à fin 2013. Cette valeur se répartit ainsi: 150,7 M€ de dettes financières à long et moyen terme (111,7 M€ en 2012); 17,3 M€ de passif d'impôts différés (16,9 M€ en 2012); 3,6 M€ de provisions et avantage du personnel (même valeur en 2012).

La composition du solde de la dette financière à long et moyen terme à la fin 2013 était:

- 43,0 M€ de l'emprunt obligataire de 44,0 M€ (soumis à revue de la notation) sous déduction de frais d'émission (sujets à amortissements); et
- 106,7 M€ d'autres dettes financières, notamment financements d'actifs patrimoniaux incluant prêts locatifs sociaux pour les résidences étudiantes sociales et crédit bail immobilier; 22,0 M€ d'autres dettes financières ont été engagés en 2013, la plupart comme crédit-bail immobilier; à noter que le Groupe, après l'émission de son emprunt obligataire, a remboursé un prêt corporate (de 13 M€ en 2013, 17,5 M€ en 2012).

Les conditions du crédit-bail immobilier, qui a représenté environ 36% du solde de la dette financière totale du Groupe

à fin 2013 ont été analysées dans le Rapport de Notation.

En 2013 les ressources à long terme (fonds propres et passif stable) couvrent 68,5% de la totalité des actifs contre 66,5% en 2012. Malgré l'augmentation d'actif, la stabilité financière gagne 2 points de pourcentage. D'autre part, la croissance des ressources à long terme aura permis non seulement de financer la hausse des actifs non courants mais aussi une augmentation du fonds de roulement (lequel atteint 62,8 M€). En 2013 le fonds de roulement a permis de financer 34,6 M€ de besoins en fonds de roulement net tout en extériorisant une trésorerie excédentaire de 28,7 M€ (plus 14,7 M€ par rapport à fin 2012).

**TABEAU 4.3.**  
BILAN CONSOLIDÉ DU GROUPE RÉSIDÉ ÉTUDES (EN MILLIERS D'EUROS)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Immobilisations Incorporelles Nettes</b>	8 279	8 584	8 360	8 742	9 109	9 556
<b>Immobilisations Corporelles Nettes</b>	18 930	33 343	37 753	40 054	46 836	50 557
<b>Immeubles de Placement</b>	70 663	71 157	78 562	92 009	104 278	114 710
<b>Participations et Autres Actifs Financiers</b>	557	3 302	2 536	2 280	3 865	7 831
<b>Actifs d'Impôts Différés</b>	224	786	835	128	426	328
<b>ACTIF NON COURANT</b>	98 653	117 172	128 046	143 213	164 514	182 982
<b>Stocks Matières Premières et Marchandises</b>	0	0	235	264	247	273
<b>Stocks Produits Finis et Intermédiaires</b>	66 543	52 754	24 606	22 396	26 387	38 199
<b>Créances Clients Nettes (*)</b>	55 381	55 340	38 359	43 401	31 621	46 591
<b>Acomptes Fournisseurs</b>	1 585	345	836	288	340	355
<b>Creances Sociales et Fiscales et Actifs d'Impôts Recevable</b>	23 784	24 571	19 069	23 969	18 200	21 180
<b>Comptes de Régularisation et Divers d'Exploitation</b>	22 404	20 398	25 505	30 844	18 894	13 954
<b>ACTIF CYCLIQUE</b>	169 697	153 408	108 610	121 162	95 689	120 552
<b>Trésorerie Disponible et Equivalents</b>	17 989	21 078	28 185	35 064	38 841	55 219
<b>TRÉSORERIE ACTIVE</b>	17 989	21 078	28 185	35 064	38 841	55 219
<b>TOTAL DE L'ACTIF</b>	286 339	291 658	264 841	299 439	299 044	358 753
<b>Capital Social</b>	1 000	1 000	1 000	10 000	30 000	50 000
<b>Autres Réserves</b>	46 538	47 004	49 889	47 698	33 897	17 503
<b>Résultat Net Retenu</b>	641	3 172	6 877	7 248	3 068	6 607
<b>CAPITAUX PROPRES</b>	48 179	51 176	57 766	64 946	66 965	74 110
<b>INTÉRÊTS MINORITAIRES</b>	438	416	528	32	(226)	0
<b>Provisions et Avantage du Personnel</b>	1 230	2 039	2 339	2 476	3 616	3 601
<b>Passifs d'Impôts Différés</b>	9 325	7 251	9 132	13 465	16 864	17 306
<b>Dettes Financières à Moyen et Long Terme</b>	65 736	76 234	85 513	97 210	111 715	150 716
<b>PASSIF STABLE</b>	76 291	85 524	96 984	113 151	132 195	171 623
<b>CAPITAUX PERMANENTS</b>	124 908	137 116	155 278	178 129	198 934	245 733
<b>Dettes Fournisseurs</b>	26 846	35 796	30 048	40 182	36 570	37 739
<b>Acomptes Clients</b>	2 180	0	637	351	1 211	0
<b>Dettes Sociales et Fiscales et Passif d'Impôts Exigibles</b>	15 857	22 371	35 957	23 387	19 842	26 847
<b>Comptes de Régularisation et Divers d'Exploitation</b>	72 974	46 651	10 706	22 395	17 638	21 903
<b>PASSIF CYCLIQUE</b>	117 857	104 818	77 348	86 315	75 261	86 489
<b>Dettes Financières à Court Terme</b>	43 574	49 143	31 006	33 795	23 649	25 331
<b>Distribution de Résultats</b>	0	581	1 209	1 200	1 200	1 200
<b>TRÉSORERIE PASSIVE</b>	43 574	49 724	32 215	34 995	24 849	26 531
<b>PASSIF TOTAL</b>	237 722	240 066	206 547	234 461	232 305	284 643
<b>TOTAL DES CAPITAUX PROPRES + PASSIF</b>	286 339	291 658	264 841	299 439	299 044	358 753

**Notes:**

Montants arrondis.

