

RÉSIDE ÉTUDES INVESTISSEMENT S.A.

ARC Ratings, S.A. (ARC) a confirmé la notation publique d'émetteur à long terme attribuée à Réside Études Investissement S.A. (Réside Études) de «BB-» et a modifié la perspective en développement à stable.

ÉMETTEUR	CLASSE DE NOTATION	NOTATION	PERSPECTIVES
Réside Études Investissement S.A.	Société émetteur Long-Terme	BB-	Stable
Date de la notation	13 octobre 2022		
Notation Initiale	12 septembre 2013		
Dernière évaluation	29 octobre 2021		
Date de la prochaine évaluation	13 octobre 2023		
Méthodologie utilisée	Méthodologie d'entreprises non financières par ARC Ratings		

Cette action est basée sur la réduction de l'incertitude et du risque associés à la mise en œuvre des décisions stratégiques actuelles du Groupe, avec des améliorations opérationnelles en 2021 et au 1S2022, l'atténuation de la vulnérabilité de la structure financière du Groupe avec la récente émission de TSDI, et la vente attendue à court terme de fonds de commerce et d'actifs immobiliers qui viendront encore renforcer sa trésorerie et améliorer ses fonds propres. Les nouvelles ventes d'actifs prévues, si elles se concrétisent conformément au plan, seront un facteur positif permettant de réduire l'endettement du Groupe. Alors que l'impact éventuel d'une nouvelle vague de la Covid-19 sur la rentabilité du Groupe devrait être faible, l'incertitude concernant l'évolution des économies française et européenne, liée au conflit Ukraine/Russie et à la l'évolution de l'inflation, a augmenté significativement et a accru le degré d'incertitude existant. L'ARC surveillera l'évolution de ces aspects et leur impact sur les indicateurs d'endettement et sur la structure financière du Groupe.

La notation a été attribuée par ARC Ratings, S.A. et approuvée par ARC Ratings (UK) Limited conformément à l'instrument statutaire 2019 n° 266 – Les agences de notation de crédit (amendement, etc.) (Sortie de l'UE).

Table des Matières

- Profil du Groupe
- Les Principaux Critères de Notation de Réside Études sont les Suivants
- Les Principales Contraintes Concernant la Notation de Crédit de Réside Études sont les Suivants
- Points Clés de Basculement
- La Pandémie de la COVID-19
- Capacité de Production de Trésorerie
- Politique Financière
- Perspectives
- Méthodologie et Recherches

Contact des Analystes



ISABEL FERNANDES

Senior Corporate Analyst

Analyste Principale

isabel.fernandes@arcratings.com



VÍTOR FIGUEIREDO

Sector Head – Special Projects

Analyste Secondaire

vitor.figueiredo@arcratings.com



PINKY SHARMA

Head of Credit Assessments

Président du Comité de Notation

pinky.sharma@arcratings.com

PROFIL DU GROUPE

Résidence Études Investissement S.A. est la holding d'un Groupe français créé en 1989 dont le siège est situé à Neuilly-sur-Seine. La structure d'actionnariat continue à être stable.

Les principales activités du Groupe sont la gestion et l'exploitation immobilière (gestion), la promotion immobilière (promotion) et la création d'un portefeuille d'actifs patrimoniaux (incluant des immeubles de placement et des actifs d'exploitation) principalement lié aux appart-hôtels et résidences avec services (dorénavant les résidences) pour les étudiants et les personnes âgées autonomes (dorénavant les seniors).

La plupart (92,6%) des logements gérés et exploités par le Groupe en décembre 2021 étaient détenus par un mix d'investisseurs privés et institutionnels (23.500 investisseurs, soit 8,2% de plus qu'à la fin de 2020) pour lesquels le Groupe assure la gestion (y compris la facturation et l'encaissement des loyers) et avec lesquels le Groupe cherche à créer des relations à long terme. Ainsi, l'application de la norme internationale d'information financière 16 (IFRS 16), pour la première fois en 2019, a eu un impact comptable significatif, mais sans impact sur la trésorerie.

LES PRINCIPAUX CRITERES DE NOTATION DE RESIDE ÉTUDES SONT LES SUIVANTS:

- Le profil de la maturité de la dette: La plus grande partie de la dette du Groupe, avant l'IFRS 16, est une dette à moyen et long terme (en majorité à taux fixe) pour financer son portefeuille d'actifs patrimoniaux. Ainsi, sa dette à court terme est principalement liée à l'activité de promotion immobilière et est remboursée sur le produit de la vente de logements.
- Une stratégie de croissance ciblée: Le Groupe a décidé de concentrer sa croissance pour la décennie à venir sur les deux segments les plus résilients et qui présentent des fondamentaux plus solides, que sont les résidences pour seniors et pour étudiants, sur son marché d'origine, la France, tout en arrêtant la promotion de nouveaux appart-hôtels. Par conséquent, son exposition au segment des appart-hôtels devrait se réduire progressivement, alors que le Groupe s'engage à retrouver la rentabilité sur ce segment.
- Un Conseil d'administration expérimenté: Le Groupe bénéficie d'un Conseil d'administration engagé et expérimenté.
- La position sur le marché: Leader dans les résidences pour étudiants en France, sa source de financement la plus stable, et dans le même pays deuxième acteur pour les résidences pour seniors. Actuellement le Groupe est aussi le troisième acteur dans le secteur des appart-hôtels français.
- Des fondamentaux solides à long terme des deux principales activités du Groupe et des conditions favorables aux investisseurs pour accompagner le développement de ces activités.
- Distribution conservatrice de dividendes: Le Groupe n'est autorisé à revenir au paiement de dividendes qu'après le remboursement volontaire prévu des titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI) (des obligations sans option de rachat par le prêteur qui ont été souscrites par le gouvernement) émis le 6 septembre 2022 pour soutenir la trésorerie du segment des appart-hôtels.

LES PRINCIPALES CONTRAINTES CONCERNANT LA NOTATION DE CREDIT DE RESIDE ÉTUDES SONT LES SUIVANTES:

- La structure financière vulnérable du Groupe: La pandémie de la Covid-19 a eu un impact négatif significatif sur la rentabilité et les indicateurs d'endettement du Groupe en 2020 et 2021, augmentant la vulnérabilité de sa structure financière. L'émission récente de TSDI assimilés à des fonds propres en norme IFRS atténue partiellement cette vulnérabilité. Le Business Plan 2022/2026 du Groupe vise à améliorer sa structure financière avec des gains sur les opérations futures projetées, le retour à la rentabilité et l'entrée d'un actionnaire minoritaire.
- L'incertitude liée à l'impact possible de la hausse de l'inflation: Le contexte actuel de hausse de l'inflation, les mesures prises par les banques centrales et les gouvernements pour l'atténuer et, le refroidissement de l'économie qui en découle apportent un nouvel ensemble de défis, pour lesquels le Groupe a pris des mesures de nature à atténuer leurs impacts sur sa rentabilité, mais dont les pleins effets restent incertains.
- L'incertitude liée à l'évolution de la pandémie de la Covid-19: Les bons progrès en matière de vaccination nous amènent à croire que le pire de la pandémie de la Covid-19 est derrière nous et que toute éventuelle vague supplémentaire aura un impact nettement inférieur aux vagues précédentes. Néanmoins, cela reste un facteur d'incertitude et, comme prouvé dans le passé, le Groupe est particulièrement exposé à cet impact à travers son segment d'appart-hôtels.

POINTS CLES DE BASCULEMENT

Points de retournement positifs

Les éléments déclencheurs d'une éventuelle amélioration de la notation, comprendraient:

- Une reprise plus rapide que prévue du chiffre d'affaires et de l'EBITDA du Groupe; et
- La levée de fonds propres et/ou la cession ayant un impact positif sur la réduction de la vulnérabilité de la structure financière du Groupe.

