

## Résidé Études Investissement S.A.

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

### JUSTIFICATION DE LA NOTATION

ARC Ratings, SA (ARC Ratings) confirme la notation "BBB+", avec perspective stable, 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 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 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 (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.

#### DATE DE NOTATION

Le 5 octobre 2015

#### VALIDITÉ DE LA NOTATION

Le 5 octobre 2016

#### NOTATION INITIALE

Le 12 septembre 2013

#### DERNIÈRE ÉVALUATION

Le 3 octobre 2014

#### DATE DE LA PROCHAINE ÉVALUATION

Le 5 octobre 2016

#### PÉRIODE D'ANALYSE

Historique: 2010 à juin 2015

Prévisions: 2015 à 2019

#### MÉTHODOLOGIE UTILISÉE

Notation de sociétés non-financières par ARC Ratings  
Méthodologie disponible sur [www.arcratings.com](http://www.arcratings.com)

#### CONTACTS ARC

##### Isabel Fernandes

Analyste Principale

[isabel.fernandes@arcratings.com](mailto:isabel.fernandes@arcratings.com)

##### Emma-Jane Fulcher

Directrice des Notations en Exercice & Présidente de Panel  
[emma.fulcher@arcratings.com](mailto:emma.fulcher@arcratings.com)

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

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, l'exploitation, l'entretien, 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 s'est élevé à 316 M€ en 2014, dont environ 75% provient de l'activité de gestion et exploitation immobilière.

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

### LES PRINCIPAUX CRITERES DE NOTATION DE RÉSIDENCE 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 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 augmenté 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 RÉSIDENCE 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 Résidence 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.

### CAPACITÉ DE PRODUCTION DE TRESORERIE ET DÉVELOPPEMENTS RÉCENTS

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 issues de l'activité de promotion immobilière (et la reprise de deux résidences en difficulté). Le Groupe a mis en exploitation 11 nouvelles résidences en 2014 (1.290 logements), dont cinq appart-hôtels (757), quatre résidences pour seniors (391) et deux résidences pour étudiants (142). En termes globaux, le Groupe a connu une croissance en glissement annuel de 5,2% de ce portefeuille, gérant 21.635 logements en 2014. Cette tendance a continué au premier semestre 2015, avec la mise en exploitation de cinq nouvelles résidences (deux appart-hôtels, deux résidences pour les seniors et une pour les étudiants).

À l'inverse, à la mi-mai 2015, le Groupe a transféré la gestion des trois premières résidences avec services pour seniors (225 logements) au fondateur du concept Girandière et précédent gestionnaire de ces trois résidences qui a quitté le Groupe Résidence Études à cette date. Cette opération a fait partie de l'accord de départ et ne représente aucune perte pour le Groupe. Ce manager était le responsable de l'ensemble des résidences avec services pour seniors du Groupe. Il a été remplacé en Janvier 2015 (par M. Pierre Besnard, une personne dotée d'une grande expérience financière). Ainsi, après cette opération, le nombre de résidences pour seniors du Groupe a diminué passant à 14, dont 2 sont entrées en fonctionnement en 2008/2009, 4 en 2012, 3 en 2013, 4 en 2014 et une en avril 2015.

Le Groupe continue de gérer un parc de résidences dédiées à l'habitation (donc sans service, cf. enseigne «Les Activiales»), résultat d'opportunités de développement. Le Groupe a un processus en cours pour transférer la gestion de ces résidences à des agences locatives externes, ce qui explique la baisse du nombre de logements sous gestion dans cette catégorie d'actifs à 224 en 2014 (450 en 2013) et à 220 à la fin du mois de Juin (dans quatre résidences).

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 (avec 13.098 logements, environ 60 % du total), 72 appart-hôtels (avec 7.210 logements, 33% du total) et 14 pour les seniors (avec 1.339 logements, 6,1% du total).

Le contexte économique et la hausse du taux de la TVA ont eu un impact sur les taux d'occupation des résidences gérées par le Groupe, en particulier sur les résidences pour étudiants. Dans ce contexte, et avec l'entrée en fonctionnement de nouvelles résidences (qui prennent environ deux ans pour atteindre la vitesse de croisière en matière d'occupation) les taux d'occupation moyens ont évolué comme suit:

- résidences pour étudiants (commercialisées principalement sous l'enseigne «Les Estudines», et également sous l'enseigne «Study City») - légère diminution de 89,9% en 2013 à 88,4% en 2014, et à 86,5% au premier semestre 2015 (stable en glissement annuel); à noter qu'en début du mois de septembre 2015 le rythme de location est en ligne avec l'année précédente et que le Groupe fait une gestion active des loyers effectifs en connaissance des loyers pratiqués par les concurrents; le Groupe va faire quelques améliorations dans les résidences qui sont commercialisées sous l'enseigne «Study City», pour les rendre plus attrayantes et plus rentables;
- résidences hôtelières – appart-hôtels (commercialisées sous les enseignes «Séjour & Affaires», «Residhome» et «Relais Spa») – évolutions dans les deux sens, principalement en raison de l'exploitation de nouvelles résidences; les taux d'occupation sont compris entre 63% et environ 71% en 2014 (avec une évolution favorable pour le milieu et le haut de gamme, et défavorable pour le restant) et entre environ 64% et 70% au premier semestre 2015 (la plupart ayant enregistré une amélioration, sur une base comparable); à noter, toutefois, que pour les résidences haut de gamme (Relais Spa de Val d'Europe et Relais Spa Roissy) le rythme du développement est plus faible que celui qui avait été initialement prévu, de sorte que le Groupe mettra en œuvre des mesures supplémentaires, en termes de qualité et de quantité de services fournis, pour l'accélérer;
- résidences pour seniors (commercialisées sous l'enseigne «La Girandière») - augmentations successives, même dans un contexte d'un nombre significatif d'ouvertures, à 70,8% en 2014 et à environ 78% au premier semestre 2015 (avec des taux d'occupation moyens supérieurs à 90% dans de nombreuses résidences ayant une période d'ouverture plus longue); néanmoins, le Groupe a identifié un problème de gestion avec ces résidences et a procédé en Janvier 2015, comme mentionné ci-dessus, au remplacement du directeur général responsable de ce segment d'activité et de son équipe de gestion. Le Groupe est en train de mettre en place une nouvelle structure d'exploitation, avec une segmentation des fonctions et le renforcement des domaines commerciaux et opérationnels, plus appropriée pour suivre le développement de cette activité.

Au second semestre 2015 le Groupe Résidence Études a mis en exploitation trois nouvelles résidences, comme prévu, deux pour les étudiants (avant le début de l'année universitaire) et une pour les personnes âgées autonomes.

Les revenus provenant de la gestion et l'exploitation immobilière ont atteint 238,5 M€ en 2014, soit une augmentation en glissement annuel de 9,2%. En termes absolus, le principal contributeur de cette croissance a été le segment de l'appart-hôtel (+16,6%, à 115,7 M€), suivi par le segment des résidences pour seniors (+37,2%, à 18,8 M€). 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€, soit une augmentation en glissement annuel de 6,8%. Hors revenus provenant des résidences pour seniors, étant donné que cette information n'est pas disponible, le montant de 105,1 M€ est en ligne avec la valeur estimée. À noter que le résultat avant impôts associé à ces revenus 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: les réservations provenant de la promotion, de la co-promotion et de la commercialisation uniquement ont augmenté de 21,7% en valeur, (de 5,3% en nombre d'unités, à 901); le nombre d'actes notariés signés, ne concernant que la promotion et la co-promotion, a légèrement augmenté de 0,8% en valeur (et diminué de 2,7% en nombre d'unités). Cette tendance est restée positive au premier semestre de 2015, car la valeur et le nombre des

réservations ont augmenté en glissement annuel, respectivement de 7,8% (à 75,6 M€) et de 15,7% (à 531). Les actes notariés signés ont également enregistré une évolution positive, augmentant de 19,3% en unités (à 284) et de 26,3% en valeur (à 38,2 M€), ce qui est un indicateur de la future croissance de l'activité gestion - exploitation.

À noter que le Groupe a une expertise courante de toute la chaîne de construction-promotion immobilière, 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 noter qu'en raison du système de vente en état futur d'achèvement, le Groupe percevra le produit des ventes en corrélation avec l'évolution des travaux.

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. À noter que le Groupe surveille régulièrement les marges des programmes qui sont actuellement positives. De plus, à cette date, le Groupe est en train de commercialiser également trois programmes immobiliers pour le compte de tiers.

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 (même dans les cas de 50% / 50%, comme les leurs), depuis le début 2014, et d'une plus grande proportion de programmes en co-promotion. En conséquence, la contribution des programmes en co-promotion sur les résultats consolidés avant impôts a augmenté, passant de 0,3 M€ en 2013 à 1,1 M€ en 2014.

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» à Montreuil, pour 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€). Ces actifs augmenteront encore dans les prochaines années, avec la résidence en rénovation précitée et une résidence à Paris pour les chercheurs et les étudiants en doctorat (Paris Batignolles).

Le chiffre d'affaires provenant de l'activité patrimoniale a augmenté de 14,4% en 2014, en glissement annuel, à 10,4 M€. En outre, une évaluation des immeubles de placement à la juste valeur, réalisée par un expert immobilier indépendant, a donné lieu à des gains de 1,1 M€ cette année.

Le 10 septembre 2015, ARC Ratings a rencontré les hauts dirigeants de Résidence 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. ARC considère que l'entreprise a une solide expérience, une bonne maintenance et une bonne gestion des résidences afin d'attirer et de garder les investisseurs et les locataires, et des systèmes et des procédures adéquats pour suivre l'évolution de l'activité. 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.

