



COMPANHIA PORTUGUESA
DE RATING, S.A.

Résidé Études Investissement, S.A.

Rapport de Notation Rating Report

☐ Opérations / *Issues*

- | | |
|--|---|
| 1) Capacité d'honorer les engagements financiers de moyen et long terme | 1) <i>Capacity to meet medium and long term financial commitments</i> |
| 2) Emprunt obligataire d'un montant nominal maximum de 50 millions d'euros | 2) <i>Bond loan in the maximum nominal amount of EUR 50 million</i> |

☐ Notations / *Rating*

- | | |
|---------------|-----------------------|
| 1) et 2) BBB+ | 1) and 2) <i>BBB+</i> |
|---------------|-----------------------|

☐ Perspectives / *Outlook*

- | | |
|-----------------|-------------------------|
| 1) et 2) Stable | 1) and 2) <i>Stable</i> |
|-----------------|-------------------------|

☐ Validité / *Validity*

- | | |
|-------------------------------|------------------------------------|
| 1) et 2) Le 12 septembre 2014 | 1) and 2) <i>12 September 2014</i> |
|-------------------------------|------------------------------------|

☐ Période Analysée / *Period of Analysis*

- | | |
|---|--|
| De 2008 au premier semestre 2013 et prévisions pour 2013 à 2019 | <i>2008 to the first half of 2013 and forecasts for 2013 to 2019</i> |
|---|--|

☐ Date du Présent Rapport / *Report's Date*

- | | |
|----------------------|--------------------------|
| Le 12 septembre 2013 | <i>12 September 2013</i> |
|----------------------|--------------------------|

☐ Comité de Rating / *Rating Panel*

- | | | |
|--------------------|---------------------------------------|---|
| José Poças Esteves | Président du Conseil d'Administration | <i>Chairman of the Board of Directors</i> |
| Henrique Murteira | Directeur | <i>Manager</i> |
| Isabel Fernandes | Analyste de Rating | <i>Rating Analyst</i> |
| Carlos Leitão | Analyste de Rating | <i>Rating Analyst</i> |

☐ Contacts / *Contact*

- | | | | |
|-------------------|--------------------|-----------------------|---------------------------|
| Henrique Murteira | Directeur | <i>Manager</i> | Tel: (351) 213 041 110 |
| Isabel Fernandes | Analyste de Rating | <i>Rating Analyst</i> | Fax: (351) 213 041 111 |
| | | | E-mail: geral@cprating.pt |

Les engagements financiers de moyen et long terme de Résidé Études Investissement S.A. ont été objet de notation à titre indicatif par CPR au 24 juillet 2013. La notation indicative est une évaluation simplifiée du risque de crédit, sans accompagnement, réservée strictement à des fins privées, ne pouvant être divulguée publiquement ni par CPR ni par l'entité dont les engagements sont soumis à notation.

Résidé Études Investissement S.A. medium and long term financial commitments were rated by CPR on an indicative basis as of 24 July 2013. Indicative rating is a simplified credit risk assessment, not subject to follow-up, provided strictly for private use, and it cannot be publicly disclosed either by CPR or the company subject to rating.

1. DESCRIPTION DES OPERATIONS SOUMISES À UNE NOTATION

Les opérations suivantes font l'objet d'une notation attribuée par Companhia Portuguesa de Rating, S.A. (CPR):

1.1. Les engagements financiers à moyen et long terme de Réside Études Investissement S.A. (Réside Études);

1.2. L'emprunt obligataire d'un montant nominal maximum de 50 millions d'euros (M€) sous forme d'obligations de placement privé à émettre en octobre 2013. Le projet de prospectus de cet emprunt prévoit entre autres les dispositions suivantes pour ces obligations:

- remboursées 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 (non encore défini) devant être majoré de 1,25 points de pourcentage l'an si le ratio de levier (ratio Gearing)¹ est supérieur ou égal à 0,85x; si ce ratio est supérieur ou égal à 1,00x, il entraîne le remboursement anticipé de l'emprunt; le Groupe estimait son ratio de Gearing à -0,14x à fin 2012 sur la base de ses comptes consolidés, en retraitant les comptes 2012 de l'encaissement de l'emprunt obligataire et du remboursement d'un crédit de 17,4 M€, le Groupe estime obtenir un ratio Pro Forma de Gearing de 0,45x, ce qui laisse une marge substantielle par rapport au covenant de 1,00x, lequel déclencherait le remboursement anticipé de l'emprunt;
- non subordonnés et (sous réserve des stipulations du maintien de l'emprunt à son rang) sans constitution de sûretés de la part Réside 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, de Réside Études;
- pari-passu;

1. DESCRIPTION OF THE OPERATIONS SUBJECT TO RATING

The following operations were subject to rating by Companhia Portuguesa de Rating, S.A. (CPR):

1.1. Medium and long term financial commitments of Réside Études Investissement S.A. (Réside Études);

1.2. Bond loan in the maximum nominal amount of EUR 50 million in the form of private placement, to be issued in October 2013. The bond loan's draft prospectus includes, but is not limited to, the following provisions:

- repayment at par following a period of 6 years;
- interest is payable annually, as from issue date at a fixed interest rate (not yet established) added of 1.25 percentage points / year in case the gearing ratio is equal to or higher than 0.85 times; if this ratio is equal to or higher than 1.00 times, it will trigger the early repayment of the loan; the Group estimated its gearing ratio at -0.14 times at the end of 2012 based on its consolidated accounts, by restating its 2012 accounts for the cashing in of the bond loan and the repayment of a loan in the amount of EUR 17.4 million; the Group expects to obtain a Pro Forma Gearing Ratio of 0.45 times, which provides considerable margin in relation to the covenant of 1.00 times, which would trigger the early repayment of the loan;
- non subordinated and (subject to a negative pledge cause), without any security to be provided by Réside Études, ranking *pari passu*, without any preference among themselves (subject to such exceptions as are from time to time mandatory under French law), ranking *pari passu* with any other unsubordinated and unsecured obligations, present or future, of Réside Études;
- *pari-passu*;

¹ Le ratio de levier sera calculé sur la base des derniers comptes consolidés annuels disponibles de Réside Études en prenant pour référence le 31 décembre de l'exercice écoulé. Ce ratio résultant de la division du montant des dettes financières consolidées (considérant le montant total des emprunts et dettes financières à court, moyen et long terme contractés auprès des banques ou organismes financiers non affectés à des opérations de promotion et à des opérations patrimoniales, diminué de la trésorerie disponible) par le montant des fonds propres consolidés (y compris les intérêts minoritaires).

¹ The leverage ratio will be determined based on the latest consolidated annual accounts available of Réside Études, as of 31 December of last year. This ratio is obtained by dividing the amount of consolidated financial debt (considering the total amount of short, medium and long term loans and debt with banks or financial institutions, not allocated to real estate development operations and equity investment operations, deducted of available cash position) by the amount of consolidated equity (including minority interests).

- remboursement anticipé de toutes ou partie des obligations pour changement de contrôle;
- cross default.

Les notations attribuées par CPR à ces engagements financiers indiquent la capacité et la volonté de Réside Études de les honorer en temps voulu et intégralement, et sont valables jusqu'à leur échéance: elles feront l'objet de revues annuelles, dont le premier devra avoir lieu avant le 12 septembre 2014. Les notations feront l'objet d'une mise sous surveillance si les conditions effectives de l'emprunt obligataire (indiquées au point 1.2.) présentent des différences substantielles par rapport à l'information initiale reçue ou en cas de changements significatifs dans les activités du Groupe Réside Études (Réside Études et ses filiales) et / ou en cas de changements significatifs de contexte relativement aux perspectives présentées au point 4. de ce rapport.

2. LE MARCHÉ DES RÉSIDENCES AVEC SERVICES

Positionnement du Groupe Réside Études

Créé en 1989 (à l'origine comme filiale à 100% du Crédit National S.A.), le Groupe Réside Études avait pour vocation première le marché de la résidence avec services pour étudiants (d'où son nom). Il s'est diversifié depuis lors et est présent aujourd'hui sur les trois principaux marchés de la résidence avec services:

- la résidence pour étudiants, depuis sa date de création en 1989;
- la résidence hôtelière ou de tourisme, pour touristes ou hommes d'affaires, ayant entré dans ce marché en 1994, précédant un fort développement depuis 2006; et
- la résidence pour personnes âgées valides, où sa présence est plus récente (2007).

Le Groupe se range aujourd'hui parmi les leaders dans ces trois spécialités formant le cœur de son métier. Le Groupe Réside Études est aussi présent sur des marchés connexes / complémentaires de la promotion, de la vente de biens immobiliers classiques, de la restauration, de l'immobilier résidentiel locatif classique. Exception faite de la promotion immobilière, ces «incursions» restent marginales à l'échelle du Groupe. Le Groupe avait intégré une activité de construction en 2007, mais la décision a été prise en 2013 de cesser cette activité.

Le Logement en France

La France compte 65,8 millions résidents

- early repayment of all or part of the bonds in case of change in control;
- cross default.

The ratings assigned by CPR to these financial commitments show the willingness and capacity of Réside Études to meet them timely and in full. The ratings will remain until their maturity; they will be revised on an annual basis, starting as of before 12 September 2014. These ratings will be placed under review if the effective terms and conditions of the bond loan (mentioned in paragraph 1.2.) should show significant divergences in relation to the initial information received or in case of significant changes in the businesses developed by Groupe Réside Études (Réside Études and its subsidiaries) and / or in case of a considerably different scenario as against the outlook presented in point 4. of this report.

2. THE ASSISTED LIVING RESIDENCES MARKET

Groupe Réside Études Positioning

Set up in 1989 (initially as 100% owned subsidiary of Crédit National S.A.), Groupe Réside Études was mainly directed to the residences for students and related services market (hence its name). Since then, it has diversified and is now active in the three most important markets of property residences with services:

- residences for students, since its creation in 1989;
- hotel and tourism residences, for tourists or businessmen, having entered the market in 1994 and experienced a strong boost from 2006 onwards; and
- residences for non-disabled elderly people where its presence is more recent (2007).

Presently, the Group, ranks amongst the leaders in these three segments, which form the core of its business. Groupe Réside Études is also active in related / complementary markets, namely the development and sale of traditional real estate, including for restaurant-related purposes and traditional residential rental property. Except for real estate development, these "inroads" were marginal at Group level. The Group launched a diversification in the field of building in 2007, but it decided to discontinue such activity in 2013.

Housing In France

65.8 million people live in France (1 January 2013),

(1er Janvier 2013), dont 63,7 millions en France métropolitaine et 2,1 millions dans les départements d'outre-mer. A la différence des autres pays d'Europe, la France ne souffre pas de problème de croissance démographique. Sa population est passée de 61,3 millions d'habitants à 65,8 millions d'habitants entre 2003 et 2013 et les perspectives de croissance restent bien orientées pour les décennies à venir: l'Institut National de la Statistique et des Études Économiques (INSEE) prévoit 73,6 millions d'habitants en 2060. Cette tendance de fond est très importante pour nourrir une croissance soutenue du marché immobilier et réunir les conditions nécessaires à l'accompagnement des besoins de la partie vieillissante de la population.

En France, comme dans les autres pays occidentaux, la population vieillit: les seniors (plus de 60 ans) représentent aujourd'hui 23,8% de la population. Les projections de l'INSEE tablent sur un pourcentage en hausse sensible pour les décennies à venir et les seniors devraient représenter en 2060 32,1% d'une population de 73,6 millions d'habitants. Près de 24 millions de personnes auront ainsi dépassé 60 ans en 2060.

Les 63,7 millions de résidents en France métropolitaine ont accès en 2012 à 33,2 millions de logements (29,7 millions en 2002), le parc immobilier étant constitué dans une proportion de 83,4% par des résidences principales, de 9,5% par des résidences secondaires et de 7,1% par des logements vacants (Tableau 2.1.). La majorité des logements sont des logements individuels. Outre les données sur le type de logement et sur le statut d'occupation, elles permettent de documenter l'importance du secteur locatif par rapport au secteur propriétaire.

63.7 million of which are in metropolitan France and 2.1 million in French overseas departments. Conversely to remaining European countries, France has no population growth problem. France's population has moved from 61.3 million to 65.8 million from 2003 to 2013 and it is expected to continue rising in the forthcoming decades: the National Statistics Institute (INSEE) projections point to 73.6 million by 2060. This general trend is very important to fuel a sustained growth in the real estate market, whilst gathering the necessary conditions to meet the needs of part of an ageing population.

In France, as in many European countries, the population is ageing: seniors (over 60 years-old) presently account for 23.8% of total population. INSEE projections anticipate a significant rise in forthcoming decades with seniors accounting for 32.1% of a population of 73.6 million in 2060. Approximately 24 million people will thus be more than 60 years-old by 2060.

In 2012, 63.7 million residents in metropolitan France have access to 33.2 million dwellings (29.7 million in 2002), the housing stock being made up of 83.4% of main residences, 9.5% of secondary residences and 7.1% of vacant residences (Table 2.1). The majority of the dwellings are single-family housings. Information on the type of housing and occupation show the importance of rented property as against owner-occupied property.

TABLEAU 2.1. PARC DE LOGEMENTS (EN MILLIERS DE LOGEMENTS AU 1 ^{er} JANVIER)		TABLE 2.1. HOUSING STOCK (THOUSAND OF DWELLINGS AT 1 st JANUARY)						
	2002	2006	2008	2009	2010	2011	2012	
Résidences Principales	24 760	26 047	26 616	26 866	27 155	27 414	27 680	Main Residences
Individuel	13 896	14 685	15 057	15 215	15 394	15 557	15 725	Individual
Collectif	10 864	11 361	11 559	11 652	11 761	11 857	11 955	Collective
Logements Vacants	1 954	1 949	2 104	2 208	2 283	2 309	2 359	Vacant Units
Individuel	883	917	995	1 044	1 087	1 087	1 109	Individual
Collectif	1 071	1 032	1 109	1 164	1 196	1 222	1 249	Collective
Résidences Secondaires	2 946	3 064	3 099	3 099	3 121	3 138	3 153	Secondary Residences
Individuel	1 805	1 887	1 875	1 853	1 845	1 833	1 819	Individual
Collectif	1 141	1 177	1 224	1 246	1 277	1 306	1 334	Collective
Total	29 660	31 060	31 819	32 174	32 539	32 862	33 192	Total
Individuel	16 584	17 490	17 927	18 112	18 305	18 477	18 653	Individual
Collectif	13 077	13 570	13 892	14 062	14 234	14 385	14 539	Collective

Note: France métropolitaine. Note: Metropolitan France.

Sources: INSEE et SOeS, estimation annuelle du parc de logements. Sources: INSEE and SOeS, annual estimate of the housing stock.

Conjuguée à l'évolution des modes de vie et à une certaine inadéquation entre le parc résidentiel existant et les besoins de la population, la croissance démographique crée en France un déficit de constructions au niveau de l'habitat résidentiel (plus

Population growth combined with the evolution of lifestyles and the lack of housing units have led to a shortage in residential housing construction in France (particularly in large cities). The need for new houses is estimated at 500 000 units

particulièrement dans les grandes villes). Le besoin de nouveaux logements s'élève à 500 000 unités par an, bien au dessus de ce que la nouvelle construction est capable de mettre sur le marché - entre 2002 et 2012, les livraisons annuelles n'auront été que de 350 000 logements en France et la moitié de ce chiffre est prévue pour 2013, année de crise.

Les Résidences Avec Services

Certains créneaux du marché immobilier accusent un déficit important de l'offre du fait des évolutions démographiques au cours de ces dernières décennies et de ce que l'on peut logiquement anticiper pour les prochaines décennies. Il y a tout d'abord de plus en plus d'étudiants rencontrant des difficultés pour se loger (parc inadapté, insuffisant ou trop cher). En outre, tenant compte le vieillissement croissant de la population française en résultat de l'allongement de la vie, une nouvelle catégorie de population présente à son tour des besoins en matière d'habitation que le marché ne parvient pas à satisfaire. L'immobilier de l'habitation classique ne suffit plus. Il convient d'y ajouter un certain nombre de services associés pour décharger les bénéficiaires, étudiants ou seniors, de certaines contraintes.

Par ailleurs, la France constitue l'une des principales destinations mondiales du tourisme. Or, les équipements touristiques, notamment hôteliers français, souffrent depuis longtemps d'une image «vieillesse» auprès des clients français et étrangers. Ils se prêtent mal au tourisme de masse. Il y a donc bien matière à favoriser aussi les résidences de tourisme, processus d'ailleurs déjà engagé.

C'est ainsi qu'est né le concept de «résidence avec services», concept que la France partage d'ailleurs avec de nombreux autres pays. La formule a connu un vrai succès depuis son lancement il y a quelques décennies en France, car:

- elle libère le «client» de nombreuses contraintes; et
- elle propose un cadre juridique et fiscal favorisant l'investissement privé (lois de défiscalisation édictées depuis environ vingt ans).

Ce concept est à l'origine de nouveaux marchés, tel que celui des étudiants et de certaines catégories de personnes âgées. Il peut aussi s'imposer comme alternative à un marché déjà existant, à l'image de la résidence avec services dite de tourisme pouvant remplacer, du moins en partie, l'hôtellerie classique. La résidence avec services pour personnes âgées peut de la même façon remplacer la maison de retraite de jadis voire le fait même de rester «à domicile». Il apporte aux investisseurs des solutions innovantes pour effectuer des placements dans la durée combinant statut juridique et fiscal

per year, considerably more than what the building industry has been able to supply - from 2002 and 2012, annual deliveries have not exceeded 350 000 dwellings in France and the volume should fall by half in 2013 as a direct consequence of the crisis.

“Résidences avec Services”

Some real estate market niches show an important shortage of supply given the demographic evolution of the last decades and what can be expected for the next few years. Firstly, there is an increasing number of students facing problems in finding accommodation (supply is unsuitable, insufficient or over expensive). Adding to these, there is an increasingly older population as result of longer life expectancy who also have housing needs that are not met by the market. Traditional housing is no longer sufficient. A number of related services must be added to relieve beneficiaries, either students of seniors, from certain constraints.

Moreover, France is one of the main tourism destinations in the world. However, for quite some time now, tourist facilities, namely French hotels, are suffering from a somewhat dusty and outdated image both among French and foreign tourists. They are unsuited for mass tourism. There is therefore scope for favouring tourism residences, a process that has in fact already started.

This background gave rise to the “assisted residences” concept, which has happened in other countries as well. The formula has met real success since then it was launched a couple of decades ago in France, as:

- *it relieves the “client” from numerous constraints; and*
- *it offers a legal and tax framework that favours private investment (tax exemption laws existing for approximately 20 years).*

This concept is at the bottom of new markets such as the student and the senior markets. It can also be viewed as an alternative to an existing market as for namely residences with assisted tourism services which can replace, at least in part, the traditional hotel accommodation. Likewise, assisted residences for senior people can replace the traditional retirement home and even the “staying at home”. It brings investors innovating long term venturing solutions as it combines the legal and tax status of a landlord with the security of investment in real estate property.

pérenne de loueur meublé et sécurité de l'investissement immobilier proprement dit.