Points de retournement négatifs

Les éléments déclencheurs qui pourraient entraîner une dégradation de la notation comprendraient:

- Une reprise plus lente que prévu du chiffre d'affaires et de l'EBITDA du Groupe, notamment en raison d'un nouvel impact négatif de la pandémie de la Covid-19 ou de la hausse de l'inflation; et
- Une nouvelle détérioration ou une reprise plus lente que prévu de la structure financière du Groupe.

LA PANDEMIE DE LA COVID-19

Alors que nous nous attendons à ce que le pire de la pandémie de la COVID-19 soit derrière nous, comme détaillé dans les précédents Rapports d'évolution de la notation, la pandémie de la Covid-19 a eu un impact négatif sur l'ensemble des activités du Groupe (en particulier dans le segment des appart-hôtels), et malgré une certaine reprise, la pandémie a eu un impact négatif et durable sur la structure financière du Groupe. Compte tenu de ces impacts négatifs, le Groupe a bénéficié d'un ensemble de mesures gouvernementales de soutien à sa trésorerie, dont 83,3 millions d'euros de prêts garantis par l'État français (PGE à taux fixe) accordés en 2020 qui commenceront à être remboursés au 4ème trimestre de 2022 et ce jusqu'en 2026. En 2021, le Groupe a également obtenu 10,5 millions d'euros d'aides publiques, dont des fonds de solidarité, des aides pour faire face aux coûts fixes, et le chômage partiel du personnel de l'activité de gestion. En septembre 2022, le Groupe a émis 60 millions d'euros en TSDI, souscrits par le gouvernement français (via un fonds de transition) dans le cadre des mesures visant à renforcer les fonds propres des entreprises viables impactées négativement par la pandémie de la Covid-19. En outre, il a bénéficié également de reports de la sécurité sociale (12 millions d'euros).

De plus, comme détaillé dans les précédents rapports de notation, le Groupe a partiellement suspendu le paiement des loyers aux investisseurs des secteurs étudiants et appart-hôtels, et a proposé des plans pour la régularisation de cette situation (totale pour les résidences étudiantes et déjà fait, et partielle pour les appart-hôtels). En 2020 (hors 1er trimestre) et jusqu'à mai 2021, le versement des loyers aux investisseurs en appart-hôtels n'a été effectué qu'à ceux ayant accepté la proposition du Groupe (ne payer que 40%, plus une partie variable attachée à l'amélioration du CA HT hébergement entre 2021 et 2020). A compter de mai 2021, tous les investisseurs ont perçus 40% de leur loyer annuel. Le taux d'acceptation de cette proposition a augmenté à 55% des investisseurs à la fin de 2021 (contre 47% à la fin de 2020). Depuis le début de l'année 2022, le Groupe a repris le paiement des loyers à 100% aux investisseurs du segment des appart-hôtels, et il paye donc avec régularité les loyers à tous les investisseurs.

La France continue de bien se classer en termes de taux de vaccination par rapport aux autres pays, avec 78,4% de la population ayant le protocole de vaccination initial complet et 2,2% seulement partiellement vaccinée au 8 septembre 2022 (taux au-dessus des 72,8% et 2,4% respectivement dans l'Union européenne), ce qui est plutôt rassurant sur l'impact modéré d'une éventuelle nouvelle vague de la Covid-19. Néanmoins, l'activité du Groupe peut également être impactée par l'état de la pandémie dans d'autres pays, qui sont les marchés d'origine des étudiants étrangers, des touristes et de certains hommes d'affaires (mais là encore, nous sommes rassurés par les niveaux élevés de vaccination dans d'autres pays européens, qui sont les principaux marchés d'origine).

CAPACITE DE PRODUCTION DE TRESORERIE

Le 6 septembre 2022, ARC Ratings a tenu une conférence téléphonique avec la Direction générale du Groupe Réside Études pour parler de la performance du Groupe en 2021 et au premier semestre 2022 (1S2022), de sa stratégie et de son business plan. Toutes les informations pertinentes sont incluses dans ce rapport.

PERFORMANCE OPÉRATIONNELLE PAR ACTIVITÉ

L'essentiel de l'activité du Groupe est développé en France qui n'est pas notée par l'ARC («AA»)/Perspective stable par S&P Global Ratings, «AA»/Perspective négative par Fitch Ratings, Inc. et «Aa2»/Perspective stable par Moody's Investors Service, Inc.). Ainsi, le risque pays n'est pas significatif. Pour 2022/2023 sont projetées des hausses modestes de l'économie française (respectivement de l'ordre de 2% et de 1%, après une reprise significative de 6,8% en 2021) dans le contexte actuel de conflit européen et de hausse de l'inflation (prévue de l'ordre de 6% et de 3% respectivement).

Le chiffre d'affaires du Groupe, et par conséquent sa capacité de génération de trésorerie, a été très négativement impacté par la pandémie de la Covid-19 en 2020 et 2021, passant d'un chiffre d'affaires consolidé (y compris l'IFRS 16) de 449,9 millions d'euros en 2019 à 338,0 millions d'euros en 2020 (-24,9%), et à 413,0 millions d'euros en 2021 (une reprise de 22,2%, mais toujours à un niveau inférieur de 8,2% au chiffre de 2019). L'impact principal s'est fait sentir dans la gestion des appart-hôtels et l'activité de promotion (construction et vente aux investisseurs), même si les résidences pour étudiants ont également été quelque peu impactées. Les résidences pour seniors ont fait preuve d'une grande résilience.

L'évolution sans tenir compte de l'IFRS 16 a été très similaire, avec un chiffre d'affaires du Groupe en hausse de 22,0% en 2021, à 442,2 millions d'euros (après avoir baissé de 25,4% en 2020), montrant une reprise de l'activité dans tous les segments d'activité en 2021. La répartition est présentée dans le tableau ici à côté.

GRUPE RESIDE ÉTUDES - REPARTITION DU CHIFFRE D'AFFAIRES PAR ACTIVITÉ (MILLIONS D'EUROS)(*)

	2018	2019	2020	2021
Gestion	327.2	358.0	275.3	337.1
Promotion	144.8	137.8	88.8	107.3
Patrimoine	10.6	13.6	17.7	19.1
Holding et non affecté	28.2	31.1	32.8	37.5
Intersecteur	(47.0)	(54.5)	(52.1)	(58.9)
Total	463.9	485.9	362.4	442.2

Notes: (*) Montants hors IFRS 16

Sources: Groupe Réside Études.

L'Activité de Gestion

Le nombre de logements gérés par le Groupe a continué d'afficher une tendance haussière, principalement en raison des programmes de promotion en cours. La stratégie de croissance du Groupe s'est traduite par l'ouverture de 20 nouvelles résidences en 2021 (contre 8 en 2020, quand il y a eu un ralentissement en raison de la Covid-19) et 7 au 1S2022. Ainsi, le nombre de résidences gérées par le Groupe est passé à 240 en juin 2022, représentant 32,9 mille logements (soit 2,8 mille logements supplémentaires par rapport à fin 2020). Les résidences pour seniors ont mené la croissance, ajoutant 1,5 mille logements au cours de la dernière année et demie, à 6,4 mille logements à la fin du 1S2022. Les logements pour seniors représentent désormais 19,4% du total du Groupe, en forte augmentation par rapport aux 16,3% de décembre 2020). Les logements pour étudiants restent le segment le plus important, représentant 54,4% du total en juin 2022, et les appart-hôtels représentent 26,2%.

