

ARC Ratings confirme la notation "BBB+" de Réside Études

ÉMETTEUR

Réside Études Investissement S.A

NOTATION D'ÉMETTEUR

BBB+ Medium and Long Term
(BBB+, avec perspective stable)

DATE DE NOTATION

Le 5 octobre 2015

NOTATION D'ÉMISSION

BBB+ Medium and Long Term
(BBB+, avec perspective stable)

ARC Ratings, SA (ARC Ratings) confirme la notation "BBB+", avec perspective stable, attribuée aux engagements financiers à moyen et à long terme de Réside Études Investissement S.A. (Réside Études) et à un emprunt obligataire d'un montant nominal maximum de 50 millions d'euros. Ces confirmations de notation sont basées sur une production de trésorerie plus forte par la société, même dans le contexte d'entrée en fonctionnement d'un nombre plus élevé de nouvelles résidences, bénéficiant d'une base élargie de résidences en vitesse de croisière, sur les résultats des activités de promotion immobilière et patrimoniale, sur une amélioration de la structure de la dette et notamment de la nouvelle dette de financement des investissements d'une maturité longue (ce qui a entraîné un affaiblissement temporaire des ratios de couverture de la dette), et sur des prévisions d'expansion de l'activité dans des marchés prometteurs, en France, ce qui permettra d'améliorer la structure de capital du Groupe.

PROFIL D'ÉMETTEUR

Réside 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 (d'où il a tiré son nom) 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 connaît un vif succès).

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. À la fin du mois de juin 2015 le Groupe gérait 21.867 logements (d'une valeur d'environ 2.1 milliards d'euros), répartis comme suit: 60% pour les étudiants; 33% en résidences hôtelières ou touristiques (appart-hôtels du 2 au 5 étoiles, dans la majorité des grandes villes françaises); et 6,1% de logements pour les personnes âgées autonomes (les seniors) près des centres villes. Le modèle économique du Groupe a permis de transformer une activité à forte intensité capitalistique en un modèle à moindre densité capitalistique, en détenant en propre seulement six pourcent de ce total (d'une valeur de 122.0 M€, en immeubles de placement), alors que la grande majorité des actifs est détenue par des investisseurs (près de 20.000 investisseurs privés) et gérée par le Groupe. Le chiffre d'affaires consolidé s'est élevé à 316 M€ en 2014 (+1,0%), dont environ 75% provient de l'activité de gestion et exploitation immobilière.

Réside Études Investissement est entièrement contrôlée par son management: Mr. Philippe Nicolet, en tant que Président et fondateur détient 75.4% du capital; Mr. Christian Verlainne et Mr. Robert Vergès en détiennent chacun 8.7%. Le restant est distribué entre les cadres et les actions propres.

JUSTIFICATION DE LA NOTATION

Les principaux critères de notation de Réside Études sont les suivants:

- Un Conseil d'administration expérimenté - Réside 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'actionnariat.
- La Stratégie de la Société – La stratégie du Groupe repose sur une croissance organique. Les résultats positifs, comme dans les segments des résidences pour étudiants, des activités de promotion et de placement immobilier peuvent compenser les pertes découlant du lancement de nouvelles résidences, comme ce fut le cas en 2014. En outre, le Groupe a démontré sa capacité de résilience et d'absorption des pertes provenant d'activités qui ont été arrêtées. En 2014, dans un contexte de mise en fonctionnement de 11 nouvelles résidences, l'EBITDA consolidé s'est élevé à 22,8 M€ et le résultat net à 5,0 M€.
- Prévisions de croissance de l'activité - Les prévisions du Groupe indiquent une augmentation des logements sous gestion à 25.050 en 2019 (+14,6% par rapport à juin 2015, notamment dans les logements pour seniors), grâce à la croissance organique en France, et au renforcement des immeubles de placement; à noter que le Groupe a la capacité de piloter son activité et, si nécessaire, d'ajuster les développements de nouveaux programmes de promotion immobilière et les investissements prévus de sa branche patrimoniale;
- 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 sa population, continue de recevoir des étudiants étrangers (l'année dernière il a enregistré une croissance à deux chiffres du nombre d'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, ce qui a stimulé ce marché;
- Une distribution de dividendes conservatrice - La stratégie du Groupe pour la distribution de dividendes reste conservatrice, avec environ 1,2 M€ par an. Cela permet au Groupe de renforcer son ratio «fonds propres / actif». En 2014, ce ratio a augmenté à 22,3% (1,2 points de pourcentage (pp) en glissement annuel). Le Groupe prévoit le maintien de cette stratégie, ce qui contribuera à améliorer ce ratio de manière significative.
- Structure de la dette - À noter que l'essentiel de la dette du Groupe est une dette à moyen et à long terme pour financer les immeubles de placement; cette dette est contractée de préférence à un taux d'intérêt fixe, et, si ce n'est pas le cas, le Groupe cherche des solutions sur mesure pour plafonner ou couvrir le taux d'intérêt; la dette à court terme est tombée à 10,9% (du total) à la fin de l'année 2014 (-1,7 pp en glissement annuel) et correspond principalement aux découverts bancaires pour financer la promotion immobilière (elle sera remboursée lorsque les programmes seront livrés); Le Groupe bénéficie de l'appui d'un grand pool de banques pour financer ses opérations, qui devrait être élargi; la dette nette a augmentée de 17,1 M€ en 2014, pour totaliser 135,3 M€, dans un contexte d'investissement de 15,0 M€ en actifs immobilisés, et de variation des besoins en fonds de roulement net de 12,5 M€ (principalement en raison de l'achat de deux terrains pour des résidences futures); dans ces circonstances, il y a eu un affaiblissement temporaire des ratios de couverture de la dette: le ratio dette financière nette / EBITDA a augmenté, passant de 5,1 à 5,9 fois en 2014, et le ratio de couverture des charges financières des emprunts par l'EBITDA a diminué, passant de 4,1 à 2,9 fois. En outre, en dernier ressort, le Groupe pourrait disposer d'une partie de ses actifs de placement et d'exploitation si nécessaire, afin d'honorer ses engagements financiers.