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

(\*) À partir de 2010 sont présentés en termes net de les produits constatés d'avance liés aux ventes de logements, qui a été enregistré au titre de comptes de régularisation et divers d'exploitation.

**Sources:**

Les Rapports et les Comptes Consolidé du Groupe Résidé Études.

L'évolution du fonds de roulement net reflète l'impact du double métier du Groupe, promotion et gestion, lequel se caractérise par une intensité capitalistique élevée. Dans un contexte où la dette financière a augmenté de 40,7 M€ en

2013, pour atteindre 176,0 M€, la fraction à «moyen long terme» est passée à 85,6% (82,5% en 2012). Il faut noter aussi que ces dettes ont une échéance longue, généralement de 15 ans pour les crédits-bails immobiliers, de 30 ans pour les financements de résidences sociales pour étudiants et de 6 ans pour l'emprunt obligataire de 44,0 M€.

Les besoins en fonds de roulement (BFR) ont augmenté de 13,6 M€ en 2013 pour atteindre 34,1 M€ reflétant l'impact du développement de l'activité de promotion du Groupe.

Le renforcement de la trésorerie est d'une certaine façon voulu car il s'agit d'anticiper l'impact des investissements à venir dans le domaine de la promotion immobilière et du renforcement du patrimoine. C'est la raison pour laquelle la trésorerie active excède d'environ 30,0 M€ le montant de la dette financière à court terme à fin 2013 (15,2 M€ à fin 2012). Il en découle une position de liquidité confortable (indicateur de risque de liquidité à 0%).

On note que l'augmentation en 2013 de la dette financière en termes nets de trésorerie active a été de 24,3 M€, pour atteindre 120,8 M€ à fin de l'année.

En ce qui concerne la dette financière à court terme à fin 2013, 14,7 M€ concernent des concours bancaires (dont 14,0 M€ au titre du financement de l'activité de promotion). Ces prêts sont remboursables lors de la livraison des programmes. Le Groupe continue de bénéficier d'un pool diversifié de banques avec des plafonds d'autorisation jusqu'à fin 2016 (58,8 M€ au 31 juillet 2014) affectés à ses programmes en développement.

Comme indiqué dans le Rapport de Notation, la dette à taux variable des opérations de promotion immobilière (à court terme) ne fait pas l'objet de couverture du risque de taux d'intérêt. Pour sa dette à moyen et long terme, le Groupe privilégie le taux fixe, et pour la dette à taux variable il cherche des solutions pour «capper» ce taux ou le protéger par une solution ad-hoc de couverture. En ce qui concerne les swaps de couverture du risque de taux d'intérêt contracté, le Groupe a fait, en juillet 2014, le renouvellement du contrat contracté par Résidence Home Opera avec date d'échéance le 15 octobre 2014. Le renouvellement, avec date de commencement le 16 octobre 2014 et date d'échéance le 16 octobre 2019, ayant une valeur nominale de 12,5 M€ progressivement amortissable, sur lequel Résidence Home Opera paie 0,72% l'an et reçoit EURIBOR 3 mois. Le swap contracté par Relais SPA Roissy Paris, avec date d'échéance 15 octobre 2021 et valeur nominale 7,4 M€ à fin 2013, sur lequel Relais SPA Roissy Paris paie à peu près 2,0% et reçoit EURIBOR 3 mois. Ces swaps de taux sont conformes aux modèles standards du marché et, conformes aux normes IFRS (swaps évalués à leur juste valeur).

Le Groupe va prendre encore en septembre 2014 un nouveau swap sur l'opération de financement (d'environ 16,3 M€) de la résidence en patrimoine Marseille République.

À noter enfin l'absence de modification dans les polices d'assurances mises en place dans le Groupe, par rapport à ce que le Rapport de Notation avait mentionné.

## 5. PERSPECTIVES

### CADRE GÉNÉRAL

Le Fonds Monétaire International (FMI) (World Economic Outlook d'avril 2014) prévoit pour 2014 la poursuite de la (très modeste) reprise économique en France avec une prévision de croissance du Produit Intérieur Brut (PIB) de 1,0% succédant à une croissance de 0,3% en 2013 et à une stabilisation en 2012. Ce rythme de croissance devrait s'accroître dans les années à venir, avec des prévisions à +1,5% en 2015 et à +1,9% en 2019. Le déficit public français a été de 4,2% du PIB en 2013, une amélioration de 0,6% sur 2012 (les recettes publiques ont augmenté de 1,1 point et les dépenses de 0,5 point). Cette contraction du déficit s'est poursuivie au cours des quatre années écoulées. Le déficit public français reste cependant excessif au regard des règles du Traité de Maastricht. Le taux des prélèvements obligatoires s'établissait à 44,7% du PIB en 2013, soit une hausse de 1,0 point par rapport à 2012. La dette publique progresse de 3,1 points par rapport au PIB et atteint 91,8%.

Tenant compte des notations d'émetteur à moyen et long terme attribuées à la République Française par les agences de notation de crédit - Crédit Rating Agency (CRA) enregistrées ou certifiées par l'ESMA - European Securities and Markets Authority et de la méthodologie suivie par ARC Ratings dans ce domaine, la notation à moyen et long terme estimée par ARC Ratings pour la République Française devrait de AA+, avec une perspective stable.

Les sept plus grandes banques commerciales françaises sont BNP Paribas, Groupe Crédit Agricole, Société Générale, Groupe Crédit Mutuel, Groupe BPCE, HSBC France, et La Banque Postale. À l'exclusion des banques étrangères établies en France (comme HSBC France) et celles liées à l'Etat (Caisse des Dépôts et Consignations, Banque Postale), les notations d'émetteur à moyen et long terme attribuées aux grandes banques françaises vont de A+, avec perspective stable, à A, avec perspective négative, selon l'information publique de les CRA.