Les taux d'occupation moyens des résidences gérées et exploitées par le Groupe ont évolué comme indiqué ci-dessous:

- Résidences pour les étudiants et résidences Mixtes Etudiants / Apparthotel – une baisse en glissement annuel de près de 7pp en 2021 (à 80,9%, contre 87,7%) due à la diminution du nombre d'étudiants étrangers, en raison de l'impact de la Covid-19 (compte tenu du calendrier universitaire, sur ce segment 2021 a été plus impactée par la Covid-19 que 2020), la baisse du segment court séjours dans les résidences mixtes et l'ouverture de nouvelles résidences, mais avec un taux d'occupation toujours élevé. L'évolution de 2021 intègre la reprise au 2ème semestre 2021 (2S2021), grâce au retour des élèves pour la rentrée 2021-2022 et des offres commerciales plus larges, et a été suivie d'une reprise significative au 1S2022 (à 88,7%, contre 80,4%, revenant au niveau pré Covid-19 et au-dessus des prévisions du Groupe);
- Résidences pour les seniors – une légère baisse à 67,0% en 2021, suivie

GRUPE RÉSIDE ÉTUDES – REPARTITION DU NOMBRE DE LOGEMENTS GÉRÉES

	Dec. 2018	Dec. 2019	Dec. 2020	Dec. 2021	Jun. 2021	Jun. 2022
Nombre Total de Logements	27,243	29,304	30,077	32,217	30,597	32,912
Répartition par Segment:						
Pour Étudiants	15,783	16,520	16,737	17,905	16,768	17,893
Appart-Hôtels	7,884	8,280	8,442	8,507	8,329	8,639
Pour Seniors	3,576	4,504	4,898	5,805	5,500	6,380
Pour Étudiants	57.9%	56.4%	55.6%	55.6%	54.8%	54.4%
Appart-Hôtels	28.9%	28.3%	28.1%	26.4%	27.2%	26.2%
Pour Seniors	13.1%	15.4%	16.3%	18.0%	18.0%	19.4%

Source: Rapport Annuel du Groupe Réside Études et Intérim Information.

d'une augmentation à 68,8% au 1S2022 (bien qu'inférieure à ce qui avait été budgété). Le taux d'occupation de ces résidences est impacté par le nombre important de résidences ouvertes ces dernières années. Dans ce segment une résidence met généralement du temps à atteindre des taux d'occupation élevés, et donc un portefeuille avec un nombre important de résidences récemment ouvertes pénalise le taux d'occupation moyen. La preuve c'est que si l'on exclut les résidences ouvertes en 2021, le taux d'occupation s'est amélioré à 75,1% (contre 69,3% en 2020, hors résidences ouvertes cette année-là). Le Groupe travaille à l'amélioration des taux d'occupation à l'ouverture des résidences (avec des taux moyens acceptables).

- Appart-hôtels (hors Relais Spa) – les taux d'occupation de ce segment ont augmenté dans toutes les catégories en 2021, plus significativement dans les appart-hôtels 2 étoiles et 3 étoiles, à respectivement 62,8% et 54,6% (contre 52,5% et 47,1% en 2020). Pour les appart-hôtels 4 étoiles, la croissance a été de 36,4%, contre 27,8% en 2020. Ainsi, le taux d'occupation moyen s'est amélioré à 51,3% en 2021, contre 42,3% en 2020. Au 1S2022, la tendance de reprise s'est poursuivie, en particulier dans les appart-hôtels 2 étoiles (à 73,1%, de 59,5%) et 3 étoiles (à 68,8%, de 45,1%) revenant au niveau d'avant la Covid-19. Dans les appart-hôtels 4 étoiles, l'amélioration du taux d'occupation a été encore plus significative, s'améliorant à 56,4% (contre 23,1%), proche des niveaux d'avant la Covid-19.
- Appart-hôtels Relais Spa – Concernant l'appart-hôtel Relais Spa Val d'Europe, situé à proximité de Disneyland Paris, qui a rouvert à la mi-juin 2021 (après environ 7,5 mois de fermeture en raison de la pandémie de la Covid-19), le taux d'occupation a légèrement augmenté à 26,6% en 2021, contre 24,7% en 2020. Après ces deux années très difficiles, le 1S2022 a vu un retour à un taux d'occupation plus normal de 60,5% (contre un niveau de 3,0% au 1S2021). Concernant le Relais Spa Roissy, situé à proximité de l'aéroport Charles de Gaulle, fortement impacté par les restrictions de vols, le Groupe a décidé de ne pas renouveler les contrats de gestion à la fin mars 2021. Les impacts potentiels liés à l'accord signé en 2022 avec les investisseurs de Relais Spa Roissy et le plan de licenciement ont été provisionnés fin 2021 à hauteur de 1,0 million d'euros, ce qui, selon le Groupe, sera suffisant pour couvrir ces passifs.

En 2021, il y a eu des améliorations du Revenu disponible Par Chambre (RevPAR) dans toutes les catégories d'appart-hôtels, y compris dans le Relais Spa Val d'Europe, et dans les résidences pour seniors. A l'inverse, le RevPAR dans les résidences pour étudiants a enregistré une baisse en raison de la baisse du taux d'occupation moyen et de remises commerciales consenties dans certaines résidences. La tendance à l'amélioration du RevPAR s'est poursuivie au 1S2022 dans tous les segments de résidences (ayant dépassé le budget, à l'exception des résidences pour seniors).

Les revenus de l'activité de gestion, qui résultent de leur RevPAR, constituent la principale source de revenus du Groupe (représentant environ 76,0% du chiffre d'affaires total avant l'IFRS 16), et présentent l'évolution suivante:

- augmentation de 22,5% en 2021, à 337,1 millions d'euros, grâce à la croissance des revenus dans tous les segments. Le chiffre d'affaires des appart-hôtels (hors Relais Spa) a progressé de 26,8% (mais encore loin de récupérer la baisse de 47,1% en 2020), tandis que le chiffre d'affaires des appart-hôtels Relais Spa Val d'Europe a progressé de 93,6%. A l'opposé, les revenus du Relais Spa Roissy ont diminué de 64,5% en raison de la fin du contrat de gestion en mars 2021. Les revenus des résidences pour étudiants, habituellement un segment résilient, ont légèrement augmenté de 4,2% (après une baisse de 10,1% en 2020). Les revenus

des résidences pour seniors affichent les performances les plus positives, en hausse de 22,7%, bénéficiant de l'augmentation du nombre de résidences sous gestion et de l'amélioration du RevPAR; et

- augmentation significative de 41,6% au 1S2022, à 189,5 millions d'euros, principalement en raison de la reprise remarquable des appart-hôtels (de 94,8% à 68,2 millions d'euros), et des augmentations très pertinentes des résidences pour étudiants (de 25,2%, à 64,5 millions d'euros) et des résidences pour personnes âgées (de 19,6%).

L'Activité de Promotion

Dans le contexte de la pandémie de la Covid-19 les livraisons des programmes et l'avancement des travaux ont été perturbés.

Dans ce domaine d'activité, les ventes immobilières sont comptabilisées suivant la règle comptable de l'avancement, par l'application au montant des ventes signées (par acte notarié) d'un taux égal au taux d'avancement des chantiers. Le chiffre d'affaires du Groupe dans ce domaine d'activité (hors programmes en co-promotion comptabilisés selon la méthode de mise en équivalence) a enregistré une augmentation de 20,3% en 2021 (après une baisse de 38,2% en 2020), à 73,5 millions d'euros, et une augmentation de 18,7% en glissement annuel au 1S2022, à 33,7 millions d'euros.

En juin 2022, le Groupe comptait 31 programmes en cours de commercialisation et de construction, dont 25 pour les seniors (soit 80,6% du total), 4 appart-hôtels et 2 résidences pour les étudiants. Par ailleurs, deux résidences pour seniors sont en cours de construction et ont été achetées pour intégrer le portefeuille d'actifs patrimoniaux du Groupe. L'objectif de ces programmes de promotion est d'augmenter l'activité de gestion dans les années à venir. La stratégie visant à concentrer la croissance de l'activité de gestion sur les résidences pour étudiants et pour seniors a entraîné la suspension du lancement de programmes liés aux appart-hôtels.

Même dans un contexte de hausse de l'inflation, le Groupe prévoit une marge positive dans les programmes de promotion en cours de commercialisation et de construction. Il est à noter que le Groupe est en train de mettre en place une structure plus souple de son activité marketing, incluant un recours accru au marketing externe.

