

Résidé Études Investissements S.A.

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

DATE DE NOTATION
17 août 2017

VALIDITÉ DE LA NOTATION
17 août 2018

NOTATION INITIALE
12 septembre 2013

DERNIÈRE ÉVALUATION
17 août 2017

DATE DE LA PROCHAINE ÉVALUATION
17 août 2018

PÉRIODE D'ANALYSE
Historique: 2012 à mai 2017
Prévisions: 2017 à 2021

INFORMATION ANALYSÉE
Rapports Annuels Résidé Études 2016
Détails sur la Dette Financière Résidé Études Intérim Information
Rapports Annuels par les pairs

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

CONTACTS ARC

Isabel Fernandes
Analyste Principale
isabel.fernandes@arcratings.com

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

Maidstone Studios
New Cut Road, Vinters Park
Maidstone, Kent ME14 5NZ
UNITED KINGDOM
Tel: +44 (0) 1622 684548
Website: www.arcratings.com

JUSTIFICATION DE LA NOTATION

ARC Ratings, S.A. (ARC Ratings) abaisse la notation de «BBB+», avec perspective négative, à «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 encours actuel de 18,5 millions d'euros (M€), après un remboursement partiel anticipé le 18 février 2016. Cette révision de la notation est basée sur l'augmentation de l'effet de levier du Groupe, dans le cadre d'une croissance plus accentuée de l'activité et du renforcement du portefeuille d'actifs patrimoniaux, pour atteindre un niveau plus élevé de production de fonds. Il convient de souligner la résilience démontrée par le Groupe dans le cas de certains segments de résidences qui prennent plus de temps que prévu pour atteindre leur équilibre, et la capacité de prendre des décisions pour améliorer la situation. Le Groupe prévoit des améliorations successives de sa capacité à produire des fonds (ainsi que dans les ratios de couverture de la dette, qui ont connu une chute en 2016) et de sa structure financière à long terme, ce qui soutient la perspective stable.

PROFIL DU GROUPE

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

Les principales activités du Groupe consistent en la gestion et l'exploitation immobilière, la promotion immobilière et la création d'un portefeuille d'actifs patrimoniaux (incluant des immeubles de placement et des actifs d'exploitation). À la fin du mois de mai 2017, le nombre de logements gérés par le Groupe a augmenté à 24 273 (d'une valeur d'environ 2.3 milliards d'euros), répartis comme suit : 57,8% pour les étudiants; 31,8% en résidences hôtelières ou touristiques (appart-hôtels 2 à 5 étoiles, dans la majorité des grandes villes

françaises); et 10,1% 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, du fait que la plus grande partie des logements gérés par le Groupe est détenue par des investisseurs (plus de 20 000 investisseurs privés et institutionnels) et qu'il détient en propre moins de six pourcents du total (d'une valeur de 129,2 M€ à la fin de 2016, en immeubles de placement).

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

Le chiffre d'affaires consolidé en 2016 s'est fixé à 334,5 M€, légèrement inférieur à celui de 2015 en raison d'un plus grand nombre de projets immobiliers en co-promotion. À savoir que 79,5% de ce chiffre d'affaires provient de l'activité de gestion et d'exploitation immobilière dont l'importance n'a cessé de croître.

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

- Un Conseil d'administration expérimenté - Résidence Études Investissement est contrôlé par un Conseil d'administration expérimenté dans cette activité depuis vingt-huit ans. De plus, le pacte d'actionnaires permet le transfert entre actionnaires, assurant ainsi la stabilité de la structure de l'actionariat.

La Stratégie de la Société – La stratégie du Groupe repose sur une croissance organique. Les résultats positifs, comme ceux des activités de promotion et de placement immobilier et des résidences pour étudiants (segment où il est présent depuis plus longtemps et qui est plus stable), peuvent compenser les pertes découlant du lancement de nouvelles résidences (comme ce fut le cas ces dernières années) et surmonter les pertes des appart-hôtels 5 étoiles. Cependant, le segment des résidences pour seniors (le dernier dans lequel le Groupe est entré et celui avec la croissance la plus rapide), ainsi que les appart-hôtels 5 étoiles, sont en train de prendre plus de temps pour atteindre leur équilibre. Cet aspect et l'impact d'une certaine rétraction de la demande touristique en France, en raison d'événements terroristes, ont entraîné une baisse de l'EBITDA de 28,9%, l'EBITDA s'établissant à 14,8 millions d'euros en 2016. Néanmoins, le bénéfice net, après les intérêts minoritaires, s'est élevé à 4,6 millions d'euros en 2016 (-11,8% par rapport à 2015). Il convient de souligner la capacité qu'a eu le Groupe de conclure un contrat avec l'un des leaders mondiaux dans le secteur du tourisme, pour atteindre plus rapidement l'équilibre dans son plus grand appart-hôtel 5 étoiles, et de modifier la gestion du segment des résidences pour seniors après avoir évalué sa performance récente.

- Prévisions de croissance de l'activité - Les prévisions du Groupe indiquent une augmentation des logements sous gestion à 35 429 à la fin de 2021, grâce à la croissance organique surtout en France. Cette croissance équivalra à 11 867 logements, dont environ la moitié est destinée à des seniors. De plus, le Groupe a l'intention de renforcer son portefeuille d'actifs patrimoniaux, qui fonctionne comme une réserve de valeur. À noter que le Groupe a la capacité de piloter son activité et, si nécessaire, d'ajuster sa stratégie d'investissement, comme cela est déjà arrivé par le passé.
- Forte demande pour le logement - Il y a une pénurie dans la construction d'habitats résidentiels en France, alors que dans le même temps le pays n'a pas de problème de croissance de la population (malgré un nombre accru

de seniors de plus de 65 ans) et continue de recevoir des étudiants étrangers et d'être une plaque tournante du commerce international. L'impôt sur le revenu provenant des résidences avec services a longtemps bénéficié d'avantages fiscaux, qui ont stimulé ce marché.

- Une distribution de dividendes conservatrice - La politique de distribution de dividendes reste conservatrice, avec une distribution d'environ 1,2 M€ par an. Le Groupe prévoit le maintien de cette stratégie.
- Structure de la dette - L'essentiel de la dette du Groupe est une dette à moyen et à long terme (la plupart à taux fixe) pour financer le portefeuille d'actifs patrimoniaux. La dette contractée à court terme correspond principalement aux découverts bancaires notamment pour financer les projets de promotion immobilière. Ainsi, le montant de cette dette à court terme est fonction du nombre de projets de promotion et de leur phase de construction et de commercialisation. En février 2016, le Groupe a réussi à améliorer le profil de sa dette grâce à un nouvel emprunt obligataire, qui lui a également permis d'attirer de nouvelles ressources pour garantir son expansion. À fin 2016, au total, la dette à court terme est de 41,0 M€ (soit 18,2% du total; près de 17,6% à la fin de 2015). Le Groupe bénéficie de l'appui d'un grand pool de banques pour financer ses opérations et travaille pour augmenter la diversification de ses sources de financement. En 2016, dans le contexte d'investissement (23,2 M€) et de variation positive des besoins en fonds de roulement (BFR) (de 14,1 M€), la dette nette a augmenté de 20,3%, pour totaliser 200,2 M€. Dans la phase actuelle d'investissement et de quelques défis de gestion, le ratio dette financière nette / EBITDA s'est élevé à 13,6 fois, alors que le ratio de couverture des charges financières nettes des emprunts par l'EBITDA a diminué à 1,8 fois (par rapport respectivement à 8,0 fois et à 3,2 fois en 2015). À noter que le Groupe prévoit des améliorations de ces ratios et qu'en dernier ressort il pourrait céder une partie de ses actifs patrimoniaux si nécessaire, pour honorer ses engagements financiers.