Les principales contraintes concernant la notation de crédit de Réside 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%; ces évolutions, ainsi que la fiscalité (impôts sur le revenu et sur

la consommation) ont un impact sur le revenu disponible des ménages (qui a augmenté de 1,1% en 2014); une baisse du revenu disponible des ménages aura un impact sur les taux d'occupation dans les résidences et sur l'écart entre les loyers reçus des locataires et les loyers versés aux investisseurs; Toutefois, les perspectives indiquent une reprise de l'économie (+1,2% cette année et +1,5% en 2016), soutenue par un environnement externe accommodant, avec un ralentissement de la consolidation budgétaire (le solde des administrations publiques va diminuer à -3,4% en 2016, en comparaison favorable avec les -4,0% de 2014), malgré la prévision d'une baisse du chômage assez lente; Ainsi, les perspectives indiquent que le gouvernement ne réformera pas le système des allocations logement (à noter qu'un grand nombre d'étudiants qui sont clients du Groupe Réside Études peuvent bénéficier de ces allocations). À noter également que le Groupe accorde une forte importance au maintien dans le temps de la qualité des résidences sous gestion et offre un plus grand nombre de services par rapport à la concurrence.

- Modifications de la fiscalité – Notamment, la hausse des taux de la TVA, comme observé en 2014 pour le taux intermédiaire applicable aux logements meublés, qui est passé de 7% à 10%; Le Groupe n'a pas pu répercuter entièrement les trois points de la TVA sur les loyers, ce qui, par conséquent, a affecté le cœur de son activité, principalement dans le secteur des résidences pour étudiants.
- Changements dans les facteurs de prise de décision d'investissement - Ces changements auront un impact sur la demande pour l'achat de nouveaux logements en résidence avec services 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; le Groupe présente des taux importants de rénovation des baux (environ 96% dans les contrats les plus anciens, de plus de 9 ans), étant donné que selon les contrats conclus avec des investisseurs, le Groupe a le droit de renouveler les 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); nous soulignons que le Groupe bénéficie de n'avoir jamais failli dans ses paiements aux investisseurs.
- 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; selon le Groupe, de tels changements n'ont pas eu lieu récemment et ne sont pas attendus dans le futur; à rajouter que la mise en place d'un système d'encadrement des loyers dans les grandes villes, bien que non applicables aux résidences gérées par le Groupe, pourraient avoir un impact sur les loyers effectifs.
- 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 peut 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 convient de 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 d'exploitation immobilière, qui est une activité à long terme et une source stable pour générer des revenus. À noter que les résidences du Groupe sont bien localisées, que celles-ci offrent un service de qualité généralement supérieure par rapport à la concurrence, et que le Groupe est prudent dans le choix des terrains pour de nouveaux sites afin d'optimiser la rentabilité future.