À noter qu'une partie des logements de ces 31 programmes en cours de construction a déjà été réservée sous contrat VEFA qui inclut la définition du prix de vente final. Ainsi, le Groupe ne peut pas actualiser le prix de vente en fonction de l'augmentation des coûts. Pour atténuer ce risque, le Groupe porte une attention toute particulière à l'évolution des coûts, le principal coût de la construction - les coûts de main-d'œuvre - restant inchangé, et les constructeurs essayant de trouver des matériaux alternatifs pour atténuer l'augmentation du côté des coûts des matériaux. Par ailleurs, le Groupe a également retardé le début de la phase de commercialisation de certains programmes, afin d'éviter les situations où il aurait été lié par un prix de vente que l'augmentation des coûts rendrait inintéressant pour lui.

Le Portefeuille d'Actifs Patrimoniaux

Le portefeuille d'actifs patrimoniaux du Groupe est composé d'immeubles de placement (résidences en exploitation) et d'actifs d'exploitation (espaces communs de plusieurs résidences et immeubles de placement en cours) qui sont gérés par le Groupe. Ses deux types d'actifs sont comptabilisés à la juste valeur, déterminée par des tiers.

La valeur du portefeuille d'actifs patrimoniaux du Groupe a augmenté à 398,6 millions d'euros en 2021, contre 370,8 millions d'euros en 2020, en raison de l'investissement dans de nouvelles résidences (principalement pour les étudiants) et de 4,2 millions d'euros de gains de juste valeur (en opposition avec des pertes de -6,2 millions d'euros en 2020, en raison de la pandémie de la Covid-19) en plus de la reprise de provision (EUR 5,6 millions) constituée pour les actifs d'exploitation du Relais SPA Roissy (qui seront échangés par les loyers impayés aux investisseurs, dans le cadre des négociations en cours). Globalement, son portefeuille d'actifs patrimoniaux comprend:

- 252,6 millions d'euros d'immeubles de placement (219,4 millions d'euros en 2020), composés principalement de résidences pour étudiants et de trois appart-hôtels; et
- 146,1 millions d'euros d'actifs d'exploitation, dont 12,9 millions d'euros en cours comptabilisés au coût historique (respectivement 151,4 millions d'euros et 26,6 millions d'euros en 2020).

Le chiffre d'affaires du portefeuille d'actifs patrimoniaux (loyers reçus de la partie gestion du Groupe) a augmenté de 7,9% en 2021, à 19,1 millions d'euros, et de 3,3% au 1S2022, à 9,5 millions d'euros (principalement en raison de l'augmentation des actifs).

ÉTATS FINANCIERS CONSOLIDÉS 2021

Le Groupe ne prépare que des états financiers consolidés annuels et nous ne disposons donc pas d'informations financières consolidées traduisant l'amélioration de la performance opérationnelle du 1S2022. Le rapport d'audit 2021 émis par Deloitte & Associés et PHM-AEC présentait une opinion sans réserve.

PERFORMANCE OPERATIONNELLE

L'application de la norme IFRS 16 relative aux locations opérationnelles (contrats à long terme avec des investisseurs permettant à Réside Études de gérer les logements qu'ils détiennent) a eu un impact comptable significatif sur les états financiers du Groupe, comme indiqué dans le tableau ici à côté (sans impact sur la trésorerie). Nous avons analysé les comptes officiels où la norme IFRS 16 est appliquée, mais également les indicateurs actuels et les indicateurs avant l'IFRS 16 aussi souvent que nous estimons que ceux-ci permettront de comprendre la performance du Groupe (en particulier sur les indicateurs liés à l'EBITDA, puisque l'EBITDA avant l'IFRS 16 est une bien meilleure approximation de la capacité de production de trésorerie que l'EBITDA post l'IFRS 16).

Les principales évolutions en 2021 ont été les suivantes:

- Le chiffre d'affaires du Groupe a augmenté de 22,2% en 2021, à 413,0 millions d'euros, tandis que son EBITDA a légèrement augmenté de 1,1% à 86,7 millions d'euros. Ainsi, sa marge d'EBITDA a diminué à 21,0%, contre 25,4% en 2020;
- Avant l'IFRS 16, son chiffre d'affaires a également augmenté de 22,0% à 442,2 millions d'euros, tandis que son EBITDA s'est amélioré de 22,2%, mais reste négatif à -31,2 millions d'euros, contre -40,1 millions d'euros en 2020, bénéficiant de la réduction des charges opérationnelles, mais reflétant toujours un impact significatif de la Covid-19. Ainsi, sa marge d'EBITDA hors l'IFRS 16 était toujours négative (-7,1%, contre -11,1% en 2020 - la marge d'EBITDA pré Covid-19 (en 2019) était de 2,9%); et

GRUPE RÉSIDE ÉTUDES - IFRS 16 IMPACT SUR COMPTES SPÉCIFIQUES (MILLIONS D'EUROS)

	2019	2020	2021
Compte de Résultat:			
Chiffre d'Affaires	(36.1)	(24.4)	(29.1)
EBITDA	102.2	127.3	120.8
EBIT	30.0	31.2	37.9
Charges Financières	44.1	46.9	51.5
Economie d'impôts sur les sociétés	3.5	3.9	3.4
Résultat Net	(10.6)	(11.8)	(10.2)
Bilan:			
Droits d'Utilisation de Logements	1,081.0	1,106.2	1,206.9
Actifs d'impôts différés	3.5	7.4	0.0
Total de l'Actif (Non Courants)	1,084.5	1,113.6	1,206.9
Capitaux Propres	80.0	68.3	35.4
Dettes Financière à Long et Moyen Terme	931.6	963.5	1,065.5
Dettes Financière à Court Terme	72.9	81.9	94.1
Dette Financière Total	1,004.5	1,045.4	1,159.6
Passifs d'impôts différés	0.0	0.0	11.8
Total du Passif (hors Capitaux propres)	1,004.5	1,045.4	1,171.4

Sources: Rapport Annuel du Groupe Réside Études.

- La performance de l'EBITDA par domaine d'activité s'est améliorée dans les domaines du portefeuille d'actifs patrimoniaux et de la gestion (bien qu'encore très négatifs), mais s'est détériorée dans le domaine de la promotion, comme détaillé ci-dessous:
 - o En raison de la décision du Groupe de maintenir le paiement des loyers liés à son portefeuille d'actifs patrimoniaux, c'est-à-dire de supporter l'impact de la Covid-19 par son activité de gestion, l'EBITDA de ce domaine d'activité, avant l'IFRS 16, s'élève à 15,9 millions d'euros, en amélioration par rapport aux 15,1 millions d'euros de 2020.
 - o L'EBITDA de l'activité de gestion s'est également amélioré, à -37,5 millions d'euros, contre -55,9 millions d'euros en 2020, mais même avec la mise en place des mesures de réduction des coûts il a continué d'être négatif, très pénalisé par la pandémie de la Covid-19. Par segments:
 - Comme en 2020, le segment des appart-hôtels a été le plus touché par la Covid-19, en raison de la réduction de la mobilité touristique et des voyages d'affaires, générant -12,1 millions d'euros d'EBITDA (toujours une reprise significative par rapport aux -29,2 millions d'euros de 2020).
 - Les résidences pour étudiants ont également été quelque peu impactées par la pandémie de la Covid-19, principalement au 1S2021 avec la baisse de leur taux d'occupation (qui s'est amélioré au 2S2021), qui a entraîné une baisse de leur EBITDA à 1,3 million d'euros, contre 3,4 millions d'euros en 2020 (le seul segment du domaine d'activité de gestion qui a maintenu un EBITDA positif pendant la pandémie de la Covid-19, mais toujours nettement inférieur aux 7,1 millions d'euros atteints en 2019).
 - Les résidences pour séniors, avec -27,4 millions (en amélioration tout de même par rapport à -30,1 millions d'euros en 2020), restent l'activité générant le plus d'EBITDA négatif, mais dans ce cas l'explication réside dans la phase du cycle économique dans laquelle se trouve l'essentiel du portefeuille, avec un nombre important de résidences récemment ouvertes (cette activité génère un EBITDA négatif les premières années, malgré les efforts déployés pour raccourcir les délais d'atteinte du seuil de rentabilité).
 - o L'EBITDA de l'activité de promotion s'est détérioré à -6,3 millions d'euros, contre -0,2 million d'euros en 2020, en raison des retards dans le lancement et la progression des programmes de promotion, ainsi que dans la signature de contrats de vente, dus à l'impact de la pandémie de la Covid-19 (il s'agit d'un impact direct de la baisse du niveau des réservations des programmes en 2020, qui n'ont été formalisées par contrat qu'en 2021).

