

Résidé Études Investissements S.A.

Émetteur	Notation d'Émetteur	Perspectives
Résidé Études Investissement S.A.	BBB+ Moyen et long terme	Négative
	Notation d'émission	
	BBB+ Moyen et long terme	Négative

DATE DE NOTATION
17 août 2016

VALIDITÉ DE LA NOTATION
17 août 2017

NOTATION INITIALE
12 septembre 2013

DERNIÈRE ÉVALUATION
5 octobre 2015

DATE DE LA PROCHAINE
ÉVALUATION
17 août 2017

PÉRIODE D'ANALYSE
Historique: 2011 à avril 2016
Prévisions: 2016 à 2020

INFORMATION ANALYSÉE
Rapports Annuels Résidé Études
2015
Détails sur la Dette Financière
Résidé Études Intérim
Information
Rapports Annuels par les pairs

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

CONTACTS ARC

Isabel Fernandes
Analyste Principale
isabel.fernandes@arcratings.com

Emma-Jane Fulcher
Directrice des Notations &
Présidente du Comité de
Notation
emma.fulcher@arcratings.com

180 Piccadilly
London, W1J 9HF
UNITED KINGDOM
Tel: +44 (0) 203 282 7594
Website: www.arcratings.com

JUSTIFICATION DE LA NOTATION

ARC Ratings, S.A. (ARC Ratings) confirme la notation "BBB+", attribuée aux engagements financiers à moyen et à long terme de Résidé Études Investissement S.A. (Résidé Études) et à un emprunt obligataire d'un encours actuel de 18,5 millions d'euros (M€), après un remboursement partiel anticipé le 18 février 2016. Cette confirmation de notation est basée sur les capacités de résilience et d'adaptation démontrées par le groupe en 2015, dans un contexte défavorable pour l'activité hôtelière et d'ouverture d'un nombre considérable de résidences, dont l'impact s'est traduit par une production de fonds moins importante. Le nouvel emprunt obligataire effectué en février 2016 a amélioré le profil de la dette du Groupe et a permis de capter des fonds pour développer l'expansion de l'activité. Toutefois, la poursuite de la stratégie d'augmentation substantielle du portefeuille d'actifs patrimoniaux aura un effet de levier plus grand dans les années à venir et, étant donné que les investissements ont besoin de temps pour être rentables, entraînera une amélioration plus graduelle des ratios de couverture de la dette à moyen et à long terme par la capacité d'autofinancement, aspects qui ont conduit ARC Ratings à réviser la perspective, passant de stable à négative.

PROFIL DU GROUPE

Résidé Études Investissement S.A. est la holding d'un Groupe créé en 1989 dont le siège est situé à Paris, France. Ce Groupe, initialement centré sur le marché de la résidence pour les étudiants avec services s'est diversifié depuis et figure actuellement parmi les leaders dans les trois principaux marchés de résidences avec services en France: résidences pour étudiants, résidences hôtelières ou touristiques (essentiellement des résidences urbaines conçues pour une clientèle d'affaires); et résidences pour les personnes âgées autonomes (depuis 2007, et qui connaissent un vif succès). Le Groupe, qui a fait preuve de sa capacité à lancer l'exploitation de nouvelles résidences annuellement, dans les trois segments, bénéficie d'une présence nationale, notamment dans les grandes zones urbaines.

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

À la fin du mois d'avril 2016, le Groupe gérait 22 854 logements (d'une valeur d'environ 2.2 milliards d'euros), répartis comme suit: 60,6% pour les étudiants; 31,6% en résidences hôtelières ou touristiques (appart-hôtels 2 à 5 étoiles, dans la majorité des grandes villes françaises); et 7,7% de logements pour les personnes âgées autonomes (les seniors) près des centres villes. Il faut souligner que le modèle économique du Groupe a permis de transformer une activité à forte intensité capitalistique en un modèle à moindre densité capitalistique, du fait que la plus grande partie des logements gérés par le Groupe est détenue par des investisseurs (plus de 20 000 investisseurs privés) et qu'il détient en propre moins de six pourcents du total (d'une valeur de 125,3 M€, en immeubles de placement).

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

Le chiffre d'affaires consolidé en 2015 a atteint le maximum de 342,4 M€, dont environ 75% proviennent de l'activité de gestion et exploitation immobilière.

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

- Un Conseil d'administration expérimenté - Résidence Études Investissement est contrôlé par un Conseil d'administration expérimenté dans cette activité depuis plus de vingt ans. De plus, le pacte d'actionnaires permet le transfert entre actionnaires, assurant ainsi la stabilité de la structure de l'actionariat.
- La Stratégie de la Société - La stratégie du Groupe repose sur une croissance organique. Les résultats positifs, comme ceux des activités de promotion et de placement immobilier et des résidences pour étudiants (plus stable), peuvent compenser les pertes découlant du lancement de nouvelles résidences (comme ce fut le cas ces dernières années) et les pertes liées aux événements de 2015 avec un impact négatif dans le segment des résidences appart-hôtels. En outre, le Groupe a démontré sa capacité de résilience et d'absorption des pertes provenant d'activités qui ont été arrêtées. En 2015 l'EBITDA consolidé s'est élevé à 18,9 M€ et le résultat net, après les intérêts minoritaires, s'est élevé à 5,2 M€, dans un contexte de mise en fonctionnement de 12,6% de logements au cours de 2014 et de 2015 (c'est-à-dire qui n'ont pas encore atteint leur vitesse de croisière).
- Prévisions de croissance de l'activité - Les prévisions du Groupe indiquent une augmentation des logements sous gestion à 29 375 en 2020 (+36% par rapport à 2015, dont plus de la moitié pour les seniors), grâce à la croissance organique surtout en France, et à une augmentation significative du portefeuille d'actifs patrimoniaux. À noter que le Groupe a la capacité de piloter son activité et, si nécessaire, d'ajuster sa stratégie d'investissement, comme par le passé.
- Forte demande pour le logement - Il y a une pénurie dans la construction de l'habitat résidentiel en France, alors que dans le même temps le pays n'a pas de problème de croissance de la population et continue de recevoir des étudiants étrangers et d'être une plaque tournante du commerce international. L'impôt sur le revenu provenant des résidences avec services a longtemps bénéficié d'avantages fiscaux, qui ont stimulé ce marché.