En termes consolidés le chiffre d'affaires du Groupe a augmenté légèrement en 2014, de 1,0% en glissement annuel, atteignant 316,4 M€. En fait, la solide augmentation du chiffre d'affaires des activités de gestion - exploitation immobilière et patrimoniale a plus que compensé la diminution de la promotion immobilière (en raison de la plus grande proportion de programmes en co-promotion et de l'application de la norme comptable de mise en équivalence des contrats en partenariat). Ainsi, sans diminuer les relations inter-secteur, le chiffre d'affaires de l'activité de gestion a augmenté sa contribution, de 5,6 pp, à environ 75% du chiffre d'affaires consolidé de 2014.

À noter que dans un contexte de mise en exploitation d'un nombre élevé de résidences, qui se caractérise comme étant faible puisqu'encore en phase de captage de locataires, le Groupe a réussi à générer un EBITDA de 22,8 M€ (seulement -2,4% par rapport à 2013). L'activité de gestion et d'exploitation immobilière a représenté 47% de l'EBITDA consolidé en 2014 (56% en 2013).

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, passant de 105,8 M€ en 2013 à 113,4 M€ en 2014 (+7,2%). En pourcentage du chiffre d'affaires, l'EBITDAR a augmenté à 35,8% en 2014 (contre 33,8% en 2013)

L'augmentation du montant des dépréciations et amortissements (principalement liés aux immobilisations), ainsi que des provisions, a conduit à une plus grande diminution de l'EBIT (-14,7%), à 17,6 M€ en 2014.

Les résultats financiers sont passés de -5,6 M€ en 2013 à -7,4 M€ en 2014, en raison d'une augmentation des charges financières (d'environ 50% pour atteindre 7,6 M€). Cette évolution, qui résulte d'une dette financière plus grande, ne concerne pas la promotion immobilière (puisque le Groupe capitalise les frais financiers liés à ce segment d'activité) mais 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. Dans ce contexte, le ratio de couverture charges financières nettes / EBITDA a diminué, passant de 4,1 fois à 2,9 fois.

Les résultats non courants d'un montant de -0,4 M€ en 2014 (net d'impôts) sont issus de l'activité de construction développée par la Compagnie de Bâtiment et de Maçonnerie SAS (CBM), qui a enregistré des pertes (nettes d'impôts) de 3,8 M€ en 2013. En 2013, le Groupe a pris la décision d'arrêter cette activité, ce qui devrait avoir lieu avec la livraison du dernier immeuble au cours du deuxième semestre 2015. Le Groupe n'espère pas enregistrer des pertes en 2015 à partir de cet arrêt d'activité, étant donné qu'à la fin de 2014 une provision a été constituée à cet effet dans les états financiers (de 0,6 M€).

Le taux d'imposition effectif, hors activités en cours d'arrêt, a augmenté à 46,9% en 2014 (contre 23,1% en 2013 et 43,1% en 2012). À noter qu'en 2013 la charge d'impôt sur le revenu a diminué, notamment avec l'extension de l'intégration fiscale pour les filiales déficitaires Relais Spa (avec un impact de 2,1 M€). En 2014, dans un contexte de pertes, il y a eu une imposition de l'activité de ces filiales (de 0,3 M€) et une surtaxe temporaire pour avoir atteint un niveau élevé de chiffre d'affaires consolidé.

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).

En 2014, les bénéfices avant impôts - hors activités en cours d'arrêt - ont été de 14% plus élevés que ceux prévus dans le business plan analysé dans le rapport de révision de notation précédent. Cette situation est survenue dans un contexte de:

- augmentation des bénéfices de l'activité patrimoniale, d'environ 71% (équivalant à 1,3 M€), en excluant la variation de valorisation des immeubles de placement (qui a été assez similaire);
- la diminution des pertes dans l'activité holding, de 46% (équivalant à 2,1 M€);
- la baisse du bénéfice provenant de l'activité de gestion et d'exploitation immobilière de 26% (équivalant à -1,2 M€) - à la suite d'une détérioration de l'activité concernant les bénéfices d'exploitation des résidences pour étudiants de 23%, et des résidences pour seniors de 162% (qui ont accusé des pertes plus importantes que celles prévues, d'un montant de 2,6 M€); en revanche, les gains des résidences hôtelières (y compris le Relais Spa) ont été plus élevés que prévu et ont atteint l'équilibre (en partie en raison d'un résultat non courant de 0,9 M€ lié à un dégrèvement d'impôts); à noter que Relais Spa, qui est encore en phase de lancement, a enregistré des pertes inférieures aux estimations, à la suite du changement du management de la résidence Relais Spa de Val d'Europe au début de l'année); et
- le recul des bénéfices de l'activité de promotion immobilière - hors CBM - de 18,0% (équivalant à -1,1 M€), malgré des marges en ligne avec les estimations.

En ce qui concerne CBM, l'impact a été une perte de -0,4 M€ en 2014 (net d'impôts), qui n'avait pas été estimée auparavant.