Un ensemble de mesures de défiscalisation détaillées ci-après va contribuer à créer une «définition fiscale» de la résidence avec services. Une résidence avec services:

- est destinée à la location;
- est meublée, le bailleur pouvant se prévaloir dans certains cas du «statut de loueur meublé non professionnel», statut avantageux du point de vue fiscal;
- comprend au moins trois prestations associées à l'hébergement, parmi les quatre retenues par l'Administration fiscale:
 - fourniture du petit-déjeuner;
 - nettoyage régulier des locaux;
 - fourniture du linge de maison;
 - présence d'un service de réception (régisseur par exemple);
- est confiée à un gestionnaire exploitant titulaire d'un bail commercial d'une durée d'au moins neuf ans signé par le propriétaire (ou par les investisseurs-propriétaires).

La résidence avec services vise trois marchés principaux²:

- résidence pour étudiants;
- résidence hôtelière ou de tourisme pour touristes ou hommes d'affaires; et
- résidence pour personnes âgées valides.

La Résidence pour Étudiants

En 2011, la France comptait 15 millions d'élèves et étudiants scolarisés. Sur ce chiffre, 2,5 millions sont des étudiants de l'enseignement supérieur à la recherche de solutions de logement. La pratique actuelle de ces étudiants pour se loger est la suivante:

- 40% des étudiants restent chez leurs parents;
- 45% des étudiants logent dans le «secteur diffus», autrement dit, chez des particuliers (locations chez l'habitant, location de logements «en ville», «chambres de bonne», ...); et
- 15% logent en résidences avec plus ou moins de services, la moitié en résidences sociales ou assimilées

A number of tax exemption / benefits as described below will contribute to create a "tax definition" for assisted residences. An assisted residence:

- is intended for to be rented;*
- it is equipped and furnished, the landlord benefiting in certain cases of the "status of non professional landlord of furnished property", which is an advantageous status from the tax point of view;*
- it comprises the rendering of at least 3 rental related services, amongst the four specified by the tax authority:*
 - supply of breakfast;*
 - regular cleaning;*
 - provision of household linen;*
 - reception service (steward for instance);*
- it is entrusted to a manager / operator holding a commercial lease for a duration of at least nine years signed by the landlord (or landlord-investors).*

Assisted residences target three main markets²:

- residences for students;*
- hotel or tourism residences for tourists or businessmen; and*
- residences for non-disabled elderly people.*

Residences for Students

In 2011 France had 15 million enrolled schoolchildren and students. Of these, 2.5 million are students in higher education searching for housing solutions. Currently, student housing is distributed for them as follows:

- 40% of students stay with their parents;*
- 45% of students live in the "unidentified sector", i.e. in private homes (lodging with local residents, rental of "city" lodging or the so-called "chambres de bonne" (former maid's room); and*
- 15% live in residences with more or less associated services, half of which in social or similar residences to*

² Il y a aussi des résidences de tourisme mer et montagne.

² There are also mountain and sea tourism residences.

comme les Centres Régionaux des Œuvres Universitaires et Scolaires (CROUS), et l'autre moitié en résidences privées.

On peut donc retenir 1,5 millions d'étudiants concernés et ce nombre va augmenter encore.

L'offre de résidences pour étudiants comprend 215 500 logements en résidences collectives publiques (CROUS) et 200 000 logements en résidences collectives privées, secteur où opère le Groupe Réside Études. La nécessité d'augmenter l'offre de logements étudiants a été reconnue par les pouvoirs publics depuis longtemps et elle s'est traduite par de nombreuses initiatives (augmentation modérée de l'offre de CROUS, mesures de défiscalisation,...). Le diagnostic est néanmoins sans appel: il y a une insuffisance notoire des logements, notamment en région parisienne où habitent 25% à 30% des étudiants français, mais aussi dans les grandes villes de province, Lyon, Toulouse, Bordeaux, Marseille et Nice. Certaines zones géographiques se signaleraient toutefois par une relative saturation de la demande: Nantes, Clermont-Ferrand (où le Groupe est en situation de quasi monopole), Poitiers et Marseille St-Jérôme (la politique de la ville étant de ramener les étudiants dans le centre-ville).

Le besoin de résidences privées avec services est donc bien réel et significatif. Les Pouvoirs Publics sont d'ailleurs prêts à accompagner les solutions.

Dans la catégorie «privée», on distingue deux types de résidences avec services:

- les résidences avec services pour étudiants, relevant du secteur privé: il s'agit là du segment de marché où opère le Groupe Réside Études, notamment sous ses enseignes Estudines et Stud'City; et
- les résidences avec services à vocation sociale, la principale différence tenant au fait qu'elles sont financées sur des fonds publics dans des conditions financières attractives et destinées à être répercutées sur les loyers; le Groupe Réside Études détient dans son patrimoine sept résidences à vocation sociale; bien évidemment, le montage de ces opérations repose sur un équilibre des comptes et de la trésorerie de chaque structure porteuse de projet.

La demande de logements pour étudiants est donc réelle. Le problème de solvabilité de cette demande est généralement résolu grâce à des aides au logement pour étudiants et / ou au cautionnement des parents.

Les aides, distribuées par la Caisse des Allocations Familiales, sont de trois types:

the Centres Régionaux des Œuvres Universitaires et Scolaires (CROUS) (state owned campuses) and the other half in private residences.

This means a market of 1.5 million students which is likely to rise.

The current supply of student residences comprises 215 500 lodgings in state-owned accommodation facilities (CROUS) and 200 000 private collective residences, which is the sector where Groupe Réside Études operates. The need to increase the supply of student accommodation is recognised by public authorities since long ago and has translated in a number of initiatives (moderate increase in the supply of CROUS, tax exemption / advantages,...). The diagnosis is nevertheless irrefutable: there is clear shortage of accommodation, namely in the Paris region where 25% to 30% of French students live, but also in major provincial cities, Lyon, Toulouse, Bordeaux, Marseille and Nice. Other geographic areas show a relative saturation of demand: Nantes, Clermont-Ferrand (where the Group holds a quasi-monopoly position), Poitiers and Marseille St-Jérôme (the city's policy being to bring students into the city centre).

The need for private assisted residences is thus real and considerable. Public Authorities are, moreover, willing to support solutions.

Within the "private" category, two types of assisted residences stand out:

- *residences with services for students, in the private sector, which is the market segment where Groupe Réside Études operates, namely under brands Estudines and Stud'City; and*
- *assisted residences of social nature, the main difference being that they are financed with public funding with attractive terms that are passed onto rents; Groupe Réside Études has seven residences of this nature; naturally, the organisation of these operations relies on balanced accounts and cash position of each business structure.*

Demand for student lodging is therefore a real fact. In this segment, the solvency problem is generally solved thanks to student housing aids and / or surety provided by parents.

These aids, which are distributed by Caisse des Allocations Familiales, are of three types:

- l'Aide Personnelle au Logement (APL) - elle est fonction des revenus de l'étudiant; pour que l'étudiant en bénéficie, il convient que la résidence concernée soit conventionnée par l'Etat et qu'elle réponde à un certain nombre de critères (montant du loyer, durée du bail, normes,...); certaines résidences du Groupe Réside Études remplissent bien ces critères;
- l'Allocation de Logement Familiale (ALF) - c'est l'allocation logement à caractère familial, destinée à être versée si l'étudiant est marié et/ou a des enfants; et
- l'Allocation de Logement Sociale (ALS) - si l'étudiant ne relève pas des deux catégories précédentes.

Un grand nombre d'étudiants locataires du Groupe Réside Études sont éligibles à ces aides. Point important à noter en faveur du gestionnaire: l'aide peut être versée soit à l'étudiant directement (ALS), soit à son bailleur (APL). Le Budget de l'Etat Français pour 2013 vise 2,7% de ses dépenses à répartir entre aménagement du territoire, logement et ville. C'est un pourcentage modeste, mais la France souffre d'un problème de déficit budgétaire - en 2012 le déficit budgétaire était à 4,8% du Produit National Brut (PNB) - problème restant à résoudre, non sans impact possible sur le secteur de l'éducation même s'il s'agit d'un secteur stratégique.

La Résidence Pour Personnes Âgées Valides

Comme cela a déjà été mentionné, la population française vieillit. Une personne âgée peut se loger soit en logement traditionnel, soit en maison de retraite, soit dans une résidence avec services. Si le marché profite de l'allongement de la durée de vie, les personnes âgées ne vieillissent pas toutes de la même façon, d'où la segmentation du marché à opérer selon qu'il s'adresse aux personnes valides ou autonomes ou, au contraire, aux personnes âgées dépendantes.

Cette segmentation a poussé le marché à faire appel à des opérateurs spécialisés (les acteurs présents sur l'un des deux secteurs ne le sont généralement pas sur l'autre). D'un côté, le marché des EHPAD (Établissements d'Hébergement pour Personnes Âgées Dépendantes) s'adresse aux personnes dépendantes. C'est un marché très encadré, nécessitant des autorisations administratives et professionnelles, dont le potentiel de développement est aujourd'hui et dans certaines régions entravé par un manque d'autorisations pour création de lits (du fait des problèmes budgétaires en France). L'autre secteur est celui des résidences pour seniors valides, appelé aussi RPA (Résidences Personnes Âgées). Les RPA doivent impérativement accueillir des personnes valides (pour éviter, en

- *Aide Personnelle au Logement (APL) (Personal Housing Allowance) - provided according to student revenues, to benefit from this allowance, the residence; concerned should have an agreement with the State and meet a number of requirements (amount of the rent, duration, rules,...); certain residences of Groupe Réside Études meet these criteria;*
- *Allocation de Logement Familiale (ALF) (Family Housing Allowance) - housing allowance for students married and / or with children; and*
- *Allocation de Logement Sociale (ALS) (Social Housing Allowance) - if the student does not fit in none of the situations above.*

A large number of students who are tenants of Groupe Réside Études are eligible for these aids. A relevant aspect favouring the manager should be pointed out: the allowance may be provided either directly to the student or to the student's landlord. The French State Budget for 2013 allocates 2.7% of its expenditure to land-use planning, housing and city planning. This is a modest percentage, but France has a fiscal deficit - in 2012 the public deficit accounted for 4.8% of GDP - which remains to be solved probably with an impact on education albeit its strategic importance.

Residences for Non-Disabled Elderly People

As mentioned above, the French population is getting older. An elderly person may live in a traditional house or a retirement home or in an assisted residence. The market benefits from increased life expectancy, however people do not age all in the same way, hence the segmentation of the market into homes for disabled elderly people and residences for non-disabled elders.

This segmentation has called for specialty operators (players in one segment generally do not operate in the other segment). On one hand, the market of EHPAD (Établissement d'Hébergement pour Personnes Âgées Dépendantes) is directed to dependant individuals. This is a highly regulated market, requiring professional and administrative licences. Its development potential is currently constrained in some regions due to a lack of authorisation for new beds (as result of the fiscal problems in France). The other sector is that of the residences for non-disabled seniors, also called RPA (Résidences Personnes Âgées). RPA must imperatively welcome able-bodied people (to prevent, in case of inspection by the relevant authority, namely the Direction des Affaires

cas de contrôle de la Direction des Affaires Sanitaires et Sociales, de subir une requalification comme EHPAD, requalification dont les conséquences seraient nombreuses et lourdes en termes d'augmentation des coûts et d'exigences si trop de pensionnaires venaient à être reconnus comme dépendants).

La France compterait en 2013 environ 400 résidences seniors offrant 35 000 places. Seulement 0,2% des seniors ayant plus de 60 ans y demeurent aujourd'hui.

Dans une résidence pour étudiants, le locataire verse une redevance d'hébergement incluant l'occupation du logement, l'utilisation du mobilier et des équipements et des services de base (gardiennage, la vidéo-surveillance, l'accès Wifi...). Dans une résidence pour personnes âgées, le locataire va verser deux montants au gestionnaire: le loyer proprement dit et une seconde somme correspondant à la facturation des services qu'il aura consommés au cours du mois écoulé. Dans ce dernier cas, deux locataires occupant la même surface, mais ne consommant pas les mêmes services, s'acquitteront de montants de dépenses différents. Ce système permet aussi à chacun de moduler sa dépense en fonction de ses besoins et de son budget.

La difficulté pour le gestionnaire est de trouver une population solvable apte à supporter les coûts de la résidence. Aujourd'hui, 70% des ménages de plus de 60 ans disposent de plus de 20 000 € de revenus annuels.

Comme pour les étudiants, certains locataires âgés peuvent prétendre eux-aussi bénéficier d'aides de trois types: l'APL, aide versée lorsque le bénéficiaire part en maison de retraite, aide calculée d'après ses revenus et sous réserve que la maison de retraite ait signé une convention avec l'Etat; l'ALS, aide versée aux résidents de maisons de retraite non conventionnées, sous réserve toutefois de répondre à certaines normes (salubrité notamment, et surface minimum du logement); et l'Allocation Personnalisée d'Autonomie (APA) - attribuée en fonction de l'état de santé de la personne et de sa mobilité. L'existence de ces aides permet donc d'élargir la base des locataires des résidences avec services pour personnes âgées.

Le cœur de cible des résidences avec services correspond aux seniors encore valides situés dans la tranche d'âge 75 ans et plus. En dessous de cet âge, on trouve peu de locataires, les personnes préférant rester à leur domicile.

La Résidence Hôtelière ou de Tourisme (Para-Hôtellerie)

On désigne sous cette appellation deux types de résidences: les résidences à vocation touristique en bordure de

Sanitaires et Sociales, to be requalified as an EHPAD, with heavy consequences in terms of costs and requirements if a large number of residents were to be recognised as dependent).

In 2013 France should have approximately 400 senior residences offering 35 000 accommodation units. Only 0.2% of seniors over 60 years-old live there.

In a student residence, the tenant pays an accommodation fee which includes accommodation, the use of furniture and equipment and basic services (security, video surveillance, Wi-Fi...). In an assisted senior residence, the tenant will pay the manager two amounts: the rent and the invoicing second amount for the services used during the previous month. In this last case, two tenants occupying the same surface area but not using the same services will pay different amounts. The system allows each individual to adjust his / her expense according to his / her needs and budget.

The difficulty for the manager is to find a solvent able population capable of bearing the residence costs. Presently, 70% of households over 60 years-old have an average annual income of over EUR 20 000.

In line with what happens in the case of students, a number of aged tenants has access to three different types of allowances: APL, allowance granted when the beneficiary moves to a retirement home, determined according to respective income and provided the retirement home is subject to a State agreement; ALS, allowance granted to residents of retirement homes not covered by state aids, although being subject to specific requirements (namely concerning hygiene and minimum lodging area); and Allocation Personnalisée d'Autonomie (APA) (home care allowance, which depends on the individual's health and ability level. As result of these allowances, the client base of assisted senior residences can be expanded.

The core target clients of these senior assisted residences are non-disabled seniors aged 75 and over. Below that age, people prefer to remain in their own homes.

Hotel or Tourism Residences (Hotel Related Facilities)

These cover two different types of residences: tourist accommodation residences located near the sea, in the

mer, en zone rurale, ou en montagne; et les résidences s'adressant à une clientèle plus professionnelle, que l'on trouve dans les pôles économiques importants.

Le modèle économique du Groupe Réside Études fait les deux, s'intéressant toutefois plus à la clientèle d'affaires (80%) qu'à la clientèle de loisirs (Residhome d'Arcachon). La majorité des sociétés du CAC 40 sont sous contrat avec le Groupe Réside Études. Les résidences sont toutes en centre-ville (aucune à la montagne, à la mer ou en zone rurale).

Le marché semble aujourd'hui moins porteur sur le créneau du tourisme, contrairement aux résidences pour étudiants et pour personnes âgées. Certaines résidences existant sur le marché ont certes connu des difficultés, mais surtout en raison d'une situation géographique mal ciblée («en pleine nature»), visant exclusivement la cible touristique. Réside Études n'en était pas concerné.

Tenant compte de la morosité actuelle du secteur, le segment de marché des résidences urbaines s'en tire nettement mieux que celui des résidences touristiques. C'est un atout pour le Groupe Réside Études qui a su se positionner clairement sur ce marché.

Ces résidences se distinguent des autres par la durée du séjour qui est beaucoup plus courte (bien que certains opérateurs, comme le Groupe Réside Études puissent bénéficier d'une clientèle purement professionnelle pour des «séjours longs»). Elles proposent toutes des services, pouvant varier selon la nature de la résidence.

Les résidences para-hôtelières avec services sont en concurrence directe avec l'hôtellerie classique. Les résidences hôtelières n'offre pas - du moins en théorie - des services associés au logement, mais la théorie tend à se relativiser. Dès que l'on monte en gamme, des services plus ou moins développés peuvent en effet être associés (informatique, salles de réunions, voire de séminaires, restauration).

Fiscalité

La défiscalisation du marché des résidences avec services vise à accroître l'attractivité de l'investissement immobilier locatif, compte tenu de son rôle économique et social. Elle repose sur trois piliers principaux:

- remboursement à l'investisseur de la Taxe sur la Valeur Ajoutée (TVA) de l'investissement (Article 261-D-4^o du Code Général des Impôts), sous réserve de conserver le bien pendant 20 ans afin que ce remboursement ne puisse pas être remis en cause par l'Administration;

countryside or in the mountain; and residences directed to a more professional client base, normally in important business centres.

The business model of Groupe Réside Études covers both, but it has a larger interest in business clients (80%) than in tourism clients (Residhome d'Arcachon). The majority of companies listed on the CAC 40 have a contract with Groupe Réside Études. All these residences are located in the city centre (there is none in the countryside, mountain or coastal areas).

The market seems presently less buoyant in the tourism segment, conversely to the sector of students and senior residences. Certain residences on the market have certainly faced problems but these were associated with a badly targeted geographical situation ("great outdoors") and were exclusively directed to tourists. Réside Études was not affected.

Against the current sluggish background, the market segment of urban residences is performing clearly better than tourism residences. This strong point for Groupe Réside Études has secured it a clear position on this market.

These residences are different from the others due to the average stay, which is normally shorter (although certain operators, such as Groupe Réside Études, may benefit from a purely professional client base for "longer stays"). All residences offer services, which differ according to the nature of the residence.

Residences with hotel related facilities compete directly with traditional hotels. Traditional hotels do not provide - at least in theory - lodging related services, but this theory tends to become more relative. As one gets up the scale, more or less sophisticated services may be associated to the offer (information and internet access, meeting rooms, restaurant facilities).

Tax Benefits

Tax exemption in the assisted residences market views to increase the attractiveness of the rental housing market, given its economic and social role. It is based on three major cornerstones:

- *repayment to the investor of Value Added Tax (VAT) on the investment (Article 261-D-4 of the General Taxation Code), subject to holding the property for 20 years otherwise the Tax Administration can claim back such repayment;*

- bénéfice du dispositif Censi Bouvard - système offrant des avantages fiscaux - qui baisse toutefois au fil des ans, car l'on ne retient plus aujourd'hui qu'une réduction fiscale de 11% du prix d'achat hors taxes, frais de notaire inclus, dans la limite de 300 000 € par investissement (soit 33 000 € maximum de réduction à étaler par tranches de même montant pendant 9 ans); et
- régime d'imposition dit de location meublée - laquelle pouvant être qualifiée de professionnelle (LMP) si (en principe) inscription au Registre du Commerce, si recettes locatives supérieures à 23 000 € toutes taxes comprises (TTC) et si supérieures à plus de 50% des revenus du foyer; à défaut de respecter ces règles (seuil de 23 000 € TTC et 50%), on reste éligible au régime de la location meublée non professionnelle (LMNP), régime encore attractif, mais dans une proportion moindre.