- Une distribution de dividendes conservatrice - La stratégie de distribution de dividendes reste conservatrice, avec environ 1,2 M€ par an étant distribués. Le Groupe prévoit le maintien de cette stratégie.
- Structure de la dette - À noter que l'essentiel de la dette du Groupe est une dette à moyen et à long terme (à taux fixe) pour financer le portefeuille d'actifs patrimoniaux. La dette à court terme a augmenté ponctuellement à 17,6% (du total) à la fin de 2015 et correspond principalement aux découverts bancaires pour financer les opérations de promotion immobilière. Le Groupe bénéficie de l'appui d'un grand pool de banques pour financer ses opérations. La dette nette a augmenté de 31,1 M€ en 2015, pour totaliser 166,5 M€, dans un contexte d'investissement (de 26 M€), et de variation positive des besoins en fonds de roulement (BFR) de 11,4 M€. Ce cadre a conduit à un affaiblissement des ratios de couverture de la dette en 2015 avec le ratio dette financière nette / EBITDA qui a augmenté, passant de 5,9 à 8,8 fois, alors que le ratio de couverture des charges financières des emprunts par l'EBITDA s'est fixé à 2,7 fois (2,9 fois en 2014). En février 2016 le Groupe a réussi à améliorer le profil de sa dette par le biais d'un nouvel emprunt obligataire, qui lui a également permis d'attirer de nouvelles ressources pour garantir son expansion. En outre, en dernier ressort le Groupe pourrait disposer d'une partie de ses actifs patrimoniaux si nécessaire, pour honorer ses engagements financiers.

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

- La croissance économique en France - Dans le passé récent, l'économie française a enregistré de faibles taux de croissance et un taux de chômage de l'ordre de 10%, mais avec une tendance positive. En mai 2016, le Fonds Monétaire International a considéré que l'économie de la France était en train de se rétablir, mais des efforts importants sont encore nécessaires pour favoriser la création d'emploi (étant donné qu'une grande partie du chômage élevé en France est structurelle) et mettre les finances publiques sur une voie plus viable. Les prévisions de cet organisme indiquent des taux de croissance proches de 1,5% en 2016 et une moyenne de 1,75% sur les cinq prochaines années. Ces évolutions ainsi que la fiscalité (impôts sur le revenu et la consommation) ont un impact sur le revenu disponible des ménages (qui a renforcé sa croissance à 1,4% en 2015, soit +0,3 points de pourcentage (pp) en glissement annuel). Une baisse du revenu disponible des ménages aurait un impact sur les taux d'occupation des résidences et sur l'écart entre les loyers reçus des locataires et les loyers versés aux investisseurs. À noter que le Groupe continue d'accorder beaucoup d'importance au maintien dans le temps de la qualité des résidences sous gestion et, qu'il offre un grand nombre de services par rapport à la concurrence, ce qui concourt au maintien de meilleurs taux d'occupation.
- Les modifications de la fiscalité - Notamment, la hausse du taux de la TVA, comme observé en 2014, applicable aux logements meublés. Le Groupe n'a pas pu la répercuter entièrement sur les loyers, ce qui, par conséquence, a affecté le cœur de son activité, principalement dans le secteur des résidences pour étudiants.
- Les changements dans les facteurs de prise de décision d'investissement - Ces changements auront un impact sur la demande pour l'achat de nouveaux logements et pour le renouvellement des contrats de bail. La fiscalité est l'un des facteurs les plus importants affectant l'investissement, mais les produits du Groupe sont des investissements admis dans la fiscalité de la location meublée professionnelle ou non professionnelle, et ce statut est de longue durée. À noter que le Groupe a une bonne connaissance des cadres juridiques et fiscaux pertinents. Il faut également souligner que le Groupe présente des taux importants de rénovation des baux (proche de 96% dans les contrats les plus anciens, de plus de 9 ans), conséquence de n'avoir jamais fait

défaut dans le paiement des loyers aux investisseurs. De plus, les contrats conclus avec des investisseurs confèrent au Groupe le droit au renouvellement des baux, ce que les investisseurs ne peuvent pas refuser à moins de prendre en charge le coût d'une indemnité (telle que la valeur marchande du fonds de commerce, pouvant couvrir 2 à 3 ans de loyers).

- Les changements dans la législation – D'éventuels changements pourraient se traduire par une augmentation des coûts de maintenance, de rénovation et des charges d'exploitation des résidences avec services. La mise en place d'un système d'encadrement des loyers dans les grandes villes, bien que non applicable aux résidences gérées par le Groupe, pourrait avoir un impact sur les loyers effectifs.
- La hausse de la concurrence - L'entrée de nouveaux acteurs sur le marché et la concurrence de ceux qui existent et qui veulent développer leurs parts de marché peuvent avoir une incidence sur les niveaux de rentabilité. À noter que le Groupe est toujours le deuxième acteur sur les marchés des résidences pour étudiants avec services et des résidences hôtelières ou touristiques urbaines, et veut croître significativement dans la résidence avec services pour les seniors autonomes. Il faut souligner que le Groupe est en mesure d'attirer des partenaires dans l'activité de promotion immobilière (co-promotion), lui permettant de partager le risque de cette phase et de croître plus rapidement dans l'activité de gestion et d'exploitation immobilière, qui est une activité à long terme et une source stable de revenus. La commercialisation de logements développés par des tiers, qui seront gérés par le Groupe augmente également l'activité principale. À noter que les résidences du Groupe sont bien localisées, qu'en général elles offrent un service de qualité supérieure par rapport à la concurrence, et que le Groupe est prudent dans le choix des terrains pour de nouveaux sites et lors de la phase de commercialisation afin d'optimiser la rentabilité future.

ACTIONNARIAT ET GOUVERNANCE

Résidence Études Investissement est dotée d'une structure d'actionnaires stable, basée sur son Management. M. Philippe Nicolet, en tant que Président et fondateur, détient 75,4% du capital, et M. Christian Verlain et M. Robert Vergès, détiennent chacun 8,7%. Le restant est distribué entre les cadres (en conséquence de la politique du Groupe pour retenir ses dirigeants clés) et les actions propres (équivalent à 2,7% du capital social).

Dans un contexte de croissance, le Groupe a renforcé son équipe de management et ses cadres dirigeants, ayant élargi son Conseil d'administration, qui est passé de 6 membres en 2014 à 8 membres en 2015. Un de ses membres, M. Christian Verlain a rejoint le Groupe en novembre 1995 et a pris sa retraite au début février 2016, devenant administrateur non exécutif (et Président de certaines filiales). Ses fonctions opérationnelles ont été prises en charge par M. Pierre Besnard (qui a rejoint le Groupe en janvier 2015, assumant la direction des résidences pour seniors, et qui a une grande expérience financière). En février 2016, afin de permettre au Groupe de continuer de bénéficier de l'expertise et de l'expérience de M. Christian Verlain, un contrat de services d'assistance et de conseil a été conclu avec une société dont il est le Président et le Groupe Résidence Études pour une durée indéterminée.

Afin de rationaliser les coûts, le Groupe a commencé en 2015 une fusion de plusieurs filiales opérant dans le segment des résidences pour seniors, qui devra être conclue en 2016.

CAPACITÉ DE PRODUCTION DE TRÉSORERIE ET DÉVELOPPEMENTS RÉCENTS

La stratégie de développement du Groupe a conduit à la mise en exploitation de 12 nouvelles résidences en 2015, équivalent à 1 591 logements (11 nouvelles résidences en 2014 de 1 290 logements). Contrastant avec

2014, les nouvelles résidences 2015 ont été principalement des résidences pour étudiants (six soit 993 logements), suivies de quatre résidences pour seniors et deux appart-hôtels, avec respectivement 413 et 185 logements. En termes globaux, le Groupe a connu une croissance en glissement annuel de 5,5% de ce portefeuille sous gestion, avec 22 824 logements à la fin de 2015. Cette tendance a continué au cours des quatre premiers mois de 2016, avec la mise en exploitation d'une nouvelle résidence pour seniors (107 logements).