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

- La croissance économique en France – Dans le passé, l'économie française a enregistré de faibles taux de croissance et un taux de chômage de l'ordre de 10%, mais avec une tendance positive. En juillet 2017, les prévisions du Fonds Monétaire International indiquent un certain rétablissement des taux de croissance, à 1,5% en 2017 et 1,7% en 2018 (près de 1% au cours des deux années précédentes). Cependant, cet organisme a estimé que le programme de réforme ambitieux du gouvernement pourrait largement contribuer à relever les défis économiques de la France qui datent de longtemps : des déséquilibres budgétaires persistants, un taux de chômage élevé et une faible compétitivité externe. Ces évolutions ainsi que la fiscalité (impôts sur le revenu et la consommation) ont un impact sur le revenu disponible des ménages (qui ont récupéré 1,1% en 2015, et 1,7% en 2016). Une baisse potentielle du revenu disponible des ménages aurait un impact sur les taux d'occupation des résidences et sur l'écart entre les loyers reçus des locataires et les loyers versés aux investisseurs. À noter que le Groupe continue d'accorder beaucoup d'importance à la préservation de la qualité des résidences sous gestion et, qu'il offre un grand nombre de services par rapport à la concurrence, ce qui contribue au maintien de meilleurs taux d'occupation.
- Les modifications de la fiscalité – Notamment, la hausse du taux de la TVA, comme cela a été observé en 2014, applicable aux logements meublés. Le Groupe n'a pas pu répercuter entièrement cette augmentation de la TVA sur les loyers, et par conséquent le cœur de son activité a été affecté, principalement dans le segment des résidences pour étudiants.

- Les changements dans les facteurs de prise de décision d'investissement - Ces changements auront un impact sur la demande pour l'achat de nouveaux logements et pour le renouvellement des contrats de bail. La fiscalité est l'un des facteurs les plus importants affectant l'investissement, mais les produits du Groupe sont des investissements admis dans la fiscalité de la location meublée professionnelle ou non professionnelle, et ce statut est de longue durée. À noter que le Groupe a une bonne connaissance des cadres juridiques et fiscaux pertinents. Il faut également souligner que le Groupe présente des taux importants de rénovation des baux (proche de 96% dans les contrats les plus anciens, de plus de 9 ans), et bénéficie de n'avoir jamais fait défaut dans le paiement des loyers aux investisseurs. De plus, les contrats conclus avec des investisseurs confèrent au Groupe le droit au renouvellement des baux, ce que les investisseurs ne peuvent pas refuser à moins de prendre en charge le coût d'une indemnité (telle que la valeur marchande du fonds de commerce, pouvant couvrir 2 à 3 ans de loyers).
- Les changements dans la législation - D'éventuels changements qui pourraient se traduire par une augmentation des coûts de maintenance, de rénovation et des charges d'exploitation des résidences avec services seraient négatifs. La mise en place d'un système d'encadrement des loyers dans les grandes villes, bien que non applicable aux résidences gérées par le Groupe, pourrait avoir un impact sur les loyers effectifs.

La hausse de la concurrence - L'entrée de nouveaux acteurs sur le marché et la concurrence de ceux qui existent et qui veulent développer leurs parts de marché peuvent avoir une incidence sur les niveaux de rentabilité. Le Groupe est en train de devenir le leader dans le segment des résidences avec services pour étudiants et est toujours le deuxième acteur des résidences hôtelières ou touristiques urbaines. À une époque de croissance significative du marché des seniors, le Groupe veut suivre le rythme de cette croissance et il maintient un positionnement important dans ce segment de marché. Il faut souligner que le Groupe est en mesure d'attirer des partenaires dans l'activité de promotion immobilière (co-promotion), leur permettant de partager le risque de cette phase et de croître plus rapidement dans l'activité de gestion et d'exploitation immobilière, qui est une activité à long terme et une source stable de revenus. La commercialisation de logements développés par des tiers, qui seront gérés par le Groupe, a augmenté également l'activité principale. À noter que les résidences du Groupe sont bien localisées, qu'en général elles offrent un service de qualité supérieure par rapport à la concurrence, et que le Groupe est prudent dans le choix des terrains pour de nouveaux sites et lors de la phase de commercialisation afin d'optimiser la rentabilité future.

ACTIONNARIAT ET GOUVERNANCE

Résidé Études Investissement est dotée d'une structure d'actionnaires stable, basée sur son Management. M. Philippe Nicolet, en tant que Président et fondateur, détient 75,4% du capital, et M. Christian Verlain et M. Robert Vergès, détiennent chacun 8,7%. Le restant est distribué entre les cadres (en conséquence de la politique du Groupe pour retenir ses dirigeants clé) et les actions propres (l'écart équivalant à 3,0% du capital social).

Dans un contexte de croissance, le Groupe a renforcé son équipe de management, notamment dans le segment des résidences pour seniors, afin de mieux surveiller l'expansion de cette activité. Le Groupe a joint le management des trois segments de résidences, en vue d'intégrer d'avantage les résidences pour seniors. Ainsi, M. Laurent Noiriél, doté d'une large expérience en tant que Directeur Général des opérations du Groupe (18 ans), est également devenu responsable de ce segment, assurant les fonctions opérationnelles exercées jusqu'en mars 2017 par M. Pierre Besnard (qui a rejoint le Groupe en janvier 2015). La direction de ce segment a été renforcée par un directeur opérationnel expérimenté et sera renforcée par un quatrième directeur régional. La structure commerciale

de ce segment sera également restructurée, incluant un directeur marketing et deux responsables régionaux des ventes.

M. Christian Verlaine, administrateur non exécutif depuis février 2016 (et Président de certaines filiales), a repris les fonctions qui ont été exercées temporairement par M. Pierre Besnard au Conseil d'administration de Résidé Études. En effet, le Groupe a conclu un contrat de services d'assistance et de conseil avec M. Christian Verlaine pour une durée indéterminée, de manière à continuer de bénéficier de son expertise et de son expérience (d'environ 22 ans).

Afin de rationaliser les coûts, le Groupe a conclu en 2016 la fusion de plusieurs filiales opérant dans le segment des résidences pour seniors.

CAPACITÉ DE PRODUCTION DE TRESORERIE ET DÉVELOPPEMENTS RÉCENTS

La stratégie de croissance du Groupe a conduit à la mise en exploitation de 8 nouvelles résidences en 2016, équivalant à 738 logements (par rapport à 1.591 logements en 2015). La majorité est composée de résidences pour seniors (5, équivalant à 460 logements), deux étant des résidences pour étudiants et une étant un appart-hôtel, avec respectivement 194 et 82 logements. En termes globaux, le portefeuille sous gestion du Groupe a augmenté de 3,2%, étant de 23.562 logements à la fin de 2016. Globalement, le Groupe assure la gestion de 159 résidences avec services, dont 65 pour étudiants, 44 appart-hôtels, 28 mixtes étudiants et appart-hôtels et 22 pour seniors.