Il convient de souligner que le Groupe Résidence Études tenait sa dette de moyen et long terme distribuée parmi une dizaine d'institutions financières. Parmi celles-ci, les plus représentatives étaient: le Crédit Foncier de France, du Groupe BPCE; Natixis, du Groupe BPCE; BPI-Groupe (ex EPIC Oseo) liée à l'Etat ; Sogébaïl-Sogéfimur, du Groupe Société Générale; et CIC Lyonnaise des Banques, du Groupe Crédit Mutuel.

### GRUPE RÉSIDÉ ÉTUDES

Le Groupe Résidence Études a mis à jour pour la période 2014-2019 son business plan (scénario de base) lequel avait été analysé par ARC Ratings dans le Rapport de Notation. Les principales différences du business plan actuel par rapport au précédent concernent:

- le montant de l'émission obligataire effectuée en octobre 2013 de 44 M€ et non de 50 M€;
- un développement moins soutenu de l'activité de promotion, l'objectif étant finalement d'atteindre 831 lots commercialisés aux investisseurs au lieu de 1000 lots; aucune vente en bloc n'est envisagée (au lieu de 1 en 2014 et

de 2 par an pour la période 2015-2019); à noter que l'objectif la période 2014-2019 est prudent (sachant que 511 lots ont déjà été commercialisés au premier semestre 2014); en conséquence les valeurs de BFR seront sensiblement inférieures;

- en raison d'un développement moins soutenu de son activité promotion, le Groupe anticipe une croissance moyenne annuelle du nombre des logements dans les trois segments d'environ 3,5% au lieu de 4,5% (tendant donc vers un peu moins de 1000 logements à la fin 2019);
- la baisse des investissements nouveaux en immeubles de placement (-17,1 M€) concomitante avec la valorisation des immeubles de placement (hors résidence de Marseille République et nouveaux investissements) de 1% par an (chiffre de 0% dans le précédent business plan); et
- une politique de distribution de dividendes de 1,2 M€ (1,7 M€ visés pour 2019) au lieu d'un taux de distribution de 15% sur le résultat net de l'année antérieure.

Le Groupe prévoit ainsi l'ouverture de 38 résidences entre 2014 et 2017, dont 21 destinées au segment des seniors. En 2018 et en 2019 le Groupe prévoit de livrer 600 logements par an pour ce segment. Ainsi sur ce segment la croissance moyenne annuelle - en nombre de logements - sera d'environ 26%, pour atteindre 4 401 lots à la fin 2019 (environ 18% du total), et le rythme d'ouverture annuel sera entre 5 et 7 à partir de 2015. En conséquence, le Groupe prévoit d'accroître la contribution des résidences pour seniors à ses recettes d'exploitation et de gestion, contribution appelée à rejoindre la barre des 24,4% au tournant de l'année 2019 (versus 6,6% en 2013).

En ce que concerne les deux autres cœurs de métier du Groupe, la mise en exploitation se poursuivra à une vitesse moindre que celle du segment senior avec l'ouverture de 9 résidences pour étudiants (la plupart en 2015 et localisées en Île-de-France) et 8 destinées au tourisme d'affaires (notamment en 2014, tous localisées en Île-de-France). Aussi le parc atteindra 24 647 unités à la fin de 2019 dont 58% de résidences étudiantes.

Le Groupe estime que pour environ 80% des nouvelles résidences il interviendra en direct en profitant de sa large expérience dans ce domaine. Il est à noter que près de la moitié de ce chiffre correspondra à des opérations effectuées en co promotion.

S'agissant de la branche gestion de résidences pour seniors, le business plan prend en compte les difficultés rencontrées en 2013 pour faire face à un accroissement brutal d'activité. La Direction du Groupe a pris et continuera de prendre les mesures nécessaires au succès du développement de cette branche d'activité. Le Groupe prévoit ainsi d'atteindre l'équilibre d'exploitation dans cette branche d'activité en 2017 (vs. 2016 dans le précédent business plan) et de dégager des résultats significatifs à partir de 2018 / 2019.

Les résultats des activités de gestion des résidences Apparthotels 2\*,3\* et 4\* reflètent l'impact des ouvertures des nouvelles résidences, particulièrement en 2014. Le Groupe s'attend ainsi à un ensemble positif avec une amélioration en 2016 et les années suivantes. Malgré le glissement positif de 2013, le Groupe prévoit toutefois des résultats et des taux de rentabilités de 2014 à 2019 au dessous de la précédente version du business plan.

La branche «Résidence Relais Spa» vise prudemment l'équilibre d'exploitation de Val d'Europe en 2018 bien qu'une

amélioration ait été déjà enregistrée au premier semestre 2014 (année du rattachement de cette branche à la direction d'exploitation du Groupe). De même, le Groupe prévoit d'équilibrer la résidence de Roissy en 2018. La précédente version du business plan considère possible l'équilibre d'exploitation de ces deux résidences en 2015, si on leur adjoint le résultat «Relais SPA».

Les résultats des activités de gestion pour étudiants resteront positifs et significatifs bien qu'en retrait par rapport au précédent business plan. Il en sera de même pour leurs taux de rentabilité (eux - aussi inférieurs de -1,2 à -1,6 points de pourcentage au business plan précédent). Le retrait s'explique par l'impact de la hausse du taux de TVA applicable aux locations meublées en 2014 et par un peu moins d'économies d'échelle les années suivantes car le nombre de logements sera inférieur aux prévisions initiales (-4,7% à fin 2019). Nous nous trouvons ici dans un secteur arrivé à une certaine maturité mais qui continuera de générer des revenus importants et récurrents pour le Groupe.