À fin 2015, le Groupe a continué à gérer un parc insignifiant de résidences dédiées à l'habitation (donc sans services associés c.f. l'enseigne «Les Activiales»), résultat d'opportunités de développement. Le Groupe a initié il y a plusieurs années un processus pour transférer la gestion de ces résidences à des agences locatives externes. Ainsi, le nombre de logements sous gestion dans cette catégorie d'actifs a baissé à 79 à fin 2015 (224 en 2014) et est de zéro à la fin du mois d'avril 2016.

À la fin du mois d'avril 2016, globalement, le Groupe assurait la gestion de 187 résidences avec services (sans tenir compte de l'impact de l'existence de résidences mixtes pour étudiants et appart-hôtels), dont 98 pour les étudiants (avec 13 852 logements), 71 appart-hôtels (avec 7 233 logements) et 18 pour les seniors (avec 1 769 logements).

Les taux d'occupation moyens des résidences gérées par le Groupe ont évolué comme suit:

- Résidences pour étudiants (commercialisées principalement sous l'enseigne «Les Estudines», et aussi «Stud'City») – malgré l'ouverture de 6 nouvelles résidences en 2015 (majoritairement au cours du deuxième semestre, lors de la rentrée universitaire) le taux d'occupation est resté stable à 88% et a augmenté à 92,1% au cours des 4 premiers mois de 2016.
- Résidences hôtelières – appart-hôtels (commercialisées sous les enseignes «Séjour & Affaires», «Residhome» et «Relais Spa») – en 2015 le taux a diminué dans les résidences de gammes 2 et 3 étoiles (principalement en raison de l'ouverture de 2 nouvelles résidences) à environ 67% et a augmenté dans les gammes supérieures 4 et 5 étoiles (bénéficiant de la 2^e année d'exploitation de 3 résidences ouvertes en 2014) à environ 67% dans les appart-hôtels de 4 étoiles et à 72% dans les appart-hôtels Relais Spa. Au cours des premiers quatre mois de 2016, le taux d'occupation de la résidence Relais Spa Roissy a baissé à 58,5%, conséquence du climat d'instabilité généré par les attaques terroristes de 2015. De son côté, le taux d'occupation du Relais Spa de Val d'Europe est resté stable à environ 67%. Au cours de cette période, le taux d'occupation a augmenté dans toutes les autres gammes de résidences, entre 60,3% et 66,1%.
- Résidences pour seniors (commercialisées sous les enseignes «La Girandière» et «Victoria Palazzo», haut de gamme, récemment lancée) – dans un contexte d'un nombre significatif d'ouvertures de résidences, le taux a diminué à 68% en 2015 et s'est situé à 70% au cours des 4 premiers mois de 2016. En termes comparables, le taux d'occupation a augmenté en 2015 (à environ 93%) et lors du premier quadrimestre 2016 (94,2%). Le Groupe a mis en place en 2015 une nouvelle structure d'exploitation dans ce segment d'activité, plus appropriée pour en suivre le développement.

Les revenus provenant de la gestion et l'exploitation immobilière ont atteint 256,8 M€ en 2015, soit une augmentation en glissement annuel de 7,7%. Cette expansion, presque en ligne avec ce qui a été observé en 2014, découle principalement de la mise en exploitation des nouvelles résidences en 2015 et aussi du développement de celles mises en exploitation en 2014. En termes absolus, le principal contributeur de cette croissance continue d'être le segment de l'appart-hôtel (+11,2%, à 128,7 M€), suivi par le segment des résidences pour seniors (+22,3%, à 23 M€), tandis que les revenus provenant du segment des résidences pour

étudiants ont augmenté légèrement (de 2,1%, à 95,9 M€).

Au cours des quatre premiers mois de 2016, les recettes de la gestion et de l'exploitation immobilière se sont élevées à 73,2 M€ (+ 5,7% en glissement annuel). Les trois segments ont présenté une croissance, qui a été plus significative dans les résidences pour seniors (de 26%, bénéficiant de l'augmentation significative du nombre de résidences) et dans les résidences pour étudiants (de 7,3%). Globalement, dans les résidences appart-hôtels les recettes ont augmenté légèrement (+1,1%).

Concernant l'activité de commercialisation de la promotion immobilière en 2015, les réservations provenant de la promotion, de la co-promotion et de la commercialisation de programmes pour le compte de tiers ont enregistré une petite diminution de 4,4% en valeur (de 5,2% en nombre de logements, à 854, identique à ce qui a été réalisé en 2013). À l'inverse, la valeur des actes notariés signés, liés uniquement à la promotion et à la co-promotion, a enregistré une augmentation significative de 33,9% (et de 22,9% en termes de logements).

Bénéficiant d'une expertise courante de toute la chaîne de construction-promotion immobilière, le Groupe a livré 6 programmes en 2015 (dont 2 en co-promotion), générant des profits pour le Groupe de 8,2 M€ (7,5 M€ en 2014). Il faut rappeler qu'en raison du système de vente en état futur d'achèvement – VEFA, le Groupe percevra le produit des ventes en corrélation avec l'évolution des travaux de construction. Les ventes du Groupe concernant les programmes immobiliers, qui dépendent directement du coefficient de progression pris en compte au 31 décembre, ont augmenté de 6,5% en glissement annuel, à 72,6 M€ en 2015. Il faut noter qu'étant donné le nombre considérable de programmes en co-promotion, si la méthode d'intégration proportionnelle était appliquée au lieu de la méthode de mise en équivalence, l'augmentation des ventes des programmes immobiliers aurait été d'environ 19% (à 95,6 M€). En effet, la contribution des programmes en co-promotion aux résultats consolidés avant impôts a augmenté de presque 67%, à 1,9 M€ en 2015.

À fin avril 2016, le Groupe comptait un nombre significatif de programmes en cours de commercialisation et de construction (28, incluant 12 en co-promotion), principalement pour les seniors (équivalant à trois quarts), 3 pour les étudiants, 2 appart-hôtels et 2 projets d'accession à la propriété. Le Groupe contrôle régulièrement les marges prévisionnelles des programmes. À fin d'avril 2016, le Groupe était en train de commercialiser également trois programmes immobiliers pour le compte de tiers, dont la gestion sera confiée au Groupe. Enfin, il faut noter que deux programmes immobiliers, une résidence avec services pour seniors rue de la République à Marseille et une résidence pour chercheurs et les doctorants dans le quartier de Batignolles à Paris, achetés en VEFA par la branche patrimoniale du groupe sont en cours de construction. Une fois achevées, ces deux résidences seront gérées par la branche gestion du Groupe.