Au cours des 5 premiers mois de 2017 le portefeuille sous gestion du Groupe a augmenté, dans les segments des résidences pour seniors et les appart-hôtels, à 24 273 logements.

Le Groupe a continué à gérer un parc insignifiant de résidences dédiées à l'habitation, sans services associés (sous l'enseigne «Les Activiales»), résultat d'opportunités de développement. Le nombre de logements sous gestion dans cette catégorie d'actifs a baissé à 76 à fin 2016.

Au cours des 5 premiers mois de 2017, et en comparant avec la même période de l'année précédente, les taux d'occupation moyens des résidences gérées par le Groupe ont évolué comme suit:

- Résidences pour étudiants (commercialisées principalement sous l'enseigne «Les Estudines», et aussi «Stud'City») – le taux a augmenté, de 1,6 points de pourcentage (pp), à 91,8%, malgré l'ouverture de deux nouvelles résidences;
- Résidences hôtelières – appart-hôtels (commercialisées sous les enseignes «Séjour & Affaires», «Residhome» et «Relais Spa») – malgré l'ouverture de 5 nouvelles résidences, le taux d'occupation s'est amélioré dans toutes les gammes, d'environ 5 pp (sauf pour les résidences 3 étoiles qui présentaient déjà de meilleurs taux d'occupation), à près de 73% dans les résidences 2 étoiles, et entre 69,0% pour les résidences 3 étoiles et 66,3% pour les résidences du top de gamme (Relais Spa) ; à souligner le rétablissement des taux d'occupation de ce segment de résidences qui avait été lourdement affecté en 2016 par les effets des évènements terroristes en France;
- Résidences pour seniors (commercialisées sous les enseignes «La Girandière» et «Victoria Palazzo», cette dernière étant l'enseigne haut de gamme, récemment lancée pour ce segment) – dans un contexte d'un nombre significatif d'ouvertures de résidences au cours de l'année dernière, ainsi qu'au cours de l'année d'avant, le taux a diminué de 4.0 pp, à 63,5% (en termes comparables, le taux d'occupation a augmenté à 78,4%). À souligner que la structure d'exploitation mise en place en 2015 dans ce segment d'activité est en train d'être modifiée, dans le sens d'une plus grande professionnalisation de la gestion (une procédure déjà appliquée il y a quelques

années pour la gestion des autres résidences).

En ce qui concerne les résidences pour seniors, et après une analyse approfondie des aspects à améliorer, le Groupe est en train de mettre en œuvre un ensemble de mesures à différents niveaux. Du point de vue de l'organisation, outre la modification et le renforcement de la structure au sommet, le Groupe veut avoir un niveau plus élevé d'informatisation des fonctions de gestion et une plus grande rationalisation des ressources humaines. Du point de vue du marketing, dont la structure a été renforcée, le Groupe est en train de développer des mesures pour parvenir plus tôt à un taux d'occupation d'équilibre, et en parallèle il est en train de repenser la politique des services disponibles, qui sont un facteur de différenciation sur le marché.

Concernant le Relais Spa Roissy (le plus grand appart-hôtel 5 étoiles, avec 463 logements), afin de monétiser l'investissement et d'attirer plus de clients internationaux, le Groupe a signé à la fin de 2016 un contrat de franchise avec Intercontinental Group (avec plus de 5 000 hôtels en fonctionnement et 1 500 hôtels en projet, majoritairement des hôtels franchisés, dans près de 100 pays), qui entrera en vigueur au deuxième semestre de 2017. Ainsi, après quelques investissements d'adaptation effectués par le Groupe, l'appart-hôtel a commencé à fonctionner sous l'une des plus grandes marques mondiales haut de gamme, avec la désignation Crown Plaza Paris - Charles de Gaulle, le 20 juillet 2017, et à faire partie de la grande centrale de réservations du Groupe InterContinental Hotels.

Pour ce qui est du Relais Spa de Val d'Europe (avec 219 logements, près du parc Disneyland Paris), la stratégie du Groupe est d'améliorer les services pour améliorer le classement de l'appart-hôtel.

Globalement, selon les enquêtes de satisfaction menées, le niveau de satisfaction des clients dans les résidences du Groupe sous les enseignes Séjour & Affaires et Residhome a successivement augmenté à près de 8 en 2016 (sur une échelle de 10). Dans les résidences pour seniors, en 2016, les enquêtes de satisfaction indiquent que 97% des personnes interrogées sont satisfaites ou très satisfaites.

Les revenus provenant de la gestion et l'exploitation immobilière ont atteint 266,1 M€ en 2016, soit une augmentation en glissement annuel de 3,6%. Cette expansion découle principalement de l'augmentation des recettes des résidences pour étudiants (de 6,3% en conséquence de l'année entière d'exploitation de 6 nouvelles résidences, qui ont été mises en exploitation à la rentrée universitaire de 2015, et aussi de l'amélioration de la moyenne du taux d'occupation global) et de l'augmentation de 21,5% des recettes provenant des résidences pour seniors (en ligne avec la croissance enregistrée l'année précédente). En effet, environ 60% des logements pour seniors à la fin de 2016 avaient moins de 3 ans d'exploitation. Contrairement aux années précédentes, les recettes du segment des appart-hôtels se sont stabilisées, tout en gardant leur position de plus grande source de revenus (48% du total). Comme mentionné, ce segment a été affecté par l'instabilité créée par les événements terroristes en France.

Au cours des 5 premiers mois de 2017, les recettes de la gestion et de l'exploitation immobilière se sont élevées à 102,7 M€, +9,1% en glissement annuel, bénéficiant de l'amélioration des taux d'occupation mentionnée ci-dessus et de l'augmentation du portefeuille (d'environ 6%). Les trois segments d'activité ont présenté une croissance, qui a été plus significative dans les résidences pour seniors (de 30%) et dans les appart-hôtels (de 8,6% dans toutes les enseignes des résidences). Les recettes provenant des résidences pour étudiants ont démontré une croissance de 3,8%.

L'activité de commercialisation de la promotion immobilière a augmenté de manière significative en 2016, en raison de la stratégie de compléter la vente d'une résidence pour étudiants à Paris (avec 282 logements) à un investisseur

institutionnel. Ainsi, les réservations provenant de la promotion, de la co-promotion et de la commercialisation de programmes pour le compte de tiers ont augmenté de 55,5% en valeur (de 43% en nombre de logements, à 1 221), alors que la valeur des actes notariés signés a augmenté de 36,4% (et de 28,2% en termes de logements), principalement liés aux co-promotions. Comme d'habitude, en raison du système de vente en état futur d'achèvement – VEFA, le Groupe percevra le produit des ventes en corrélation avec l'évolution des travaux de construction. Les ventes du Groupe concernant les programmes immobiliers, qui dépendent directement du coefficient de progression au 31 décembre, se sont fixées à 53,7 M€ en 2016. À noter qu'en raison de l'augmentation du nombre de programmes en co-promotion, qui sont enregistrés selon la méthode de mise en équivalence, les ventes du Groupe des programmes immobiliers ont diminué de 26% par rapport à 2015. Si la méthode d'intégration proportionnelle était appliquée à ces programmes, au lieu de la méthode de mise en équivalence, les ventes du Groupe des programmes immobiliers auraient diminué légèrement en 2016 (de 4,1%). Par ailleurs, la contribution des programmes en co-promotion aux résultats consolidés avant impôts a augmenté de presque 60%, à 3,0 M€ en 2016, étant une source de production de fonds pour le Groupe.