CHARGES FINANCIÈRES ET RATIO DE COUVERTURE

Les frais financiers du Groupe nets des gains financiers ont augmenté de 11,7%, à 65,9 millions d'euros en 2021, reflétant l'augmentation des charges financières liées à l'impact IFRS 16 (qui ont augmenté à 51,5 millions d'euros, contre 46,9 millions d'euros, comme indiqué dans le tableau ci-dessous) et d'autres charges financières. Ainsi, sans l'impact de l'IFRS 16, les charges financières nettes s'élèvent à 17,3 millions d'euros, incluant également les charges d'intérêts liées à la titrisation (2,8 millions d'euros) et les charges exceptionnelles liées à la fin du contrat de gestion du Relais SPA Roissy (1,6 million d'euros).

Avant l'IFRS 16, la couverture des charges d'intérêts nettes par l'EBITDA était encore négative (-1,8x) en raison de l'EBITDA négatif (bien que mieux que les -3,0x en 2020). A noter que les charges d'intérêts nettes du Groupe incluaient les charges d'intérêts liées à la dette de financement de son portefeuille immobilier (7,2 millions d'euros en 2021 contre 6,9 millions d'euros en 2020). Les charges d'intérêts liées au portefeuille d'actifs patrimoniaux sont couvertes par l'EBITDA généré par le portefeuille et sont stabilisées à 2,2x en 2021. Les charges d'intérêts nettes liées à la dette financière restante du Groupe ont augmenté de 27,5%, à 10,1 millions d'euros en 2021, en raison de l'augmentation de la dette liée aux titrisations et des charges exceptionnelles liées au Relais SPA Roissy. Malgré la génération négative d'EBITDA des autres segments d'activité du Groupe, comme mentionné ci-dessus, le paiement des charges d'intérêts nettes liées à leur dette a été assuré par la trésorerie et les équivalents de trésorerie.

RESULTAT NET

Le résultat consolidé avant impôts s'est amélioré en 2021 à -69,6 millions d'euros, contre -89,9 millions d'euros en 2020, bien qu'il reste négatif et pire qu'en 2019 (-23,3 millions d'euros). L'économie d'impôts sur la société a permis un bénéfice net de -53,1 millions d'euros en 2021, contre -67,5 millions d'euros en 2020.

Avant l'IFRS 16, le résultat net consolidé était de -42,9 millions d'euros en 2021, en amélioration par rapport à -55,8 millions d'euros en 2020. Par rapport au business plan analysé dans le précédent rapport de notation, le résultat a été meilleur à 10,4 millions d'euros, reflétant un mélange d'évolutions. Cette évolution meilleure que prévu

reflète une performance meilleure que prévu des appart-hôtels, des gains de juste valeur sur le portefeuille d'actifs patrimoniaux, des aides gouvernementales de 6,4 millions d'euros liées à la Covid-19 et un crédit d'impôts plus important que prévu. Par contre, les résultats de l'activité de promotion et du segment des résidences pour séniors ont eu une performance moins bonne que prévu dans le business plan.

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

	2017	2018	IFRS 16 2019	IFRS 16 2020	IFRS 16 2021
CHIFFRE D'AFFAIRES	380,017	463,871	449,855	337,950	413,024
EBITDA	19,398	30,493	116,438	85,754	86,738
EBITDA, AVANT IFRS 16	19,398	30,493	14,200	(40,074)	(31,181)
EBIT	15,910	21,857	32,694	(30,871)	(3,656)
FRAIS FINANCIERS NETS DES GAINS FINANCIERS	7,559	8,140	55,981	58,997	65,919
FRAIS FINANCIERS NETS DES GAINS FINANCIERS, AVANT IFRS 16	7,559	8,140	11,840	13,536	17,256
RÉSULTAT NET	6,106	11,789	(17,282)	(67,477)	(53,105)
CAPACITÉ D'AUTOFINANCEMENT	10,153	16,944	61,399	29,136	24,138
Marge EBITDA (%)	5.1%	6.6%	25.9%	25.4%	21.0%
Chiffre d'Affaires Net sur Retour (%)	1.6%	2.5%	(3.8%)	(20.0%)	(12.9%)
Taux de Distribution de Résultats (%)	19.7%	15.3%	0.0%	0.0%	0.0%
Couverture des Charges Fin. des Emprunts Nettes par l'EBITDA	2.6	3.7	2.1	1.5	1.3
Couverture Charges Fin. des Emp. Net. par l'EBITDA, Avant IFRS 16	2.6	3.7	1.2	(3.0)	(1.8)

Notes: Montants arrondis. Comptes avec des reclassements faits par ARC Ratings pour l'analyse.

Sources: Les Rapports et les Comptes du Groupe Réside Études.

POLITIQUE FINANCIERE

POSTES DE L'ACTIF ET DU PASSIF

Le total des actifs du Groupe a légèrement augmenté en 2021, de 4,6%, pour atteindre 2.018,6 millions d'euros à la fin de 2021 (84,5% d'actifs non-courants et 15,5% d'actifs courants). Cette augmentation, équivalente à 88,1 millions d'euros, s'explique principalement par une augmentation de 93,2 millions d'euros des actifs non-courants principalement liée à la comptabilisation des droits d'utilisation conformément à la norme IFRS 16, reflet de l'augmentation du portefeuille des biens sous gestion du Groupe.

À part cela, il faut noter l'augmentation des actifs suivants:

- Portefeuille d'actifs patrimoniaux, de 27,8 millions d'euros, et autres immobilisations, de 9,5 millions d'euros;
- Actifs d'impôts différés (hors impact IFRS 16), de 16,7 millions d'euros, à 25,9 millions d'euros;

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

	2017	2018	IFRS 16 2019	IFRS 16 2020	IFRS 16 2021
TOTAL DE L'ACTIF	510,290	578,217	1,775,110	1,930,384	2,018,598
BESOINS EN FONDS DE ROULEMENT (BFR)	66,263	57,250	72,392	(22,308)	(2,479)
ENDETTEMENT FINANCIER NET	255,347	272,730	1,361,881	1,378,895	1,567,216
ENDETTEMENT FINANCIER NET, AVANT IFRS 16	255,347	272,730	357,409	333,509	407,588
Endettement Financier Net / EBITDA (x)	13.2	8.9	11.7	16.1	18.1
Endettement Financier Net / EBITDA (x), Avant IFRS 16	13.2	8.9	25.2	(8.3)	(13.1)
Prêt / Valeur du Portefeuille d'Actifs Patrimoniaux (%)	57.8%	53.0%	67.1%	65.4%	61.3%
Autonomie Financière (avec Intérêts Minoritaires) (%)	17.3%	17.1%	9.7%	6.7%	2.9%
Risque de Liquidité	100.0%	100.0%	100.0%	0.0%	100.0%
Liquidité Générale	116.3%	117.4%	102.8%	118.0%	68.9%
Liquidité Réduite	78.1%	93.1%	82.5%	105.9%	58.5%

Notes: Montants arrondis. Comptes avec des reclassements faits par ARC Ratings pour l'analyse.

Sources: Les Rapports et les Comptes du Groupe Réside Études.

- Stocks, de 9,2 millions d'euros, à 47,0 millions d'euros, liés à la reprise de son activité de promotion; et
- Comptes de régularisation, de 18,6 millions d'euros, à 60,0 millions d'euros.