Le Groupe présente d'emblée ses produits à l'investisseur comme investissements éligibles au statut de Loueur Meublé Professionnel ou Non Professionnel, ce statut ayant l'avantage d'être pérenne (contrairement aux lois de défiscalisation qui peuvent être et qui sont régulièrement modifiées).

Les locations de logements à usage d'habitation sont exonérées de TVA. L'article 261-D-4° du Code Général des Impôts, comporte toutefois quatre exceptions à cette exonération:

- a) les prestations d'hébergement fournies dans les hôtels de tourisme classés, les villages de vacances classés ou agréés et les résidences de tourisme classées lorsque ces dernières sont destinées à l'hébergement des touristes et qu'elles sont louées par un contrat d'une durée d'au moins neuf ans à un exploitant qui a souscrit un engagement de promotion touristique à l'étranger dans les conditions fixées par un décret en Conseil d'Etat;
- b) les prestations de mise à disposition d'un local meublé ou garni effectuées à titre onéreux et de manière habituelle, comportant en sus de l'hébergement au moins trois des prestations suivantes, rendues dans les conditions similaires à celles proposées par les établissements d'hébergement à caractère hôtelier exploités de manière professionnelle: le petit déjeuner, le nettoyage régulier des locaux, la fourniture du linge de maison et la réception, même non personnalisée, de la clientèle;

The Group presents its products as eligible investments for professional or non professional furnished rental taxation, as it has the advantage of being long-lasting (conversely to tax exemption laws, which can be and are altered on a regular basis).

Rentals for housing purposes are VAT exempted. According to provisions in article 261-D-4 of the General Taxation Code, there are however four exceptions to this exemption:

- a) the accommodation that are provided in classified hotels, classified holiday villages and classified tourism residences for tourists and if leased for a period of at least nine years to a manager having subscribed a tourism development engagement under the terms set forth by decree of the State Council;*
- b) the provision of a furnished accommodation against consideration of price and on a regular basis, comprising in addition to lodging accommodation at least three of the following service provisions, rendered in similar conditions to those offered by hotel facilities exploited on a professional basis: breakfast, regular cleaning of facilities and provision of household linen and welcoming of clients, even if not personally;*

- c) les locations de locaux nus, meublés ou garnis, consenties à l'exploitant d'un établissement d'hébergement qui remplit les conditions fixées aux paragraphes a) ou b), à l'exclusion de celles consenties à l'exploitant d'un établissement mentionné à l'article L. 633-1 du Code de la construction et de l'habitation dont l'activité n'ouvre pas droit à déduction; et
- d) les prestations d'hébergement fournies dans les villages résidentiels de tourisme, lorsque ces derniers sont destinés à l'hébergement des touristes et qu'ils sont loués par un contrat d'une durée d'au moins neuf ans à un exploitant; ces villages résidentiels de tourisme s'inscrivent dans une opération de réhabilitation de l'immobilier de loisir définie par l'article L. 318-5 du Code de l'Urbanisme.

La récupération de la TVA sur l'investissement est un des arguments de vente majeurs exposés aux investisseurs dans une résidence avec services. Dans ce cas, au début de l'opération (lors de l'acquisition), l'investisseur dispose d'un crédit de TVA (celle grevant l'achat), crédit dont il peut demander le remboursement au Trésor, et qu'il récupérera au bout de quelques mois. Certains promoteurs, tel que le Groupe Réside Études, avancent ce remboursement à l'acquéreur, qui ne déboursa alors que le montant hors taxes, ce qui favorisera l'acte d'achat. A noter que ce remboursement n'est définitivement acquis qu'au bout de 20 ans. Ce qui veut dire que si l'investisseur revend son bien dans un délai inférieur à 20 ans, il devra rembourser le Trésor d'un prorata en fonction du nombre d'années restant à courir (5% par année restante).

Pour bénéficier de ce remboursement, il est nécessaire de formaliser un bail commercial avec un exploitant et ce bail aura une durée minimum de 9 ans (minimum légal). L'exploitant garantit pendant toute la durée du bail un montant de loyer (indexé) à l'investisseur.

Le Groupe pratique rarement les baux en «triple net». Normalement, dans un bail (d'habitation ou commercial), les coûts d'entretien sont répartis entre le propriétaire (gros travaux) et le gestionnaire (ou l'occupant, donc le locataire, au cas de bail d'habitation) pour le reste (entretien courant). Dans les baux «triple net», les gros travaux sont réputés être à la charge de l'exploitant (l'article 606 du Code Civil, qui est à la charge du gestionnaire). Il en va de même pour la taxe foncière, qui normalement devrait relever de l'investisseur, sauf en cas de «triple net». Enfin, quasiment aucune charge n'est payée par le propriétaire, et le loyer perçu donne ainsi lieu à une rentabilité nette.

- c) *the lease of non furnished or furnished accommodation to an operator of lodging facilities meeting the criteria described in paragraphs a) or b) above, except for those lent to a manager of lodging facilities as provided in article L. 633-1 of the Construction and Housing Code is not entitled to any exemption; and*
- d) *the lodging accommodation provided in residential tourism villages, for tourist accommodation purposes, leased to a manager under a contract with duration of at least nine years; these residential tourism villages are part of an operation viewing real estate renovation for leisure purposes, as provided in article L. 318-5 of the Town Planning Code.*

The recovery of VAT on investment is one of the key selling points to potential investors in assisted residences. In this case, at the beginning of the operation (at the time of the purchase), the investor has a VAT credit (VAT on the purchase price), which it can claim to the Treasury and recover within a few months. Certain developers, such as Groupe Réside Études, even advance this amount to the purchaser that will therefore only disburse the amount exclusive of taxes, thus benefiting the purchase. It should be noted that this recovery is only final within 20 years, i.e. if the investor should resell its property within a period of less than 20 years, it will have to return to the Treasury an amount pro rata to the number of years left (5% per year left).

To benefit from this VAT recovery, the investor must enter a commercial lease with the operator and the lease must be for a period of at least 9 years (minimum legally required). The operator ensures to the investor an (indexed) rent amount throughout the duration of the lease.

The Group seldom enters into many "triple net" leases. Normally, in (an either residential or commercial) lease, maintenance costs are distributed amongst the owner (large works) and the manager (or occupant, i.e. the tenant in case of a house lease), who pays the current maintenance. In triple net leases, major works are deemed to be paid by the operator (article 606 of the Civil Code, which is borne by the manager). The same happens with the property tax, which should be borne by the investor, except for triple net leases. Finally, practically no charge is paid by the owner, and the rent thus received provides a net return.

Si à une date de renouvellement du bail les propriétaires ne veulent pas renouveler, ils devront verser à l'exploitant une indemnité d'éviction, compensatrice, au titre du fonds de commerce que le gestionnaire aura créé. Dans la pratique, il est très difficile de se séparer de l'exploitant à la fin du bail. C'est un avantage pour celui-ci.

3. GROUPE RÉSIDE ÉTUDES

Actionnariat et Management

Fin 2012, le capital social de Réside Études était de 30,0 M€ représenté par 1 000 000 actions et la société détenait elle-même 31 250 actions de son capital en autocontrôle (destinées à développer l'actionnariat des principaux cadres en vertu de plans d'intéressement). Le capital a été porté à 50,0 M€ suite à son approbation par l'Assemblée Générale du 18 juin 2013.

Le Groupe est presque entièrement contrôlé par son Management, M. Philippe Nicolet, en tant que Président et fondateur possédant 75,4% du capital, M. Christian Verlaine 9% et M. Robert Vergès 8,7%. Le reste se répartit entre d'autres cadres dirigeants et l'autocontrôle.

Les trois membres de la Direction Générale ont des dizaines d'années d'expérience dans cette activité et particulièrement chez Réside Études:

- Monsieur Philippe Nicolet se consacre exclusivement au Groupe Réside Études depuis juin 1993;
- Monsieur Robert Vergès a rejoint la société en 1994; et
- Monsieur Christian Verlaine a rejoint le Groupe en novembre 1995.

Leur implication dans le Groupe s'est renforcée à la suite d'une opération de Leverage Buy Out effectuée en 1998, pour financer le retrait de Crédit National S.A..

Afin d'assurer la stabilité de l'actionnariat du Groupe, un pacte d'actionnaires a été signé en 2001 entre les différents associés mentionnés ci-dessus, prévoyant les cessions entre actionnaires sur la base de la valeur comptable des titres. Ce pacte prévoit que chaque nouvel actionnaire minoritaire admis au sein du capital social de Réside Études devra souscrire les dispositions du pacte. C'est ce qu'a fait Monsieur Jean-Philippe Suc, directeur financier du Groupe, ainsi que tous les autres actionnaires actuels.

On retiendra que le management a institué une division des tâches par domaines d'activité et a développé un système de

If at the date of renewal of the lease the owners do not want to renew it, they will have to pay an eviction indemnity to the operator, by way of goodwill which the manager will have created. In practice, it is very difficult to be separated from the operator at the end of the lease. This is an advantage for the operator.

3. GROUPE RÉSIDE ÉTUDES

Shareholder Structure and Management

At the end of 2012 the share capital of Réside Études totalled EUR 30.0 million represented by 1 000 000 shares and the company held 31 250 treasury shares (for the purposes of profit sharing and bonus plans to develop its shareholder structure based on key staff). The share capital was increased to EUR 50.0 million following approval by the general meeting of 18 June 2013.

The Group is almost entirely controlled by its Management, Mr. Philippe Nicolet, as President and founder, holding 75.4% of the share capital, Mr. Christian Verlaine, with 9% and Mr. Robert Vergès, with 8.7%. The remaining is distributed amongst remaining senior staff and treasury shares.

The three members of the Managing Board have dozens of years of experience in this activity, namely at Réside Études:

- *Mr. Philippe Nicolet is exclusively devoted to Groupe Réside Études since June 1993;*
- *Mr. Robert Vergès has joined the company in 1994; and*
- *Mr Christian Verlaine joined the Group in November 1995.*

Their involvement in the Group was strengthened following a Leverage Buy Out operation carried out in 1998, to finance the withdrawal of Crédit National S.A..

To ensure the stability of the Group's shareholder structure, a shareholders' agreement was concluded in 2001 between the associates mentioned above providing for transfers between shareholders on the basis of the book value of the shares. According to this agreement, every new minority shareholder joining the share capital of Réside Études must subscribe the provisions of the agreement. That is what Mr. Jean-Philippe Suc, financial director of the Group, and the remaining current shareholders have done.

Note that the Management has divided its tasks according to fields of activity and developed an internal control system to

contrôle interne pour accompagner l'expansion du Groupe. Pour assurer la continuité du Management, un deuxième niveau de responsables, sélectionnés parmi les cadres supérieurs du Groupe, a été mis en place. Ils sont prêts à prendre la relève.

Le Modèle d'Entreprise de Réside Études

Le modèle d'entreprise développé par le Groupe pendant plus de 20 ans repose sur quatre fondamentaux:

- une connaissance approfondie des marchés soit en termes de l'offre et de la demande dans les trois spécialités immobilières du Groupe (étudiants, seniors, hommes d'affaires), soit des zones géographiques les plus porteuses ou prometteuses;
- une maîtrise totale du cadre juridique et fiscal applicable aux résidences-services;
- une expertise propre à toute la chaîne de construction-promotion immobilière, et une compétence particulièrement pertinente dans une activité aussi réglementée que peut l'être le secteur de la promotion immobilière; et
- deux forces commerciales intégrées, intervenant en amont (investisseurs) comme en aval (locataires).

C'est une activité de long terme, le développement d'un projet nécessitant en règle générale 2,5 à 3 ans, sauf quand il s'adresse à un promoteur tiers ayant déjà un projet en développement, la gestion des logements s'étendant ensuite sur des durées en principe illimitées dans la mesure où le Groupe renouvelle les baux des investisseurs.

Le modèle d'entreprise suppose une action de commercialisation suivant deux axes:

- démarchage des investisseurs avec qui le Groupe signera un contrat de bail commercial d'une durée de 9 ans minimum; le gestionnaire étant en charge de la gestion au quotidien de la résidence, de la recherche des locataires et donc du remplissage, de l'entretien et de l'administration de la résidence; le gestionnaire sera en charge de facturer et d'encaisser les loyers finaux; et
- recherche de locataires pour occuper les logements.

Cette double approche donne lieu à une situation où l'investisseur se voit garantir le paiement d'un loyer pendant 9 ans, loyer destiné à être financé sur des recettes locatives à plus court terme, d'où l'importance du processus de sélection et de fidélisation des locataires.

monitor the Group's expansion. To secure management continuity, a second level of selected officers has been established, making up the Group's managing staff. They will be ready to take over.

The Business Model of Réside Études

The business model developed by the Group over more than 20 years is based on four fundamentals:

- *in-depth knowledge of real estate markets in terms of supply and demand, namely in the three areas where the Group operates (students, seniors, businessmen) and more promising and profit delivering geographic areas;*
- *thorough insight of the legal and tax framework applicable to assisted residences;*
- *know-how common to the whole real estate construction-development chain, and particularly relevant skills in an activity as regulated as real estate development can be; and*
- *two integrated market forces, upstream (investors) and downstream (lessees).*

This is a long term activity since a project development will require, in general 2.5 to 3 years, except if taking on third party development project. Lease management is for an unlimited term to the extent where the Group will renew the leases.

The business model presupposes a marketing action according to two axes:

- *canvassing of investors with whom the Group will sign a commercial lease contract for a duration of at least 9 years; the manager will be in charge of the day-to-day management of the residence and procuring tenants, and it will also be responsible for maintaining and administrating the residence; the manager will be responsible for invoicing and cashing in the rents; and*
- *it will be its responsibility to find tenants for the accommodation units.*

This double approach generates a situation where the investor is guaranteed the payment of a rent during 9 years, which will be financed by shorter term rental revenues, hence the importance of the lessees' selection and loyalty processes.

La force commerciale du Groupe comprend 57 personnes liées à la promotion et 46 personnes relevant de la gestion. Le Groupe fait appel aussi à des Conseillers en Gestion de Patrimoine indépendants et à des réseaux bancaires. Le Groupe développe une activité de vente en bloc à des investisseurs institutionnels. Avec ces derniers, il cherche à compenser la pression sur les marges en réalisant des économies sur les frais de commercialisation.

Au total environ 650 lots sont commercialisés chaque année, l'objectif étant d'atteindre 1 000 lots.

La commercialisation des résidences peut démarrer une fois le recours des tiers purgé. Cette phase de commercialisation qui peut durer 18 mois se matérialise d'abord par un contrat préliminaire de réservation puis par un contrat de vente sous forme de Vente en État Futur d'Achèvement (VEFA). La livraison s'effectue environ 2 ans après le début de la construction.

Les conditions particulières du Contrat Préliminaire de Réservation relèvent entre autres des dispositions de l'article 261-D-4^o. Elles prévoient notamment:

- un montant de dépôt de garantie (qui ne peut excéder 5% du prix prévisionnel si le délai de réalisation de la vente n'excède pas un an ou 2% si le délai n'excède pas deux ans); les fonds déposés en garantie sont indisponibles jusqu'à la conclusion du contrat de vente et seront restitués sans retenue ni pénalité pour l'investisseur si:
 - le contrat de vente n'est pas conclu du fait du vendeur dans un délai prévu au contrat préliminaire;
 - le prix de vente excède de plus de 5% le prix prévisionnel, révisé le cas échéant, conformément aux dispositions du contrat préliminaire;
 - le ou les prêts visés au contrat préliminaire ne sont pas obtenus ou transmis ou si leur montant est inférieur à 10% aux prévisions dudit contrat;
 - l'un des éléments de l'équipement prévu au contrat préliminaire ne peut pas être réalisé;
 - l'immeuble ou la partie d'immeuble ayant fait l'objet du contrat, dans sa consistance ou dans la qualité des ouvrages prévus, présente une réduction de valeur supérieure à 10%;
- la vente ne peut être parfaite, que si l'investisseur

The Group's sales force is made up of 57 people allocated to sales promotion and 46 people allocated to sales management. The Group also makes use of independent asset management advisors and banking networks. The Group develops an activity of bulk sale to institutional investors. With these, the Group seeks to offset the pressure on margins through savings on marketing costs.

A total of approximately 650 lots are marketed every year, and the goal is to reach 1 000 lots.

The marketing of residences can start as soon as the waiting period known as "recours des tiers" has expired. This marketing phase which can last up to 18 months, begins with a preliminary reservation contract, followed by a sales contract under the form of a "Sales Before Completion Contract (Vente en État Futur d'Achèvement) (VEFA). Delivery takes place approximately 2 years following beginning of construction.

The specific conditions of the Preliminary Reservation Contract are based on provisions in article 261-D-4, amongst others. These provide namely the following:

- *a security deposit amount (which cannot exceed 5% of the provisional price if the period for performing the sale is below one year or 2% if this period is below two years); the amount deposited as security is unavailable until completion of the sales contract and will be returned without any withholding or penalty to the investor if:*
 - *the sales contract is not concluded due to the vendor beyond a period specified in the preliminary contract;*
 - *the sale price exceeds by 5% the provisional price, revised where the case may be, in accordance with provisions in the preliminary contract;*
 - *the loan or loans mentioned in the preliminary contract are not obtained or transmitted or if their amount is below 10% of projections in the said contract;*
 - *one of the equipment items established in the preliminary contract cannot be carried out;*
 - *the building or part of the building covered in the contract, namely its consistency or quality of the works, shows a decrease by more than 10% in its value;*
- *the sale can only be concluded if the investor obtains*

obtient son financement;

- un calendrier des versements est établi pour l'investisseur; il est fonction de l'état d'avancement de la construction;
- le bail commercial signé entre l'investisseur et une filiale du Groupe Réside Études doit respecter une durée de 9 ans (le bail commercial constitue l'une des conditions nécessaires à la récupération de la TVA):
 - le Groupe Réside Études s'engage à payer un loyer annuel (fixe révisé annuellement en fonction de la variation de l'indice de référence des loyers - IRL) à l'investisseur, à chaque trimestre échu; et
 - le Groupe Réside Études acquittera la plupart des charges de copropriété à l'exception des grosses réparations et de la taxe foncière, lesquelles demeurent à la charge de l'investisseur.

L'encaissement des loyers par l'investisseur allège sa charge financière (remboursement du capital et des intérêts) et permet à l'investisseur de tirer parti de l'effet de levier.

Ce cadre contractuel prévoit également le suivant:

- le Groupe pourra, en cas de modification du taux de la TVA ou en cas de remise en cause du régime de récupération de la taxe par suite d'un changement des conditions légales, demander à l'acquéreur toute ou partie de la TVA non récupérée;
- au cas où l'investisseur serait défaillant dans son obligation de payer la partie du prix stipulée comme payable à terme, le Groupe aura la faculté, un mois après une sommation par lettre recommandée avec demande d'avis de réception, de se prévaloir d'office et sans formalité, de la résolution de la vente;
- si la résolution est prononcée pour une cause imputable à l'une ou l'autre des parties, la partie en cause devra verser à l'autre une indemnité forfaitaire de 10% du prix de la vente et la partie en cause sera tenue de réparer le préjudice que l'autre aura effectivement subi, si elle le demande;
- un droit de renouvellement du bail commercial pour le Groupe, qui ne peut être refusé sauf à supporter le coût d'une indemnité dite d'éviction égale au préjudice causé par le défaut de renouvellement; cette indemnité comprend notamment la valeur marchande du fonds de commerce, laquelle est déterminée selon les usages de la profession (2 à 3 ans de recettes locatives), frais

respective financing;

- *a payment schedule will be set up, which will be based on the evolution of construction;*
- *the commercial lease entered by the investor and a subsidiary of Groupe Réside Études must have a duration of 9 years (the commercial lease is one of the requirements for recovering the VAT):*
 - *Groupe Réside Études undertakes to pay an annual rent (fixed, revised annually according to the rental reference index - IRL) to the investor, at the term of each quarter; and*
 - *Groupe Réside Études will pay most condominium fees except for major repairs and the property tax which shall be borne by the investor.*

Rent collection by the investor will lighten its financial burden (repayment of capital and interest) and allows the investor to take advantage of a leveraging effect.