Le Groupe, bénéficiant de son expertise dans l'ensemble de la chaîne de promotion immobilière-construction, a livré 6 projets en 2016 (le même nombre qu'en 2015), dont 2 en co-promotion, qui génèrent des bénéfices pour le Groupe de 9,5 M€ (8,2 M€ en 2015). Au premier trimestre de 2017, le Groupe a livré un projet en co-promotion qui lui a généré un bénéfice de 0,5 M€.

À fin mai 2017, le Groupe comptait 36 programmes en cours de commercialisation et de construction, incluant 14 en co-promotion et la commercialisation de 3 programmes pour des tiers (pour lesquels le Groupe sera l'entité de gestion). Environ 64% du total sont des résidences pour seniors, 7 sont des résidences pour étudiants, 4 sont des appart-hôtels et 2 sont des projets d'accession à la propriété. Le Groupe contrôle régulièrement les marges prévisionnelles des programmes. Au cours des 5 premiers mois de 2017, la valeur des réservations des programmes immobiliers en promotion, co-promotion et commercialisation pour de tiers a augmenté, en glissement annuel, de 25%, à 70,3 M€, alors que la valeur des actes notariés signés a augmenté de 23%, à 47,6 M€, sans considérer les ventes en bloc potentielles. Finalement, il faut noter que deux programmes immobiliers, une résidence avec services pour seniors rue de la République à Marseille et une résidence pour chercheurs et les doctorants dans le quartier des Batignolles à Paris achetées en VEFA par la branche patrimoniale du Groupe, sont en cours de construction. Une fois achevées, ces deux résidences seront gérées par la branche gestion du Groupe.

Poursuivant la stratégie de renforcement de son portefeuille d'actifs patrimoniaux, avec une sélection de projets de qualité en profitant de bonnes opportunités de marché, la valeur du portefeuille d'actifs patrimoniaux du Groupe a augmenté en 2016 de 19,4 M€ (continuant la tendance de croissance des dernières années), à 196,3 M€ à la fin de l'année. À distinguer dans ce montant la valeur des immeubles de placement (en opération) de 129,2 M€, notamment l'appart-hôtel Paris Opéra (35,0 M€), la résidence pour étudiants Marseille République (18,0 M€) et huit résidences sociales pour étudiants (63,8 M€). Ce portefeuille d'immeubles de placement est comptabilisé à la juste valeur déterminée par une évaluation indépendante, et a dégagé des gains de 3,8 M€ en 2016. Au cours de cette année, le chiffre d'affaires des biens immobiliers a légèrement augmenté en glissement annuel à 8,8 M€. Le Groupe détient également un portefeuille d'immeubles de placement en cours, dont la valeur a augmenté en 2016, à 31 M€, principalement lié à la construction de la résidence à Paris Batignolles (plus 6,5 M€) et de la résidence située rue de la République à Marseille (plus 3,4 M€).

Le 20 et le 21 juillet 2017, ARC Ratings a rencontré le Conseil d'administration et les hauts dirigeants de Résidence Études pour discuter de la performance du Groupe en 2016, des changements dans la gestion des résidences pour

seniors et de sa stratégie d'expansion. ARC a visité également deux résidences pour seniors pour confirmer leur bon état général et vérifier l'évolution du produit.

Le chiffre d'affaires du Groupe a atteint 334,5 M€ en 2016, légèrement inférieur au montant de 342,4 M€ atteint en 2015. En effet, l'augmentation des revenus tirés de l'activité de gestion et d'exploitation immobilière a été plus que contrebalancée par la diminution des ventes dans la promotion immobilière, principalement en raison de l'importance accrue des programmes développés en co-promotion enregistrés selon la méthode de la mise en équivalence. Ainsi, dans ces circonstances, la contribution de l'activité de gestion et d'exploitation au chiffre d'affaires total a augmenté à environ 80% en 2016.

En 2016, même dans un contexte où le segment des résidences pour seniors a continué à consommer des ressources, notamment en raison de la première mise en exploitation de nouvelles résidences en 2015 et 2016 (encore en phase de recherche de locataires, avec des taux d'occupation en-dessous de 40%), et des conditions défavorables pour le développement de l'activité hôtelière (notamment pour les unités de 5 étoiles), le Groupe a réussi à atteindre un EBITDA de 14,8 M€. En effet, le Groupe possède une capacité significative à produire des fonds, par le biais de la plus grande maturité du segment des résidences pour étudiants, de l'activité de promotion, et du portefeuille des immeubles de placement. Néanmoins, globalement, les fonds produits par le Groupe en 2016 ont été moindres que ceux de l'année précédente, de 28,9%, en raison, comme mentionné, de la plus faible production de fonds de l'activité de gestion et d'exploitation immobilière.

Il est également important de noter que l'EBITDAR est un indicateur pertinent en ce qui concerne l'activité du Groupe Résidence Études, car il mesure l'EBITDA avant de prendre en compte les loyers versés aux investisseurs. En termes absolus, l'EBITDAR a continué la tendance de croissance en 2016, augmentant de 5,3%, pour atteindre 123,8 M€.

En 2016, l'EBIT du Groupe s'est fixé à 10,5 M€, plus faible que les 16,6 M€ atteints l'année précédente, démontrant la diminution de l'EBITDA, dans la mesure où la plus grande variation de la valorisation des immeubles de placement (de 1M€) a pratiquement été contrebalancée par l'augmentation du montant des dépréciations et amortissements et des provisions.

Dans un contexte d'investissement et d'une dynamique plus forte de l'activité de promotion immobilière et de la postérieure augmentation de la dette, les résultats financiers s'établissent à -8,4 M€ (contre -6,6 M€ en 2015). Compte tenu de la baisse de l'EBITDA, le ratio de couverture charges financiers nettes / EBITDA s'est fixé à 1,8 fois (par rapport à 3,2 fois en 2015).

Les résultats consolidés avant impôts – excluant les activités arrêtées et les résultats non courants – ont été de 2,1 M€ en 2016 (par rapport à 10,1 M€ en 2015). Cette valeur a été substantiellement plus faible que celle prévue dans le business plan analysé dans le rapport de suivi précédent (le business plan précédent). En effet, malgré la meilleure performance de la gestion des résidences pour étudiants par rapport à celle qui avait été estimée, et la plus grande valorisation de la juste valeur des immeubles de placement, les pertes dans la gestion des résidences pour seniors et dans les appart-hôtels n'ont pas permis au Groupe d'atteindre son objectif (10,8 M€).

En 2016, le résultat net des activités arrêtées, concernant la Compagnie de Bâtiment et de Maçonnerie SAS, est devenu positif de 0,3 M€.

En 2016, le Groupe a enregistré un crédit d'impôt de 2,8 M€ lié à la baisse prévue du taux d'imposition jusqu'en 2019, applicable uniquement aux gains potentiels de la juste valeur des immeubles de placement. Ainsi, au niveau consolidé, 2,2 M€ de crédit d'impôt ont été comptabilisés en 2016 (contre une imposition de 2,2 M€ en 2015),

permettant au Groupe d'atteindre un résultat net après les intérêts minoritaires de 4,6 M€ (-11,8% par rapport à 2015).