La valeur du portefeuille d'actifs patrimoniaux du Groupe a augmenté en 2015 de 17,4 M€, à 176,9 M€ à la fin de l'année. Cette augmentation a été due principalement à: la construction - réhabilitation de la résidence rue de la République à Marseille (de 8,4 M€) et la signature d'une VEFA pour la résidence à Paris Batignolles (premiers appels de fonds de 2,1 M€); l'acquisition d'actifs d'exploitation (de 3,6 M€); et l'évaluation des immeubles de placement à la juste valeur, qui a donné lieu à des gains de 2,8 M€. Il faut noter que la stratégie du Groupe consiste à renforcer son portefeuille d'actifs patrimoniaux avec des projets sélectifs et de qualité.

Le chiffre d'affaires provenant de l'activité patrimoniale s'est fixé à 8,4 M€ en 2015, en baisse de 18,7% par rapport à 2014. Cette baisse est due au transfert de l'exploitation de cinq résidences sociales pour étudiants, depuis le 1^{er} janvier 2015, à l'Association des Résidences Étudiantes de France, dont le Groupe est membre fondateur.

Le 7 et le 8 avril 2016, comme prévu et conformément au processus d'analyse, ARC Ratings a visité, à titre d'échantillon, neuf résidences gérées par le Groupe afin d'auditer leur état d'entretien. Globalement, les résidences visitées étaient dans un bon état général, le Groupe a réalisé un bon entretien, afin d'assurer à ses locataires une excellente perception de ses produits et services. À cette occasion, ARC Ratings a également rencontré les hauts dirigeants de Résidence Études, pour discuter de l'évolution du Groupe en 2015 et de sa stratégie d'expansion.

Le chiffre d'affaires du Groupe a atteint 342,4 M€ en 2015, niveau le plus haut depuis qu'ARC Ratings analyse le groupe, ce qui est le résultat de la croissance de l'activité de 8,2% en glissement annuel. Comme mentionné, la croissance de 2015 a été principalement réalisée avec les activités de gestion et d'exploitation immobilière et celle de la promotion immobilière, qui ont continué d'être les principales contributrices du chiffre d'affaires du Groupe (respectivement d'environ 75% et 25%).

Même dans un contexte de première mise en exploitation d'un nombre élevé de résidences (qui se caractérise comme étant faible puisqu'en phase de captage de locataires), alors qu'un nombre tout aussi élevé de résidences avait été mises en exploitation en 2014 et que l'activité des appart-hôtels a souffert négativement avec le climat d'insécurité lié aux attaques terroristes, l'EBITDA du Groupe a atteint 18,9 M€ en 2015. Par rapport à l'EBITDA du Groupe en 2014, il y a une diminution de 17%, principalement déterminée par une production de fonds plus faible provenant de l'activité de gestion et d'exploitation immobilière, en raison de ces facteurs temporaires. Ainsi, en 2015 la contribution des trois domaines d'activité pour l'EBITDA consolidé a été plus équilibrée. Il faut également noter que l'EBITDAR est un indicateur pertinent en ce qui concerne le Groupe Résidence Études, car il mesure l'EBITDA avant de prendre en compte les loyers versés aux investisseurs. En termes absolus, l'EBITDAR a augmenté de 2%, passant à 115,7 M€ en 2015. Toutefois, étant donné la plus grande augmentation du chiffre d'affaires, l'EBITDAR en pourcentage du chiffre d'affaires a diminué à 33,8% en 2015 (-2% par rapport à 2014, et de même niveau qu'en 2013).

En 2015, l'EBIT du groupe a diminué de 6%, à 16,6 M€, bénéficiant d'une plus grande variation de la valorisation des immeubles de placement (par rapport à 1,1 M€ en 2014) et de la contribution des programmes de co-promotion, dans un cadre de provisions plus faibles et d'une légère augmentation du montant des dépréciations et amortissements (principalement liés aux immobilisations).

Les résultats financiers se sont améliorés, passant de -7,4 M€ en 2014 à -6,6 M€ en 2015. A noter la diminution des charges financières (d'environ 12%, passant à 6,9 M€). Toutefois, étant donné la plus grande baisse de l'EBITDA, le ratio de couverture charges financières / EBITDA s'est fixé à 2,7 fois (légèrement inférieur à 2014).

En 2015, des coûts supplémentaires de 2,3 M€ sont nés d'une opération de réorganisation interne, dont 1,8 M€ liés à des indemnités versées aux employés, (découlant du surplus de participation lié aux résultats engendrés par la réévaluation interne des actifs), et 0,5 M€ de frais d'enregistrement. À des fins d'analyse, ARC Ratings a considéré ces charges comme non-courantes. De plus, le Groupe a enregistré des résultats non courants d'un montant de -0,1 M€ nets d'impôts issus de l'activité de construction développée par la Compagnie de Bâtiment et de Maçonnerie SAS (CBM). Suite à la décision d'arrêter cette activité, les derniers chantiers ont été livrés en 2015. À la fin de 2015, il existait une provision de 0,5 M€ pour l'arrêt de CBM.

Les résultats consolidés avant impôts – excluant les activités arrêtées et les résultats non courants – ont été de 10,1 M€ en 2015. Cette valeur a été plus faible d'environ un quart (équivalant à -3,5 M€) par rapport à celle prévue dans le business plan analysé dans le rapport de suivi précédent (le business plan précédent). Cet écart a été déterminé par le recul des résultats de l'activité de promotion immobilière de -5,2 M€, notamment en

conséquence d'un niveau de ventes en bloc nul alors que 64 M€ avaient été prévus. Ce différentiel provient du léger retard dans la réalisation d'une vente en bloc (en janvier 2016) et de l'option de ne pas réaliser une autre opération de ce type et de vendre à des investisseurs privés. Dans l'activité de gestion et d'exploitation immobilière, la capacité d'ajustement de la structure des coûts a permis de limiter l'écart à -0,6 M€. Par ailleurs, l'activité patrimoniale a accusé un écart positif de 2,9 M€, dont 1,8 M€ provenant de la variation de valorisation des immeubles de placement.

Le taux d'imposition effectif, incluant les activités arrêtées, s'est fixé à 24,7% en 2015 (contre 45,2% en 2014). Cette diminution a été réalisée avec l'utilisation d'une provision pour impôts (constituée en 2013/2014), concernant une surtaxe temporaire pour avoir atteint un niveau élevé de chiffre d'affaires consolidé. Étant donné l'élimination de cette surtaxe, le Groupe a estimé que cette provision pour impôts n'était plus nécessaire. Le résultat net du Groupe en 2015, après les intérêts minoritaires, a atteint 5,2 M€ (+4,1% en glissement annuel).

POLITIQUE FINANCIÈRE

En 2015, le total des actifs du Groupe Résidence Études a augmenté de 11,6% pour atteindre 384,5 M€ à la fin de l'année. Le moteur principal de cette augmentation ont été les actifs non-courants (+24,1 M€), notamment les immeubles de placement qui ont été renforcés de 13,8 M€, passant à 140,0 M€. Il faut également noter que l'actif immobilisé a augmenté de 9,2 M€, en raison de l'investissement (de 16 M€), déduction faite de l'amortissement annuel.

