

ARC Ratings abaisse la notation de Réside Études à «BBB» et modifie la perspective à stable

<u>ÉMETTEUR</u> Réside Études Investissement S.A.	<u>NOTATION D'EMETTEUR</u> BBB Medium and Long Term (BBB, avec perspective stable)
<u>DATE DE NOTATION</u> 17 août 2017	<u>NOTATION D'EMISSION</u> BBB Medium and Long Term (BBB, avec perspective stable)

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 Réside Études Investissement S.A. (Réside 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

Réside Études Investissement S.A. est la holding d'un Groupe créé en 1989 dont le siège est situé à Paris, France. Ce Groupe, initialement centré sur le marché de la résidence pour les étudiants avec services s'est diversifié depuis et figure actuellement parmi les leaders dans les trois principaux marchés de résidences avec services en France. Ses principales activités de long terme sont la gestion et l'exploitation immobilière, la promotion immobilière et la création d'un portefeuille d'actifs patrimoniaux.

À la fin du mois de mai 2017, le Groupe gérait 24 273 logements (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).

JUSTIFICATION DE LA NOTATION

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

- Un Conseil d'administration expérimenté - Réside Études Investissement est contrôlé par un Conseil

d'administration expérimenté dans cette activité depuis vingt-huit ans. De plus, le pacte d'actionnaires permet le transfert entre actionnaires, assurant ainsi la stabilité de la structure de l'actionnariat.

- La Stratégie de la Société – La stratégie du Groupe repose sur une croissance organique. Les résultats positifs, comme 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 Réside 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.

DÉVELOPPEMENTS RÉCENTS ET PERSPECTIVES

En 2016, les conditions favorables dans les marchés obligataires en France et la confiance des investisseurs dans le Groupe lui ont permis d'améliorer son profil d'endettement et d'attirer de nouvelles ressources (24,5 M€), pour garantir un niveau plus élevé de développement de l'activité. Son activité étant une activité à long terme qui a besoin de temps pour être rentable, on s'attend à ce que plusieurs années se passent avant que l'impact positif sur la capacité de générer des fonds produise des effets.

Dans un environnement de croissance, le Groupe a renforcé son équipe de gestion, notamment dans le segment des résidences pour seniors, afin de mieux surveiller l'expansion de l'activité. Les données du Groupe concernant les cinq premiers mois de l'année 2017 indiquent une augmentation des recettes en glissement annuel de 9,1% des activités de gestion et d'exploitation immobilière, dans les trois segments d'activité, bénéficiant de l'amélioration du taux d'occupation (notamment dans les appart-hôtels) et de l'augmentation du nombre de logements (d'environ 6%). De même, l'activité de commercialisation des promotions immobilières a progressé d'environ 25%.

À fin mai 2017, le Groupe comptait 36 programmes en cours de commercialisation et de construction (environ 64% pour seniors) ce qui permet d'anticiper une croissance significative de l'activité de gestion dans le futur. Le Groupe bénéficie de l'appui d'un grand pool de banques pour financer ses opérations. Un plus grand dynamisme des programmes immobiliers qui sont promus par le Groupe, malgré la pratique consistant à recevoir le prix de vente en tranches des investisseurs selon la phase de développement des travaux de construction, oblige à contracter une dette à court terme.

La stratégie du Groupe visant à augmenter substantiellement le portefeuille d'actifs patrimoniaux est en cours, et devra entraîner une augmentation de l'effet de levier dans les années à venir. Il convient de noter la longue échéance de cette dette.

Le business plan du Groupe mis à jour pour la période 2017-2021 indique une expansion dans les trois principales activités et dans leur rentabilité, profitant des bonnes perspectives de croissance du marché des résidences. Le Groupe a l'intention de créer une relation durable avec les investisseurs institutionnels, à fin d'assurer une base de financement plus diversifiée. Le nombre de logements en fonctionnement et sous gestion augmentera considérablement vers un mix plus diversifié, dans lequel les logements pour les étudiants représenteront encore 52,7% du total (en raison de l'historique du Groupe dans ce segment d'activité), et les logements pour seniors représenteront 21,2% en 2021. Par rapport au business plan précédent, pour la période de cinq ans, la capacité d'autofinancement (corrigée de la variation des BFR) sera plus grande d'un tiers, 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. À fin d'améliorer la production de fonds à partir

de 2020, la dette financière nette aura des valeurs plus élevées, avec un maximum prévu de 326,8 M€ en 2019. Malgré l'augmentation de la dette financière nette, le Groupe s'attend à une amélioration des ratios de couverture de la dette par l'EBITDA, qui sera plus significative à partir de 2018.

À noter qu'en fonction de la performance globale de son activité, le Groupe a la capacité d'ajuster le montant de l'investissement, tout comme de ralentir le développement des nouveaux programmes et de réduire les BFR qui leur sont associés, pour réduire la dette nette. Finalement et en dernier ressort, le Groupe pourrait céder une partie de ses immeubles de placement et de ses actifs d'exploitation. Globalement, la valeur comptable de ces actifs a dépassé le montant de la dette respective de plus de 80 M€ à la fin de 2016, 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€).

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

ARC Ratings, S.A.

Rua de São José, 35 – 1° B

1150-321 Lisbonne

PORTUGAL

Tel: +351 213 041 110

Fax: +351 213 041 111

E-mail: arcratings@arcratings.com

Site: www.arcratings.com

Contacts Principaux:

Isabel Fernandes

Analyste Principale

+351 213 041 110

isabel.fernandes@arcratings.com

Emma-Jane Fulcher

Directrice des Notations & Présidente du Comité de Notation

+44 (0) 203 282 7594

emma.fulcher@arcratings.com

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

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

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