POLITIQUE FINANCIÈRE

Le total des actifs du Groupe Résidence Études a augmenté de près de 10% en 2016, atteignant 422,4 M€. Le renforcement des immeubles de placement, de 20,2 M€, (montant plus élevé que les 13,8 M€ atteints en 2015), passant à 160,2 M€ a continué d'être le moteur principal de cette augmentation.

En 2016, les BFR ont augmenté à 67,8 M€. Dans un contexte d'expansion de l'activité de promotion immobilière, les stocks ont augmenté de 14,8 M€ (à 58,1 M€), tandis que les créances clients ont diminué de 10,7 M€ et les charges à payer ont légèrement diminué. En ce qui concerne les autres activités du Groupe, les créances commerciales ont enregistré une légère augmentation, à 12,8 M€, tandis que les charges à payer ont augmenté à 24,2 M€. Ainsi, l'augmentation de la régularisation des comptes, principalement liée à l'activité de promotion immobilière et aux immeubles de placement, habituellement de nature temporaire, a été cruciale pour l'évolution des BFR.

La capacité d'autofinancement du Groupe s'est fixée à 5,6 M€ en 2016, moins 2,8 M€ qu'en 2015, dans un contexte de plus grandes pertes dans la gestion des résidences pour seniors et de conditions moins favorables pour le développement de la gestion des apart-hôtels. Ainsi, notamment en raison de l'augmentation des BFR, la capacité d'autofinancement corrigée par la variation des BFR a pris une valeur négative plus importante en 2016 (-8,5 M€) par rapport à 2015 (-0,7 M€). Notez que dans le passé, cet indicateur, dans le cadre de l'investissement et de l'expansion de l'activité de gestion, a pris des valeurs négatives (sauf en 2014 où il a été légèrement positif).

Le renforcement du portefeuille immobilier en même temps que l'expansion de l'activité de promotion (afin d'accroître l'activité de gestion à l'avenir) et les coûts associés à la croissance rapide du segment le plus récent des résidences pour seniors, ont entraîné une augmentation de la dette financière en 2016, de 31,7 M€, à 225,4 M€. Le montant de la trésorerie et des dépôts a légèrement chuté à 25,2 M€ à la fin de 2016, de sorte que la dette financière nette du Groupe a enregistré une augmentation pour atteindre 200,2 M€ à cette date. Il convient de souligner que la capacité du Groupe à piloter l'activité, et notamment la vitesse de l'investissement, lui a permis d'obtenir une dette financière nette inférieure de 14,2 M€ (soit -7%) par rapport à ce qu'il avait estimé.

La diminution du montant de l'EBITDA, en partie en raison de l'investissement réalisé qui a besoin de temps pour produire des fonds, combinée avec l'augmentation de l'endettement financier net, a conduit à une augmentation du ratio dette financière nette / EBITDA, à 13,6 fois en 2016 (par rapport à 8,0 fois en 2015). Sur la base des perspectives de croissance significatives de l'EBITDA, le Groupe prévoit une amélioration de ce ratio, en particulier à partir de 2018 (voir prévisions).

L'endettement à moyen-long terme a une maturité à long terme - généralement 15 ans pour les crédits-bails immobiliers, et 30 ans pour les financements des résidences sociales pour étudiants. À la fin de 2016, ces types d'endettement se montaient respectivement à 66,4 M€ et à 38,6 M€. En 2016 le Groupe a obtenu des financements à échéance de 16 et de 20 ans, et a amélioré son profil d'endettement avec le nouvel emprunt obligataire, compte tenu de la bonne situation sur les marchés obligataires en France. En effet, le 18 février 2016, Résidence Études a fait un nouvel emprunt obligataire d'un montant de 50 M€ auprès des investisseurs institutionnels. Cette émission

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

	2012 Re	2013 Re	2014	2015	2016
CHIFFRE D'AFFAIRES	282.352	313.092	316.366	342.389	334.543
EBITDA	19.106	23.695	23.926	20.768	14.756
EBITDAR	93.106	106.095	114.534	117.568	123.756
EBIT	16.534	20.661	17.628	16.601	10.473
RÉSULTAT FINANCIER	(4.269)	(5.604)	(7.426)	(6.582)	(8.393)
RÉSULTATS NON COURANTS	(2.947)	(3.777)	(394)	(2.402)	321
RÉSULTAT NET (APRÈS INTÉRÊTS MINORITAIRES)	4.268	7.807	4.975	5.178	4.569
TOTAL DE L'ACTIF	299.044	351.741	344.601	384.548	422.439
FONDS DE ROULEMENT NET (FRN)	34.420	62.402	58.600	46.916	50.809
BESOINS EN FONDS DE ROULEMENT (BFR)	20.428	31.086	43.584	54.970	67.771
Capacité d'Autofinancement	10.509	11.108	13.844	8.374	5.604
Capacité d'Autofinancement Corrigée de la Variation du BFR	(4.136)	(4.450)	783	(747)	(8.515)
TRÉSORERIE NETTE (TRN)	13.992	31.316	15.016	(8.054)	(16.962)
ENDETTEMENT FINANCIER	135.364	172.347	169.998	193.687	225.362
ENDETTEMENT FINANCIER NET	96.523	118.200	135.330	166.451	200.174
Marge de Contribution (%)	25,3%	26,7%	27,8%	26,5%	27,2%
Marge EBITDA (%)	6,8%	7,6%	7,6%	6,1%	4,4%
Marge EBITDAR (%)	33,0%	33,9%	36,2%	34,3%	37,0%
Prod. Opérat. Chiffre Affaires (%)	5,9%	6,6%	5,6%	4,8%	3,1%
Coût Brut de la Dette (%)	2,1%	2,0%	2,9%	2,3%	2,5%
Chiffre d'Affaires Net sur Retour (%)	1,5%	2,5%	1,6%	1,5%	1,4%
Taux de Distribution de Résultats (%)	28,1%	15,4%	24,1%	23,2%	26,3%
Couverture des Charges fin. des Emprunts par l'EBITDA (x)	3,9	4,2	3,1	3,0	1,7
Couverture des Charges Fin. des Emprunts Nettes par l'EBITDA	4,5	4,2	3,2	3,2	1,8
Endettement Financier Net / EBITDA (x)	5,1	5,0	5,7	8,0	13,6
Autonomie Financière (avec Intérêts Minoritaires) (%)	22,3%	21,1%	22,3%	21,0%	19,9%
NET GEARING (Endettement Net / Capit. Propres avec Intérêts Min.) (x)	1,4	1,6	1,8	2,1	2,4
Struc. de l'Endettement (Court Terme en % du Total)	17,5%	12,6%	10,9%	17,6%	18,2%
Risque de Liquidité	0%	0%	0%	100%	100%
Liquidité Générale	134,4%	158,9%	163,4%	139,1%	138,6%
Liquidité Réduite	107,8%	127,5%	119,7%	103,0%	94,5%

Notes:

Montants arrondis.

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

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

Sources:

Les Rapports et les Comptes du Groupe Résidé Études.

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

Dans le cadre du nouvel emprunt obligataire et du renforcement du portefeuille d'actifs patrimoniaux du Groupe, la dette à moyen-long terme a augmenté de 24,8 M€, à 184,4 M€ à la fin de 2016. Ainsi, 66,6 M€ ont une échéance de paiement entre 1 et 5 ans (incluant l'encours de 18,5 M€ de l'emprunt obligataire qui est en train d'être noté), et 117,8 M€ ont une échéance à plus de 5 ans (ce qui représente une amélioration significative à la fin de 2015).