### POLITIQUE FINANCIÈRE

À la fin de 2014, le total des actifs consolidés du Groupe Résidence Études s'est élevé à 344,6 M€, diminuant de 7,1 M€ par rapport à 2013, à la suite d'une diminution de 17,3 M€ de l'actif circulant, partiellement compensée par la croissance de l'actif immobilisé de 10,2 M€.

En 2014, le Groupe a connu une augmentation des immobilisations essentiellement en raison du renforcement des immeubles de placement, de 11,5 M€ à 126,2 M€. Les stocks ont augmenté à 40,4 M€ en 2014 (+7,1 M€) concernant l'activité de promotion immobilière (à savoir l'acquisition de terrains). Principalement aussi en raison de l'évolution de l'activité de promotion, le montant des créances clients a diminué de 13,3 M€, passant à 30,5 M€ en 2014, et les comptes de charges à payer ont diminué de 8,4 M€, passant à 28,2 M€.

Le montant de la trésorerie et équivalents a diminué de 19,5 M€ par rapport à 2013, se situant à 34,7 M€ à la fin 2014. À noter qu'à la fin de 2013, ce montant a été fortement gonflé par l'encaissement de l'emprunt obligatoire au 4ème trimestre, et que par conséquent une diminution était prévue avec le développement de l'entreprise.

GRUPE RESIDE ETUDES - FINANCIÈRES ET RATIOS (MILLIERS D'EUROS)

	2010	2011	2012 Re	2013 Re	2014
CHIFFRE D'AFFAIRES	292 243	318 352	282 352	313 092	316 366
EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBITDA)	19 196	16 970	19 106	23 357	22 790
EBITDAR	n.d.	84 870	93 106	105 757	113 398
RESULTAT OPÉRATIONNEL (EBIT)	16 042	17 025	16 534	20 661	17 628
RÉSULTAT FINANCIER	(2 959)	(3 339)	(4 269)	(5 604)	(7 426)
RÉSULTATS NON COURANTS	0	0	(2 947)	(3 777)	(394)
RÉSULTAT NET DE L'EXERCICE	8 086	8 448	4 268	7 807	4 975
TOTAL DE L'ACTIF	264 841	299 439	299 044	351 741	344 601
FONDS DE ROULEMENT NET (FRN)	27 232	34 916	34 420	62 402	58 600
BESOINS EN FONDS DE ROULEMENT (BFR)	31 262	34 847	20 428	31 086	43 584
TRÉSORERIE NETTE (TRN)	(4 030)	69	13 992	31 316	15 016
ENDETTEMENT FINANCIER NET	88 334	95 941	96 523	118 200	135 330
EBITDA en % du Chiffre d'Affaires	6,6%	5,3%	6,8%	7,5%	7,2%
EBITDAR en % du Chiffre d'Affaires	n.d.	26,7%	33,0%	33,8%	35,8%
PROD. OPÉRAT. CHIFFRE AFFAIRES (%)	5,5%	5,3%	5,9%	6,6%	5,6%
Coût Brut de la Dette (%)	2,0%	1,9%	2,1%	2,0%	2,9%
CHIFFRE D'AFFAIRES NET SUR RETOUR (%)	2,8%	2,7%	1,5%	2,5%	1,6%
Taux de Distribution de Résultats (%)	15,0%	14,2%	28,1%	15,4%	24,1%
Couverture des Charges fin. des Emprunts par l'EBITDA (x)	4,7	3,9	3,9	4,1	2,9
Endettement Financier Net / EBITDA (x)	4,6	5,7	5,1	5,1	5,9
Autonomie Financière (avec Intérêts Minoritaires) (%)	22,0%	21,7%	22,3%	21,1%	22,3%
Endettement (%)	78,0%	78,3%	77,7%	78,9%	77,7%
Struc. de l'Endettement (Court Terme en % du Total)	26,6%	25,8%	17,5%	12,6%	10,9%
Risque de Liquidité = Dettes Financière aux C.T. / (Dettes Fin. aux C.T. + Emprunts Non Utilisés)	n.d.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Liquidité Générale (Actifs Courants / Passifs Courants) (%)	124,9%	128,8%	134,4%	158,9%	163,4%
Liquidité Réduite ((Actifs Courants - Stocks) / Passifs Courants) (%)	102,2%	110,1%	107,8%	127,5%	119,7%

**Notes:**

Montants arrondis.

n.d. = Non disponible.

(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.

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%, ce qui équivaut à 5,0 M€). Toutefois, l'acquisition

de terrains pour un montant de 13,7 M€, non prévu dans le précédent business plan, provoque une plus grande variation des besoins en fonds de roulement (BFR) de 12,5 M€. Ainsi, dans un contexte d'investissement patrimonial de 15,0 M€ (un peu plus bas que l'estimation) et de paiement de dividendes d'un montant de 1,2 M€ (en ligne avec ce qui a été estimé) le Groupe a choisi d'utiliser plus de disponibilités bancaires, au lieu d'augmenter son endettement (comme il l'avait prédit). Par conséquent, globalement, 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). Ceci est la raison principale de l'augmentation du ratio «endettement financier net / EBITDA», qui est passé de 5,1 à 5,9 fois en 2014.