**TABLEAU 5.1.**  
SCÉNARIO DE BASE DU GROUPE RÉSIDENCE ÉTUDES POUR LA PÉRIODE 2014-2019 (EN MILLIONS D'EUROS)

	2014 (P)	2015 (P)	2016 (P)	2017 (P)	2018 (P)	2019 (P)
<b>A) Résultat Avant IS</b>	<b>9,0</b>	<b>15,2</b>	<b>18,6</b>	<b>22,7</b>	<b>30,2</b>	<b>33,7</b>
<b>lequel</b>						
<b>des Activités de Gestion Exploitation</b>	4,5	5,6	8,8	11,8	18,0	20,7
<b>lequel</b>						
<b>Résidences Étudiants</b>	7,4	7,6	7,6	7,9	8,3	8,6
<b>Résidences Apparthotels</b>	(2,5)	(2,2)	0,0	2,2	4,2	5,6
<b>lequel «Relais Spa»</b>	(4,2)	(3,8)	(2,2)	(0,7)	0,6	1,3
<b>Résidences Personnes Âgées</b>	(1,0)	(0,3)	0,7	1,1	4,9	5,9
<b>des Activités de Promotion</b>	6,2	8,9	9,6	10,3	10,5	10,9
<b>des Activités Patrimoniales</b>	2,9	3,2	2,6	3,0	4,1	4,3
<b>des Activités de Holding</b>	(4,6)	(2,5)	(2,4)	(2,4)	(2,4)	(2,2)
<b>B) IS et Participation</b>	<b>(4,0)</b>	<b>(6,8)</b>	<b>(8,4)</b>	<b>(10,2)</b>	<b>(13,6)</b>	<b>(15,2)</b>
<b>C) Résultat Net des Activités (A + B)</b>	<b>4,9</b>	<b>8,4</b>	<b>10,2</b>	<b>12,5</b>	<b>16,6</b>	<b>18,5</b>
<b>D) Dotation Nette aux Amortissements</b>	<b>4,9</b>	<b>5,3</b>	<b>5,6</b>	<b>6,2</b>	<b>6,4</b>	<b>6,7</b>
<b>E) Capacité d'Autofinancement (C+D)</b>	<b>8,8</b>	<b>12,6</b>	<b>14,8</b>	<b>17,6</b>	<b>21,9</b>	<b>24,1</b>
<b>F) Variation du BFR - Activités Opérationnelles</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,4)</b>
<b>G) Capacité d'Autofinancement Corrigée de la Variation du BFR (E+F)</b>	<b>5,4</b>	<b>11,0</b>	<b>14,4</b>	<b>17,2</b>	<b>21,5</b>	<b>23,8</b>
<b>H) Activités d'Investissement</b>	<b>(17,1)</b>	<b>(32,0)</b>	<b>(17,0)</b>	<b>(9,4)</b>	<b>(10,0)</b>	<b>(10,0)</b>
<b>laquelles</b>						
<b>Immeubles Corporelles et d'Exploitation</b>	(2,1)	(6,2)	(8,3)	(9,9)	(10,5)	(10,6)
<b>Immeubles de Placement</b>	(10,5)	(26,3)	(9,2)	0,0	0,0	0,0
<b>I) Dividendes</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(1,7)</b>
<b>J) Besoins de Financement avant que le Service de la Dette en Capital (G + H + I)</b>	<b>(12,9)</b>	<b>(22,1)</b>	<b>(3,8)</b>	<b>6,7</b>	<b>10,3</b>	<b>12,0</b>
<b>L) Le Service de la Dette en Capital</b>	<b>(25,9)</b>	<b>(29,9)</b>	<b>(31,4)</b>	<b>(33,4)</b>	<b>(34,1)</b>	<b>(78,4)</b>
<b>lequel</b>						
<b>Emprunts à Moyen et Long Terme</b>	(11,1)	(7,7)	(7,1)	(8,6)	(8,8)	(52,6)
<b>lequel Emprunt Obligataire</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	(44,0)
<b>lequel Autres Emprunts</b>	(11,1)	(7,7)	(7,1)	(8,6)	(8,8)	(8,6)
<b>Potentiel - Concours Bancaires (Dettes à Courte Terme)</b>	(14,9)	(22,2)	(24,3)	(24,8)	(25,3)	(25,8)
<b>M) Nouvelle Dette</b>	<b>37,8</b>	<b>50,5</b>	<b>33,5</b>	<b>27,0</b>	<b>27,0</b>	<b>28,7</b>
<b>lequel</b>						
<b>Potentiel - Rénovation de Concours Bancaires</b>	14,9	22,2	24,3	24,8	25,3	25,8
<b>Concours Bancaires Supplémentaires</b>	7,3	2,1	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Emprunts à Moyen et Long Terme</b>	15,6	26,2	8,7	1,7	1,2	2,4
<b>lequel Autres Emprunts</b>	15,6	26,2	8,7	1,7	1,2	2,4
<b>N) Variation de Trésorerie Brute (J+L+M)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>0,3</b>	<b>3,2</b>	<b>(37,6)</b>
<b>Résumé:</b>						
<b>Trésorerie Brute à la fin de l' Année</b>	54,2	52,7	51,0	51,3	54,6	16,9
<b>Concours Bancaires</b>	22,2	24,3	24,8	25,3	25,8	26,3
<b>Trésorerie Nette à la fin de l' Année</b>	32,0	28,4	26,2	26,0	28,8	(9,4)