Au cours de la période écoulée en 2017, le Groupe a obtenu des financements avec des échéances entre 27 et 32 ans.

L'endettement du Groupe à court terme a totalisé un montant de 41,0 M€ à la fin de 2016, équivalant à 18,2% du total. Comme d'habitude pour les activités du Groupe, cette dette était principalement composée de découverts bancaires d'un montant de 33,2 M€, dont 24,3 M€ destinés au financement des programmes de promotion immobilière. De plus, la dette à court terme comprenait 7,8 M€ de dette à moyen-long terme venant à échéance à court terme et, 2,2 M€ d'intérêts courus liés aux emprunts obligataires. Le montant des découverts bancaires pour financer la promotion immobilière a augmenté à 39,7 M€ à la fin mai 2017, et est lié à 23 programmes que le Groupe espère pouvoir livrer en 2017 (7), 2018 (8) et 2019 (8). À cette date, les autorisations supplémentaires pour financer les programmes immobiliers en cours se sont élevées à environ 66 M€.

À la fin de 2016 la trésorerie et équivalents étaient inférieurs au montant de la dette à court terme, comme cela est arrivé à la fin de 2015. Cette situation découle de l'activité de promotion immobilière, qui a enregistré une accélération en 2016. Le remboursement de la dette à court terme associée dépendra de la bonne réalisation des programmes immobiliers, qui sont suivis régulièrement par le Groupe.

En ce qui concerne les taux d'intérêt, la dette du Groupe à moyen et à long terme est soumise de préférence à un taux d'intérêt fixe. Pour sa dette à moyen et à long terme à taux variable, le Groupe cherche des solutions sur mesure, pour couvrir ou plafonner ces taux d'intérêt. Les trois swaps contractés par le Groupe sont valorisés à leur juste valeur dans les comptes du Groupe. À la fin 2016, la perte latente liée à ces instruments financiers s'élevait à 2,9 M€, avec un impact sur les fonds propres, après l'effet d'impôt, de -1,9 M€. Comme mentionné dans le rapport de notation, la dette à taux variable liée aux opérations de promotion immobilière ne fait pas l'objet de couverture de taux d'intérêt.

Les fonds propres du Groupe (y compris les intérêts minoritaires), compte tenu des dividendes qui seront distribués l'année suivante et qui ont été maintenus à 1,2 M€, ont été renforcés de 4.6% en 2016, à 84,2M€ à la fin de l'année. Néanmoins, le ratio fonds propres / actifs s'est fixé à près de 20,0% à la fin de 2016 (c.à.d. 1,1 pp plus bas qu'à la fin de 2015) dans un contexte d'investissement et d'accélération de l'activité de promotion immobilière. Compte tenu de l'importance de la trésorerie et équivalents dans le bilan, le ratio fonds propres/ actifs corrigés (où les actifs sont déduits de ces actifs plus disponibles) s'est fixé à 21,2% à la fin de 2016.

Concernant les polices d'assurance souscrites par le Groupe, dans le cadre d'une révision générale des polices d'assurances, le Groupe a renforcé le capital et les risques couverts.

PERSPECTIVES

En juillet 2017, le Groupe a mis à jour son business plan pour la période de 2017-2021 (scénario de base), en se basant sur les chiffres vérifiés en 2016. Suivant la décision de développer également une activité au niveau européen et après une large prospection géographique, le Groupe a considéré la gestion de 4 résidences dans les pays voisins; le Luxembourg (1 appart-hôtel), la Belgique (2 résidences pour étudiants à Bruxelles, ville où est basée sa structure opérationnelle de développement international) et la Suisse (1 résidence pour étudiants).

Les principales hypothèses considérées pour la mise à jour du business plan du Groupe sont les suivantes:

- Augmentation de 50% du nombre de logements en fonctionnement et sous gestion (équivalent à 11 867), à 35 429, grâce à des augmentations annuelles de 5% à 11% (plus accentuées en 2020/2021). Le Groupe prévoit une expansion dans les trois secteurs d'activité, avec une prééminence continue dans les logements pour les

séniors. Cela devrait se traduire par l'ouverture d'environ cent nouvelles résidences, plus de la moitié pour les seniors (la plupart sous l'enseigne La Girandière). Cela permettra au Groupe d'atteindre un mix plus diversifié de logements en fonctionnement et sous gestion en 2021 (21,2% du total pour les seniors, plus proche de 25.9% en appart-hôtels, et 52.7% pour les étudiants, bénéficiant de l'historique du Groupe dans ce segment d'activité) en ligne avec ce qui était prévu dans le business plan précédent.

- La création d'une relation durable avec les investisseurs institutionnels (avec des avantages pour la structure du capital des programmes de promotion), augmentant l'objectif de vente annuelle de logements, en le fixant entre 1 300 à 1 500 unités.
- Le renforcement du portefeuille d'actifs patrimoniaux d'environ 214 M€, dont 113,4 M€ dans des immeubles de placement (permettant de doubler le nombre de logements en fonctionnement et sous gestion appartenant au Groupe), en tenant compte des programmes en cours (Marseille République et Paris Batignolles) et d'une douzaine d'autres projets (incluant une résidence hôtelière au Luxembourg), dans la plupart des cas éligibles au financement social. Concernant la juste valeur des immeubles de placement, le Groupe prévoit des évaluations annuelles plus faibles que celles enregistrées en 2016, pour un total de 11,4 M€.

L'inversion des courbes de natalité au milieu des années 90 en France, vers le haut, suggère que l'activité des résidences pour étudiants entrera dans une phase ascendante. Ainsi, le Groupe prévoit une augmentation de la demande continue et régulière dans ce segment de marché sur une longue période, et a considéré une croissance annuelle modérée du chiffre d'affaires (6% en moyenne) et une amélioration de la marge (+1,7 pp en moyenne par rapport à 2016). Dans le segment des appart-hôtels, à l'exception des résidences Relais Spa et de la résidence Belval, les perspectives du Groupe indiquent une reprise de l'activité normale (reprise déjà observée au cours des 5 premiers mois de 2017) lui permettant d'atteindre une croissance moyenne du chiffre d'affaires de 7% et une amélioration des marges (à 4% en moyenne, par rapport à 1% en 2016 en résultat de la chute de la demande en raison de l'instabilité créée par les événements terroristes).

Les statistiques françaises indiquent une augmentation significative du nombre de seniors âgés de 65 ans et plus dans les années à venir, ce qui représente une opportunité de croissance pour le segment d'activité des résidences pour seniors avec services, compte tenu de la pénurie de logements adéquats pour eux. Le Groupe veut occuper une position de premier plan sur ce segment de marché également. Ainsi, il considère un nombre important de résidences pour seniors entrant en fonctionnement chaque année, au cours de la période 2017/2021. Compte tenu des changements en cours dans la gestion de ces résidences et de l'augmentation de la base des résidences en vitesse de croisière, le Groupe espère (dans le cadre d'une croissance moyenne du chiffre d'affaires de 41%) atteindre l'équilibre dans ce segment en 2021. À noter que les mesures en cours indiquent l'ouverture des résidences uniquement lorsqu'elles ont déjà un taux d'occupation plus élevé, une plus grande informatisation des opérations et une augmentation progressive des loyers (possible avec la rotation prévue des seniors, de l'ordre de 20% par an).