This contractual framework also establishes that:

- *the Group can, in the event of change in the VAT rate or suspension of the tax recovery due to legal changes, ask the purchaser the whole or part of the non recovered VAT;*
- *in the event the investor fails in its obligation to pay the part of the price payable at term, the Group will be able to cancel the sale, upon prior notice of one month sent by registered letter with acknowledgement of receipt;*
- *if the cancellation is pronounced due to cause attributable to either of the parties, the party concerned shall pay the other party a lump sum compensation of 10% of the sale price and the party concerned shall have to make up for the loss effectively incurred by the other party, if so requested;*
- *the Group has the right to renew the commercial lease, which cannot be refused subject to an eviction compensation equivalent to the loss caused by the non renewal; this compensation will namely include the market value of goodwill, determined according to standard industry practice (2 to 3 years of rental revenues), normal moving and relocation expenses, as*

normaux de déménagement et de réinstallation en sus, ainsi que les frais et droits de mutation à payer pour un fonds équivalent.

Le Groupe répercute donc aux investisseurs le bénéfice d'un cadre fiscal et légal favorable à l'investisseur (mettant en évidence les avantages fiscaux et la possibilité de tirer parti de l'effet de levier). En même temps il établit une situation stable de financement pour le Groupe grâce à la protection contre le non-renouvellement du bail commercial.

Le Groupe fait enfin ses meilleurs efforts pour assurer la liquidité en cas de revente des lots, ce qui sécurise l'investisseur initial.

S'agissant des contrats, deux cas de figure sont à distinguer dans les trois segments où le Groupe opère:

- contrats normaux d'hôtellerie; et
- contrats à court et moyen terme pour étudiants et personnes âgées valides; les conditions de renouvellement de ces contrats tiennent compte de l'indexation sur l'IRL, le locataire ayant le droit de résilier le contrat moyennant un préavis d'un mois et il a l'obligation souscrire sa propre assurance habitation.

Pour les étudiants, le Groupe demande le cautionnement des parents, d'un proche ou d'une banque.

Grâce à sa réputation, le Groupe peut nouer de nombreux partenariats avec d'autres promoteurs.

La Structure du Groupe

Le Groupe Réside Études a organisé sa structure autour de trois pôles majeurs:

- gestion exploitation immobilière;
- promotion immobilière; et
- constitution d'un patrimoine immobilier (activité patrimoniale).

La société Réside Études Investissement S.A. est la holding du Groupe. Elle contrôle la filiale de construction, Compagnie de Bâtiment et de Maçonnerie SAS (CBM), et détient directement la totalité des titres de:

- Résides Études SAS, principale filiale de promotion, qui comprend 46 filiales dédiées chacune à des programmes immobiliers;
- Résidences Étudiantes de France SAS (Résidences Étudiantes de France), sous holding en charge des activités de gestion de résidences étudiantes;

well as transfer rights and expenses payable for an equivalent goodwill.

The Group will thus pass onto investors the advantages of a legal and tax framework which is favourable to the investor (highlighting tax benefits and the possibility of taking advantage of the leveraging effect). At the same time, it creates a stable financing situation for the Group which is thus protected against the possible non renewal of the commercial lease.

Finally, the Group uses its best endeavours to ensure liquidity in the event of resale of the lots, thus securing the initial investor.

As far as contracts are concerned, two cases are worth noting amongst the three segments where the Group operates:

- *normal hotel contracts; and*
- *short and medium term contracts for students and non-disabled seniors; the terms of renewal of these contracts take into account the rental reference index, the lessee having the right to rescind the contract upon a one-month prior notice; and the lessee must subscribe its own housing insurance.*

As far as students are concerned, the Group requires a guarantee provided by respective parents or a relative or a bank.

Thanks to its reputation, the Group can conclude numerous partnerships with other developers.

The Group's Structure

Groupe Réside Études organised its structure around three major poles:

- *real estate management operation;*
- *real estate development; and*
- *creation of a property portfolio (equity investment).*

Résidence Études Investissement S.A. is the holding of the Group. The company controls the construction subsidiary, Compagnie de Bâtiment et de Maçonnerie SAS (CBM), and is the direct holder of 100% of the shares of:

- *Résidence Études SAS, main property development subsidiary, which comprises 46 branches, each of which dedicated to real estate plans;*
- *Résidences Étudiantes de France SAS, sub holding responsible for managing student-residences operations;*

- Réside Études Gestion SAS, filiale en charge des activités para-hôtelières et de services; et
- La Girandière SAS, acquise en 2007, dont le Groupe a pris le contrôle à 100% en 2011, pour constituer le pôle de développement des résidences services pour seniors.

Réside Études dispose également, directement et indirectement, des filiales patrimoniales portant des actifs d'exploitation situés principalement dans des résidences gérées par le Groupe, et encore sept résidences pour étudiants à vocation sociale et la résidence hôtelière Paris Opéra.

L'activité de promotion immobilière du Groupe est développée par une équipe de 17 collaborateurs dédiés à la conception des projets immobiliers, incluant le Directeur Technique. Un suivi des programmes en cours est effectué régulièrement. Dans les dernières années, le Groupe a livré un nombre important de programmes, illustré dans le Tableau 3.1., ci-dessous. Au cours du premier semestre 2013, le Groupe a livré une résidence pour seniors à St Berthevin (Laval) comprenant 85 logements. Le profit net de ce programme a été de 1,8 M€ (équivalent à un taux de rentabilité de 17,2%).

- Réside Études Gestion SAS, subsidiary responsible for hotel-related services and operations; and
- La Girandière SAS, acquired in 2007, the Group having taken full control in 2011, to develop the senior residences business.

Additionally, Réside Études directly and indirectly holds subsidiaries owning diverse assets, mainly located in residences managed by the Group, seven welfare-based student-residences and Hotel Residence Paris Opéra.

The Group's real estate development business consists of a team of 17 employees including the Technical Director, dedicated to designing real estate projects. A follow-up of the ongoing plans is made on a regular basis. Over the last few years, the Group has delivered a relevant number of plans, as shown in Table 3.1. hereinbelow. During the first half of 2013, the Group has delivered a residence for seniors consisting of 85 lodgings, located at St Berthevin (Laval). The net profit of this plan totalled EUR 1.8 million (representing a return rate of 17.2%).

TABLEAU 3.1. PROMOTION - ÉVOLUTION DE RÉSERVATIONS, D'ACTES NOTARIÉS ET DE PROGRAMES LIVRÉS						TABLE 3.1. DEVELOPMENT - EVOLUTION OF RESERVATIONS, NOTARY DEEDS AND DELIVERED PLANS / PROGRAMS	
	2008	2009	2010	2011	2012	1er Semestre 2013 1st Half 2013	
Réservations Réalisées en M€ En nombre de Logements	17,2 156	82,9 560	129,1 762	93,2 621	66,1 506	53,6 414	Reservations Made in Million Euros In Number of Dwellings
Actes notariés Signés / Cessions en M€ En nombre de Logements	90,5 654	76,0 515	150,7 928	90,4 584	66,2 483	20,9 156	Signed Notary Deeds / Disposals in Million Euros In Number of Dwellings
en k€ par Logement	138,4	147,6	162,4	154,8	137,1	134,0	In Thousand Euros per Dwelling
Le Profit Net de Pertes sur Programmes Livrés	n.d.	2,7	5,4	7,9	6,7	1,8	Profit Net of Losses on Delivered Plans
En Nombre de Programmes Livrés	n.d.	7	2	3	6	1	Number of Delivered Plans

Note: n.d. = Non disponible. Note: n.d. = Non available.

Sources: Les Rapports et les Comptes du Groupe Réside Études. Sources: Reports and accounts of Groupe Réside Études.

En ce qui concerne CBM, le Groupe veut arrêter son activité. La direction de la filiale rejoindra le Groupe. CBM a connu des pertes car la société a quitté - à tort - ses métiers de grands travaux de maçonnerie, qu'elle connaissait et maîtrisait, pour se transformer en entreprise générale, dans un contexte de réduction des marges en 2011 et 2012, lequel exigeait d'autres compétences que celles détenues par CBM.

En conclusion, le Groupe se compose de 106 filiales, contrôlées pratiquement toutes à 100% et qui fonctionnent en totale symbiose. En cas de problème, une filiale peut toujours

As far as CMB is concerned, the Group wants to shut down this operation. The management of the subsidiary will join the Group. CMB has suffered losses as it has left - wrongly - its major works businesses (masonry), which it knew and controlled, to become, against a background of margin shrinking in 2011 and 2012, a general company requiring wider skills than those held by CBM.

In summary, the Group is made up of 106 subsidiaries, almost all of which are 100% controlled and operate in total symbiosis. If a subsidiary has a problem to face, it can always

compter sur l'appui du Groupe (principe de mutualisation des risques et maintien de la réputation, deux facteurs importants pour le modèle d'entreprise Réside Études).

Implantations, Enseignes et Concurrence

Le Groupe Réside Études dispose, grâce à ses trois types de résidences, d'une implantation répartie inégalement sur le territoire national.

Résidence Pour Étudiants

Le Groupe compte au total 85 résidences avec services pour étudiants, représentant 12 436 logements. En raison de la qualité des services que le Groupe vise à fournir, sa politique de prix est un peu plus élevée que celle de la concurrence. Cependant, en 2012, les taux d'occupation ont été presque stagnants à un niveau très élevé.

L'implantation couvre tout le territoire français, avec une très forte présence dans la région parisienne: 4 résidences à Paris et 21 dans les départements périphériques. Cette forte présence dans la région parisienne s'explique aisément. L'Ile-de-France compte en effet plus d'un quart des étudiants français. Le marché y est considéré comme loin d'être saturé.

On retrouve ensuite la présence du Groupe Réside Études dans la plupart des villes universitaires, ce qui correspond approximativement à la cartographie des grandes villes françaises. Les quatre principales villes ou agglomérations quant au nombre d'étudiants sont, par ordre d'importance: Paris, Lyon, Marseille et Toulouse.

Réside Études cible la plupart des villes universitaires disposant d'un nombre significatif d'étudiants, c'est-à-dire à partir de 10 000. En principe, le Groupe n'intervient pas au dessous de ce chiffre (Nîmes, Valence, Fréjus ou Avignon).

Le Groupe Réside Études est le numéro 2 dans le marché de la résidence avec services du secteur privé pour étudiants, derrière le Groupe Nexity, qui opère sous l'enseigne «Studéa» avec 17 000 logements. Le troisième opérateur sur ce marché est BNP Paribas Résidence-Services, sous l'enseigne «Les Studélites», avec 6 100 logements. Il y a plusieurs d'autres concurrents sur ce marché, la plupart annonçant des perspectives de développement prometteuses, parfois favorisées par un adossement financier à des groupes financiers ou de promotion immobilière.

Résidence pour Personnes Âgées Valides

Sur ce marché, la présence du Groupe Réside Études est encore peu importante: 10 résidences à la fin du premier semestre 2013, avec une prévision de 12/13 à fin 2013, sous

count on the Group's support (principle of risk sharing and reputation withholding, two key factors of the business model of Réside Études).

Locations, Brands and Competition

Group Réside Études has its three types of residences spread throughout the country.

Residences for Students

The Group has 85 students' residences which include the rendering of services, representing 12 436 accommodation units. The Group's pricing policy is slightly higher than its competitors, reflecting the quality of the services provided. In 2012, occupancy levels remained high, nonetheless flat.

Residences are spread throughout the French territory, holding a strong presence in the Paris region: 4 residences in Paris and 21 in surrounding departments. This strong presence in the Paris region is easily explained. As a matter of fact, more than a quarter of French students are located in the region of Ile-de-France. The market is far from being saturated.

Group Réside Études is also present in most university cities, which corresponds approximately to the cartography of major French cities. The four most important cities in terms of number of students are the following, sorted by order of importance: Paris, Lyon, followed by Marseille and Toulouse.

Réside Études targets mostly university cities with over 10 000 students. Normally, it does not operate in cities with a lower number of students (Nîmes, Valence, Fréjus or Avignon).

Group Réside Études ranks second in the private market of student assisted residences, right behind Groupe Nexity, which operates under brand name "Studéa" with 17 000 accommodation units. The third operator in this market is BNP Paribas Résidence-Services, under brand name "Les Studélites" and 6 100 units. There are several other competitors, most of which announcing promising development prospects, sometimes favoured by financial backing from financial or property development groups.

Residences for Non-Disabled Elderly People

In this market, at the moment, the presence of Groupe Réside Études is still not significant: 10 residences at the end of the first half of 2013, expected to rise to 12/13 at the end of

l'enseigne «La Girandière». Le parc comptait 905 logements à la fin du premier semestre 2013. Le Groupe se distingue de la concurrence par le nombre plus important de services mis à disposition. En 2012, le taux d'occupation des résidences acquises il y a plus longtemps s'élevait à 96,1%, tandis que le taux de celles livrées en 2008/2009 était de 94,6% et de celles ouvertes en 2012 de 25,9% (globalement à 60,83%). On note qu'en fin juin 2013, le taux d'occupation des résidences ouvertes depuis plus longtemps demeure élevé et que celui de celles ouvertes en 2012 est monté à 47,2%. Le taux d'occupation de la résidence livrée en mars 2013 était de 22,7% à fin juin 2013.

L'implantation initiale du Groupe Réside Études s'est faite dans les centres ou à la périphérie de villes de taille moyenne. Géographiquement, la présence est plutôt concentrée dans la moitié nord de la France.

Le leader du marché est le Groupe Aegide, sous l'enseigne «Domitys», avec 25 résidences (chacune étant constituée de 100 à 130 logements). Financièrement, ce groupe a toujours appuyé son développement adossé à de grands actionnaires: d'abord le groupe des Caisses d'Epargne, puis, à partir de 2007, aux côtés de Nexity qui a repris la part des Caisses d'Epargne et qui contrôle environ le tiers du capital du groupe (38%). Le Groupe Acapace, sous l'enseigne «Jardins d'Arcadie», détient 10 résidences (le même nombre de résidences que le Groupe Réside Études) réparties dans des villes de taille très variable. A la différence des résidences pour étudiants, nous sommes en présence d'un secteur moins concentré.

Résidence Hôtelière ou de Tourisme (Para-Hôtelières)

Contrairement aux résidences pour étudiants, qui comptent un seul modèle ou format, le Groupe, par analogie sans doute avec le marché hôtelier, a pratiqué une segmentation du marché et il est présent sur quatre créneaux, avec 65 résidences appartohotels (représentant 6 319 logements):

- le marché d'entrée de gamme des résidences économiques sous l'enseigne «Séjours & Affaires - Apparthotel», qui regroupe 40 résidences (11 en Ile-de-France) et 2 695 logements; il y a aussi des résidences jumelées à des résidences pour étudiants; la clientèle est essentiellement professionnelle;
- le marché de «milieu de gamme» avec les résidences «RésidHome – Apparthotel» de type 3*;

2013, under brand name "La Girandière". The number of accommodation units totalled 905 at the end of the first half of 2013. The Group stand outs from its competitors due to the higher number of services offered to clients. In 2012 the occupancy rate of older residences stood at 96.1% whereas the occupancy rate of those delivered in 2008/2009 stood at 94.6% and of those opened in 2012 stood at 25.9% (60.83% in overall terms). Note that at the end of June 2013, the occupancy rate of residences opened since longer remained high and that of those opened in 2012 has moved up to 47.2%. The occupancy rate of the residence delivered in March 2013 stood at 22.7% at the end of June 2013.

Initially, Groupe Réside Etudes residences were mainly located in the centre or surrounding areas of medium sized cities. Geographically, they are mainly concentrated in the northern half of France.

The market leader is Groupe Aegide, operating under brand name "Domitys", with 25 residences (each with 100 to 130 accommodation units). In financial terms, this group has always been backed by major shareholders: firstly, the Caisses d'Epargne group (savings banks), then, following 2007, by Nexity, which acquired the share of Caisses d'Epargne and controls approximately one third of the group's share capital (38%). Groupe Acapace, under brand name "Jardins d'Arcadie", holds 10 residences (the same number as Groupe Réside Études) spread throughout cities of variable size. Conversely to what happens with student residences, this sector is much less concentrated.

Hotel or Tourism Residences (Hotel Related Facilities)

Conversely to student residences, which have one unique model or format, in this segment, probably in line with the hotel market, the Group operates in four different niches, with 65 appartohotel residences (corresponding to 6 319 accommodation units):

- *the entry level market of less expensive residences under brand name "Séjours & Affaires – Apparthotel", which totals 40 residences (11 in Ile-de-France) and 2 695 accommodation units; there are also residences; semi-detached to student residences, the client base is mainly professional;*
- *the mid-range market consists of the "RésidHome - Apparthotel" corresponding to 3* type residences;*

- le marché de «haut de gamme», avec les résidences «RésidHome – Apparthotel» de type 4*; les résidences «RésidHome – Apparthotel» 3* et 4* représentent un parc de 2 941 logements dans 23 résidences (14 en Ile-de-France); la clientèle est plus orientée vers les professionnels; la différence entre les «RésidHome - Apparthotel» et les «Séjours & Affaires - Apparthotel» repose avant tout sur les services proposés à la clientèle; et
- le Groupe est enfin présent sur le marché «très haut de gamme» avec deux résidences «Relais Spa», situées en région parisienne, à Disneyland et près de Roissy; ces deux résidences représentent 683 appartements.

Le maillage couvre là aussi tout le territoire national, et le Groupe est implanté dans la plupart des grandes villes françaises. L'agglomération de Paris possède un nombre élevé de logements, principalement à l'ouest (Hauts de Seine) et au Sud Est (Val de Marne). En 2012, le taux d'occupation des résidences de type 2* 3* et 4* a été de 69,2% et des résidences «Relais Spa» de 53,4%, supérieur à la moyenne du secteur, cependant, le plus important c'est l'équilibre qu'il faut trouver entre taux d'occupation et rentabilité.

Le Groupe Réside Études est également numéro 2 dans les appartements urbains, après le Groupe Adagio qui opère sous les enseignes «Adagio Apparthotel» et «Adagio Access». Ce Groupe Adagio a un parc de 78 appartements et est issu d'une joint venture entre Pierre et Vacances et le Groupe Accor (un des leaders mondiaux de l'hôtellerie). Sa stratégie consiste à poursuivre son développement en France comme à l'étranger, d'une manière accélérée. Le troisième opérateur sur ce marché est le Groupe Menguy Investissement (GMI), sous l'enseigne «Appart City», avec 61 appartements. GMI est une filiale d'Acto Capital, liée à un investisseur institutionnel. Il y a beaucoup d'autres groupes opérant sur ce marché, certains adossés à de puissants actionnaires, mais les projets d'expansion sont plus modestes que dans les autres segments.