La dette financière du Groupe à moyen-long terme est assez stable, se situant à 151,6 M€ en 2014. Ainsi, dans un contexte de diminution de l'endettement brut, de 2,3 M€, il y a eu une amélioration de la structure de la dette, qui est adaptée à la nature des actifs immobilisés. Il convient de noter que la dette contractée à moyen-long terme a une maturité à long terme - généralement 15 ans pour les crédits-bails immobiliers, 30 ans pour les financements des résidences sociales pour étudiants et 6 ans pour l'emprunt obligataire de 44,0 M€. Ainsi, à la fin de 2014, 82,9 M€ avaient une échéance de paiement entre 1 et 5 ans et 68,7 M€ au-delà de 5 ans.

L'endettement du Groupe à court terme (10,9% du total à la fin de 2014) correspond principalement aux découverts bancaires pour financer la promotion immobilière, pour un montant de 11,4 M€, qui seront remboursés lorsque les programmes seront livrés. Au 30 juin 2015, le Groupe utilise 9,6 M€ de crédit court terme pour financer les programmes immobiliers et dispose d'autorisations supplémentaires à hauteur de 35,6 M€ qui ne sont pas utilisées.

En ce qui concerne les taux d'intérêt, comme mentionné dans le rapport de notation, la dette à taux variable liée aux opérations de promotion immobilière ne fait pas l'objet d'une couverture de 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 long termes à taux variable le Groupe recherche des solutions sur mesure, pour couvrir ou plafonner ces taux d'intérêt. Les comptes financiers du Groupe reflètent l'évaluation des trois swaps contractés à la juste valeur, qui ont engendré une perte latente de 2,3 M€ à la fin de 2014, avec un impact sur les fonds propres, après l'effet d'impôt, de -1,5 M€ (contre un effet positif de 0,5 M€ en 2013).

Les fonds propres consolidés du Groupe ont augmenté de 3,8% en 2014, atteignant 76,9 M€. Ainsi, et compte tenu de la diminution des actifs consolidés du Groupe, le ratio fonds propres / actifs s'est amélioré à 22,3%, ayant augmenté de 1,2 pp par rapport à 2013. Compte tenu de l'importance de la trésorerie et équivalents dans le bilan, il convient de noter que le ratio fonds propres / actifs corrigés (où les actifs sont déduits de la trésorerie disponible et équivalents) est assez stable en 2014, à 24,8%.

Finalement, pour ce qui est des polices d'assurances souscrites par le Groupe, il n'y a eu aucune modification matérielle par rapport à ce qui a été décrit dans le rapport de notation.

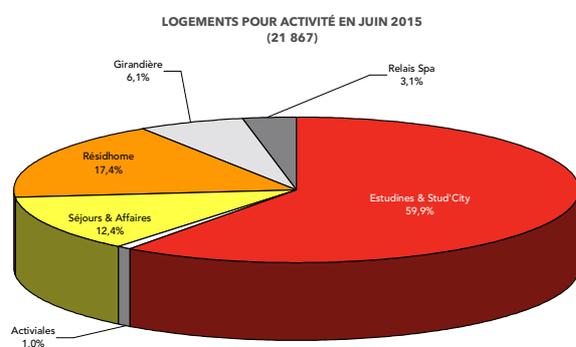
### PERSPECTIVES

Le Groupe Résidence Études a mis à jour son business plan pour la période de 2015 à 2019 (scénario de base) qui a été analysé par ARC Ratings dans le rapport d'évaluation de la notation précédent. Ce business plan mis à jour contient les principales différences suivantes par rapport à celui qui est analysé dans ce rapport:

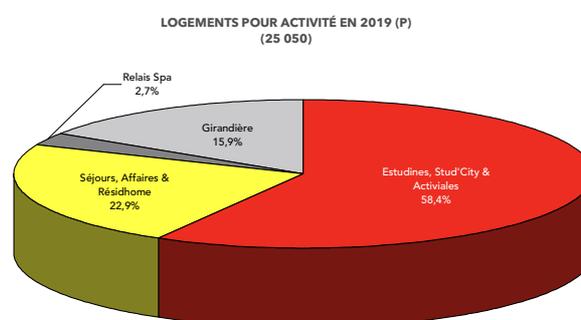
- ventes en bloc de 64 M€ en 2015 et de 15 M€ en 2016 et en 2017; À noter que l'objectif pour la vente annuelle de logements aux investisseurs privés reste prudent (800); Ces ventes en bloc permettront une croissance future plus rapide du nombre de logements gérés;
- le Groupe prévoit d'ouvrir 35 résidences avec services entre 2015 et 2019, principalement en 2015 (14), en 2016 (10) et en 2017 (8); 19 seront des résidences pour seniors, 9 seront des résidences pour étudiants et