**TABLEAU 5.1. (cont.)**  
SCÉNARIO DE BASE DU GROUPE RÉSIDE ÉTUDES POUR LA PÉRIODE 2014-2019 (EN MILLIONS D'EUROS)

Bilan Consolidé (à Fin de l'Année)	2014 (P)	2015 (P)	2016 (P)	2017 (P)	2018 (P)	2019 (P)
<b>Total des Actifs non Courants</b>	<b>196,2</b>	<b>223,9</b>	<b>236,3</b>	<b>240,6</b>	<b>245,2</b>	<b>249,6</b>
laquelles Immeubles Corporelles et d'Exploitation	52,8	53,7	56,4	60,2	64,3	68,2
laquelles Immeubles de Placement	126,2	153,5	163,7	164,7	165,8	166,8
<b>Total des Actifs Courants</b>	<b>48,6</b>	<b>46,6</b>	<b>44,8</b>	<b>45,0</b>	<b>48,1</b>	<b>10,3</b>
lequel BFR	16,6	18,2	18,6	19,0	19,3	19,7
laquelle Trésorerie Nette	32,0	28,4	26,2	26,0	28,8	(9,4)
<b>Total de l'Actif avec BFR</b>	<b>244,8</b>	<b>270,5</b>	<b>281,1</b>	<b>285,6</b>	<b>293,3</b>	<b>260,0</b>
<b>Total des Capitaux Propres</b>	<b>79,0</b>	<b>86,2</b>	<b>95,3</b>	<b>106,5</b>	<b>121,9</b>	<b>138,8</b>
<b>Dettes Financières à Moyen et Long Terme</b>	<b>165,7</b>	<b>184,3</b>	<b>185,9</b>	<b>179,0</b>	<b>171,4</b>	<b>121,2</b>
lequel Emprunt Obligataire	42,7	42,7	42,7	42,7	42,7	(1,3)
lequels Financements Corporate	4,7	4,1	3,5	2,7	1,8	1,3
lequels Financements sur Actifs Patrimoniaux	113,3	132,3	133,8	126,4	118,7	110,7
lequels Financements d'Équipements	5,1	5,2	5,9	7,2	8,2	10,5
<b>Ratio Capitaux Propres / Total de l' Actif avec BFR</b>	<b>32,3%</b>	<b>31,9%</b>	<b>33,9%</b>	<b>37,3%</b>	<b>41,6%</b>	<b>53,4%</b>
<b>Ratio Dettes Financières à Moyen et Long Terme / Capacité d'Autofinancement (en Fois)</b>	<b>18,7</b>	<b>14,6</b>	<b>12,6</b>	<b>10,2</b>	<b>7,8</b>	<b>5,0</b>

Notes:

(P) Prévisionnel de 2014-2019.

Sources:

Prévisions d'activité pour le Groupe Résidence Études.

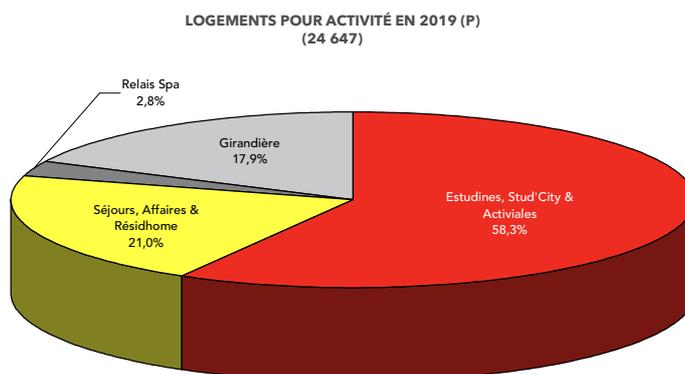
Le branche patrimoniale présente pour la période 2014 – 2019 des résultats inférieurs, malgré i) la prévision de valorisation d'immeubles de placement (hors des résidences à Marseille République et de nouveaux investissements), ii) l'impact de la renégociation du swap de taux d'intérêt par Résidence Home Opéra, dû notamment à l'ensemble de la baisse des investissements (d'environ -17,1 M€) et à une anticipation de sa réalisation. Le Groupe prévoit en effet l'ouverture d'une résidence services pour seniors à Marseille République en 2016 et l'équilibre sera atteint seulement en 2018 (dû au montage financier choisi déjà contracté).

Le Groupe prévoit pour l'activité de promotion une génération régulière de résultats positifs mais en retrait (de -32% en moyenne) par rapport à la précédente version du business plan. Le rythme de commercialisation sera moins soutenu et le Groupe s'attend à des marges à l'avancement sur chiffre d'affaires investisseurs inférieures de 1,7 points de pourcentage - ventes en bloc non comprises -. De même, la version mise à jour du business plan se montre prudente quant aux montants d'honoraires, honoraires de montage notamment (en ligne avec chiffres 2013).

Comparée à sa précédente version, le business plan, du Groupe, affiche une capacité d'autofinancement corrigée de la variation du BFR inférieure (de 30%), une réduction des valeurs d'investissement (34%) et des distributions de dividendes (53%). La combinaison entre activité opérationnelle et d'investissement et distribution de dividendes induit ainsi des besoins de financement annuels nets de 12,9 M€ en 2014, de 22,1 M€ en 2015 et de 3,8 M€ en 2016. Au cours des années suivantes, cette situation s'inverse avec la production d'excédents respectivement de 6,7 M€ en 2017, 10,3 M€ en 2018 et 12,0 M€ en 2019, soit une amélioration par rapport à la précédente version du business plan.

En ce qui concerne le service de la dette financière à moyen et long terme il est prévu de rembourser entre 7 M€ et 9 M€ chaque année (sauf pic à 11,1 M€ en 2014). Le Groupe aura besoin de renouveler chaque année sa dette contractée à court terme (celle-ci visant l'activité de promotion, elle doit être «auto liquidative» avant finalisation des programmes).