Immobilier Résidentiel Classique

Le Groupe gère aussi un parc de résidences dédiées à l'habitation en accession, et donc sans services (sous l'enseigne «Les Activiales»), résultat d'opportunités d'acquisition.

Il s'agit là d'activité classique de gestion du parc immobilier à vocation locative, se situant entre le marché libre et le marché du logement social. Elle vise des logements à loyer attractif susceptibles d'attirer une classe moyenne, dont les revenus dépassent le seuil permettant de bénéficier de logements

- the top range market is made up of 4* type "RésidHome - Apparthotel"; and 3* and 4* type "RésidHome – Apparthotel", totalling 2 941 accommodation units in 23 residences (14 in Ile-de-France); the client base is focused on businessmen; the difference between the "RésidHome Apparthotel" and the "Séjours & Affaires – Apparthotel" lies above all in the services offered to clients; and
- finally, the Group operates in the "five stars" market, with two "Relais Spa" residences located in the Paris region, at Disneyland and near Roissy; these two residences comprise a total of 683 apartments.

The network covers the whole national territory, with a presence in major French cities. The Paris region "Ile-de-France" is the best served, particularly on the western side (Hauts de Seine) and Southeast side (Val de Marne). In 2012, the occupancy rate of 2* 3* and 4* residences was of 69.2%, whereas the occupancy rate of the "Relais Spa" residences stood at 53.4%, i.e. above the average for the sector. Notwithstanding, the important thing is to find a balance between occupancy rate and return.

Groupe Réside Études ranks also second in the segment of city appartments, following Groupe Adagio, which operates under brand names "Adagio Apparthotel" and "Adagio Access". Groupe Adagio has 78 appartments and is the result of a joint venture between Pierre et Vacances and Groupe Accor (one of the world's leading hotel groups). Its strategy consists in continuing its expansion in France and abroad, in an accelerated way. The third operator in this market is Groupe Menguy Investissement (GMI), under brand name "Appart City" with 61 appartments. GMI is a subsidiary of Acto Capital, associated to an institutional investor. There are many other groups operating in this market, some of which are backed by strong shareholders, however, expansion projects are more modest as compared to remaining segments.

Traditional Residential Property

The Group also manages a portfolio of residences for future ownership purposes (called "habitation en accession"), with no associated services (under brand name "Les Activiales"). This is the result of various purchase opportunities.

This business is the traditional leased property management, standing between the free housing market and the social housing market. The segment comprises housing with attractive rents, targeted to a middle class whose revenues are above the threshold required to benefit from social housing

sociaux aidés. Le parc compte 454 logements, correspondant à 7 résidences. Le Groupe n'a pas l'intention de développer ce concept.

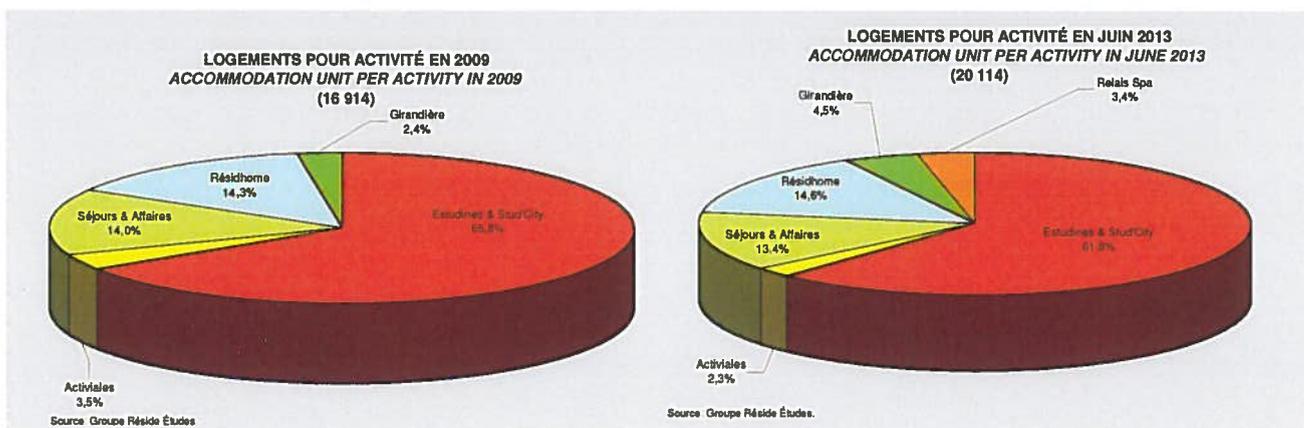
Evolution du Parc de Logements

Les logements du parc géré par le Groupe n'ont cessé d'augmenter, doublant entre 2004 et 2009 pour atteindre 16 914 lots, avec des augmentations très marquées en 2006 (37,1%), 2008 (9,4%) et 2009 (11,7%), grâce notamment à l'acquisition auprès de tiers. Cette croissance s'est poursuivie en 2012 (+9,6%) et au premier semestre 2013, atteignant 20 114 lots. Le nombre croissant de logements gérés par le Groupe s'est produit dans un contexte de diversification de ses locataires, d'abaissement de la part relative des étudiants et d'augmentation de la clientèle appartohotels et seniors.

aid. The Group's portfolio in this segment consists of 454 accommodation units in 7 residences. The Group does not plan to develop this concept.

Evolution of the Portfolio of Accommodation Units

The portfolio of accommodation units managed by the Group has not ceased to increase, doubling from 2004 to 2009, reaching 16 914 units. The most relevant rises occurred in 2006 (37.1%), 2008 (9.4%) and 2009 (11.7%), mainly on the back of acquisitions to third parties. This expansion has continued in 2012 (+9.6%) and in the first half of 2013, reaching 20 114 units. The increasing number of accommodation units managed by the Group happened against a background of tenants diversification, decrease in the relative share of students and increase in appartohotels and senior clients.



Stratégie

La stratégie du Groupe à court terme et à long terme repose essentiellement sur la croissance organique. Dans la pratique, ce sont les résultats positifs des secteurs matures, tels que les résidences pour étudiants, qui contribuent au financement du développement des autres segments où le Groupe opère. Les résultats des branches «étudiants» et «promotion» permettant de compenser les pertes imputables au lancement des nouvelles résidences, le résultat d'ensemble rest positif. Les flux provenant des actifs détenus en propre (patrimoine) contribuent aussi à cet équilibre. Les flux récurrents proviennent à la fois des activités de gestion pour compte de tiers et pour compte propre. A l'inverse, les activités de promotion se signalent par des flux moins réguliers.

Strategy

The Group's strategy in both the short and long term is to seek organic growth. In practice, positive results in mature segments, such as the student residences segment, contribute to finance the development of remaining segments where the Group operates. Results of the "students" and "development" segments allow offsetting losses associated to the launching of new residences. However, the final result remains positive. Flows from own assets (property) also contribute to this balance. Recurrent flows stem from management businesses for both third parties and own company. Conversely, property development activities are characterised by less regular flows.

Rentabilité et Capacité à Générer des Fonds

Les revenus consolidés du Groupe ont cru de plus de 50% entre 2008 et 2012, pour passer de 212,7 M€ à 322,2 M€. On notera une forte poussée des ventes entre 2008 et 2009. La

Return and Capacity to Generate Cash Flows

The Group's consolidated revenues increased by over 50% from 2008 to 2012, growing from EUR 212.7 million to EUR 322.2 million. Note a strong growth in sales in 2008 to

forte croissance enregistrée durant cet exercice était liée à un nombre particulièrement élevé de lots vendus dans le cadre des VEFA. Ces VEFA sont en effet passées de 78,6 M€ en 2008 à 133,1 M€ en 2009, reflétant la très bonne tenue de l'activité de promotion cette année-là. Ces performances se sont toutefois tassées après 2009. Elles n'étaient plus que de 82,6 M€ en 2012. Cette baisse a été compensée par les loyers perçus lesquels n'ont cessé d'augmenter ces dernières années, passant de 95,9 M€ en 2008 à 180 M€ en 2012. Cette croissance assez forte caractérise le modèle économique du Groupe Réside Études: enregistrer un premier flux de revenus lors de la vente d'un lot, et ensuite une série de flux récurrents dus aux loyers postérieurement à l'ouverture de la résidence et à son remplissage. Une bonne année en promotion immobilière se traduit mécaniquement par des revenus de gestion pour les années suivantes. Le savoir-faire du Groupe (promotion, commercialisation, gestion) favorise donc une véritable synergie et un cercle vertueux. La montée en puissance des loyers encaissés se manifeste assez rapidement dans le cas des étudiants, plus lentement dans le cas des appartohotels et des résidences seniors. Elle va aussi de pair avec les services vendus, là aussi à un rythme variable selon la nature du segment (plus progressive par exemple dans le secteur senior: plus le temps passe, plus les seniors dépensent...).

Le modèle de développement du Groupe Réside Études repose sur la conception et la réalisation d'immeubles dans le but de les exploiter. Cependant, le Groupe prend également à bail des résidences construites par d'autres promoteurs. Dans le cadre de ces partenariats, le Groupe Réside Études peut se voir confier soit des missions de commercialisation et de gestion / exploitation locative soit uniquement la mission de gestionnaire / exploitant de l'immeuble. Dans le premier cas, le Groupe sera rémunéré sous la forme d'honoraires de vente dans un premier temps et par son activité de gestionnaire dans un deuxième temps. Dans le second cas, Groupe Réside Études, agissant seulement en tant que gestionnaire de l'immeuble, n'enregistrera que des recettes de gestion.

Les autres produits du Groupe comprennent essentiellement les services, qui sont passés de 38,1 M€ en 2008 à 55,4 M€ en 2009, pour se stabiliser ensuite autour de 60 M€. Il s'agit de services vendus aux seniors (5,4 M€ en 2011 et 9,3 M€ en 2012), d'honoraires de montage de programmes, de commercialisation et plus généralement de promotion (12,0 M€ en 2010, 15,2 M€ en 2011 et 12,9 M€ en 2012), ainsi que des honoraires de «construction» (filiale CBM: 21,9 M€ en 2009, 18,2 M€ en 2010, 25,2 M€ en 2011 et 22,5 M€ en 2012), ces derniers étant appelés à disparaître.

2009. The sharp rise recorded that year was due to the sale of a considerable number of units under a "Sales Before Completion Contract" (VEFA for "Vente en l'État Futur d'Achèvement"). The total amount of these VEFA went from EUR 78.6 million in 2008 to EUR 133.1 million in 2009, translating the good performance of the development business that year. These performances slowed down, however, after 2009. In 2012, they stood at EUR 82.6 million. This decrease was offset by a rise in rents which have not ceased to increase in the last few years, moving from EUR 95.9 million in 2008 to EUR 180 million in 2012. This fairly strong rise translates the business model of Groupe Réside Études, i.e. to record a first flow of revenues at the time of the sale of a unit, followed by a series of recurrent revenues stemming from rents following the opening and occupancy of the residence. A favourable year in property development translates automatically into managing revenues over the next few years. The Group's know-how (development, marketing, management) favour a true synergy and a virtuous cycle. The increase in revenues comes in the form of rents cashed in rather quickly in the case of students, and more slowly in the case of appartohotels and senior residences. Revenue growth is in line with services sold, at a pace varying according to the nature of the sector (steadily rising in the senior sector: the older the seniors get the more services they use).

Groupe Réside Études development model lies on the design and construction of buildings with the purpose of exploiting them. However, the Group also rents residences built by other developers. Within the scope of these partnerships, Groupe Réside Études may be entrusted with marketing and lease management / operation or simply the management / operation of the building. In the first case, the Group is paid with sales fees in a first phase and then for its management activity, in a second phase. In the second case, Groupe Réside Etudes, acting uniquely as manager of the building, will only record management revenues.

The remaining products of the Group comprise mainly services, which rose from EUR 38.1 million in 2008 to EUR 55.4 million in 2009, stabilising at approximately EUR 60 million. These comprise services sold to seniors (EUR 5.4 million in 2011 and EUR 9.3 million in 2012), fees for the organisation of the plans / programs, marketing and development (EUR 12.0 million in 2010, EUR 15.2 million in 2011 and EUR 12.9 million in 2012), and "construction" fees (CBM: EUR 21.9 million in 2009, EUR 18.2 million in 2010, EUR 25.2 million in 2011 and EUR 22.5 in 2012), the latter

being expected to disappear.

TABLEAU 3.2.
COMPTE DE RÉSULTAT CONSOLIDÉ DU GROUPE RÉSIDE ÉTUDES (EN MILLIERS D'EUROS)

TABLE 3.2.
CONSOLIDATED GROUPE RÉSIDE ÉTUDES PROFIT AND LOSS ACCOUNT (THOUSAND EUROS)

	2008	2009	2010	2011	2012	
CHIFFRE D'AFFAIRES	212 661	300 763	292 243	318 352	322 158	TURNOVER
Charges Variables: Achats Consommés Charges Opérationnelles Courantes Total des Charges Variables	122 750 54 277 177 027	199 418 48 750 248 166	175 136 53 770 228 906	175 356 73 591 248 947	184 971 85 953 250 924	Variable Expenses: Cost of Goods Sold and Materials Consumed Suppliers and External Services Total Variable Expenses
MARGE DE CONTRIB. BRUT	35 634	52 597	63 337	69 405	71 234	GROSS CONTRIBUTION MARGIN
Produits Opérationnels Divers: Autres Produits et Profits Opérationnels Total des Produits Opérationnels Divers	4 420 4 420	0 0	4 253 4 253	3 453 3 453	7 965 7 965	Sundry Operating Income: Other Operating Income Total Sundry Operating Income
MARGE DE CONT. OPÉRATIONNELLE	40 054	52 597	67 590	72 858	79 199	OPERATING CONTRIBUTION MARGIN
Charges Opérationnelles Fixes: Charges de Personnel Impôts et Taxes Autres Charges Opérationnelles Total des Charges Opérationnelles Fixes	26 782 3 546 0 30 328	33 622 4 476 310 38 408	38 931 5 369 4 094 48 384	45 960 7 094 2 814 55 868	48 050 7 422 9 219 63 691	Fixed Operating Expenses: Staff Expenses Taxes Other Operating Expenses Total Fixed Operating Expenses
EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBITDA (a))	9 726	14 189	19 196	16 970	15 508	EBITDA (a)
Dotations Nettes aux Amortissements et Pertes de Valeur Dotations Nettes aux Provisions et Pertes de Valeur Ajustements de la Valeur des Immeubles de Placement	2 586 1 207 2 782	4 297 1 243 162	4 370 (83) (1 133)	4 572 (224) (4 403)	4 538 1 124 (2 135)	Depreciation and Amortisation Provisions Impairments and Fair Value Change in the Value of Investment Property
RÉSULTAT OPÉRATIONNEL (EBIT (b))	3 151	8 487	16 042	17 025	11 981	EBIT (b)
Produits Financiers Charges Financières RÉSULTAT FINANCIER	2 183 3 786 (1 603)	1 233 3 409 (2 176)	1 184 4 123 (2 959)	1 017 4 356 (3 339)	683 4 856 (4 273)	Financial Income Financial Expenses FINANCIAL RESULT
RÉSULTAT COURANT	1 548	6 311	13 083	13 686	7 708	CURRENT RESULT
RÉSULTATS NON COURANTS	0	0	0	0	0	NON-CURRENT RESULTS
RÉSULTAT AVANT IMPÔTS	1 548	6 311	13 083	13 686	7 708	EARNINGS BEFORE TAXES
Charges d'impôt sur le Résultat de l'Exercice Intérêts Minoritaires	733 174	2 545 13	4 888 109	5 229 9	3 677 (237)	Income Taxes for the Year Minority Interests
RÉSULTAT NET DE L'EXERCICE	641	3 753	8 066	8 448	4 268	NET PROFIT FOR THE YEAR
Distribution de Résultats	0	581	1 209	1 200	1 200	Distribution of Profits
RÉSULTAT NET RETENU	641	3 172	6 877	7 248	3 068	NET RETAINED PROFITS (LOSSES)

Notes: Montants arrondis.
Comptes avec des reclassements faits par CPR pour l'analyse.
(a) Le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement.
(b) Bénéfice avant intérêts et impôts.

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

Notes: Figures rounded.
Accounts reclassified by CPR for analysis purposes
(a) Earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations
(b) Earnings before interests and taxes.

Sources: Groupe Réside Études Annual Reports

Dans ce contexte de croissance globale des recettes, il en découle une part de revenus stables (loyers) qui passe de 45,1% en 2008 (avec un point bas de 37,3% en 2009), à 55,9% en 2012.

La structure des coûts variables du Groupe reflète la contribution significative du secteur de la promotion en 2009, puis sa chute les années suivantes, sur fond de hausse des coûts des marchandises vendues (sous-traitance incluse) et des consommations intermédiaires; le tout atteint 200 M€ en 2009, précédant une décline les années suivantes. Cette diminution a été compensée par une hausse des loyers payés (ils ont cru de 9% en 2012).

Une des caractéristiques les plus représentatives du modèle du Groupe Réside Études s'observe:

- dans l'évolution positive de la marge brute qui, ramenée au total des recettes, passe de 16,8% en 2008 à 22,1% en 2012, avec un pic de croissance en 2010; et
- dans l'augmentation des frais de personnel, dont la part dans les recettes passe de 12,6% en 2008 à 14,9% en

In this scenario of global growth in revenues, the slice of more stable revenues (rents) moved from 45.1% in 2008 (with a bottom low at 37.3% in 2009), to 55.9% in 2012.

The Group's structure of variable costs reflects a relevant contribution from the development sector in 2009, tumbling down in the following years, due to an increase in the cost of goods sold (including sub-contracting) and intermediate consumption, totalling EUR 200 million in 2009, preceding a decrease in the following years. This decrease was offset by a rise in rents paid (by 9% in 2012).

One of the more relevant characteristics of Groupe Réside Études' model is shown:

- in the upward evolution of gross contribution margin, which went from 16.8% in 2008 up to 22.1% in 2012, recording a peak in 2010; and
- an increase in staff expenses, whose share of revenues moved from 12.6% in 2008 to 14.9% in 2012; this

2012; hausse partiellement imputable au développement du concept de résidences seniors (filiale «La Girandière»); ce concept propose de très nombreux services d'assistance à la personne; globalement, le Groupe voit ses effectifs progresser de 15% par an, en moyenne, et il emploie actuellement 1 165 personnes.

increase is partly due to the development of the senior residences concept ("La Girandière"); this concept offers a large number of services to clients; in overall terms, the Group staff rose in average by 15% per year, totalling 1 165 people at this moment.