De plus, l'actif circulant a enregistré une augmentation de 15,8 M€ en 2015, notamment en raison de l'augmentation des comptes de régularisation liés principalement à l'activité de promotion immobilière et à l'activité de gestion et d'exploitation immobilière. Dans le même sens, et en relation avec l'évolution de l'activité de promotion immobilière, également augmentés les stocks (de 2,9 M€), le montant des créances clients (de 3,2 M€) et les comptes de charges à payer (de 5,9 M€, compensant presque ces dernières augmentations).

Dans un cadre d'activité significative de la promotion immobilière, le montant de la trésorerie et équivalents a diminué de 7,4 M€ par rapport à 2014, se situant à 27,2 M€ à la fin 2015. Cette diminution a partiellement effacé l'augmentation des autres actifs circulants, les actifs non-courants demeurant les principaux actifs du Groupe (environ 57%).

La capacité d'autofinancement du Groupe s'est fixée à 8,4 M€ en 2015, moins 3,6 M€ par rapport à ce qui était attendu dans le business plan précédent. Dans ce cadre, le Groupe a été capable d'ajuster le plan d'investissement, réalisant un investissement de 26 M€ (plus bas de 4,8 M€ que la valeur estimée). L'augmentation significative des comptes de régularisation a été cruciale pour la variation des BFR de 9,1 M€ en 2015, ce qui n'avait pas été prévu. Ainsi, et avec des paiements de dividendes en ligne avec ce qui a été estimé (1,2 M€), la dette financière nette du Groupe s'est fixée à 166,5 M€ à la fin de 2015 (+31,1 M€ par rapport à la fin de 2014). Par rapport aux prévisions, la dette financière nette a été supérieure de 4% (+7,1 M€).

La combinaison de la diminution de l'EBITDA du Groupe avec l'augmentation de l'endettement financier net pour financer l'activité de promotion immobilière (et la variation des BFR qui lui est liée, tous deux de nature temporaire) et le renforcement du portefeuille d'actifs patrimoniaux, ont conduit à une augmentation temporaire du ratio endettement financier net / EBITDA, qui est passé de 5,9 fois en 2014 à 8,8 fois en 2015.

La dette financière du Groupe à moyen-long terme a augmenté de 8,1 M€, à 159,6 M€ à la fin de 2015, principalement en conséquence du renforcement du portefeuille d'actifs patrimoniaux. L'endettement à

moyen-long terme a une maturité à long terme - généralement 15 ans pour les crédits-bails immobiliers, et 30 ans pour les financements des résidences sociales pour étudiants. En 2015, le Groupe a fait un emprunt à maturité de 25 ans. À la fin 2015, 81,4 M€ avaient une échéance de paiement entre 1 et 5 ans (incluant l'emprunt obligataire de 44,0 M€) et 78,2 M€ au-delà de 5 ans (ce qui représente une légère amélioration par rapport à la fin de 2014). La structure de la dette s'est améliorée avec le nouvel emprunt obligataire obtenu en février 2016 (voir ci-dessous).

L'endettement du Groupe à court terme a totalisé 34,1 M€ à la fin de 2015, c.à.d. 17,6% du total. Cette dette est principalement composée de découverts bancaires d'un montant de 26,8 M€ et de 7,3 M€ de dette à moyen-long terme avec une maturité à court terme. 20,7 M€ de découverts bancaires ont été destinés à financer la promotion immobilière. Le montant le plus important de ces découverts bancaires concerne un programme mixte « accession à la propriété » et résidence pour chercheurs à Paris XII. À souligner qu'à la fin du mois de mai 2016, la dette associée à ce programme « accession à la propriété » a diminué et qu'actuellement 86% du chiffre d'affaires du programme est vendu (le Groupe espère livrer en 2017). En ce qui concerne les 15 programmes immobiliers restants à la fin de 2015, le Groupe en prévoit la livraison de 6 en 2016 et de 9 en 2017.

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

	2011	2012 Re	2013 Re	2014	2015
CHIFFRE D'AFFAIRES	318 352	282 352	313 092	316 366	342 389
EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBITDA)	16 970	19 106	23 357	22 790	18 872
EBITDAR	84 870	93 106	105 757	113 398	115 672
RESULTAT OPÉRATIONNEL (EBIT)	17 025	16 534	20 661	17 628	16 601
RÉSULTAT FINANCIER	(3 339)	(4 269)	(5 604)	(7 426)	(6 582)
RÉSULTATS NON COURANTS	0	(2 947)	(3 777)	(394)	(2 402)
RÉSULTAT NET DE L'EXERCICE, APRÈS INTÉRÊTS MINORITAIRES	8 448	4 268	7 807	4 975	5 178
TOTAL DE L'ACTIF	299 439	299 044	351 741	344 601	384 548
FONDS DE ROULEMENT NET (FRN)	34 916	34 420	62 402	58 600	46 916
BESOINS EN FONDS DE ROULEMENT (BFR)	34 847	20 428	31 086	43 584	54 970
TRÉSORERIE NETTE (TRN)	69	13 992	31 316	15 016	(8 054)
ENDETTEMENT FINANCIER NET	95 941	96 523	118 200	135 330	166 451
EBITDA en % du Chiffre d'Affaires	5,3%	6,8%	7,5%	7,2%	5,5%
EBITDAR en % du Chiffre d'Affaires	26,7%	33,0%	33,8%	35,8%	33,8%
PROD. OPÉRAT. CHIFFRE AFFAIRES (%)	5,3%	5,9%	6,6%	5,6%	4,8%
Coût Brut de la Dette (%)	1,9%	2,1%	2,0%	2,9%	2,3%
CHIFFRE D'AFFAIRES NET SUR RETOUR (%)	2,7%	1,5%	2,5%	1,6%	1,5%
Taux de Distribution de Résultats (%)	14,2%	28,1%	15,4%	24,1%	23,2%
Couverture des Charges fin. des Emprunts par l'EBITDA (x)	3,9	3,9	4,1	2,9	2,7
Endettement Financier Net / EBITDA (x)	5,7	5,1	5,1	5,9	8,8
Autonomie Financière (avec Intérêts Minoritaires) (%)	21,7%	22,3%	21,1%	22,3%	21,0%
Endettement (%)	78,3%	77,7%	78,9%	77,7%	79,0%
Struc. de l'Endettement (Court Terme en % du Total)	25,8%	17,5%	12,6%	10,9%	17,6%
Risque de Liquidité = Dettes Financière aux C.T. / (Dettes Fin. aux C.T. + Emprunts Non Utilisés)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%
Liquidité Générale (Actifs Courants / Passifs Courants) (%)	128,8%	134,4%	158,9%	163,4%	139,1%
Liquidité Réduite ((Actifs Courants - Stocks) / Passifs Courants) (%)	110,1%	107,8%	127,5%	119,7%	103,0%

Notes:

Montants arrondis.