Du fait de l'expansion des activités de promotion, le recours à la dette à court terme va atteindre 26,3 M€ à fin 2019. Du côté des ressources de financement à moyen et long terme, le Groupe prévoit pour la période 2014 - 2019 la conclusion de nouveaux financements au titre du renforcement des immeubles de placement en 2014 (15,6 M€) et en 2015 (26,2 M€), de façon plus anecdotique ensuite.



Source: Groupe Résidence Études.

Aussi le Groupe aura-t-il besoin de renouveler ou de souscrire de la dette bancaire à hauteur de 37,8 M€ en 2014, de 50,5 M€ en 2015, de 33,5 M€ en 2016 et à hauteur d'environ 27 M€ les années suivantes.

Le scénario de base aboutit donc à une structure du capital marquée par une forte croissance des fonds propres, l'hypothèse retenue étant le maintien en réserve de 86% des résultats nets; d'où renforcement de l'assise financière avec en ligne de mire un ratio fonds propres sur valeur d'actif (déduction faite de la dette financière nette à court terme, des ressources cycliques et des impôts différés passifs) de 53,4% à fin 2019 (21,6 points de pourcentage de mieux qu'en 2013). On notera aussi le solde de la dette à moyen et long terme à la fin de l'année à comparer avec la capacité d'autofinancement annuelle ce qui suggère un remboursement plus rapide de cette dette.

### **ANALYSE DE SENSIBILITÉ EFFECTUÉE PAR ARC RATINGS SUR LA CAPACITÉ DU GROUPE RÉSIDENCE ÉTUDES À GÉNÉRER DES CASH FLOWS**

La capacité d'autofinancement du Groupe reste sensible à plusieurs facteurs, touchant à son niveau d'activité et à sa rentabilité. Parmi ces facteurs, figurent:

- la demande relative aux résidences gérées, demande reposant sur des fondements solides, mais exposée à une forte concurrence face même si le Groupe s'en détache grâce à la qualité et à l'étendue des services liés à valeur ajoutée;
- la capacité à attirer de nouveaux investisseurs et à les fidéliser sachant que le taux de renouvellement des contrats est déjà élevé; et
- des éventuels changements de réglementation, légale ou fiscale dans un contexte de difficultés économiques et budgétaires en France, surtout après 2016.

Afin d'évaluer l'impact sur le Groupe d'une capacité d'autofinancement plus réduite, ARC Ratings a dressé un scénario de stress en partant du scénario de base.

En partant de ce scénario de base, nous avons envisagé - toutes choses égales par ailleurs - des réductions de taux de rentabilité et de résultats avant impôts des activités touchant la gestion / exploitation et la promotion:

- gestion des résidences pour étudiants, baisse de 1,5 points de pourcentage (soit 20% de moins que dans le scénario de base);
- gestion d'appart hôtels, réduction de 0,7 point de pourcentage à partir de 2016, année où cette activité commencera à devenir significative (hors «Relais Spa» dont l'entrée en phase de maturité est plutôt pour 2018), (soit en moyenne 21% au dessous du scénario de base);
- gestion de résidences pour seniors, réduction de 1,3 points de pourcentage à partir de 2018 où cette activité commence à devenir significative soit 20% au dessous du scénario de base; et
- activité de promotion, réduction de 1,3 points de pourcentage pour les marges à l'avancement.

ARC Ratings a envisagé en outre la survenance simultanée d'une baisse de 10% de la valeur des recettes de gestion des résidences pour étudiants, des résidences appart hôtels et des résidences pour seniors (pour les années où une réduction des taux de rentabilité a elle-aussi été estimée).

**TABLEAU 5.2.**  
ANALYSE DE SENSIBILITÉ DU GROUPE RÉSIDE ÉTUDES POUR LA PÉRIODE 2014-2019 (EN MILLIONS D'EUROS)

Scénario de Base avec Hypothèses de Réduction de Rentabilité avant Impôts et des Baisses d'Activité	2014 (P)	2015 (P)	2016 (P)	2017 (P)	2018 (P)	2019 (P)
<b>Hypothèses:</b>						
<b>Diminution de recettes (en -10%) et de Rentabilité avant Impôt en:</b>						
1,5 points de pourcentage pour l'Activité de Gestion Exploitation de Étudiants	oui	oui	oui	oui	oui	oui
0,7 points de pourcentage pour l'Activité de Gestion Exploitation de Apparthotels	non	non	oui	oui	oui	oui
1,3 points de pourcentage pour l'Activité de Gestion Exploitation de Seniors	non	non	non	non	oui	oui
<b>Pour l'Activité de Promotion:</b>						
-1,3 points de pourcentage Marges à l'Avancement	oui	oui	oui	oui	oui	oui
<b>Impacts:</b>						
<b>A) Résultat avant IS</b>	(3,6)	(3,8)	(4,7)	(4,9)	(6,3)	(6,7)
l'Activité de Gestion Exploitation de Étudiants	(2,1)	(2,1)	(2,2)	(2,3)	(2,3)	(2,4)
l'Activité de Gestion Exploitation de Apparthotels	n.a.	n.a.	(0,8)	(0,9)	(1,0)	(1,0)
l'Activité de Gestion Exploitation de Seniors	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(1,2)	(1,4)
l'Activité de Promotion	(1,5)	(1,7)	(1,7)	(1,8)	(1,8)	(1,8)
<b>B) IS et Participation</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>
<b>C) Résultat Net des Activités (A + B)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(3,7)</b>
<b>D) Dotation Nette aux Amortissements</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>
<b>E) Capacité d'Autofinancement (C+D)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(3,7)</b>
...						
<b>I) Dividendes</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>
...						
<b>E) + I) Toutes Choses Égales par Ailleurs, la Trésorerie à la Fin de l'Année sera Inférieure</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>
...						