DÉVELOPPEMENTS RÉCENTS ET PERSPECTIVES

L'activité de gestion et d'exploitation immobilière du Groupe a continué de croître par le biais de la mise en exploitation de nouvelles résidences, principalement issus de l'activité de promotion immobilière. À fin juin 2015, de manière globale, le Groupe assurait la gestion de 183 résidences avec services (sans tenir compte de l'impact de l'existence de résidences mixtes pour étudiants et appart-hôtels), dont 93 pour les étudiants, 72 appart-hôtels et 14 pour les seniors. Au second semestre 2015 le Groupe Réside Études a mis en exploitation trois nouvelles résidences, comme prévu.

Les revenus provenant de la gestion et l'exploitation immobilière ont atteint 238,5 M€ en 2014 (+9,2% en glissement annuel). À noter que les revenus provenant du segment des résidences pour étudiants ont été assez stables en 2014, d'un montant d'environ 94 M€. Au cours du premier semestre 2015, les recettes de la gestion et de l'exploitation immobilière se sont élevées à 117,0 M€ (+6,8% en glissement annuel). À noter que le résultat avant impôts associé à ces revenus, hors ceux provenant des résidences pour seniors, a été plus élevé que prévu, bien que toujours négatif (de 0,3 M€, en raison des pertes des Relais Spa, qui ont plus qu'absorbé les gains provenant des autres activités). En outre, la gestion et l'exploitation de résidences pour seniors a également souffert de pertes de 2,3 M€, en raison de problèmes opérationnels, que le Groupe sera en mesure de résoudre.

Concernant l'activité de la promotion immobilière, l'entreprise a continué sa croissance en 2014 et au premier semestre 2015. Cependant, les ventes immobilières comptabilisées dans les comptes consolidés du Groupe ont baissé de 24% en 2014, à 68,2 M€, en raison de l'application de la méthode de consolidation par mise en équivalence des programmes en co-promotion et d'une plus grande proportion de programmes en co-promotion. Le Groupe ayant livré 4 programmes en 2014 (et la deuxième partie d'une autre résidence) et un au premier semestre 2015, qui ont généré des profits respectivement de 7,5 M€ et de 0,5 M€. À fin juin 2015, le Groupe comptait 22 programmes en cours de commercialisation et de construction (incluant 7 en co-promotion), dont 14 pour les seniors et 5 pour les étudiants.

Au cours de l'exercice 2014, l'activité patrimoniale du Groupe a été élargie, principalement avec l'ouverture de 51 logement sociaux pour étudiants dans la résidence «Estudines François Arago» (5,7 M€) et le début de la rénovation importante d'un immeuble à Marseille (rue de la République), pour sa reconversion en une résidence pour seniors autonomes (4,2 M€). Le chiffre d'affaires provenant de l'activité patrimoniale a augmenté en 2014 (+14,4%), à 10,4 M€.

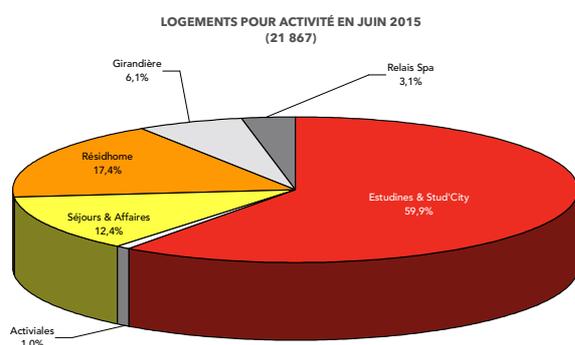
Le 10 septembre 2015, ARC Ratings a rencontré les hauts dirigeants de Réside Études, pour effectuer une évaluation sur place, dans le cadre de la procédure d'analyse. Ont été analysées lors de cette réunion l'évolution de l'entreprise, les mesures en cours pour surmonter certains problèmes de gestion déjà identifiés et sa stratégie d'expansion. Au cours des six prochains mois ARC Ratings visitera, à partir d'un échantillon, les principales résidences gérées par le Groupe pour confirmer leur état.

Le Groupe a réussi à générer un EBITDA de 22,8 M€ en 2014, dont 47% sont issus de l'activité de gestion et d'exploitation immobilière. Les résultats financiers sont passé à -7,4 M€ en 2014 (-5,6 M€ en 2013), en raison d'une augmentation des charges financières. Cette évolution s'explique essentiellement par l'impact en année pleine des frais financiers liés à l'emprunt obligataire émis en octobre 2013 et par les intérêts des nouveaux prêts pour financer le renforcement du portefeuille patrimonial. Bien qu'ayant souffert de l'environnement économique et fiscal défavorable, le Groupe a toutefois réussi à réaliser un bénéfice net de 5,0 M€ en 2014 (7,8 M€ en 2013).