(Re) 2012 et 2013 objet de retraitements pour les rendre comparables à 2013 et à 2014, respectivement.

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

Sources:

Les Rapports et les Comptes Consolidé du Groupe Résidence Études.

A fin 2015 la trésorerie et équivalents étaient inférieurs au montant de la dette à court terme. Cette situation découle de l'activité de promotion immobilière. Le remboursement de la dette associée dépendra de la bonne réalisation des programmes immobiliers, qui sont suivis par le Groupe régulièrement. A cette date, les autorisations supplémentaires pour financer les programmes immobiliers en cours se sont élevés à 47,4 M€.

Il faut souligner que, compte tenu de la bonne situation des marchés obligataires en France, Résidence Études a fait un nouvel emprunt obligataire, le 18 février 2016, d'un montant de 50 M€ auprès des investisseurs institutionnels. Cette émission obligataire paiera un taux d'intérêt annuel de 4,5%, et son échéance est fixée au 18 février 2023 (7 ans). À la même date, Résidence Études a anticipé le paiement de 25,5 M€ de l'emprunt obligataire émis en octobre 2013, dont le taux d'intérêt annuel est de 5,2% et qui vient à échéance le 23 octobre 2019 (6 ans). À l'exception du taux d'intérêt et de la maturité, le nouvel emprunt obligataire a les mêmes clauses que l'emprunt obligataire précédent qui reste en vigueur pour un montant de 18,5 M€. Avec ce nouvel emprunt obligataire, le Groupe a élargi la base des investisseurs institutionnels, a diminué le coût de la dette et a amélioré son profil d'endettement. Les nouveaux fonds, de 24,5 M€ permettront de poursuivre le développement.

En ce qui concerne les taux d'intérêt, la dette du Groupe à moyen et à long terme est soumise de préférence à un taux d'intérêt fixe. Pour sa dette à moyen et à long terme à taux variable, le Groupe cherche des solutions sur mesure, pour couvrir ou plafonner ces taux d'intérêt. Les trois swaps contractés par le Groupe sont valorisés à leur juste valeur dans les comptes du Groupe. A fin 2015, la perte latente liée à ces instruments financiers s'élève à 2,0 M€, avec un impact sur les fonds propres, après l'effet d'impôt, de -1,4 M€ (proche de l'impact de la fin de 2014, de -1,5 M€). Comme mentionné dans le rapport de notation, la dette à taux variable liée aux opérations de promotion immobilière ne fait pas l'objet de couverture de taux d'intérêt.

Les fonds propres du Groupe, compte tenu des dividendes qui seront distribués l'année suivante, ont augmenté de 4,4% en 2015, à 80,3 M€ à la fin de l'année. Toutefois, la croissance plus forte des actifs du Groupe a conduit à une légère diminution du ratio fonds propres / actifs, à 21,0%. Compte tenu de l'importance de la trésorerie et équivalents dans le bilan, il faut noter que le ratio fonds propres/ actifs corrigés (où les actifs sont déduits de la trésorerie et équivalents) a diminué, passant à 22,6% à la fin de 2015.

Concernant les polices d'assurance souscrites par le Groupe, il n'y a pas de modifications matérielles par rapport à ce qui a été décrit précédemment dans le rapport de notation.

PERSPECTIVES

Le Groupe Résidence Études a pris la décision de développer également une activité au niveau européen, en plus de la croissance attendue en France. Afin de développer l'activité internationale, le Groupe a créé une structure opérationnelle de développement international qu'il a basée à Bruxelles. Après une étude approfondie, en début 2015, le Groupe a signé une réservation pour l'acquisition d'une résidence hôtelière au Luxembourg, dont l'acte notarié devra être signé au second semestre 2016. En outre, le Groupe est en train de faire une large prospection géographique et a identifié plusieurs programmes concrets, notamment en Belgique et en Suisse, mais sans signature à ce jour, et qui ne sont donc pas pris en compte dans le business plan mis à jour.

En juillet 2016, le Groupe a mis à jour son business plan pour la période de 2016-2020 (scénario de base), en se basant sur le réalisé 2015 et en incluant le nouvel emprunt obligataire. Les principales hypothèses, par principales activités du Groupe, étaient les suivantes:

- Augmentation du nombre de logements en fonctionnement et sous gestion de 36% (équivalent à 7 713) à

29 375, grâce à des augmentations annuelles de 5% à 8%. Le Groupe prévoit une expansion dans les trois secteurs d'activité, expansion plus significative dans les logements pour les seniors qui feront plus que tripler, représentant 20% du total en 2020, dans 61 résidences. Pour le segment des résidences hôtelières, l'expansion de logements prévue sera de 18% (pour représenter 24% du total), tandis que dans les unités de logement pour les étudiants elle sera de 17% (représentant 56% du total), contribuant à un mélange plus diversifié de logements (les logements pour les étudiants représentent encore la majorité, en raison de l'historique du Groupe dans ce segment d'activité). Le nombre de logements en fonctionnement et sous gestion prévus a été revu à la hausse (+12% en 2019), par rapport au business plan précédent.

- 50 résidences avec services en exploitation entre 2016 et 2020 (par rapport à 35, pour la période 2015-2019 du business plan précédent), prévues pour la plupart en 2017 (15), 2018 (14), 2019 (10) et 2016 (8). 28 de ces résidences seront destinées aux seniors, 14 aux étudiants et 8 seront des appart-hôtels. Les logements de ces nouvelles résidences représenteront 55% de l'augmentation du nombre de logements en fonctionnement et sous gestion prévus pour cette période. En ce qui concerne la commercialisation, il faut noter que le Groupe, afin de préserver la rentabilité de l'activité principale stable, a uniquement considéré une vente en bloc de 45,6 M€ en 2016 (déjà signée en début d'année), en se concentrant sur la vente à des investisseurs privés, avec un objectif de vente de logements annuelle supérieure à 1 000, sauf en 2016 et 2018 (en-dessous de 854 réalisés en 2015).
- Le renforcement du portefeuille d'actifs patrimoniaux d'environ 170,0 M€, dont: 113,9 M€ dans des immeubles de placement, en tenant compte des programmes en cours (Marseille République et Paris Batignolles) et cinq projets presque certains (dont une résidence hôtelière au Luxembourg), en sus de l'investissement régulier au cours des dernières années; et 55,8 M€ en actifs d'exploitation. En ce qui concerne la juste valeur des immeubles de placement, compte tenu du fait que les rendements resteront faibles jusqu'en 2018 et qu'ils pourraient augmenter en 2019 et 2020, le Groupe prévoit une légère dépréciation en termes cumulés.