A l'inverse, nous avons remarqué la diminution de la trésorerie et équivalents de trésorerie, de 79,8 millions d'euros, à 119,1 millions d'euros, toujours à un niveau confortable. Comme évoqué précédemment, le Groupe a pris des mesures pour préserver sa liquidité dans le contexte incertain de la pandémie de la Covid-19. La baisse de trésorerie est principalement due à la capacité d'autofinancement négative avant IFRS 16, de -48,7 millions d'euros (en légère amélioration contre -52,2 millions d'euros en 2020) et à l'investissement pour renforcer le portefeuille d'actifs patrimoniaux et ses autres immobilisations (35,1 millions d'euros, contre 33,2 millions d'euros en 2020), en partie compensés par l'évolution du besoin en fonds de roulement (de 11,2 millions d'euros). En outre, les créances clients ont enregistré une légère baisse à 40,7 millions d'euros, tandis que les créances douteuses sont restées stables à 4,5 millions d'euros, soit 10,0% du total, couvert à 100% par provision.

FINANCEMENT, COUVERTURE DE LA DETTE PAR L'EBITDA, LIQUIDITÉ, ET RISQUE DE TAUX D'INTÉRÊT

La dette brute du Groupe a augmenté de 6,9% en 2021, à 1.686,3 millions d'euros, et se compose de:

- 1.159,6 millions d'euros (1.045,4 millions d'euros en 2020) en obligations de location opérationnelle comptabilisées conformément à la norme IFRS 16 (dont 91,9% à échéance moyen-long terme); et
- 526,7 millions d'euros d'autres dettes financières (contre 532,4 millions d'euros en 2020), dont ce qui suit:
 - o 450,4 millions d'euros - contractés à moyen et long terme (contre 454,5 millions d'euros en 2020), incluant des emprunts bancaires, obligataires, prêts PGE, prêts hypothécaires et crédit-bail pour financer ses immobilisations, à savoir son patrimoine d'actifs patrimoniaux. À la fin de 2021, 116,5 millions d'euros de cette dette (25,9% du total) ont été comptabilisés en dette à court terme, tandis que 33,5% ont été comptabilisés comme ayant une échéance de 1 à 5 ans et les 40,6% restants ont été comptabilisés comme ayant une échéance supérieure à 5 ans. La composante court terme inhabituellement élevée en 2021 reflète l'enregistrement des obligations du Groupe, avec une échéance initiale prévue en février 2023 (l'«Euro PP 2023») et en décembre 2026 (l'«Euro PP 2026») - pour un montant total de 92,8 millions d'euros -, en dette à court terme à la fin de 2021, car à cette date le Groupe ne respectait pas le ratio de levier («gearing») contracté dans ces émissions obligataires. Le profil de maturité de la dette du Groupe s'est quant à lui sensiblement amélioré après la conclusion récente d'un accord avec les obligataires pour une extension de deux ans de la maturité de l'Euro PP 2023, jusqu'en février 2025, et pour la prise en compte des TSDI de 60,0 millions d'euros en fonds propres, pour le calcul du ratio «gearing» (ce ratio est donc désormais respecté).

	2017	2018	2019	2019	2020	2020	2021	2021
	Euro PPs	Euro PPs	Euro PP	Euro PP	Euro PP	Euro PP	Euro PP	Euro PP
	2019/2023	2019/2023	2023	2026	2023	2026	2023	2026
Dette Financières Nettes (Ratio Gearing Euro PP)	59.7	39.1	44.0	29.7	2.5	(11.1)	24.6	14.9
EBITDA	19.4	30.5	14.2	14.2	(40.1)	(40.1)	(31.2)	(31.2)
Dette Financières Nettes / EBITDA	3.08	1.28	3.10	2.09	(0.06)	0.28	(0.79)	(0.48)

Notes: Hors IFRS 16.

Sources: Groupe Réside Études.

- 61,9 millions d'euros - cession de créances pour diversifier ses sources de financement (contre 59,1 millions d'euros en 2020), dont 32,4 millions d'euros qui arriveront à échéance à la fin de 2022 (concernant la première cession réalisée en 2018 et prolongée d'un an et, 2,8 millions d'euros supplémentaires émis en 2021 avec la même échéance), et 29,5 millions d'euros émis en 2020 qui arriveront à échéance en 2022. Le Groupe prépare une nouvelle cession à émettre en 2022, pour remplacer celle qui arrive à échéance en fin d'année, et vise à maintenir au moins 60,0 millions d'euros de titrisation totale avec une maturité longue (idéalement de 4 ans, c'est-à-dire en augmentation d'un an par rapport à l'existant).
- 14,4 millions d'euros - concours bancaires (18,9 millions d'euros en 2020). La diminution s'explique par le changement du timing dans la promotion des nouvelles résidences.

Par conséquent, considérant que les obligations ne sont pas exigibles à court terme (comme détaillé ci-dessus) et en supposant la réalisation réussie de la nouvelle cession à émettre en 2022, la dette financière à court terme ex-IFRS 16 du Groupe, à la fin de 2021, serait de 38,8 millions d'euros (près de 38,6 millions d'euros en 2020), couverte 3,1x par la trésorerie et les équivalents de trésorerie, un niveau toujours confortable malgré la baisse par rapport aux 5,2x de 2020 (une couverture exceptionnelle dans un contexte de plus grande incertitude causée par la Covid-19).

Au 1S2022, la trésorerie et les équivalents de trésorerie du Groupe ont diminué de 66,9 millions d'euros, en raison du flux de trésorerie négatif provenant de l'activité du SI 2022, du paiement de dettes liées au Covid dont le paiement a été différé les années précédentes, du paiement de la dette (13,2 millions d'euros) et de quelques investissements en actifs d'exploitation pour son portefeuille d'actifs patrimoniaux. Cependant, l'émission de 60,0 millions d'euros de TSDI en septembre et l'encaissement attendu de la vente des droits de gestion de certaines résidences et de la vente d'actifs d'exploitation (voir les prévisions) renforceront la trésorerie du Groupe. Il n'y a donc pas de pression sur la liquidité actuelle, et pas de pression prévue dans les années suivantes. Il est important de souligner que les TSDI ne comportent aucune option de rachat par le prêteur.

La dette financière brute du Groupe (hors cession de créances et dette liée à la norme IFRS 16), se décompose en trois catégories compte tenu de leur objet:

- Pour financer son portefeuille d'actifs patrimoniaux: 248,9 millions d'euros en 2021 proches des 247,7 millions d'euros en 2020 contractés par actif, compte tenu des revenus espérés du bien (loyers de l'entité de gestion, qui appartient au Groupe). Le ratio prêt/valeur du portefeuille d'actifs patrimoniaux net des avances preneurs s'est amélioré à 61,3% à la fin de 2021 (contre 65,4% à la fin de 2020), grâce à l'augmentation de sa juste valeur, ce qui est un ratio LTV raisonnable.
- Pour financer l'activité de promotion: 14,4 millions d'euros en 2021 (concours bancaires, mentionnés ci-dessus), contre 18,9 millions d'euros en 2020, en raison du ralentissement de l'activité. Compte tenu de la trésorerie et équivalents de trésorerie des filiales qui opèrent dans ce domaine d'activité, la dette nette a diminué à 1,2 millions d'euros (contre 12,1 millions d'euros en 2020). Normalement, le remboursement de cette dette s'effectuera avec le produit des versements échelonnés reçus des acquéreurs de logements («ventes en l'état futur d'achèvement» - VEFA) - versements qui s'effectueront en fonction de la phase d'achèvement du logement); et
- Pour financer des investissements en immobilisations non incluses dans son portefeuille d'actifs patrimoniaux et autres dettes génériques: 198,2 millions d'euros en 2021 (une légère baisse par rapport à 203,8 millions d'euros en 2020), à savoir des emprunts obligataires et des PGE. Par conséquent, le service de la dette est strictement lié à l'EBITDA du Groupe.

La dette financière nette du Groupe ex-IFRS 16 a augmenté de 22,2% en 2021, en raison de la diminution de la trésorerie et des équivalents de trésorerie, comme mentionné ci-dessus, à 407,6 millions d'euros (contre 333,5 millions d'euros en 2020). Compte tenu de la dette liée à la norme IFRS 16, la dette financière nette du Groupe a atteint 1.567,2 millions d'euros en 2021, contre 1.378,9 millions d'euros en 2020.