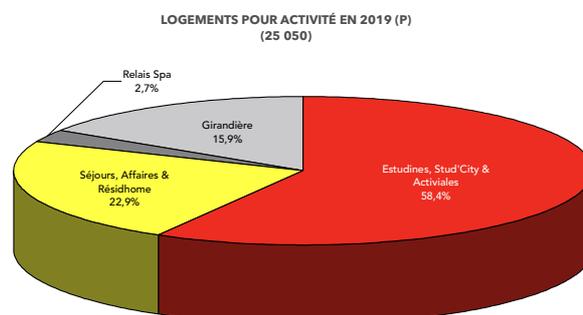
Par rapport au business plan analysé dans le rapport de révision de notation précédent le Groupe a présenté une capacité d'autofinancement plus élevée de 13,8 M€ (+57%) et des bénéfices avant impôts - hors activités en

cours d'arrêt - plus élevés (+14%). Dans un contexte de plus grande variation des besoins en fonds de roulement (BFR), d'investissement patrimonial de 15,0 M€ et de paiement de dividendes la dette financière nette du Groupe a augmenté d'un montant de 17,1 M€, à 135,3 M€ à la fin de 2014 (1,6 M€ seulement au-dessus de l'estimation). La dette financière du Groupe à moyen-long terme est assez stable, se situant à 151,6 M€ en 2014, et le ratio fonds propres / actifs s'est amélioré (de 1,2 pp) à 22,3% in 2014.

Le Groupe Réside Études a mis à jour son business plan pour la période de 2015 à 2019 qui intègre: la vente d'immeubles en bloc; l'atteinte de 25.050 logements en fonctionnement et sous gestion à fin 2019; une augmentation des immeubles de placement pour atteindre 186,0 M€ à cette date; et un investissement dans des actifs d'exploitation (9,6 M€).



Source: Groupe Réside Études.



Source: Groupe Réside Études.

En comparaison avec le business plan précédent, le Groupe affiche une capacité d'autofinancement plus grande, corrigée de la variation du BFR (+6,0 M€) et une hausse des investissements de 28,9 M€. La combinaison des activités d'exploitation et d'investissement avec la distribution des dividendes entraînera des hausses de l'endettement net jusqu'en 2017 (principalement en 2015, de 20,0 M€). Le Groupe anticipe une stabilisation de la dette financière nette en 2018, à 168,3 M€, et un recul en 2019, avec une réduction de 9,5 M€ (incluant le paiement de l'emprunt obligataire de 44,0 M€). C'est un peu moins favorable que ce qui avait été prévu dans le business plan précédent, puisque, par nature, l'investissement immobilier a besoin de temps pour être rentable.

Pour ce qui est de la structure du capital, le scénario de base conduit toujours à une forte hausse des fonds propres, compte tenu du fait que environ 90% des résultats nets futurs ne seront pas distribués; cela devrait se traduire par une amélioration continue de l'assise financière du Groupe, et un ratio fonds propres / actifs (déduction faite de la dette financière nette à court terme, des ressources cycliques et des impôts différés passifs) d'environ 46,2% à la fin de 2019 (13,7 points de pourcentage de mieux qu'à la fin de 2014). Par ailleurs, le solde de la dette à moyen et long terme à la fin de l'année par rapport à la capacité d'autofinancement annuelle suggère un remboursement plus rapide de cette dette, même si elle est réalisée à un rythme plus faible que dans le business plan précédent, passant de 15,0 fois en 2015 à 6,9 fois en 2019 (contre 11,8 fois en 2014).

**CETTE NOTE CONSTITUE UN ÉLÉMENT D'INFORMATION ET NE SE
SUBSTITUE EN AUCUN CAS À LA LECTURE DU RAPPORT DE NOTATION LUI-
MEME**

ARC Ratings, S.A.

Rua Luciano Cordeiro, 123 – R/C Esq.

1050-139 Lisbonne

PORTUGAL

Tel: +351 213 041 110

Fax: +351 213 041 111

E-mail: arcratings@arcratings.com

Site: www.arcratings.com

Contacts Principaux:

Isabel Fernandes

Analyste Principale

+351 213 041 110

isabel.fernandes@arcratings.com

Emma-Jane Fulcher

Directrice des Notations & Présidente de Panel

+44 (0) 203 282 7594

emma.fulcher@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) pour les sociétés par la Banque du Portugal.

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

Les notations sont basées sur des informations, y compris des informations confidentielles, 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.