**Note:**  
n.a. = Non applicable. (P) Prévisionnel de 2014-2019.

**Sources:**  
Prévisions d'activité pour le Groupe Résidence Études.

Même dans le scénario qui enregistrerait de façon simultanée la survenance des baisses d'activité et des réductions de

rentabilité mentionnées ci-dessus tout en tenant compte - compensation partielle - d'une éventuelle économie d'impôts, le Groupe continuerait de présenter une capacité d'autofinancement de l'ordre de 83,4% du chiffre fourni par le scénario de base. Si l'on maintenait la distribution de résultat au niveau du cas de base - toutes choses égales par ailleurs - ce scénario induirait une dégradation de la trésorerie du Groupe (16,6 M€ tout au long de la période 2014 à 2019 y compris des dégradations annuels compris entre 2,0 M€ et 3,7 M€). Même dans ces circonstances, la trésorerie brute resterait à 0,4 M€ à fin 2019 une fois l'emprunt obligataire remboursé. Le Groupe a donc la possibilité d'encaisser l'impact d'un scénario de stress de cette ampleur.

Selon le Groupe, le pilotage de l'activité peut prendre aussi la mesure d'un scénario de stress. En effet le Groupe a une certaine latitude pour réduire le développement de ses nouveaux programmes ce qui ferait chuter le besoin en fonds de roulement de son activité de promotion immobilière entraînant un gonflement corrélatif de la trésorerie. Le Groupe peut imaginer aussi de diminuer fortement ses investissements de la branche immeubles de placement. La trésorerie du Groupe s'en trouverait là aussi mécaniquement améliorée.

En tout dernier recours, Le Groupe peut même envisager de céder une partie de ses actifs de placement et d'exploitation. Pour mémoire, à fin 2013, i) ses sept résidences pour étudiants de caractère social valaient («juste valeur») 19,9 M€ de plus que la dette affectée et ii) la juste valeur de l'appart hôtel Paris Opéra dépassait la valeur de la dette affectée de 6,9 M€. Dans le cas des immeubles partiellement enregistrés comme immeubles de placement et immeubles d'exploitation (comptabilisation en valeur nette d'amortissement), l'écart se chiffrerait à 12,0 M€.

## 6. NOTATION

En tenant compte des aspects fondamentaux de Résidé Études, et de son Groupe et après avoir évalué la capacité de celui-ci pour absorber l'impact de scénarios de stress envisagés par ARC Ratings, ARC Ratings estime que la capacité de Résidé Études à honorer en temps voulu et intégralement ses engagements financiers de moyen et long terme - emprunt obligataire d'un montant maximum de 50 M€ inclus - continue de mériter la notation BBB+, avec perspective stable.

### EMETTEURS À MOYEN ET LONG TERME

#### Risque Faible

**AAA**

Un émetteur noté «AAA» a la meilleure notation possible de Crédit Emetteur attribuée par d'ARC Ratings. Il est non seulement capable de démontrer une capacité extrêmement forte à satisfaire à ses obligations financières mais il bénéficie en outre d'un ensemble complet de circonstances qui font de la possibilité d'une défaillance un événement extrêmement improbable.

**AA**

Un émetteur noté «AA» a également une très grande capacité de satisfaire à ses obligations financières. Il présente très peu de différences par rapport aux émetteurs ayant la notation la plus élevée.

**A**

Un émetteur noté «A» a une assez forte capacité de satisfaire à ses obligations financières, mais il présente dans une certaine mesure plus de vulnérabilité aux changements d'environnement et de conditions économiques que les émetteurs mieux notés.

#### Risque Modéré

**BBB**

Un émetteur noté «BBB» présente une capacité adéquate de satisfaire à ses obligations financières. Cependant, des conditions économiques défavorables ou des changements subits dans son environnement sont plus susceptibles de mener à une capacité affaiblie de cet émetteur à satisfaire à ses obligations financières.

**BB**

Un émetteur noté «BB» présente une capacité raisonnable de satisfaire à ses obligations financières. Cependant, il est soumis à des incertitudes ou il est soumis à des conditions commerciales financières ou économiques défavorables susceptibles de provoquer une détérioration inattendue de sa capacité à respecter ses obligations financières.

#### Risque Élevé

**B**

Un émetteur noté «B» est plus vulnérable encore que les émetteurs notés "BB", en ce sens que sa capacité de satisfaire à ses engagements financiers risque fortement de se trouver entravée dans une conjoncture commerciale, financière ou économique défavorable ainsi d'ailleurs que sa volonté d'assurer le service de sa dette.

**CCC**

Un émetteur noté «CCC» se trouve dans une situation très fragile, et il devient ainsi très dépendant d'une conjoncture commerciale, financière ou économique favorable pour continuer de satisfaire à ses obligations financières.

#### Défaillance Imminente ou Effective

**CC**

Un émetteur noté «CC» est extrêmement vulnérable et risque très fortement de ne pas être capable de satisfaire à ses obligations futures, même s'il n'a pas encore eu des retards de paiements.

**C**

Le défaut de paiement apparaît imminent. Une procédure de restructuration de la dette peut être déjà enclenchée soit par voie amiable soit par voie judiciaire.

**D**

Une notation «D» est attribuée quand l'émetteur est en défaut de paiement.

Les notes de «AA» à «CCC» peuvent être modifiées par l'ajout d'un signe plus «(+)» ou d'un signe moins «(-)» pour établir le classement relatif au sein des principales catégories de notes. La mention d'une perspective (**positive**, **stable**, **négative** ou **en développement**) souligne l'orientation potentielle d'une notation pendant la période de validité. Une perspective n'est pas nécessairement un prédicteur de changement de la notation ou un suivi futur avancé sur le calendrier.

\* ARC Ratings a mis à jour ses définitions de notation le 18 Juin 2013, le maintien de l'équivalence entre les notations avant et après la mise à jour.