En 2021, avant l'impact de l'IFRS 16, le ratio dette financière nette/EBITDA est resté négatif à -13,1x, du fait d'un EBITDA négatif, et s'est détérioré par rapport aux -8,3x en 2020, du fait de l'augmentation de la dette financière nette. Compte tenu des données fournies par le Groupe, le ratio dette financière nette/EBITDA spécifique de l'activité du portefeuille des actifs patrimoniaux s'est légèrement amélioré à 15,4x en 2021, contre 16,1x en 2020, un effet de levier gérable compte tenu de sa maturité. De plus, le ratio LTV de 61,3% à la fin de 2021 présente une marge considérable, pour une vente éventuelle d'actifs en cas de besoin ou de décision du Groupe.

Deux emprunts obligataires («Euro PP 2023» et «Euro PP 2026») comprennent un ratio «gearing» (mais basé sur des calculs différents), lié à l'endettement net avant l'IFRS 16, hors dette pour financer son portefeuille d'actifs patrimoniaux et les concours bancaires liés à l'activité de promotion, par rapport à ses fonds propres avant l'IFRS 16. Le ratio «gearing» devrait être inférieur à 1,0x dans chaque cas, faute de quoi le remboursement anticipé de l'emprunt obligataire est déclenché. En juin 2022, les obligataires ont approuvé le changement de la définition des fonds propres pour le calcul du ratio «gearing», pour y inclure les TSDI. Compte tenu de ce changement, les ratios ont été respectés (étant de 0,30x et de 0,18x), comme lors des périodes précédentes.

La dette à moyen et long terme du Groupe pour financer ses actifs immobilisés est généralement soumise à des taux d'intérêt fixes. Pour la dette à moyen et long terme à taux variable le Groupe recherche des solutions personnalisées pour plafonner ou couvrir ces taux d'intérêt, et n'est donc pas confronté à un risque de taux d'intérêt significatif. Les swaps contractés par le Groupe sont évalués à leur juste valeur. À la fin de 2021, la perte latente liée à ces swaps s'élevait à 1,7 million d'euros (contre 0,9 millions d'euros en 2020). La dette à taux variable liée à l'activité de promotion ne fait pas l'objet d'une couverture de taux d'intérêt, et est donc assujettie au risque de taux d'intérêt, particulièrement dans le contexte actuel de hausse des taux d'intérêt, mais le risque est atténué par sa nature de court terme.

STRUCTURE DU CAPITAL

Les capitaux propres du Groupe (y compris les intérêts minoritaires) ont diminué à 58,3 millions d'euros en décembre 2021, contre 129,3 millions d'euros en décembre 2020, en raison de pertes dans le contexte défavorable de la Covid-19, et de la correction d'impôts différés de l'IFRS 16 (de -22,6 millions d'euros). Cette correction s'explique par un changement d'estimation par les commissaires aux comptes du montant des impôts différés liés au Droit d'Utilisation par rapport à celui qui avait été enregistré lors de la mise en place de la norme IFRS 16 en 2019. Ainsi, le ratio capitaux propres/actifs a diminué à un niveau très faible de 2,9% à la fin de 2021, contre 6,7% à la fin de 2020. Avant l'impact de l'IFRS 16, ce ratio a aussi baissé à 2,8% en 2021 (contre 7,5% en 2019) ce qui est jugé très faible.

Conscient de la nécessité de renforcer ses fonds propres, le Groupe a émis des TSDI pour 60,0 millions d'euros, à maturité indéterminée, ce qui est considéré comme des fonds propres selon les normes IFRS, et a amélioré ses ratios financiers. Si l'on considère ces TSDI à la fin de 2021, son ratio capitaux propres/actifs se situe à 5,7% (soit à 9,5% avant l'impact de l'IFRS 16). Par ailleurs, le Groupe entend encore améliorer ses fonds propres par la cession des droits de gestion d'un portefeuille de résidences matures et d'actifs d'exploitation. La lettre engageante (une promesse d'achat) a été signée par le futur acquéreur en juin 2022, portant sur 14 résidences pour séniors pour 39,5 millions d'euros. De ce montant, 28,0 millions d'euros concernent les droits de gestion, dont 3,2 millions d'euros de complément de prix sur les performances futures des résidences cédées (clause earn-out), et 11,5 millions d'euros relatifs aux actifs d'exploitation détenus par le Groupe dans ces résidences. La finalisation de la transaction est en attente des autorisations nécessaires, et le Groupe prévoit qu'elle sera faite avant fin 2022 (au moins concernant 11 résidences et ses actifs d'exploitation). De plus, en fonction des circonstances de marché, le Groupe envisage la possibilité d'ouvrir le capital social de la société mère (ou d'une filiale) à un actionnaire minoritaire dans les prochaines années. À noter que les TSDI ne permettent pas le versement de dividendes, ce qui est un facteur préjudiciable pour trouver un investisseur.

PERSPECTIVES:

En juillet 2022, le Groupe a mis à jour son business plan pour la période 2022-2026, sans tenir compte de l'impact de l'IFRS 16, en se basant sur les chiffres de 2021 et les évolutions au 1S2022. Après une période impactée par la pandémie de la Covid-19, où la principale priorité était de préserver la liquidité du Groupe, les principales lignes directrices de ce business plan à long terme sont le renforcement de ses fonds propres, le désendettement et le retour à la rentabilité de ses activités. Le Groupe maintient sa stratégie antérieure d'expansion sur les segments les plus résilients et ayant les fondamentaux de long terme les plus solides (en particulier le segment des seniors), principalement sur le marché français. Cependant, sa stratégie précédente de réduction significative de son exposition au segment des appart-hôtels a été repensée, et il continuera à gérer la majeure partie du portefeuille existant soutenu par l'émission des TSDI.

Pour 2022, le Groupe prévoit encore un EBITDA négatif, en conséquence de la poursuite de la génération d'EBITDA négatif des segments des résidences pour seniors (en raison de la phase du cycle économique dans laquelle se trouve ce segment) et des appart-hôtels (toujours impactés par la pandémie de la Covid-19 au 1S2022). Il convient de noter que l'EBITDA négatif prévu pour 2022 se compare à un EBITDA positif dans les prévisions précédentes du Groupe. Les raisons principales sont la décision stratégique de maintenir la gestion de la majeure partie du portefeuille existant dans le secteur des appart-hôtels et, un nombre plus élevé de nouvelles résidences pour les seniors (tout en envisageant de vendre les droits de gestion des résidences matures pour financer une nouvelle expansion).

Le Groupe prévoit de revenir à un EBITDA positif et significatif en 2023 (au-dessus du niveau pré-Covid) sur la base de la génération d'un EBITDA positif espéré dans tous ses principaux domaines d'activité, à l'exception des seniors, grâce à l'optimisation du portefeuille d'actifs et à l'amélioration de la performance opérationnelle. Pour les années suivantes il est prévu d'augmenter les valeurs de l'EBITDA, provenant de l'équilibrage de l'EBITDA négatif décroissant des résidences pour seniors jusqu'en 2024 (et de la génération positive par la suite) avec la croissance attendue de l'EBITDA des autres segments d'activité.

La stratégie d'expansion, en particulier dans le segment des résidences pour seniors, devrait être financée par une combinaison de fonds provenant de désinvestissements, de trésorerie d'exploitation et d'apports de fonds propres. Même avec une réduction du niveau d'investissement prévu, un flux de trésorerie négatif est prévu jusqu'en 2024 (en partie en raison de la régularisation du paiement des loyers des années précédentes qui ont été différés en raison de la Covid-19), suivi de valeurs positives.

La dette brute (à noter que les TSDI ne sont pas considérés comme de la dette mais comme des fonds propres) devrait présenter une tendance à la baisse sur la période 2022-2026. Le Groupe anticipe une amélioration significative du ratio LTV de son portefeuille d'actifs patrimoniaux. Sa dette financière nette devrait également afficher une tendance à la baisse (sauf en 2024). Le ratio dette financière nette/EBITDA sera négatif en 2022 (mais avec un EBITDA significativement moins négatif), et devrait revenir à des niveaux positifs dans les années à venir, passant d'un niveau élevé à modéré, nettement meilleur que les niveaux pré-pandémiques.