L'inversion des courbes de natalité au milieu des années 90 en France, vers le haut, suggère que l'activité des résidences pour étudiants entrera dans une phase ascendante. Ainsi, le Groupe prévoit une augmentation de la demande continue et régulière dans ce segment de marché sur une longue période. Cependant, par prudence, le Groupe a considéré une croissance annuelle modérée du chiffre d'affaires (près de 5%) et une marge relativement stable. Dans le segment des appart-hôtels, les perspectives du Groupe indiquent une reprise de l'activité normale dans la seconde moitié de l'année 2016 lui permettant d'atteindre une croissance moyenne du chiffre d'affaires de 6% et une amélioration successive des marges, atteignant la phase de croisière des résidences, sauf pour les résidences Relais Spa. En ce qui concerne ces résidences, malgré l'augmentation attendue du chiffre d'affaires, la perte (quoique mineure) dans le SPA et les zones de restauration ne permettra même pas d'atteindre l'équilibre. Toutefois, le Groupe prévoit des améliorations dans les résultats de ces résidences haut de gamme. Dans le business plan précédent il estimait atteindre l'équilibre en 2019. Le fonctionnement d'un nombre significatif de résidences pour seniors et l'hypothèse d'un taux d'occupation d'environ 70% (79% en 2020), de pair avec la nouvelle stratégie dans le domaine des services, devra permettre d'atteindre l'équilibre en 2019 et une amélioration de la marge en 2020.

Dans un contexte d'expansion de l'activité de promotion immobilière, qui précède à une augmentation de l'activité de gestion, le Groupe prévoit une augmentation du résultat avant impôts, en particulier en 2016 (avec la vente en bloc). Par ailleurs, le portefeuille d'actifs patrimoniaux du Groupe devrait continuer à dégager des

résultats positifs avant impôts qui, en excluant la variation de la juste valeur des immeubles de placement, seront en légère baisse en 2016 et 2017 (par rapport à 2015, à la suite de la mise en exploitation de Marseille République en 2016) et augmenteront au cours des trois années suivantes.

SCÉNARIO DE BASE DU GROUPE RÉSIDÉ ÉTUDES POUR LA PÉRIODE 2016-2020 (EN MILLIONS D'EUROS)

	2015	2016 (P)	2017 (P)	2018 (P)	2019 (P)	2020 (P)
A) Résultat Avant IS	7,8	10,8	14,5	21,5	26,1	35,2
lequel						
des Activités de Gestion Exploitation	0,2	0,7	2,9	6,9	13,5	19,3
lequel						
Résidences Étudiants	4,4	4,6	4,8	4,9	4,9	5,1
Résidences Appartements	(1,5)	(1,5)	(0,8)	0,9	3,9	7,0
lequel «Relais Spa»	(3,6)	(4,5)	(4,0)	(2,6)	(0,9)	0,5
Résidences Personnes Âgées	(3,2)	(2,9)	(1,5)	0,6	4,1	6,7
des Activités de Promotion	5,5	8,2	10,1	11,6	9,4	10,2
des Activités Patrimoniales	6,5	4,7	4,3	5,8	5,8	7,1
des Activités de Holding	(4,4)	(2,8)	(2,8)	(2,8)	(2,6)	(1,5)
B) IS et Participation	(2,4)	(4,3)	(5,8)	(8,6)	(10,4)	(14,1)
C) Résultat Net des Activités (A + B)	5,4	6,5	8,7	12,9	15,7	21,1
D) Dotation Nette aux Amortissements	7,1	7,8	8,7	9,8	11,3	12,7
D1) Élimination Écart Juste Valeur	(2,8)	(0,6)	(0,1)	(0,4)	0,7	0,8
D2) Autres	(1,3)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
E) Capacité d'Autofinancement (C + D + D1 + D2)	8,4	13,6	17,4	22,3	27,7	34,7
F) Variation du BFR - Activités Opérationnelles	(9,1)	(15,5)	6,1	5,0	3,4	(7,5)
G) Capacité d'Autofinancement Corrigée de la Variation du BFR (E + F)	(0,7)	(1,9)	23,4	27,3	31,1	27,2
H) Activités d'Investissement	(26,0)	(44,3)	(41,5)	(57,4)	(41,6)	(40,0)
laquelles						
Immeubles Corporelles et d'Exploitation	n.d.	(17,6)	(17,7)	(28,9)	(23,8)	(25,3)
Immeubles de Placement	n.d.	(27,2)	(24,3)	(29,0)	(18,3)	(15,0)
I) Dividendes	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,3)	(1,6)
J) Besoins de Financement avant que le Service de la Dette en Capital (G + H + I)	(27,8)	(47,3)	(19,3)	(31,3)	(11,7)	(14,3)
L) Le Service de la Dette en Capital	(19,1)	(59,3)	(39,2)	(39,2)	(57,3)	(38,2)
lequel						
Emprunts à Moyen et Long Terme	(7,7)	(32,4)	(7,7)	(8,9)	(28,0)	(9,1)
lequel Emprunt Obligataire	0,0	(24,7)	0,0	0,0	(18,5)	0,0
lequel Autres Emprunts	(7,7)	(7,7)	(7,7)	(8,9)	(9,5)	(9,1)
Potentiel - Concours Bancaires (Dettes à Courte Terme)	(11,4)	(26,8)	(31,5)	(30,2)	(29,3)	(29,0)
M) Nouvelle Dette	39,4	125,5	61,9	65,9	48,5	49,4
lequel						
Potentiel - Rénovation de Concours Bancaires	11,4	26,8	30,2	29,3	29,0	29,0
Concours Bancaires Supplémentaires	15,4	4,7	0,0	0,0	0,0	3,2
Emprunts à Moyen et Long Terme	12,6	94,0	31,7	36,6	19,5	17,1
lequel Emprunt Obligataire	0,0	50,0	0,0	0,0	0,0	0,0
lequel Autres Emprunts	12,6	44,0	31,7	36,6	19,5	17,1
N) Variation de Trésorerie Brute (J+L+M)	(7,5)	18,9	3,4	(4,5)	(20,5)	(3,1)
Résumé:						
Trésorerie Brute à la fin de l' Année	27,2	46,1	49,6	45,1	24,5	21,4
Concours Bancaires	26,8	31,5	30,2	29,3	29,0	32,3
Trésorerie Nette à la fin de l' Année	0,4	14,6	19,4	15,7	(4,5)	(10,9)
Emprunts à Moyen et Long Terme - Trésorerie Nette à la fin de l' Année	167,0	214,4	233,7	265,0	276,7	291,0

Notes:

(P) Prévisionnel de 2016-2020; n.d. = Non disponible.

Sources:

Prévisions d'activité pour le Groupe Résidence Études.