7 seront des appart-hôtels; Ainsi, dans les trois segments, le Groupe prévoit d'atteindre 25.050 logements en fonctionnement et sous gestion à la fin de 2019 (404 de plus, malgré le fait qu'il ait cessé de gérer les trois premières résidences pour seniors en 2015); en termes de répartition par segment, le pourcentage de logements dans les résidences pour seniors avec services sera plus faible, en raison de cette cession et d'un développement plus lent, de 2,0 pp (se situant à 15,9% du total); et le pourcentage de logements dans les appart-hôtels sera plus élevé, de 1,9 pp (se situant à 25,6% du total, y compris le Relais Spa). Par ailleurs, le Groupe continue à développer l'exploitation des résidences pour étudiants, pour lesquelles il possède une grande expérience et qui représentent la majorité du parc (58,4%); et

- une augmentation des nouveaux immeubles de placement de +19,2 M€ (principalement une résidence à Paris pour les chercheurs et les étudiants en doctorat, Paris Batignolles, d'un montant de 15,4 M€), pour atteindre 186,0 M€ à la fin de 2019, et dans le même temps un investissement dans des actifs d'exploitation (9,6 M€), non prévu précédemment.



Source: Groupe Résidé Études.



Source: Groupe Résidé Études.

Concernant l'activité de promotion immobilière, le Groupe prévoit une croissance significative du bénéfice avant impôts, qui sera plus élevée sur la période triennale 2015/2017, en raison du grand développement de l'activité, ce qui précède une augmentation de l'activité de gestion et d'exploitation.

En ce qui concerne la gestion et l'exploitation immobilière, le Groupe, avec prudence, considère que l'impact négatif de la hausse de la TVA sur les loyers perçus continuera de se faire sentir, et a donc prévu une moindre progression des revenus des résidences pour étudiants, réduisant par conséquent le bénéfice avant impôts de cette activité (qui représente une réduction moyenne d'environ 28% des taux de rentabilité). Dans le même sens, le problème de gestion identifié par le Groupe dans les résidences pour seniors, qui l'a obligé à prendre des mesures afin de le résoudre en remplaçant l'équipe de gestion par une structure opérationnelle et commerciale plus appropriée, a conduit à la prévision de pertes plus importantes en 2015 et 2016, suivie par des bénéfices avant impôts plus faibles au cours des années suivantes, en comparaison avec le business plan précédent. À noter que dans le sens inverse, le Groupe prévoit une perte moins significative dans le segment des appart-hôtels en 2015 (comme survenu en 2014), et des résultats avant impôts positifs et meilleurs que dans le business plan précédent. L'exception de cette évolution positive est le Relais Spa, pour lequel le Groupe estime qu'il va falloir plus de temps pour atteindre l'équilibre (seulement en 2019), mais qu'il a l'intention de maintenir en fonctionnement et pour lequel il veut renforcer la qualité et la quantité des services fournis (hôtels cinq étoiles). Ainsi, dans l'ensemble des trois segments d'activité de gestion et d'exploitation, en comparaison avec le précédent business plan, le Groupe anticipe une baisse du bénéfice avant impôts en 2015 et une reprise graduelle dans les années suivantes, au cours desquelles le nombre de résidences entrant en fonctionnement va diminuer et la base de résidences en phase de croisière va augmenter.

L'activité patrimoniale du Groupe devrait continuer à afficher un bénéfice avant impôts et une croissance à partir de 2017, étant donné que le Groupe prévoit l'ouverture de la résidence pour seniors Rue de la République à Marseille en 2016 (dont le seuil de rentabilité ne sera atteint qu'en 2018).