TABLEAU 3.3.
RÉSULTATS CONSOLIDÉ DU GROUPE RÉSIDE ÉTUDES (% DU CHIFFRE D'AFFAIRES)

TABLE 3.3.
CONSOLIDATED GROUPE RÉSIDE ÉTUDES RESULTS (% OF TURNOVER)

	2008	2009	2010	2011	2012	
CHIFFRE D'AFFAIRES	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	TURNOVER
Charges Variables:						Variable Expenses:
Achats Consommés	57,7	66,3	59,9	55,1	51,2	Cost of Goods Sold and Materials Consumed
Charges Opérationnelles Courantes	25,5	16,2	18,4	23,1	26,7	Suppliers and External Services
Total des Charges Variables	83,2	82,5	78,3	78,2	77,9	Total Variable Expenses
MARGE DE CONTRIB. BRUT	16,8	17,5	21,7	21,8	22,1	GROSS CONTRIBUTION MARGIN
Produits Opérationnels Divers:						Sundry Operating Income:
Autres Produits et Profits Opérationnels	2,1	0,0	1,5	1,1	2,5	Other Operating Income
Total des Produits Opérationnels Divers	2,1	0,0	1,5	1,1	2,5	Total Sundry Operating Income
MARGE DE CONT. OPÉRATIONNELLE	18,9	17,5	23,1	22,9	24,6	OPERATING CONTRIBUTION MARGIN
Charges Opérationnelles Fixes:						Fixed Operating Expenses
Charges de Personnel	12,8	11,2	13,3	14,4	14,9	Staff Expenses
Impôts et Taxes	1,7	1,5	1,8	2,2	2,3	Taxes
Autres Charges Opérationnelles	0,0	0,1	1,4	0,9	2,6	Other Operating Expenses
Total des Charges Opérationnelles Fixes	14,3	12,8	16,6	17,6	19,8	Total Fixed Operating Expenses
EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBITDA (a))	4,6	4,7	6,6	5,3	4,8	EBITDA (a)
Dotations Nettes aux Amortissements et Pertes de Valeur	1,2	1,4	1,5	1,4	1,4	Depreciation and Amortisation
Dotations Nettes aux Provisions et Pertes de Valeur	0,6	0,4	(0,0)	(0,1)	0,3	Provisions
Ajustements de la Valeur des Immeubles de Placement	1,3	0,1	(0,4)	(1,4)	(0,7)	Impairments and Fair Value Change in the Value of Investment Property
RÉSULTAT OPÉRATIONNEL (EBIT (b))	1,5	2,8	5,5	5,3	3,7	EBIT (b)
Produits Financiers	1,0	0,4	0,4	0,3	0,2	Financial Income
Charges Financières	1,8	1,1	1,4	1,4	1,5	Financial Expenses
RÉSULTAT FINANCIER	(0,8)	(0,7)	(1,0)	(1,0)	(1,3)	FINANCIAL RESULT
RÉSULTAT COURANT	0,7	2,1	4,5	4,3	2,4	CURRENT RESULT
RÉSULTATS NON COURANTS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	NON-CURRENT RESULTS
RÉSULTAT AVANT IMPÔTS	0,7	2,1	4,5	4,3	2,4	EARNINGS BEFORE TAXES
Charges d'impôt sur le Résultat de l'exercice	0,3	0,8	1,7	1,8	1,1	Income Taxes for the Year
Intérêts Minoritaires	0,1	0,0	0,0	0,0	(0,1)	Minority Interests
RÉSULTAT NET DE L'EXERCICE	0,3	1,2	2,8	2,7	1,3	NET PROFIT FOR THE YEAR
Distribution de Résultats	0,0	0,2	0,4	0,4	0,4	Distribution of Profits
RÉSULTAT NET RETENU	0,3	1,1	2,4	2,3	1,0	NET RETAINED PROFITS (LOSSES)

Notes: Montants arrondis.
Comptes avec des reclassements faits par CPR pour l'analyse.
(a) Le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement.
(b) Bénéfice avant intérêts et impôts.

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

Notes: Figures rounded.
Accounts reclassified by CPR for analysis purposes.
(a) Earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations.
(b) Earnings before interests and taxes.

Sources: Groupe Réside Études Annual Reports.

L'amélioration de la marge brute a été plus que neutralisée par l'accroissement des frais de personnel et des taxes (surtout foncières), d'où la diminution de la marge d'EBITDA, qui de 6,6% des recettes en 2010 recule à 4,8% en 2012, niveau voisin des 4,6% de 2008. En valeur absolue, l'EBITDA se chiffrait à 15,5 M€ en 2012, soit 8,6% de moins qu'en 2011, et 19,2% de moins que les 19,2 M€ de 2010. Cette évolution est imputable à la phase de lancement par laquelle chaque nouvelle résidence doit passer avant d'atteindre son point mort (24 à 36 mois), et cela a joué pendant les 2 dernières années. Les résultats du Groupe ont été en outre affectés négativement par les contre-performances de la filiale de construction qui va être arrêtée. Il convient de noter que le Groupe a réussi à atteindre un bon équilibre entre activités récurrentes et activités en phase de démarrage et en cours d'arrêt, notamment en 2012 (cf. Tableau 3.5.).

The improvement in gross contribution margin was largely offset by the increase in staff expenses and taxes (particularly property). Hence the decrease in EBITDA margin from 6.6% of revenues in 2010 down to 4.8% in 2012, i.e. close to the 4.6% level in 2008. In absolute terms, EBITDA stood at EUR 15.5 million in 2012, i.e. 8.6% less than in 2011, and 19.2% less as compared to the EUR 19.2 million recorded in 2010. This evolution was due to the launching phase required for each new residence before achieving break even (24 to 36 months), with impact in the last 2 years. The Group's results were moreover negatively affected by the counter performances of the construction subsidiary which is to be closed down. It is important to note that the Group has achieved a fair balance between recurrent activities, starting activities and activities being shut down, namely in 2012 (see Table 3.5.).

TABLEAU 3.4.
TABLEAU DES FLUX DE TRÉSORERIE CONSOLIDÉ DU GROUPE RÉSIDE ÉTUDES (EN MILLIERS D'EUROS)

TABLE 3.4.
CONSOLIDATED CASH FLOW STATEMENT OF GROUPE RÉSIDE ÉTUDES (THOUSAND EUROS)

	2008	2009	2010	2011	2012	
MOYENS DÉGAGÉS OPÉRATIONNELS (MDO)	n.d.	17 220	36 818	13 411	29 672	OPERATING CASH FLOW (OCF)
MOYENS DÉGAGÉS COURANTS (MDC)	n.d.	15 044	33 859	10 072	25 599	CURRENT CASH FLOW (CCF)
MOYENS DISPO. P/ DÉCISIONS STRATÉGIQUES (MDDE)	n.d.	9 429	31 186	10 244	25 039	FUNDS AVAILABLE FOR STRATEGIC DECISIONS (FASD)
Activités d'investissement	n.d.	22 416	14 052	16 043	23 408	Investment Activities
MOYENS DÉGAGÉS POUR ACC. ET CRÉANCIERS	n.d.	(12 967)	17 124	(5 799)	1 633	CASH FLOW FOR SHAREHOLDERS AND CREDITORS
Dividendes Versés	n.d.	0	581	1 209	1 200	Profits Paid
SOLDE DE FINANCEMENT	n.d.	(12 967)	16 543	(7 008)	433	FINANCING BALANCE
Apports de Capital	n.d.	105	(296)	228	(489)	Capital Inflows
Augmentation Intérêts Minoritaires	n.d.	(35)	3	(505)	(21)	Increase in Minority Interests
Augmentation Emprunts à Long Terme	n.d.	10 498	9 279	11 897	14 505	Increase in Medium and Long Term Financing Liabilities
SOLDE DE FINANCEMENT À COURT TERME	n.d.	(2 699)	25 538	4 118	13 868	NET CASH FLOW
Augmentation Emprunts à Court Terme	n.d.	5 589	(18 137)	2 789	(10 146)	Increase in Short Term Financing Liabilities
VARIATION DE TRÉSORERIE ET ÉQUIVALENTS	n.d.	2 870	7 401	6 905	3 722	BANK DEPOSITS AND CASH VARIATION

Notes: Montants arrondis, résultant du calcul par approximation par CPR à partir du bilan et comptes de résultat.
Comptes avec des reclassements faits par CPR pour l'analyse.

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

Notes: Figures rounded, resulting of the calculation made by CPR based on the balance sheet and profit and loss statement.
Accounts reclassified by CPR for analysis purposes.

Sources: Groupe Réside Études Annual Reports.

L'un des indicateurs les plus pertinents dans le cas du Groupe Réside Études, est l'EBITDAR, qui mesure l'EBITDA avant prise en compte des loyers versés aux investisseurs. Ce solde intermédiaire de gestion a augmenté en 2012 de 1,1 points de pourcentage pour passer à 27,8% des recettes.

One of the most relevant indicators as far as Groupe Réside Études is concerned is the EBITDAR, which measures EBITDA before taking into account the rents paid to investors. This intermediate management balance increased in 2012 by 1.1 percentage points to 27.8% of revenues.

TABLEAU 3.5.
INDICATEURS POUR ACTIVITÉ EN 2012 (EN MILLIERS D'EUROS)

TABLE 3.5.
INDICATORS PER ACTIVITY IN 2012 (THOUSAND EUROS)

	Activités Récurrentes / Recurrent Activities			Activités en Phase de Démontage / Staging Activities			Activité en Cours d'Arrêt / Activity Being Shut Down	Holding et non Affecté / Holding and not Allocated	TOTAL CONSOLIDÉ / CONSOLIDATED TOTAL	
	Exploration / Gestion Résidences pour Étudiants / Exploration / Management Student Residences	Promotion / Développement / Promotion / Development	Participations / Equity Investment	Exploration / Gestion Résidences Appartements (hors Relais Spa) / Exploration / Management Appartements Residences (excluding Relais Spa)	Exploration / Gestion Résidences Relais Spa / Exploration / Management Residences Relais Spa	Exploration / Gestion Résidences pour Seniors / Exploration / Management Seniors Residences				
EBITDA	9 830	8 430	5 918	2 332	(3 595)	(547)	(3 598)	(1 265)	18 668	EBITDA
Taux de Rentabilité	9,8%	7,8%	77,7%	0,8%	(27,4%)	(11,2%)	(20,2%)	(28,8%)	2,4%	Rate of Return
Capacité d'Autofinancement	5 654	4 688	1 829	1 582	(1 284)	(11)	(1 784)	(172)	19 819	Cash Flow
Variation du BFR	434	12 957	219	(2 841)	(78)	462	(125)	2 787	14 645	NWCR Variation
Capacité d'Autofinancement + Variation du BFR	6 088	17 623	2 048	(449)	(1 342)	481	(1 909)	2 615	25 156	Cash Flow Position + NWCR Variation
Dettes Financières à Moyen et Long Terme	1 368	1 861	79 521	2 025	11 978	2 005	0	23 862	123 586	Financial Liabilities Medium and Long Term
Concessions Bancaires	375	8 075	244	269	4	1	275	3 525	12 778	Short Term Financial Debt
Total Dette	1 741	9 878	79 785	2 294	11 980	2 006	275	27 427	135 364	Total Debt
% de la Dette Total Consolidée	1,3%	7,3%	58,9%	1,7%	8,9%	1,5%	0,2%	20,3%	20,3%	% of Total Consolidated Debt

Sources: Groupe Réside Études.

Sources: Groupe Réside Études.

Les moyens opérationnels dégagés du Groupe ont évolué de manière plus irrégulière encore que l'EBITDA: 17,2 M€ en 2009, 36,8 M€ en 2010, 13,4 M€ en 2011 et 29,9 M€ en 2012, car ils prennent aussi en compte les évolutions du besoin en fonds de roulement net.

Operating cash flow have also evolved more irregularly than EBITDA: EUR 17.2 million in 2009, EUR 36.8 million in 2010, EUR 13.4 million in 2011 and EUR 29.9 million in 2012, as they also take into consideration the needs in net working capital.

Les dotations aux amortissements ont augmenté de 66,2% en 2009, pour atteindre 4,3 M€, et représenter 1,4% des revenus de 2009, au lieu de 1,2% en 2008. Elles se sont

Depreciation rose by 66.2% in 2009, reaching EUR 4.3 million, accounting for 1.4% of revenues for the year, as compared to 1.2% in 2008. It has stabilised since then. This

stabilisées ensuite. Ce mouvement est imputable principalement aux acquisitions liées aux «Relais Spa». Même si la politique du Groupe en la matière est très conservatrice et exigeante, le niveau des dépréciations et des provisions est assez marginal pendant la période sous revue, ce qui est positif. L'évolution de la «juste valeur» des actifs du Groupe reste modérée, les pertes enregistrées portant sur 2,8 M€ en 2008 et 0,2 M€ en 2009, avant retour à des réajustements positifs de 1,1 M€, 4,4 M€ et 2,1 M€ respectivement en 2010, 2011 et 2012.

La marge d'EBIT suit la même évolution que l'EBITDA, mais avec des amplitudes différentes: 1,5% en 2008, 2,8% en 2009, 5,5% en 2010, 5,3% en 2011 et 3,7% en 2012. On obtient ainsi 12,0 M€ d'EBIT en 2012, en repli de 29,6% par rapport à 2011, année de plus fort EBIT pour la période sous revue. Outre les explications déjà données sur l'évolution de l'EBITDA, l'EBIT a été affectée par les ajustements de «juste valeur» et les augmentations de provisions.

S'agissant des frais financiers, il est à noter que le Groupe immobilise les frais financiers associés à son activité de promotion, ce qui signifie que le compte de résultat ne retient que les frais financiers imputables aux autres activités, activité patrimoniale principalement. Ces frais financiers se sont inscrits en hausse moyenne annuelle de 13,3% entre 2009 (3,4 M€) et 2012 (5,0 M€). Parallèlement, les produits financiers sont passés de 2,2 M€ en 2008 à 0,7 M€ seulement en 2012, les réductions ayant été particulièrement marquées en 2009 (-43,5%) et en 2012 (-32,8%). La diminution des taux d'intérêt a puissamment influencé cette évolution, sachant que la position moyenne de trésorerie du Groupe a eu plutôt tendance à augmenter durant la période. Les charges financières nettes sont donc passées de 1,6 M€ en 2008 à 4,3 M€ en 2012. La couverture des charges financières nettes par l'EBITDA était de 3,6 fois en 2012. Le ratio était à plus de 6 fois entre 2008 et 2010 et à 5,1 fois en 2011.

Le taux effectif d'imposition a décliné entre 2008 et 2010, passant de 47,4% du résultat avant impôt à 37,4%, avant de remonter en 2011, à 38,2%, et plus encore en 2012 à 47,8%, en raison d'un changement de méthode imposée par des règles fiscales suite aux élections.

Le résultat net du Groupe a augmenté, passant de 0,6 M€ en 2008 à 8,4 M€ en 2011. En revanche, en 2012, la chute de l'EBITDA et l'incidence des ajustements de valeur combinées à une augmentation des provisions ainsi que l'évolution des charges financières nettes ont fait chuter le résultat net à 4,3 M€. Le retour sur capitaux propres (hors intérêts minoritaires) a significativement augmenté de 2008 à 2010, et

change was mainly the result of acquisitions relating to the "Relais Spa". Even if the Group's policy in this subject is very conservative and demanding, the level of depreciations and provisions is quite marginal during the period under review, which is positive. The evolution of the "fair value" of the Group's assets is quite moderate, with recorded losses of EUR 2.8 million in 2008 and EUR 0.2 million in 2009, before returning to positive readjustment at EUR 1.1 million, EUR 4.4 million and EUR 2.1 million in 2010, 2011 and 2012, respectively.

The EBIT margin follows the same evolution as the EBITDA margin, albeit with wider differences: 1.5% in 2008, 2.8% in 2009, 5.5% in 2010, 5.3% in 2011 and 3.7% in 2012. This translated in an EBIT of EUR 12.0 million in 2012, down by 29.6% in relation to 2011, which recorded the stronger EBIT figure amongst all the years under review. EBIT was affected by the same reasons explained above for EBITDA, and by adjustments in fair value and increase in provisions.

As far as financial expenses are concerned, it should be noted that the Group capitalises financial expenses associated with its development business, which means that the profit and loss account only records financial expenses attributable to remaining activities, particularly equity investment. These financial expenses have risen in average by 13.3% per year from 2009 (EUR 3.4 million) to 2012 (EUR 5.0 million). At the same time, financial income moved from EUR 2.2 million in 2008 to EUR 0.7 million in 2012, falling particularly in 2009 (by 43.5%) and 2012 (by 32.8%). This evolution was mainly driven by a decrease in interest rates, whilst the Group's average cash position tended to increase during the period. Financial results losses rose from EUR 1.6 million in 2008 to EUR 4.3 million in 2012. In 2012, the coverage of net finance borrowing costs by EBITDA stood at 3.6 times. This ratio stood at over 6 times from 2008 to 2010 and 5.1 times in 2011.

Effective tax rate decreased between 2008 and 2010, from 47.4% of results before tax to 37.4%, rising in 2011 to 38.2%, and then to 47.8% in 2012, due to a change in the taxation method introduced following the elections.

The Group's net profit has improved, from EUR 0.6 million in 2008 to EUR 8.4 million in 2011. On the other hand, in 2012, the drop in EBITDA and the impact of value corrections combined with an increase in provisions and higher financial result losses brought net profit down to EUR 4.3 million. Return on equity (excluding minority interests) increased significantly from 1.3% to 14% from 2008 to 2010, falling in the following

est passé de 1,3% à 14%, diminuant ensuite pour remonter à plus de 6% en 2012. Ramené aux ventes, le résultat net a évolué dans le même sens, passant de 0,3% en 2008 à 2,8% en 2010, avec d'accuser une chute en 2011 et en 2012.

years, before returning to above 6% in 2012. In relation to turnover, net profit evolved in the same direction, going from 0.3% in 2008 to 2.8% in 2010, and then dropping in 2011 and 2012.