La stratégie d'expansion du Groupe indique une capacité annuelle d'autofinancement positive et croissante, de

115,7 M€ pour la période 2016-2020. Dans le cadre de l'expansion de l'activité de promotion immobilière, le Groupe a considéré en termes cumulés un besoin de financement d'une variation positive de BFR de 8,5 M€. Cependant, même dans un contexte de politique conservatrice de paiement de dividendes (de 6,5 M€ au total), compte tenu du montant important des activités d'investissement, de 224,7 M€ pour l'ensemble de la période, notamment pour renforcer le portefeuille d'actifs patrimoniaux qui a besoin de temps pour être rentable, la dette financière nette du Groupe augmentera à 291,0 M€ à la fin de 2020 (+74% par rapport à la fin de 2015). L'augmentation annuelle de l'endettement net sera entre 47,3 M€ en 2016 et 11,7 M€ en 2019. Il convient de noter que ces estimations d'augmentation proviennent principalement de l'endettement conclu à moyen et à long terme pour financer des investissements, que le Groupe peut ajuster en fonction de la performance globale de l'activité. En comparaison avec le business plan précédent, les principales différences pour la période de cinq ans consistent dans une capacité d'autofinancement plus grande, corrigée de la variation du BFR de +13,2 M€ (ou 14%) dans le cadre d'une évaluation des marges opérationnelles plus conservatrice et d'investissements plus élevés de 117,5 M€ (ou 110%), ce qui conduit à un niveau plus élevé de la dette financière nette (de 117,9 M€ en 2019).

Dans un contexte d'investissement important, et en conservant environ 87% des résultats nets futurs, le scénario de base indique, malgré le renforcement successif de l'assise financière du Groupe, une baisse temporaire du ratio fonds propres / actifs (déduction faite de la dette financière nette à court terme, des ressources cycliques et des impôts différés passifs) en 2016 et en 2017, au minimum de 27,2%. Ce ratio sera inférieur de 5,6 pp par rapport à la fin de 2015, ce qui est mieux que prévu. Pour les années suivantes, le Groupe prévoit une reprise de la structure du capital, donc ce ratio augmentera à 33,4% à la fin de 2020. Le solde de la dette à moyen et à long terme à la fin de l'année par rapport à la capacité d'autofinancement annuelle indique une amélioration sur la période, diminuant de 20 fois en 2015 à 8,1 fois en 2020.

ANALYSE DE SENSIBILITÉ

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

En partant de ce scénario de base, ARC Ratings a envisagé - toutes choses étant égales par ailleurs - des réductions de 0,5 pp des taux de rentabilité dans les activités de gestion / exploitation: des résidences pour étudiants, de 2016 à 2020 (soit 11% de moins par rapport au scénario de base); des appart-hôtels, à l'exception de Relais Spa, de 2016 à 2020 (soit une moyenne de 15% de moins que le scénario de base); et des résidences pour seniors uniquement en 2019 et 2020 (soit une moyenne de 12% de moins que le scénario de base). En outre, ARC Ratings a considéré, pour les années où une réduction des taux de rentabilité a été estimée, l'occurrence simultanée d'une baisse de 10% des revenus provenant de ces résidences. L'impact global sur les résultats avant impôts de l'activité de gestion / exploitation des résidences est une réduction de 11,3 M€ (soit 28% de moins que dans le scénario de base). Concernant l'activité de promotion immobilière, ARC Ratings a considéré une diminution de 10% dans les principales recettes de 2016 à 2020, ce qui devrait générer un impact sur les résultats avant impôts de -19,5 M€ (soit 39% de moins que dans le scénario de base).

Même dans un scénario enregistrant simultanément des baisses de rentabilité et d'activité dans ces segments, partiellement compensées par d'éventuelles économies d'impôt, le Groupe continuerait de présenter une capacité d'autofinancement d'environ 84,1% de la capacité d'autofinancement prise en compte dans le scénario

de base. Avec le maintien de la distribution de dividendes assumée dans le scénario de base, toutes autres choses restant égales par ailleurs, ce scénario aboutirait à une détérioration de la trésorerie du Groupe de 18,4 M€ au long de la période 2016-2020 (incluant des détériorations annuelles allant de 3,2 M€ à 4,4 M€). Dans ces circonstances, après le remboursement des encours de l'emprunt obligataire qui a eu lieu en 2013, la trésorerie brute serait de 10,5 M€ à la fin de 2019, et d'environ 3,0 M€ à la fin de 2020. Même dans ces circonstances, le Groupe serait encore capable d'encaisser ce scénario de stress. Toutefois, dans ce cas, selon le Groupe, la gestion de l'activité serait différente. En effet, le Groupe peut ralentir le développement de nouveaux programmes et réduire ainsi les besoins en fonds de roulement net liés à l'activité de promotion immobilière, ce qui entraînerait immédiatement une augmentation de la trésorerie. Le Groupe pourrait également envisager de réduire fortement ses investissements prévus dans les immeubles de placement, ce qui aurait également un impact positif sur sa trésorerie.

Finalement, et en dernier ressort, le Groupe pourrait même céder une partie de ses immeubles de placement et de ses actifs d'exploitation. À la fin de 2015, la juste valeur a dépassé le montant de la dette respective dans les situations suivantes: pour ses huit résidences pour étudiants à caractère social, de 21,9 M€; pour sa résidence pour étudiants Marseille République, de 1,2 M€; pour l'appart-hôtel Paris Opéra, de 12,6 M€. Pour les actifs partiellement enregistrés comme immeubles de placement et immeubles d'exploitation (enregistrés nets d'amortissements), l'écart est estimé à 17,9 M€.

CONDITIONNALITÉ D'ÉMISSION

L'émission qui est en cours de notation par ARC Ratings est un emprunt obligataire, sous forme de placement privé, placé par Résidence Études le 23 Octobre 2013, et dont l'encours est actuellement de 18,5 M€ (après un remboursement anticipé de 25,5 M€ le 18 février 2016). Les principales conditions de cet emprunt obligataire sont les suivantes: remboursable au pair au bout d'une période de 6 ans; intérêts payables annuellement, à compter de la date d'émission, à un taux d'intérêt fixe de 5,2%, majoré de 1,25 points de pourcentage l'an si le ratio de levier (Gearing) est supérieur ou égal à 0,85 fois; si ce ratio est supérieur ou égal à 1,00 fois, il entraîne le remboursement anticipé de l'emprunt; sur la base des comptes consolidés au 31 décembre 2015, ce ratio est de 0,34 fois; non subordonnés et (sous réserve des stipulations du maintien de l'emprunt à son rang) sans constitution de sûretés de la part du Groupe Résidence Études, venant au même rang, sans préférence entre eux, et (sous réserve des exceptions impératives du droit français) au même rang que tous les autres engagements non subordonnés et non assortis de sûretés, présents ou futurs, du Groupe Résidence Études; cette clause ne s'applique pas aux crédits affectés aux actifs patrimoniaux et aux opérations de promotion; sujettes à remboursement anticipé de toutes ou partie des obligations si changement de contrôle; et assorties d'une clause de cross default.

CLAUSE DE NON-RESPONSABILITÉ

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

ARC Ratings, S.A.

Rua Luciano Cordeiro, 123 – R/C Esq.

1050-139 Lisbonne

PORTUGAL

Téléphone: +351 213 041 110

Télécopie: +351 213 041 111

Courriel: arcratings@arcratings.com

Site: www.arcratings.com



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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