### SCÉNARIO DE BASE DU GROUPE RÉSIDÉ ÉTUDES POUR LA PÉRIODE 2015-2019 (EN MILLIONS D'EUROS)

	2014	2015 (P)	2016 (P)	2017 (P)	2018 (P)	2019 (P)
<b>A) Résultat Avant IS</b>	<b>9,8</b>	<b>13,6</b>	<b>18,9</b>	<b>23,3</b>	<b>26,0</b>	<b>30,6</b>
<b>lequel</b>						
<b>des Activités de Gestion Exploitation</b>	<b>3,3</b>	<b>0,8</b>	<b>5,5</b>	<b>10,1</b>	<b>12,8</b>	<b>17,3</b>
<b>lequel</b>						
<b>Résidences Étudiants</b>	<b>5,7</b>	<b>5,5</b>	<b>5,7</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>	<b>5,8</b>
<b>Résidences Apparthotels</b>	<b>0,0</b>	<b>(0,8)</b>	<b>1,7</b>	<b>3,5</b>	<b>4,5</b>	<b>7,1</b>
<b>lequel «Relais Spa»</b>	<b>(3,2)</b>	<b>(3,9)</b>	<b>(2,5)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>0,6</b>
<b>Résidences Personnes Âgées</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(4,3)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>0,5</b>	<b>2,1</b>	<b>3,9</b>
<b>des Activités de Promotion</b>	<b>4,7</b>	<b>11,7</b>	<b>12,4</b>	<b>11,7</b>	<b>10,9</b>	<b>10,7</b>
<b>des Activités Patrimoniales</b>	<b>4,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>
<b>des Activités de Holding</b>	<b>(2,5)</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(2,5)</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(2,5)</b>	<b>(2,6)</b>
<b>B) IS et Participation</b>	<b>(4,8)</b>	<b>(6,1)</b>	<b>(8,5)</b>	<b>(10,5)</b>	<b>(11,7)</b>	<b>(13,8)</b>
<b>C) Résultat Net des Activités (A + B)</b>	<b>5,0</b>	<b>7,5</b>	<b>10,4</b>	<b>12,8</b>	<b>14,3</b>	<b>16,8</b>
<b>D) Dotation Nette aux Amortissements</b>	<b>7,1</b>	<b>5,5</b>	<b>6,6</b>	<b>6,1</b>	<b>6,4</b>	<b>6,7</b>
<b>D1) Elimination Écart Juste Valeur</b>	<b>(1,1)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(1,1)</b>
<b>D2) Autres</b>	<b>2,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>E) Capacité d'Autofinancement (C + D + D1 + D2)</b>	<b>13,8</b>	<b>12,0</b>	<b>16,0</b>	<b>17,9</b>	<b>19,6</b>	<b>22,5</b>
<b>F) Variation du BFR - Activités Opérationnelles</b>	<b>(13,1)</b>	<b>(0,1)</b>	<b>3,0</b>	<b>1,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>
<b>G) Capacité d'Autofinancement Corrigée de la Variation du BFR (E + F)</b>	<b>0,8</b>	<b>11,9</b>	<b>19,0</b>	<b>19,7</b>	<b>20,4</b>	<b>23,1</b>
<b>H) Activités d'Investissement</b>	<b>(15,0)</b>	<b>(30,8)</b>	<b>(22,3)</b>	<b>(22,7)</b>	<b>(19,3)</b>	<b>(12,2)</b>
<b>laquelles</b>						
<b>Immeubles Corporelles et d'Exploitation</b>	<b>0,0</b>	<b>(3,2)</b>	<b>(7,0)</b>	<b>(7,8)</b>	<b>(9,4)</b>	<b>(8,6)</b>
<b>Immeubles de Placement</b>	<b>0,0</b>	<b>(22,0)</b>	<b>(13,2)</b>	<b>(11,1)</b>	<b>(8,2)</b>	<b>(0,2)</b>
<b>I) Dividendes</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(1,4)</b>
<b>J) Besoins de Financement avant que le Service de la Dette en Capital (G + H + I)</b>	<b>(15,4)</b>	<b>(20,0)</b>	<b>(4,6)</b>	<b>(4,2)</b>	<b>(0,1)</b>	<b>9,5</b>
<b>L) Le Service de la Dette en Capital</b>	<b>(24,8)</b>	<b>(23,0)</b>	<b>(20,8)</b>	<b>(21,6)</b>	<b>(22,6)</b>	<b>(67,6)</b>
<b>lequel</b>						
<b>Emprunts à Moyen et Long Terme</b>	<b>(10,0)</b>	<b>(11,6)</b>	<b>(6,7)</b>	<b>(7,8)</b>	<b>(8,5)</b>	<b>(53,2)</b>
<b>lequel Emprunt Obligataire</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>(44,0)</b>
<b>lequel Autres Emprunts</b>	<b>(10,0)</b>	<b>(11,6)</b>	<b>(6,7)</b>	<b>(7,8)</b>	<b>(8,5)</b>	<b>(9,2)</b>
<b>Potentiel - Concours Bancaires (Dettes à Courte Terme)</b>	<b>(14,9)</b>	<b>(11,4)</b>	<b>(14,1)</b>	<b>(13,8)</b>	<b>(14,1)</b>	<b>(14,4)</b>
<b>M) Nouvelle Dette</b>	<b>21,5</b>	<b>43,1</b>	<b>41,5</b>	<b>26,8</b>	<b>22,8</b>	<b>17,9</b>
<b>lequel</b>						
<b>Potentiel - Rénovation de Concours Bancaires</b>	<b>11,4</b>	<b>11,4</b>	<b>13,8</b>	<b>13,8</b>	<b>14,1</b>	<b>14,4</b>
<b>Concours Bancaires Supplémentaires</b>	<b>0,0</b>	<b>2,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
<b>Emprunts à Moyen et Long Terme</b>	<b>10,0</b>	<b>29,0</b>	<b>27,7</b>	<b>12,7</b>	<b>8,5</b>	<b>3,2</b>
<b>lequel Autres Emprunts</b>	<b>10,0</b>	<b>29,0</b>	<b>27,7</b>	<b>12,7</b>	<b>8,5</b>	<b>3,2</b>
<b>N) Variation de Trésorerie Brute (J+L+M)</b>	<b>(18,8)</b>	<b>0,1</b>	<b>16,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,1</b>	<b>(40,3)</b>
<b>Résumé:</b>						
<b>Trésorerie Brute à la fin de l' Année</b>	<b>34,7</b>	<b>34,7</b>	<b>50,8</b>	<b>51,8</b>	<b>52,0</b>	<b>11,7</b>
<b>Concours Bancaires</b>	<b>11,4</b>	<b>14,1</b>	<b>13,8</b>	<b>14,1</b>	<b>14,4</b>	<b>14,7</b>
<b>Trésorerie Nette à la fin de l' Année</b>	<b>23,2</b>	<b>20,6</b>	<b>37,0</b>	<b>37,7</b>	<b>37,6</b>	<b>(3,0)</b>
<b>Emprunts à Moyen et Long Terme - Trésorerie Nette à la fin de l' Année</b>	<b>139,3</b>	<b>159,4</b>	<b>163,9</b>	<b>168,1</b>	<b>168,3</b>	<b>158,8</b>