## EMISSIONS À MOYEN ET LONG TERME

### Risque Faible

**AAA**

Une émission notée «AAA» a la meilleure notation possible attribuée par par d' ARC Ratings. La capacité de l'émetteur à générer dans le futur les cash flows nécessaires à la satisfaction des engagements liés à l'émission est considérée comme extrêmement forte. Il faudrait donc un concours hautement improbable de circonstances pour que les engagements liés à l'émission ne puissent pas être réglés en totalité et à bonne date.

**AA**

Une émission notée «AA» présente très peu de différences par rapport aux émissions les mieux notées. La capacité de l'émetteur à satisfaire aux engagements financiers découlant de son émission demeure très grande.

**A**

Une émission notée «A» est, dans une certaine mesure, plus vulnérable aux effets négatifs d'un changement de contexte ou de conditions économiques si on la compare aux émissions présentant une notation meilleure. La capacité de l'émetteur à satisfaire aux engagements financiers découlant de son émission demeure assez forte.

### Risque Modéré

**BBB**

Une émission notée «BBB» présente nécessairement un ensemble adéquat de facteurs de protection. Des conditions économiques défavorables ou des changements subits dans l'environnement peuvent conduire à une capacité affaiblie de l'émetteur à satisfaire aux engagements financiers découlant de son émission.

**BB**

Une émission notée «BB» présente un ensemble relativement raisonnable de facteurs de protection. L'émetteur présente néanmoins le risque d'une détérioration de sa capacité de remboursement dans le futur en cas de retournement des conditions de son activité, du contexte économique ou financier. Il pourrait en découler une détérioration inattendue de sa capacité à honorer à bonne date les engagements liés à l'émission.

### Risque Elevé

**B**

Une émission notée «B» est plus vulnérable qu'une émission notée "BB", en ce sens que l'émetteur qui, déjà, présente une capacité limitée pour satisfaire à ses engagements financiers risque bien, en cas de retournement des conditions de son activité, du contexte économique ou financier, de ne plus avoir cette capacité ni même la volonté d'assurer les engagements liés à l'émission.

**CCC**

Une émission notée «CCC» est très vulnérable et dépend donc totalement de conditions favorables à l'activité et d'une conjoncture commerciale, financière ou économique favorable pour faire face aux engagements liés à l'émission. En cas de survenance d'événement négatif touchant l'activité, le contexte économique ou financier il est très probable que l'émetteur perde toute capacité à satisfaire aux engagements financiers découlant de son émission.

### Défaillance Imminente ou Effective

**CC**

Une émission notée «CC» est extrêmement vulnérable avec des délais de remboursement pouvant aller jusqu'au défaut partiel même si aucun retard de remboursement n'a été observé jusque là du fait par exemple de restrictions voulues par l'émetteur lui-même et, ceci, indépendamment des circonstances externes.

**C**

Une émission notée «C» se trouve confrontée à l'imminence d'une défaillance. La note «C» peut être utilisée pour désigner une procédure judiciaire ou assimilée déjà engagée pour autant que l'émission soit encore à jour des engagements liés à l'émission.

**D**

Une émission notée «D» est en défaillance de paiement.

Les notes de «AA» à «CCC» peuvent être modifiées par l'ajout d'un signe plus «(+)» ou d'un signe moins «(-)» pour établir le classement relatif au sein des principales catégories de notes. La mention d'une perspective (**positive**, **stable**, **négative** ou **en développement**) soulignent l'orientation potentielle d'une notation pendant la période de validité. Une perspective n'est pas nécessairement un prédicteur de changement de la notation ou un suivi futur avancé sur le calendrier.

\* ARC ARC Ratings a mis à jour ses définitions de notation le 18 Juin 2013, le maintien de l'équivalence entre les notations avant et après la mise à jour.

## **ARC Ratings, S.A.**

Rua Luciano Cordeiro, 123 – R/C Esq.

1050-139 Lisbon

PORTUGAL

Phone: 213 041 110

Fax: 213 041 111

E-mail: [arcratings@arcratings.com](mailto:arcratings@arcratings.com)

Site: [www.arcratings.com](http://www.arcratings.com)



Enregistrée comme agence de notation de crédit (Credit Rating Agency (CRA)) par l'ESMA - European Securities and Markets Authority, conformément au règlement (CE) n° 1060/2009 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 16 septembre, et reconnue comme External Credit Assessment Institution (ECAI) pour entreprises par le Banco de Portugal.

Il est recommandé de lire le Rapport de Suivi conjointement avec le Rapport Initial de Notation.

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 (capital et intérêts) 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 sont objet de notation.

Préalablement à l'attribution d'une notation de crédit, ARC Ratings fournit à l'entité dont les engagements sont objet de notation, de la documentation supportant la notation à attribuer (le rapport préliminaire pour discussion) lui donnant ainsi l'opportunité de clarifier ou de corriger quelque information inexacte afin que la notation attribuée soit la plus correcte possible. Les commentaires de l'entité dont les engagements financiers sont objet 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 [cerp.esma.europa.eu](http://cerp.esma.europa.eu) / [Cerep-web /](http://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 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. 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](http://www.arcratings.com).

Les notations sont appuyées 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 l'objet de notation, cette information étant utilisée et travaillée soigneusement par ARC Ratings. Malgré le soin mis dans l'obtention, dans le croisement et dans le traitement de l'information aux fins de l'analyse de notation, ARC Ratings ne peut pas être tenue responsable de sa véracité, bien qu'il soit exigible de la part d'ARC Ratings 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 la transparence, la crédibilité, l'indépendance et que l'attribution des notations ne soit pas influencée par des situations de conflit d'intérêt. Les exceptions à ces principes sont divulguées par ARC Ratings en même temps que la notation sur l'engagement financier.