Dans un contexte d'expansion de l'activité de promotion immobilière, qui précède une augmentation de l'activité de gestion, le Groupe prévoit une augmentation du résultat avant impôts, en particulier en 2018 et 2019. Par ailleurs, le portefeuille d'actifs patrimoniaux du Groupe devrait continuer à dégager des résultats croissants avant impôts, en moyenne de 20%, en excluant la variation de la juste valeur des immeubles de placement.

La stratégie d'expansion du Groupe indique une capacité annuelle d'autofinancement positive et croissante, totalisant 126,6 M€ pour la période 2017-2021. Dans le cadre de l'expansion de l'activité de promotion immobilière, et de ventes en bloc, le Groupe a considéré uniquement une variation positive des BFR de 16,9 M€

en 2017, qu'il devra financer. Ainsi, entre 2018 et 2021 la variation espérée des BFR sera négative, c.à.d. une source de fonds pour le Groupe en termes cumulés de 32,5 M€ (spécialement significative en 2020).

SCÉNARIO DE BASE DU GROUPE RÉSIDÉ ÉTUDES POUR LA PÉRIODE 2017-2021 (EN MILLIONS D'EUROS)

	2016	2017 (F)	2018 (F)	2019 (F)	2020 (F)	2021 (F)
A) Résultat Avant IS	2.1	6.0	24.0	23.5	31.5	44.3
lequel						
des Activités de Gestion Exploitation	(7.2)	(6.7)	0.9	0.3	9.8	23.0
lequel						
Résidences Étudiants	5.3	6.0	7.1	7.0	9.5	9.9
Résidences Apparthotels	(4.7)	(1.8)	2.9	4.3	5.9	7.2
lequel «Relais Spa»	(5.8)	(4.9)	(1.9)	(0.4)	0.4	0.8
Résidences Personnes Âgées	(7.9)	(11.0)	(9.2)	(11.0)	(5.7)	5.8
des Activités de Promotion	5.5	8.7	16.8	16.6	11.9	9.7
des Activités Patrimoniales	7.8	5.6	7.9	9.2	11.4	13.3
des Activités de Holding	(4.0)	(1.6)	(1.6)	(2.6)	(1.6)	(1.6)
B) IS et Participation	2.2	(2.4)	(9.6)	(9.4)	(12.6)	(17.7)
C) Résultat Net des Activités (A + B)	4.3	3.6	14.4	14.1	18.9	26.6
D) Dotation Nette aux Amortissements	8.3	9.1	10.2	11.8	13.5	14.9
D1) Elimination Écart Juste Valeur	(3.8)	(1.2)	(1.7)	(2.1)	(2.9)	(3.6)
D2) Autres (incluant CBM)	(3.1)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
E) Capacité d'Autofinancement (C + D + D1 + D2)	5.6	11.5	23.0	23.8	29.5	38.9
F) Variation du BFR - Activités Opérationnelles	(14.1)	(16.9)	1.9	1.8	19.3	9.4
G) Capacité d'Autofinancement Corrigée de la Variation du BFR (E + F)	(8.5)	(5.4)	24.9	25.6	48.8	48.3
H) Activités d'Investissement	(23.2)	(70.2)	(55.0)	(42.7)	(28.9)	(17.4)
laquelles						
Immeubles Corporelles et d'Exploitation	n.av.	(18.2)	(24.3)	(24.1)	(19.6)	(17.4)
Immeubles de Placement	n.av.	(51.4)	(31.2)	(19.1)	(10.8)	(0.9)
I) Dividendes	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.4)	(1.4)	(1.9)
J) Besoins de Financement avant que le Service de la Dette en Capital (G + H + I)	(32.9)	(76.8)	(31.3)	(18.6)	18.5	29.0
L) Le Service de la Dette en Capital	(53.1)	(41.8)	(65.2)	(91.6)	(79.0)	(82.7)
lequel						
Emprunts à Moyen et Long Terme	(26.3)	(8.6)	(11.5)	(32.7)	(16.1)	(25.1)
lequel Emprunt Obligataire	(24.7)	0.0	0.0	(18.5)	0.0	0.0
lequel Autres Emprunts	(1.6)	(8.6)	(11.5)	(14.2)	(16.1)	(25.1)
Potentiel - Concours Bancaires	(26.8)	(33.2)	(53.7)	(58.9)	(62.9)	(57.6)
M) Nouvelle Dette	84.0	123.6	96.9	116.5	76.1	62.5
lequel						
Potentiel - Rénovation de Concours Bancaires	26.8	33.2	53.7	58.9	57.6	56.0
Concours Bancaires Supplémentaires	6.4	20.5	5.2	4.0	0.0	0.0
Emprunts à Moyen et Long Terme	50.8	69.9	38.1	53.6	18.5	6.5
lequel Emprunt Obligataire	50.0	0.0	0.0	18.5	0.0	0.0
lequel Autres Emprunts	0.8	69.9	38.1	35.1	18.5	6.5
N) Variation de Trésorerie Brute (J+L+M)	(2.0)	5.0	0.4	6.4	15.6	8.7
Résumé:						
Trésorerie Brute à la fin de l' Année	25.2	30.2	30.6	37.0	52.6	61.4
Concours Bancaires	33.2	53.7	58.9	62.9	57.6	56.0
Trésorerie Nette à la fin de l' Année	(8.0)	(23.5)	(28.3)	(25.9)	(5.0)	5.4
Emprunts à Moyen et Long Terme - Trésorerie Nette à la fin de l' Année	200.2	276.9	308.3	326.8	308.3	279.3
Couverture des Charges fin. des Emprunts par l'EBITDA (x)	1.9	2.9	5.0	4.4	5.5	6.7
Endettement Financier Net / EBITDA (x)	13.5	13.1	7.7	7.6	5.9	4.2

Notes:

(P) Prévisionnel de 2017-2021; n.d. = Non disponible.

Sources:

Prévisions d'activité pour le Groupe Résidence Études.

Même dans un contexte de politique conservatrice de paiement de dividendes, le montant significatif des activités d'investissement prévues, et le niveau plus élevé de l'activité de promotion espérée, entraîneront une augmentation de la dette financière nette du Groupe entre 2017 (une augmentation d'environ 77 M€) et 2019

(pour atteindre un maximum de 326,8 M€, en considérant que l'encours de l'emprunt obligataire émis en 2013 sera renouvelé). En 2020 et en 2021, on s'attend à ce qu'une capacité plus significative à produire des fonds, conjuguée avec un ralentissement de la politique d'investissement permette une réduction de la dette nette, à 279 M€ à la fin de 2021. À noter que l'augmentation de la dette nette estimée provient principalement de la dette à moyen et à long terme contractée pour financer des investissements, un effort que le Groupe peut ajuster en fonction de performance globale de l'activité, en plus de passer à un niveau d'utilisation plus élevé des découverts bancaires pour financer les programmes de promotion (avec un impact significatif en 2017).