Notes:  
(P) Prévisionnel de 2015-2019.

Sources:  
Prévisions d'activité pour le Groupe Résidence 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€ ou 6,8%); une hausse des investissements de 28,9 M€ (ou 36,9%); un paiement de dividendes plus au moins en ligne (-0,2 M€ ou -3,1%). La combinaison des activités d'exploitation et d'investissement avec la distribution des dividendes entraînera des hausses de l'endettement net, de 20,0 M€ en

2015, de 4,6 M€ en 2016, et de 4,2 M€ en 2017. 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). À noter que ce ratio est en ligne avec celui estimé 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).

### 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, nous avons envisagé - toutes choses égales par ailleurs - des réductions de taux de rentabilité et de résultats avant impôts dans les activités de gestion/exploitation et de promotion immobilière: une diminution de 0,7 pp dans la gestion des résidences pour étudiants (soit 13% de moins par rapport au scénario de base) et dans la gestion des appart-hôtels, hors Relais Spa, (soit une moyenne de 16% de moins que le scénario de base); une baisse de 0,7 pp dans la gestion des résidences pour seniors en 2019, qui est l'année où cette activité deviendra significative (soit 16,6% de moins que le scénario de base); dans l'activité de promotion, une diminution de 1,3 points de pourcentage des marges à l'avancement (soit 15,1% de moins que dans le scénario de base). En outre, ARC Ratings a considéré la survenue simultanée d'une baisse de 10% des revenus provenant de l'activité de gestion et d'exploitation des résidences pour étudiants, des appart-hôtels et des résidences pour seniors (pour les années où une réduction des taux de rentabilité a elle-aussi été estimée).

Même dans un scénario enregistrant simultanément une baisse d'activité et une diminution de rentabilité dans ces segments, partiellement compensée par d'éventuelles économies d'impôt, le Groupe continuerait de présenter une capacité d'autofinancement d'environ 86,8% 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 (11,6 M€ au long de la période 2015-2019, incluant des détériorations annuelles allant de 2,0 M€ à 2,9 M€). Dans ces circonstances, après le remboursement de l'emprunt obligataire, la trésorerie brute serait presque nulle à la fin de 2019. Le Groupe serait donc encore capable d'encaisser l'impact d'un scénario de stress de cette ampleur. 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 améliorerait immédiatement 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 savoir qu'à la fin de 2014, la juste valeur a dépassé le montant de la dette respectivement: pour ses huit résidences pour étudiants à caractère social, de 21,7 M€; pour sa résidence pour

étudiants Marseille République, de 0,6 M€; pour l'appart-hôtel Paris Opéra, de 8,7 M€. Pour les actifs partiellement enregistrés comme immeubles de placement et immeubles d'exploitation (enregistrés nets d'amortissements), l'écart est estimé à 15,1 M€.

### CONDITIONNALITÉ D'ÉMISSION

L'émission qui est en cours de notation par ARC Rating est un emprunt obligataire d'un montant nominal maximum de 50 M€, sous forme d'un placement privé, et dont Résidence Études a placé un montant de 44 M€ au 23 Octobre 2013. Les principales conditions de cet emprunt obligataire sont les suivantes: remboursables au pair au bout d'une période de 6 ans; intérêt payable annuellement, à compter de la date d'émission, le taux d'intérêt fixe étant de 5,2% et devant être majoré de 1,25 points de pourcentage l'an si le ratio de levier (Gearing) 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 2014, le ratio est de 0,18 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-RESPONSABILITE

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](mailto:arcratings@arcratings.com)

Site: [www.arcratings.com](http://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) pour les sociétés par la Banque du Portugal.

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

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.

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.