Globalement, le Groupe prévoit de poursuivre la trajectoire de reprise qui a commencée en 2021 et a mis en place une stratégie d'amélioration de la rentabilité, d'optimisation du portefeuille d'actifs et de désendettement, basée sur l'amélioration de sa performance opérationnelle, la cession d'actifs et l'entrée d'un actionnaire minoritaire. Tous ces facteurs contiennent un certain degré d'incertitude, mais la performance du 1S2022 offre un certain confort en termes d'amélioration opérationnelle et de réussite des cessions d'actifs, en plus d'avoir obtenu un matelas supplémentaire de flexibilité financière avec l'émission des TSDI de 60 millions d'euros. Les cessions d'actifs ultérieures prévues, si elles se concrétisent conformément aux attentes, seront un facteur positif permettant de réduire l'endettement du Groupe. Pour l'entrée d'un actionnaire minoritaire, l'amélioration de la performance opérationnelle sera toujours essentielle. À cet égard, alors que l'on peut s'attendre à ce que l'impact éventuel d'une nouvelle vague de la Covid-19 soit faible, l'incertitude concernant l'évolution des économies française et européenne, liée au conflit Ukraine/Russie et à l'évolution de l'inflation, a augmenté significativement, et a accru le degré d'incertitude existant. Dans un contexte défavorable, le Groupe pourrait ralentir le développement de nouveaux programmes (comme cela s'est produit en 2020) ou, en cas de besoin, vendre d'autres actifs de son portefeuille d'actifs patrimoniaux. ARC surveillera l'EBITDA du Groupe et ses indicateurs d'endettement.

METHODOLOGIE ET RECHERCHES

Méthodologie d'entreprises non financières par ARC Ratings

Rapport de notation initial de Réside Études (12 septembre 2013)

Rapport de notation précédent de Réside Études (29 octobre 2021)

PERIODE D'ANALYSE ET INFORMATIONS ANALYSEES

PERIODE D'ANALYSE

Historique: 2017 au 1S2022

Perspectives: 2022 - 2026

INFORMATIONS ANALYSÉES

Rapport Annuel 2021 Réside Études

Détails sur la Dette Financière

Réside Études Intérim Information

Business Plan 2022-2026 Réside Études

CLAUSE DE NON-RESPONSABILITE

ARC Ratings ne fournit qu'une notation de crédit sur les titres notés ou sur l'émetteur et ne recommande ni ne recommandera comment un émetteur peut ou doit obtenir un résultat de notation particulier. Une notation ne couvre pas un amendement potentiel des lois et n'est pas et ne peut pas être considérée comme un audit. En outre, ARC Ratings n'est partie à aucun document de transaction concernant les instruments/transactions qu'elle note. Les utilisateurs de nos notations doivent se familiariser eux-mêmes avec les documents de transaction. ARC Ratings n'agit pas en tant que conseiller juridique, fiscal, financier, en investissement ou autre, et les utilisateurs doivent chercher du conseil professionnel auprès des tiers appropriés si nécessaire.

ARC Ratings, SA est enregistrée en tant qu'agence de notation de crédit auprès de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA), dans le cadre du règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil, du 16 septembre, et est reconnue en tant qu'organisme externe d'évaluation du crédit (OECC).

ARC Ratings (UK) Limited est enregistrée en tant qu'agence de notation de crédit auprès de la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni, dans le cadre du Statutory Instrument N° 266/2019, du 13 février, et reconnue comme OECC.

Ce rapport de l'évolution de la notation doit être lu conjointement avec le rapport de notation initial et avec les rapports d'évaluation qui ont suivi.

Les notations de crédit attribuées par ARC Ratings sont des opinions et des perspectives indépendantes sur les risques de crédit relatifs des obligations financières émises par diverses entités. Le risque de crédit est le risque qu'une entité ne puisse pas honorer ses obligations financières au fur et à mesure qu'elles arrivent à échéance, c'est-à-dire la capacité et la volonté d'une entité/d'un émetteur d'effectuer tous les paiements d'intérêts et du principal requis sur une obligation donnée, en temps voulu conformément à ses conditions. Les notations de crédit expriment le risque par ordre de rang relatif – elles constituent une mesure ordinale du risque de crédit dont la probabilité de défaut ou de perte peut varier tout au long du cycle de crédit. Elles sont délivrées à l'aide d'un système de classement établi et défini de catégories de notation (échelle de notation). Les notations de crédit d'ARC sont déterminées à l'aide des critères de notation publiés par l'ARC.

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, ARC Ratings fournit à l'entité dont les engagements financiers sont en cours de notation les documents justifiant la notation à attribuer. Cette entité a ainsi la possibilité de clarifier ou de corriger des détails factuels. 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 ses notations. ARC Ratings accorde également à l'émetteur la possibilité de faire appel d'une notation attribuée par l'ARC à condition que ce recours s'appuie sur des informations complémentaires qui n'ont pas été prises en compte dans la notation d'origine.

Les taux de défaut historiques d'ARC Ratings, S.A. sont publiés dans le registre central de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) consultable sur le site Internet cerep.esma.europa.eu/cerep-web/. Il convient de souligner que le portefeuille de notations d'ARC Ratings peut être qualifié de «portefeuille de défaut très faible» et que, par conséquent, les défauts historiques de l'agence ne sont pas statistiquement significatifs. Le défaut est l'absence de paiement intégral et en temps voulu du capital ou des intérêts ou, la survenance de tout événement indiquant explicitement que le futur paiement intégral et en temps voulu de ces engagements n'aura pas lieu (par exemple, en cas de faillite).

Les notations ne constituent pas une recommandation, une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de maintien des investissements pouvant être mentionnés, et ne constituent qu'un des éléments à disposition des investisseurs. L'utilisation de toute notation est faite entièrement aux risques et périls de l'utilisateur.

Pendant toute la période de validité des notations, ARC Ratings surveille la performance de l'émetteur via des sources publiques et des informations fournies par l'émetteur/sponsor et, si un développement important se produit, ARC Ratings peut avancer la date de l'évaluation, sauf s'il s'agit d'une notation ponctuelle. La liste mise à jour des notations publiques est disponible sur le site www.arcratings.com.

Les notations d'ARC Ratings sont attribuées sur la base d'informations qui peuvent inclure des informations confidentielles, recueillies auprès d'une grande variété de sources jugées fiables par ARC Ratings, y compris auprès de l'entité en cours de notation ou dont les engagements financiers sont soumis à notation. ARC Ratings a adopté et met en œuvre des mesures visant à garantir, dans la mesure du possible en fonction des circonstances, une vérification raisonnable des informations utilisées pour l'attribution de la notation et que ces informations proviennent de sources fiables. Nonobstant ce qui précède, si ARC Ratings n'est pas satisfaite de la qualité des informations qu'elle reçoit, elle refusera d'attribuer la notation. L'attribution d'une notation ne doit pas être considérée comme une garantie de l'exactitude, de l'exhaustivité ou de l'actualité des informations sur lesquelles se fonde la notation ou des résultats obtenus à partir de l'utilisation de ces informations.

Dans le processus de notation, ARC Ratings adopte des procédures et des méthodologies visant à garantir la transparence, la crédibilité et l'indépendance, et aussi à ce que les classifications de notation ne soient pas influencées par des conflits d'intérêts.

CONTACTS

ARC Ratings (UK) Limited

30 Churchill Place, Canary Wharf
 London E14 5RE - UNITED KINGDOM
 +44 203 927 8600
arcratings_uk@arcratings.com

Rhonda Moore

Business Development Director
rhonda.moore@arcratings.com

ARC Ratings, S.A.

Rua de São José. 35 – 1º B
 1150-321 Lisbon - PORTUGAL
 +351 21 304 11 10
arcratings_eu@arcratings.com



www.arcratings.com