Il convient de noter que selon les prévisions du Groupe, l'augmentation prévue de la dette financière nette devrait s'accompagner d'une amélioration des ratios de couverture de la dette par l'EBITDA. Le ratio dette financière nette / EBITDA, après une petite amélioration prévue pour 2017, s'améliorera de manière continue pour s'établir à moins de 8,0 en 2018/2019, et sera inférieur à 6 en 2020 et sera à près de 4 fois en 2021. De même, en ce qui concerne la couverture des charges financières nettes, les perspectives indiquent des améliorations successives à des niveaux plus élevés que ce qui a été atteint au cours des dernières années (entre 4 et 7 fois).

En comparaison avec le business plan précédent, pour une période de cinq ans, la capacité d'autofinancement (corrigée de la variation des BFR) sera plus grande d'un tiers (équivalant à +35 M€), malgré la considération qu'en termes cumulés, la gestion des résidences pour seniors (qui est dans une phase de croissance rapide) devra être soutenue par les autres segments plus matures de résidences sous gestion et par les autres activités rentables du Groupe. En ce qui concerne l'exploitation et la gestion des résidences pour étudiants et les appart-hôtels, comme indiqué, le Groupe a prévu des améliorations des marges (supérieures à celles considérées dans le business plan précédent). Le montant total des investissements sera légèrement inférieur (de -5%), tout en maintenant le montant des investissements pour renforcer les immeubles de placement. Ainsi, compte tenu du renouvellement de l'emprunt obligataire de 18,5 M€ sous notation, au lieu du paiement considéré précédemment, la dette financière nette aura une valeur plus élevée (entre 40 et 50 M€ jusqu'à la fin de 2019, et environ 17 M€ à la fin de 2020), de manière à améliorer la production de fonds à partir de 2020.

Dans un contexte d'investissement important, et en conservant environ 87% des résultats nets futurs, le scénario de base indique, malgré le renforcement successif de l'assise financière du Groupe, une baisse du ratio fonds propres / actifs (déduction faite de la dette financière nette à court terme, des ressources cycliques et des impôts différés passifs) de 2017 à 2020, au minimum de 25,7% en 2017, avec une reprise en 2021 (à 35,5%).

ANALYSE DE SENSIBILITÉ

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

En partant de ce scénario de base, ARC Ratings a envisagé - toutes choses étant égales par ailleurs - des réductions de 1 pp des taux de rentabilité dans les activités de gestion/exploitation: des résidences pour étudiants, de 2017 à 2021 (soit 15,5% de moins par rapport au scénario de base); des appart-hôtels, à l'exception de Relais Spa, de 2017 à 2021 (soit une moyenne de 26% de moins que le scénario de base); et des résidences pour seniors uniquement en 2021 (soit 25% de moins que le scénario de base). En outre, ARC Ratings a considéré, pour les années où une réduction des taux de rentabilité a été estimée, l'occurrence simultanée d'une baisse de 10% des revenus provenant de ces résidences. L'impact global sur les résultats avant impôts de l'activité de gestion/exploitation des résidences serait une réduction de 18,9 M€ au cours de la période 2017/2021 (soit 71%

de moins que dans le scénario de base). Concernant l'activité de promotion immobilière, ARC Ratings a considéré une diminution de 10% dans les principales recettes de 2017 à 2021, ce qui devrait générer un impact sur les résultats avant impôts de -22,8 M€ (soit 36% de moins que dans le scénario de base). De plus, dans l'activité patrimoniale, ARC a également considéré un impact négatif sur les résultats avant impôts de 6,5 M€ en termes cumulés (c.à.d. 14% de moins que dans le scénario de base).

Même dans un scénario enregistrant simultanément des baisses de rentabilité et de niveau d'activité dans ces segments, partiellement compensées par d'éventuelles économies d'impôt, le Groupe continuerait de présenter une capacité d'autofinancement d'environ 80% de la capacité d'autofinancement prise en compte dans le scénario de base. Avec le maintien de la distribution de dividendes assumée dans le scénario de base, toutes autres choses restant égales par ailleurs, ce scénario aboutirait à une détérioration de la trésorerie du Groupe de 28,9 M€ au long de la période 2017-2021 (incluant des détériorations annuelles allant de 4,7 M€ à 7,0 M€). Dans ces circonstances moins favorables, à la fin de 2018 la trésorerie brute serait de 20,3 M€, c.à.d. que même sans considérer aucune production de fonds en 2019, le Groupe aurait la capacité de rembourser les encours de l'emprunt obligataire qui a eu lieu en 2013 (si nécessaire). Dans ce cas, la trésorerie brute serait d'environ 14 M€ à la fin de 2021 (par rapport à 61,4 M€ dans le scénario de base). Ainsi, le Groupe serait encore capable d'encaisser ce scénario de stress. Toutefois, dans des circonstances moins favorables pour développer les activités, selon le Groupe sa gestion de l'activité serait différente. En effet, le Groupe peut ralentir le développement de nouveaux programmes et réduire ainsi les besoins en fonds de roulement net liés à l'activité de promotion immobilière, ce qui entraînerait immédiatement une augmentation de la trésorerie. Le Groupe pourrait également envisager de réduire fortement ses investissements prévus dans les immeubles de placement, ce qui aurait également un impact positif sur sa trésorerie.

Finalement, et en dernier ressort, le Groupe pourrait céder une partie de ses immeubles de placement et de ses actifs d'exploitation. Globalement, comme indiqué, la valeur comptable de ces actifs était de 196,3 M€ à la fin de 2016, ce qui a dépassé le montant de la dette respective de plus de 80 M€, notamment dans le cas de huit résidences pour étudiants à caractère social (25,2 M€) et de l'appart-hôtel Paris Opéra (16,3 M€).

CONDITIONNALITÉ D'ÉMISSION

L'émission qui est en cours de notation par ARC Ratings est un emprunt obligataire, sous forme de placement privé, placé par Résidence Études le 23 Octobre 2013, et dont l'encours est actuellement de 18,5 M€ (après un remboursement anticipé de 25,5 M€ le 18 février 2016). Les principales conditions de cet emprunt obligataire sont les suivantes: remboursable au pair au bout d'une période de 6 ans; intérêts payables annuellement, à compter de la date d'émission, à un taux d'intérêt fixe de 5,2%, majoré de 1,25 points de pourcentage l'an si le ratio de levier (Gearing) est supérieur ou égal à 0,85 fois; si ce ratio est supérieur ou égal à 1,00 fois, il entraîne le remboursement anticipé de l'emprunt; sur la base des comptes consolidés au 31 décembre 2016, ce ratio est de 0,64 fois; engagement non subordonné et (sous réserve des stipulations du maintien de l'emprunt à son rang) sans constitution de sûretés de la part du Groupe Résidence Études, venant au même rang, sans préférence entre eux, et (sous réserve des exceptions impératives du droit français) au même rang que tous les autres engagements non subordonnés et non assortis de sûretés, présents ou futurs, du Groupe Résidence Études; cette clause ne s'applique pas aux crédits affectés aux actifs patrimoniaux et aux opérations de promotion; sujettes à remboursement anticipé de toutes ou partie des obligations si changement de contrôle; et assorties d'une clause de cross default.

CLAUSE DE NON-RESPONSABILITÉ

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

ARC Ratings, S.A.

Rua de São José, 35 – 1º B

1150-321 Lisbonne

PORTUGAL

Téléphone: +351 213 041 110

Télécopie: +351 213 041 111

Courriel: arcratings@arcratings.com

Site: www.arcratings.com



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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