TABLEAU 3.6.
INDICATEURS CONSOLIDÉS DE FLUX ET DE BILAN DU GROUPE RÉSIDE ÉTUDES

TABLE 3.6.
CONSOLIDATED FLOWS AND BALANCE SHEET INDICATORS OF GROUPE RÉSIDE ÉTUDES

	2008	2009	2010	2011	2012	
Structure des Flux						Flow Structure
EBITDAR en % du Chiffre d'Affaires	n.d.	n.d.	n.d.	26,7%	27,8%	EBITDAR as a % of Turnover
Marge de Trésorerie Opérationnelle	-	5,8%	11,9%	4,3%	8,9%	Operating Cash Margin
MDDE en % des Encaissements Provenant de Clients	-	3,2%	10,1%	3,3%	7,9%	FASD as a % of Amounts Rec. from Customers
Taux de Distribution de Résultats	0	15,5%	15,0%	14,2%	28,1%	Payout Ratio
Couverture des Paiements d'Intérêts et Charges Assimilées par les MDO	-	5,1	8,9	3,1	6,0	Coverage of Interest and Similar Payments by OCF
Couverture des Charges Fin. des Emprunts Nettes par l'EBITDA	6,1	6,5	6,5	5,1	3,8	Coverage of Net Fin. Borrowing Costs / EBITDA
Couverture des Charges Fin. des Emprunts Nettes par l'EBIT	2,0	3,9	5,4	5,1	2,8	Coverage of Net Fin. Borrowing Costs / EBIT
Délai Moyen de Paiement des Emprunts	-	13,3	3,7	12,8	5,4	Average Period to Repay Financing Debts
Emprunts Fin. / (Rés. Net Retenu + Amort.)	33,9	18,8	10,4	11,1	17,8	Financ. Debts / (Net Retained Profits + Depreciation)
Emprunts / Chiffre d'Affaires	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	Financing Debts / Turnover
Couverture des Emprunts à Court Terme par les MDDE	-	0,192	1,006	0,303	1,059	Coverage of Short Term Financing Debts by FASD
Structure du Bilan						Structure of The Balance Sheet
Autonomie Financière	16,8%	17,5%	21,8%	21,7%	22,4%	Equity / Assets
Intérêts Minoritaires / Actif	0,2%	0,1%	0,2%	0,0%	(0,1%)	Minority Interests / Assets
Passif Total / Total de l'Actif	83,0%	82,3%	78,0%	78,3%	77,7%	Total Liabilities / Total Assets
Dettes Financières / Total de l'Actif	38,2%	43,0%	44,0%	43,8%	45,3%	Financial Debt / Total Assets
Dettes Financières à Moyen et Long Terme / Actif Non Courant	66,6%	65,1%	66,8%	67,9%	67,9%	Medium and Long Term Financial Debt / Non-Current Assets
Risque de Liquidité = Dettes Financières aux C.T. / (Dettes Fin. aux C.T. + Emprunts Non Utilisés)	n.d.	n.d.	n.d.	0,0%	0,0%	Liquidity Risk = Short Term Financial Debt / (Short Term Financial Debt + Non Used Loans)
Bilan Fonctionnel (en Milliers d'Euro)						Functional Balance Sheet (Thousand Euros)
Capitaux Permanents	124 908	137 118	155 278	178 129	198 934	Long Term Capital
Actif Non Courant	98 853	117 172	128 048	143 213	164 514	Non Current Assets
FONDS DE ROULEMENT NET (FRN)	26 256	19 944	27 232	34 916	34 420	NET WORKING CAPITAL (NWC)
Besoins Cycliques	189 697	153 408	108 610	121 162	95 689	Cyclical Requirements
Ressources Cycliques	117 857	104 818	77 348	86 315	75 251	Cyclical Resources
BESOINS EN FONDS DE ROULEMENT (BFR)	51 840	48 590	31 262	34 847	20 428	NET WORKING CAP. REQUIREMENTS (NWCR)
Trésorerie Active	17 969	21 078	29 185	35 064	39 841	Positive Cash Position
Trésorerie Passive	43 574	49 724	32 215	34 995	24 849	Negative Cash Position
TRÉSORERIE NETTE (TRN)	(25 585)	(28 646)	(4 030)	69	13 992	NET CASH POSITION (NCP)
En % du Chiffre d'Affaires	(12,0%)	(9,5%)	(1,4%)	0,0%	4,3%	As a % of Turnover
Variation du FRN	-	(8 311)	7 288	7 684	(496)	NWC Variation
Variation des BFR	-	(3 250)	(17 326)	3 585	(14 419)	NWCR Variation
Variation de la TRN	-	(3 081)	24 616	4 099	13 923	NCP Variation
En % du Chiffre d'Affaires	-	(1,0%)	8,4%	1,3%	4,3%	As a % of Turnover

Notes: Montants arrondis.
Comptes avec des reclassements faits par CPR pour l'analyse.
n.d. = Non disponible.

Notes: Figures rounded.
Accounts reclassified by CPR for analysis purposes.
n.d. = Non available.

Sources: Les Rapports et les Comptes Consolidé du Groupe Résidence Études.

Sources: Groupe Résidence Études Annual Reports.

Les indicateurs disponibles pour la première moitié de 2013 montrent une évolution positive de l'activité du Groupe. Les indicateurs de gestion du Groupe concernant du premier semestre 2013 (Tableau 3.7.) signalent une croissance des recettes de l'activité de gestion des résidences pour étudiants (+7,2%) et de l'activité de gestion des résidences appartohotels, hors «Relais Spa», (+11,3%) et une croissance plus importante pour les résidences «Relais Spa» (+34,2%). S'agissant des résidences pour étudiants, cette augmentation se produit dans un contexte de léger tassement du chiffre de logements (imputable à une situation ponctuelle aujourd'hui résolue), à la différence des résidences appartohotels, qui elles sont en croissance. Il convient de signaler l'inversion des résultats négatifs de l'activité de gestion des résidences appartohotels, excluant les résidences «Relais Spa». En ce qui concerne ces résidences, le taux de rentabilité reste négatif, en ligne avec celui de la période correspondante de l'année précédente. La mise en exploitation des deux Spas Nuxe et de l'ensemble des salles de séminaires dans les deux résidences a eu lieu

Indicators available for the first half of 2013 show a positive evolution in the Group's business. Management indicators relating to the first half of 2013 (Table 3.7.) show an increase in revenues from the management of student residences (+7.2%) and the appartohotels management business, excluding the "Relais Spa" (+11.3%) and finally a considerable rise in the "Relais Spa" residences (+34.2%). In the case of the student residences, this increase occurred in a scenario of slight decline in the number of accommodation units (due to a one-off situation which is presently solved), conversely to the appartohotel residences, which are increasing. Note the reversal of losses from the appartohotel management business (excluding "Relais Spa"). As far as these residences are concerned, the return rate remains negative, in line with the figure recorded in the same period of the previous year. The inauguration of the two Nuxe Spas and conference rooms in both residences took place during this period. In what concerns the management of seniors residences, the turnover of the "accommodation and services" activity grew by 40% in the first

pendant cette période. En ce qui concerne l'activité de gestion des résidences pour seniors, le chiffre d'affaires de l'activité «hébergement et services» a connu une croissance de 40% au cours du premier semestre 2013, dans le contexte d'une augmentation significative des logements gérés.

half of 2013, in the context of a significant rise in the number of managed units.

TABLEAU 3.7. EVOLUTION DES INDICATEURS DE RÉSIDENCES GÉRÉES		TABLE 3.7. EVOLUTION OF INDICATORS MANAGED RESIDENCES		
	Étudiants Students	Apparthotels (hours Relais Spa) Aparthotels (excluding Relais Spa)	Relais Spa	
Variation Bimestrielle 2013/2012				Semi Annual Variation 2013/2012
Nombre de Lots (en %)	(4,6)	2,0		Number of Lots (in %)
Recettes (en %)	7,2	11,3	6,6	Revenues (in %)
Résultat Avant IS (en %)	2,0	(153,2)	34,0	Earnings Before Taxes (in %)
Taux de Rentabilité (en points de pourcentage)	(0,4)	4,0	0,1	Rate of Return (in percentage points)
Taux de Rentabilité (Résultat Avant IS / Recettes) 1er Semestre 2013	7,0	1,3	(38,3)	Rate of Return (Earnings Before Taxes / Revenues) 1st Half 2013

Sources: Groupe Réside Études. Sources: Groupe Réside Études.

En ce qui est du département de la promotion, on retiendra 414 réservations pendant la première moitié de 2013, la plupart (environ 75%) pour des logements senior et 18,6% pour des étudiants. En valeur, le chiffre de 53,6 M€ a été atteint soit environ 60% de la valeur budgétée pour l'année 2013. L'augmentation est donc importante (87%) par rapport au premier semestre 2012 (mais le premier semestre 2012 aura été une période atypique du fait des élections présidentielles et de la conjoncture défavorable du marché de la promotion immobilière). Conformément au modèle d'entreprise du Groupe, l'augmentation des réservations du premier semestre 2013 produira un impact favorable sur les exercices 2014 et 2015.

As for the real estate development area, 414 reservations were made in the first half of 2013, most of which (approximately 75%) for senior units and 18.6% for student units. In terms of value, a figure of EUR 53.6 million has been reached, corresponding to approximately 60% of the amount estimated for 2013. The evolution was thus significant (+87%) as compared to the first half of 2012 (although the first half of 2012 was atypical as it was when the presidential elections took place and the real estate market was experiencing a downside moment). As result of the Group's business model, the increase in reservations in the first half of 2013 will have a favourable impact in 2014 and 2015.

Le Groupe a fait le choix d'une politique de distribution récurrente de dividendes (environ 1,2 M€ chaque année), sauf contexte adverse justifiant une suspension temporaire de celui-ci, comme ce fut le cas en 2008.

The Group has a stable dividend distribution policy (distributing approximately EUR 1.2 million each year), except in an adverse environment that would justify its suspension, as was the case in 2008.

Politique Financière

Fin 2012, le Groupe Réside Études affichait 299,0 M€ de valeurs d'actifs dont 164,5 M€ d'actifs non courants (55,0% du total), 95,7 M€ d'actifs circulants (32,0% du total) et une trésorerie positive de 38,8 M€. Le volume global d'actifs du Groupe est resté stable pendant la période analysée.

Financial Policy

At the end of 2012, Groupe Réside Études recorded assets in the amount of EUR 299.0 million, of which EUR 164.5 million were non current assets (55.0% of the total), EUR 95.7 million were current assets (32.0% of the total) and a positive cash position of EUR 38.8 million. The global volume of assets remained stable throughout the period under review.

D'importants changements se sont en revanche, produits dans la répartition de ces actifs: fort accroissement des actifs non courants qui passent de 98,7 M€ en 2008 (34,5% du total) à 164,5 M€ en 2012 (55,0% du total) et contraction des actifs circulants ramenés de 169,7 M€ (59,3% du total) à 95,7 M€ (32,0% du total). En fait, ces chiffres ne sont pas directement comparables car, depuis 2010, le poste «clients» enregistre

However, important changes have occurred as concerns the breakdown of those assets: sharp rise in non current assets, which moved from EUR 98.7 million in 2008 (34.5% of the total) to EUR 164.5 million in 2012 (55.0% of the total) and a decrease in current assets down to EUR 95.7 million (32.0% of the total) from EUR 169.7 million (59.3% of the total). Figures, however, cannot be directly compared as since 2010,

seulement les montants dus au titre des situations d'avancement de travaux. On retrouvera au passif, des comptes de régularisation et des comptes divers d'exploitation.

item trade receivables only record the amounts due as advances for works progress. Accrual information and other operating accounts will be found under liabilities.

TABLEAU 3.A. BILAN CONSOLIDÉ DU GROUPE RÉSIDE ÉTUDES (EN MILLIERS D'EUROS)		TABLE 3.B. CONSOLIDATED BALANCE SHEET OF GROUPE RÉSIDE ÉTUDES (THOUSAND EUROS)				
	2008	2009	2010	2011	2012	
Immobilisations incorporelles Nettes	8 279	8 584	8 360	8 742	9 109	Intangible Assets (Net)
Immobilisations Corporelles Nettes	18 930	33 343	37 753	40 054	46 838	Tangible Assets (Net)
Immubles de Placement	70 663	71 157	78 582	92 009	104 278	Investment Property
Participations et Autres Actifs Financiers	557	3 302	2 538	2 280	3 865	Equity Holdings and Other Investments
Actifs d'Impôts Différés	224	786	835	128	428	Deferred Tax Assets
ACTIF NON COURANT	98 653	117 172	128 048	143 213	164 514	NON CURRENT ASSETS
Stocks Matières Premières et Marchandises	0	0	235	264	247	Raw Materials and Goods
Stocks Produits Finis et Intermédiaires	68 543	62 754	24 608	22 398	26 387	Finished and Semi-Finished Products
Créances Clients Nettes (*)	55 381	55 340	38 359	43 401	31 821	Trade Accounts Receivable (*)
Comptes Fournisseurs	1 585	345	838	288	340	Advances by Suppliers
Créances Sociales et Fiscales et Actifs d'Impôts Recevable	23 784	24 571	19 069	23 869	18 200	Social Contributions and Tax Receivable
Comptes de Régularisation et Divers d'Exploitation	22 404	20 398	25 505	30 844	18 894	Accruals and Other Operating Accounts
ACTIF CYCLIQUE	189 897	153 408	108 810	121 162	95 689	CURRENT ASSETS
Trésorerie Disponible et Equivalents	17 989	21 078	28 185	35 064	36 841	Deposits and Cash
TRÉSORERIE ACTIVE	17 989	21 078	28 185	35 064	36 841	POSITIVE CASH POSITION
TOTAL DE L'ACTIF	286 339	291 658	284 841	299 439	299 044	TOTAL ASSETS
Capital Social	1 000	1 000	1 000	10 000	30 000	Share Capital
Autres Réserves	46 538	47 004	49 889	47 698	33 897	Other Reserves
Résultat Net Retenu	641	3 172	6 877	7 248	3 068	Retained Earnings
CAPITAUX PROPRES	48 179	51 176	57 766	64 948	66 965	EQUITY
INTÉRÊTS MINORITAIRES	438	416	528	32	(226)	MINORITY INTERESTS
Provisions et Avantage du Personnel	1 230	2 039	2 339	2 476	3 616	Provisions and Employee Benefits
Passifs d'Impôts Différés	9 325	7 251	9 132	13 485	16 864	Deferred Tax Liabilities
Dettes Financières à Moyen et Long Terme	65 736	78 234	85 513	97 210	111 715	Medium and Long Term Financial Debt
PASSIF STABLE	76 291	85 524	98 984	113 151	132 195	STABLE LIABILITIES
CAPITAUX PERMANENTS	124 908	137 118	155 276	178 129	198 934	LONG TERM CAPITAL
Dettes Fournisseurs	26 848	35 796	30 048	40 182	36 570	Trade Payables
Comptes Clients	2 180	0	637	351	1 211	Advances Trade Accounts
Dettes Sociales et Fiscales et Passif d'Impôts Exigibles	15 857	22 371	35 957	23 387	19 842	Social Contributions and Taxes Payable
Comptes de Régularisation et Divers d'Exploitation	72 974	48 651	10 706	22 395	17 638	Accruals and Other Operating Accounts
PASSIF CYCLIQUE	117 857	104 818	77 348	86 315	75 261	CYCLICAL LIABILITIES
Dettes Financières à Court Terme	43 574	49 143	31 008	33 795	23 849	Short Term Financial Debt
Distribution de Résultats	0	581	1 209	1 200	1 200	Dividends Distribution
TRÉSORERIE PASSIVE	43 574	49 724	32 215	34 995	24 849	NEGATIVE CASH POSITION
PASSIF TOTAL	237 722	240 066	206 547	234 461	232 305	TOTAL LIABILITIES
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES + PASSIF	286 339	291 658	284 841	299 439	299 044	TOTAL EQUITY + LIABILITIES

Notes: Montants arrondés.

Comptes avec des reclassements faits par CPR pour l'analyse.

(*) À partir de 2010 sont présentés en termes net de les produits constatés d'avance liés aux ventes de logements, qui a été enregistré au titre de comptes de régularisation et divers d'exploitation.

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

Notes: Figures rounded.

Accounts reclassified by CPR for analysis purposes.

(*) As from 2010, recognized net of deferred income associated to the sale of units, which was recorded as accruals and other operating accounts.

Sources: Groupe Réside Études Annual Reports

L'augmentation des actifs non courants s'explique par la hausse des immobilisations corporelles nettes qui passent de 18,9 M€ en 2008 à 46,8 M€ en 2012 (du fait, d'actifs stratégiques et indispensables à l'exploitation des résidences) et par la hausse des actifs patrimoniaux, qui passent de 70,7 M€ à 104,3 M€ (immeubles de placement). Les immobilisations corporelles brutes ont augmenté de 41,5 M€ entre 2008 et 2012 (dont 10,9 M€ en 2012) et les actifs patrimoniaux (nets des ajustements de valeur) ont augmenté de 26,1 M€ dont 10,1 M€ en 2012.

The increase in non current assets is explained by a rise in net tangible assets, which moved from EUR 18.9 million in 2008 to EUR 46.8 million in 2012 (strategic and indispensable assets for the operation of the residences) and an increase in patrimonial assets, which rose from EUR 70.7 million to EUR 104.3 million (investment property). Gross tangible assets rose by EUR 41.5 million from 2008 to 2012 (of which EUR 10.9 million in 2012) and patrimonial assets (net of value adjustments) increased by EUR 26.1 million, of which EUR 10.1 million in 2012.

La diminution des actifs circulants découle d'une part de la contraction des stocks et notamment des stocks de produits intermédiaires (de 66,5 M€ en 2008, ils sont passés à 26,4 M€ en 2012) et d'autre part de la baisse du poste clients (baisse de 11,8 M€ entre 2011 et 2012 où ils s'élèvent à 31,6 M€). Ces deux baisses sont à mettre en relation avec le ralentissement des activités de promotion immobilière. Une promotion immobilière active va en effet de pair avec le gonflement des stocks et du poste clients.

Le Groupe Réside Études présente une situation de trésorerie positive, comprenant des excédents placés mais a priori disponibles pour l'essentiel. Ils sont passés de 18,0 M€ en 2008 à 38,8 M€ en 2012.

Les fonds propres du Groupe progressent à un rythme moyen annuel de 8,6% depuis 2008 grâce à la mise en réserve de la totalité du résultat de 2008 et à concurrence de 85,0% de celui-ci entre 2009 et 2011, et de 71,9% en 2012. Les fonds propres du Groupe atteignent ainsi 67,0 M€ en 2012 après distribution de dividendes. Réside Études a procédé à des augmentations de capital par incorporation de réserves, et son capital social, de 1,0 M€ en 2010, est passé à 10,0 M€ en 2011 puis à 30,0 M€ en 2012 et à 50,0 M€ en 2013 (suite à l'Assemblée Générale du 18 juin 2013 déjà mentionnée).

Le ratio «fonds propres / actif» du Groupe s'élève ainsi à 22,4% à fin 2012 au lieu de 16,8% en 2008. Etant donné l'importance des actifs de trésorerie dans le bilan du Groupe, on peut retenir aussi le ratio «fonds propres / actifs corrigés», lequel serait de 25,7% en 2012 (1,1 points de pourcentage de mieux qu'en 2011 et 7,7 points de pourcentage de mieux qu'en 2008).

Au cours de la période sous revue, le passif stable du Groupe passe de 76,3 M€ (26,6% du total d'actif en 2008) à 132,2 M€ (44,2% en 2012). Le passif stable du Groupe se répartit ainsi à fin 2012:

- 111,7 M€ de dettes à long et moyen terme (97,2 M€ en 2011 et 65,7 M€ en 2008);
- 16,9 M€ de passif d'impôts latents (13,5 M€ en 2011 et 9,3 M€ en 2008) du fait principalement de plus values latentes sur actifs comptabilisés au compte de résultat par application de taux de marge à l'avancement; et
- 3,6 M€ de provisions pour charges (dont 1,1 M€ de pertes éventuelles à terminaison concernant la filiale CBM) et de provisions pour indemnités de départ (2,5 M€ en 2011 et 1,2 M€ en 2008).

The drop in current assets derives on one hand from a reduction in stocks, namely stocks of intermediate products (from EUR 66.5 million in 2008 down to EUR 26.4 million in 2012) and on the other hand, from a decrease in trade receivables (by EUR 11.8 million from 2011 to 2012, standing at EUR 31.6 million). These drops were driven by a slowdown in real estate development activities. In fact, an active real estate development moves in line with an increase in stocks and trade receivables.

Groupe Réside Études has a positive cash position, including treasury surpluses invested, but otherwise available as necessary. These treasury surpluses rose from EUR 18.0 million in 2008 to EUR 38.8 million in 2012.

The Group's equity have grown at an annual pace of 8.6% since 2008, thanks to the allocation to reserves of the results for 2008 and of up to 85.0% of results from 2009 to 2011, and of up to 71.9% in 2012. As result, in 2012 the Group's equity totalled EUR 67.0 million after dividend distribution. Réside Études carried out capital increases by incorporation of reserves and its share capital of EUR 1.0 million in 2010 has gone to EUR 10.0 million in 2011 and then to EUR 30.0 million in 2012 and to EUR 50.0 million in 2013 (following the General Meeting of 18 June).

The Group's "equity / assets" ratio stood at 22.4% at the end of 2012 as against 16.8% in 2008. Given the importance of deposits and cash in the Group's balance sheet, note the "equity / corrected assets" ratio, which would be of 25.7% in 2012 (1.1 percentage points better than in 2011 and 7.7 pp above 2008).

During the period under review, the Group's liabilities went from EUR 76.3 million (26.6% of total assets in 2008) to EUR 132.2 million (44.2% of total assets in 2012). At the end of 2012, the Group's stable liabilities were made up as follows:

- *EUR 111.7 million of medium and long term debt (EUR 97.2 million in 2011 and EUR 65.7 million in 2008);*
- *EUR 16.9 million of deferred tax liabilities (EUR 13.5 million in 2011 and EUR 9.3 million in 2008) as result of unrealised gains on assets recorded as profit and loss using the percentage of completion method; and*
- *EUR 3.6 million of provisions for charges (including EUR 1.1 million of potential losses concerning subsidiary CBM) and provisions for severance pay (EUR 2.5 million in 2011 and EUR 1.2 million in 2008).*

Le solde de la dette financière de moyen et long terme à la fin 2012 comprenait, en particulier:

- 33,1% de crédit bail immobilier appelant les commentaires suivants:
 - durée de 15 années entières et consécutives, pendant laquelle, le loyer annuel sera payable trimestriellement et en début de période;
 - assortie d'une promesse de vente dudit immeuble au bénéfice du preneur acceptée par le bailleur;
 - toute sous-location totale ou partielle des locaux, devra être préalablement et par écrit, agréée par le bailleur;
 - en aucun cas, la durée de toutes sous-locations ne pourra excéder celle restant à courir au titre du crédit-bail;
 - la résiliation du crédit-bail, pour quelque cause que ce soit, mettra fin immédiatement à toutes les sous-locations; le preneur reconnaissant qu'en cas de sous-location, il restera seul tenu des obligations du contrat de crédit-bail, les travaux d'aménagement ou de remise en état consécutifs aux sous-locations ou tenant à l'activité exercée par tout sous-locataire, restant à sa charge exclusive, ainsi que les indemnités éventuelles auxquelles tout sous-locataire pourrait prétendre à quelque titre que ce soit; le preneur cède au profit du bailleur le montant de sa créance au titre de toute sous-locations;
- 14,2% relatif au financement contracté par Résidences Étudiantes de France, remboursable en 20 versements trimestriels variables, avec possibilité de remboursement anticipé sans pénalité, à chaque date de paiement d'intérêts, et avec clause de remboursement anticipé si changement de structure actionnariale du Groupe Réside Études, clause pari passu; covenant de ratio de Gearing égal ou inférieur à 1,0; ce ratio de Gearing se situe, selon le Groupe Réside Études, à -0,14 en fin 2012.

Selon le Groupe les dispositions (covenants) établies dans les contrats de financement sont respectées, y compris celles mentionnées ci-dessus. En ce qui concerne les garanties, la dette du Groupe affectée aux acquisitions patrimoniales et à l'activité de promotion est assortie de sûretés réelles.

The balance of medium and long term financial debt at the end of 2012 included, particularly:

- *33.1% of real estate leases, subject to the following terms and conditions:*
 - *duration of 15 full consecutive years, during which the annual rent will be paid on a quarterly basis and at the beginning of the period;*
 - *holding of an unilateral selling option on the property for the benefit of the tenant and accepted by the landlord;*
 - *any full or partial sub-lease of the property must be previously approved by the landlord, in writing;*
 - *the duration of any sub-lease cannot exceed the remaining duration of the lease;*
 - *the termination of the lease, for any reason whatsoever, will immediately end any sub-lease; in the event of sub-lease, the tenant is solely liable for any obligation deriving from the lease, including any rehabilitation and restoration or stemming from the activity developed by the sub-lessee and any indemnities that the sub-lessee may claim at any title; the tenant will assign to the landlord the amount of the claim from any sub-lease;*
- *14.2% relating to the loan contracted by Résidences Étudiantes de France, repayable in 20 quarterly variable instalments, which may be paid in advance with no penalty attached, at each interest payment date, including an early redemption clause in the event of change in the shareholder structure of Groupe Réside Études, pari passu clause; covenant of Gearing ratio equivalent or lower than 1.0; according to Groupe Réside Études, this gearing ratio stood at -0.14 at the end of 2012.*

According to the Group, the covenants established in the loan agreements are complied with, including those mentioned above. In what concerns guarantees, the Group's debt associated to the acquisition of equity investment and real estate development activity is secured by real estate collaterals.

En 2012, les ressources à long terme couvrent 66,5% des actifs (7,0 points de pourcentage d'écart par rapport à 2011 et 22,9 points de pourcentage par rapport à 2008). Entre 2008 et 2012, l'augmentation des ressources à long terme aura été suffisante pour accompagner le financement de la croissance des actifs non courants et pour augmenter le fonds de roulement de 8,2 M€, ce fonds de roulement s'élevant à 34,4 M€.

En 2012 le fonds de roulement a permis de financer les 20,4 M€ de besoins en fonds de roulement net tout en extériorisant une trésorerie excédentaire de 14,0 M€, à la différence des années précédentes, particulièrement de 2008 et de 2009 - millésimes importants pour la promotion immobilière du Groupe.

Cette évolution du fonds de roulement net reflète l'impact du double métier du Groupe, promotion et gestion, nécessitant pour ce dernier de capter plus de ressources à plus long terme. L'importance de la promotion en 2008 et en 2009 a induit plus de dettes financières à court terme, ressource qui a diminué ensuite. En raison de la nature de ses actifs, le Groupe s'efforce de lever des ressources à long terme et cela s'observe dans l'allongement des maturités de sa dette financière. Dans un contexte où la dette financière augmente de 26,1 M€ entre 2008 et 2012 (total de 135,4 M€), la fraction à «moyen long terme» passe de 60,1% en 2008 à 82,5% en 2012. A fin 2012, 58,9% de la dette financière était affectée à l'activité patrimoniale (cf. Tableau 3.5.). Il faut noter aussi que ces dettes ont une échéance longue, généralement de 15 ans pour les crédits-baïls immobiliers et de 30 ans pour les financements de résidences sociales pour étudiants. Aussi l'échéancier de la dette du Groupe était il le suivant à fin 2012: 23,6 M€ (17,5% du total) exigibles ou pouvant l'être en 2013; 13,6 M€ en 2014; 16,4 M€ en 2015; 6,4 M€ en 2016; 6,0 M€ en 2017; 6,1 M€ en 2018; 5,7 M€ en 2019 et 57,6 M€ en 2020 et au-delà. Il faut noter que ces valeurs incluent l'échéancier du crédit qui sera remboursé à l'occasion de l'émission obligataire soit 3,7 M€ en 2013, 4,2 M€ en 2014 et 9,5 M€ en 2015. Si l'on exclue l'échéancier de ce crédit, le remboursement moyen de la dette à moyen long terme sera inférieur à la capacité d'autofinancement moyenne dégagée au cours des trois dernières années.

Le besoin de dette pour la promotion immobilière reflète non seulement l'importance des efforts déployés dans ce domaine mais aussi de la position instantanée du Groupe par rapport au cycle d'avancement de ses programmes immobiliers (voir section «Modèle d'entreprise»). Il convient de souligner qu'il s'agit pour le Groupe d'attirer les investisseurs (le plus

In 2012, long term resources covered 66.5% of assets (difference of 7.0 percentage points over 2011 and 22.9 percentage points over 2008). From 2008 to 2012, the increase in long term resources was sufficient to cover the financing of non current assets growth and expand working capital by EUR 8.2 million, which presently stands at EUR 34.4 million.

In 2012 working capital financed the needs in net working capital in the amount of EUR 20.4 million and provided a net cash position of EUR 14.0 million, in contrast to previous years, particularly 2008 and 2009 - important years for the real estate development of the Group.

This evolution in net working capital reflects the impact of the Group's dual business of development and management, the latter requiring capturing resources on a longer term. The importance of the development business segment in 2008 and 2009 led to an increase in short term financial debts, which declined afterwards. Taking into account the nature of its assets, the Group seeks to raise long term resources and this is seen in the extension of its debt maturities. Taking into account that financial debt increased by EUR 26.1 million from 2008 to 2012 (total of EUR 135.4 million), the share of long-term debt went from 60.1% in 2008 to 82.5% in 2012. At the end of 2012, 58.9% of financial debt was associated to the equity investment activity (see Table 3.5.). It is important to note that these debts have long-term maturity, which generally is of 15 years for real estate leases and 30 years for loans for social residences for students. The Group's debt repayment schedule at the end of 2012 was as follows: EUR 23.6 million (17.5% of the total) due or that can be repaid in 2013; EUR 13.6 million due in 2014; EUR 16.4 million due in 2015; EUR 6.4 million due in 2016; EUR 6.0 million due in 2017; EUR 6.1 million due in 2018; EUR 5.7 million due in 2019 et EUR 57.6 million due in 2020 and beyond. Note that these figures include the repayment of an existing loan following the bond issue, i.e. EUR 3.7 million in 2013; EUR 4.2 million in 2014 and EUR 9.5 million in 2015. Excluding the repayment of this loan, the average repayment of medium and long term debt will be lower than the average cash flow position achieved during the last three years.

Debt requirements for real estate development purposes reveal the importance of the efforts made in this field but also the Group's promptness in relation to the advancing cycle of its real estate plans (see section "business model"). Note also that the Group has to attract investors (most of which private) to purchase the units, which will only start paying when

souvent des particuliers) qui se porteront acquéreurs des lots et commenceront à payer, une fois le processus de construction des programmes engagé. Les banques des sociétés de promotion immobilière du Groupe posent d'ailleurs, comme condition préalable à la mise en force de leurs concours financiers, un niveau de «pré commercialisation» d'au moins 40% et un niveau de fonds propres à apporter aux sociétés-projets de 10%-15% du prix de revient selon les programmes. D'après le Groupe, les financements contractés à court terme font très rarement l'objet de prorogations et ils sont remboursés lors de la conclusion des programmes (la livraison) engagés par le département de promotion.

Toujours d'après le Groupe, à fin juin 2013, il y avait déjà des plafonds autorisés pour six programmes du département de promotion, avec dates de livraison prévisionnelles en 2014 et 2015 (niveau moyen de «pré commercialisation» d'environ 75%).

L'augmentation de la position de trésorerie du Groupe est d'une certaine façon délibérée car il s'agit bien de se préparer aux investissements à venir dans le domaine de la promotion immobilière. Cette approche a permis de limiter à 5,2 M€ l'augmentation de la dette financière nette depuis 2008 (elle s'élève à 96,5 M€ en 2012), augmentation bien moindre que celle de la dette financière brute (+26,1 M€). C'est la raison pour laquelle la trésorerie active du Groupe dépasse de 15,2 M€ le montant de sa dette financière à court terme en fin 2012. Il en découle une confortable position de liquidité (indicateur de risque de liquidité à 0%).

Selon le Groupe, le cycle annuel de trésorerie n'est pas linéaire au long des mois, car il présente des valeurs plus élevées pendant le premier semestre, cette situation s'inversant ultérieurement, puisque la position en fin juin atteint un point historiquement inférieur. À la fin du mois de juin 2013, le solde de trésorerie du Groupe en termes nets d'autres passifs et concours bancaires s'élevait à 20,2 M€ (moins 6,5 M€ à peu près, par rapport à la fin 2012).

Le Groupe Réside Études bénéficie en 2012 d'un pool diversifié de banques, parmi lesquelles des banques régionales, petites et moyennes, qui acceptent elles-aussi de s'engager dans des opérations de promotion immobilière. S'agissant de la dette à moyen et long terme, une partie significative de celle-ci correspond à des financements de résidences sociales pour étudiants lesquelles pouvant bénéficier du concours du Crédit Foncier de France. Les activités patrimoniales du Groupe et ses activités de gestion font appel à diverses banques.

construction has already started. The banks with which the Group's real estate companies uses to work require, as prior condition to finance the real estate programs, a level of "prior marketing" of at least 40% and a level of equity to bring into the projected real estate venture of 10%-15% of the cost price according to the plans / programs. According to the Group, short term loans are seldom extended and they are repaid at the end of the plans (delivery) carried out by the real estate development department.

Also according to the Group, at the end of June 2013, the loan ceilings for six real estate development plans had already been approved. These plans should be delivered in 2014 and 2015 (average "prior marketing" level of approximately 75%).

The increase in its positive cash position is in some way deliberate as it is meant to prepare the company to forthcoming investments in the field of real estate development. This approach has allowed limiting to EUR 5.2 million the increase in net financial debt since 2008 (it totalled EUR 96.5 million in 2012), which is a much lower increase than the rise in gross financial debt (by EUR 26.1 million). This is the reason why the Group's positive cash position exceeded by EUR 15.2 million the amount of its short term financial debt at the end of 2012. This provides a comfortable liquidity (liquidity risk indicator at 0%).

According to the Group, the annual cash position cycle is not linear, i.e. it is higher in the first half of the year and subsequently reverses, as shown in the cash position at the end of June, which reached a historically lower figure. At the end of June 2013, the Group's cash position net of other liabilities and short term financial debt totalled EUR 20.2 million (less about EUR 6.5 million in relation to the end of 2012).

In 2012 Groupe Réside Études was working with a diversified pool among these of medium and small regional banks, which were willing to engage themselves in real estate development operations. As far as medium and long term bank debt is concerned, a significant part corresponds to the financing of social residences for students, which benefit from the support of Crédit Foncier de France. The Group's equity investment and management operations are made with several banks.

La dette à taux variable des opérations de promotion immobilière (à court terme) ne fait pas l'objet d'une couverture du risque de taux d'intérêt. Pour sa dette à moyen et long terme, le Groupe a recours en revanche à du taux fixe, le cas échéant à du taux variable, s'il est «cappé» ou protégé par une solution ad-hoc de couverture de taux. Ainsi, les swaps de couverture du risque de taux d'intérêts, contractés par les filiales du Groupe sont les suivants: Reside Home Opera, swap contracté avec Natixis, dont la date de commencement est le 9 novembre 2007 et la date d'échéance le 10 novembre 2014, ayant une valeur nominale initiale de 16,0 M€, décroissante, s'élevant à 13,8 M€ à la fin de 2012, sur lequel Reside Home Opera paie 4,4% et reçoit EURIBOR 3 mois; Relais SPA Roissy Paris, swap contracté avec Société Générale Paris, dont la date de commencement est le 15 avril 2012 et la date d'échéance le 15 octobre 2021, ayant une valeur nominale initiale de 4,7 M€, croissante jusqu'au 15 avril 2013, date à laquelle il s'élevait à 7,9 M€ et qui en fin 2012 s'élevait à 5,4 M€, sur lequel Relais SPA Roissy Paris paie à peu près 2,0% et reçoit EURIBOR 3 mois. Ces swaps de taux sont conformément aux modèles standards du marché et, conformément aux normes IFRS, évalués à leur juste valeur. A ce titre, les swaps de taux, ont fait ressortir en fin 2012 une perte latente de 1,6 M€ qui impacte les capitaux propres à hauteur de 1,1 M€, une fois déduit le crédit d'impôt latent.

Les polices d'assurance en place dans le Groupe sont communes à la profession. Elles couvrent les risques découlant de son activité, notamment l'assurance décennale obligatoire pour tout promoteur et professionnel du bâtiment, l'assurance dommages – ouvrage obligatoire pour tout constructeur ou promoteur, l'assurance d'achèvement, l'assurance responsabilité civile professionnelle, la «Loi Hoguet» qui encadre les transactions immobilières, les ventes de lots en VEFA, les reventes, les assurances responsabilité des mandataires sociaux afin de protéger un dirigeant en cas de mise en jeu de sa responsabilité en tant que mandataire social, assurances maître d'œuvre de la filiale CBM, assurance des activités de gestion couvrant la responsabilité assumée par le Groupe dans ce cadre et accessoirement les mobiliers et équipements des résidences gérées, et enfin les assurance pertes d'exploitation (indemnisation en cas de sinistres et de pertes corrélatives de loyers), autant d'initiatives de nature à sécuriser les cash-flows. Au-delà de ces dispositifs dédiés, le Groupe Réside Études dispose de polices d'assurance pour couvrir les actifs qu'il détient en propre, assurance multirisques les protégeant jusqu'à l'équivalent de leur valeur de reconstruction à neuf.

Floating rate debt of real estate development operations (at short term) is not covered by interest rate risk. The Group's medium and long term debt is mainly at fixed interest rate and where it has a floating rate, it is capped or covered by interest rate risk. Interest rate swaps contracted by the Group's subsidiaries are as follows: Reside Home Opera contracted a swap with Natixis, starting on 9 November 2007 and ending on 10 November 2014, with an initial declining nominal value of EUR 16.0 million, which stood at EUR 13.8 million at the end 2012, for which Reside Home Opera pays 4.4% interest and is remunerated at the 3-month EURIBOR; Relais SPA Roissy Paris, contracted a swap with Société Générale Paris, starting on 15 April 2012 and ending on 15 October 2021, with an initial nominal value of EUR 4.7 million, increasing up to 15 April 2013, as of which date it stood at EUR 7.9 million as compared to EUR 5.4 million at the end of 2012, for which Relais SPA Roissy Paris pays approximately 2.0% and is remunerated at the 3-month EURIBOR. These interest rate swaps are in line with market standards, and they are measured at their fair value, in accordance with IFRS rules. Accordingly, at the end of 2012 these interest rate swaps revealed an unrealised loss of EUR 1.6 million, resulting in an impact on equity of up to EUR 1.1 million net of potential tax credit.

Insurance policies in force at the Group are those common for the business. These policies cover the risks deriving from the Group's activities, namely the mandatory ten year public liability insurance which must be subscribed by every building developer and contractor, damage insurance – mandatory for building developers and contractors, insurance guarantee for completion, professional liability insurance, the "Loi Hoguet" which covers real estate transactions, the sale of units under VEFA and resale, officers and directors liability insurance to protect them against civil liability claims deriving from their activity, construction manager insurances of subsidiary CBM, management activities insurance covering the Group's liability in this field and the equipment and furniture of managed residences and finally business interruption insurance (covering business interruption in the event of accidents and loss of rents), and other initiatives to secure cash-flows. On par with these specific coverage, Groupe Réside Études holds insurance policies to cover its assets, and a multiple risk insurance covering up to their full reinstatement value.

4. LES PERSPECTIVES

4.1. Cadre Général

Le risque systémique international, qui s'est maintenu élevé depuis la crise de 2008, s'est stabilisé à un niveau relativement modéré.

Tenant compte les notations d'émetteur à moyen et long terme attribuées à la République Française par les agences de notation de crédit - Crédit Rating Agency (CRA) enregistrées ou certifiées par l' ESMA - European Securities and Markets Authority et de la méthodologie suivie par CPR, la notation d'émetteur de moyen et long terme considérée par CPR pour la République Française est de AAA, avec une perspective stable.

CPR estime que le système financier français présente un risque faible et qu'il est stable, lui attribuant ainsi une notation A+ avec perspective stable, mais il présente dans une certaine mesure plus de vulnérabilité aux changements d'environnement et de conditions économiques que les systèmes financiers mieux notés.

Il convient de souligner qu'à fin 2012 le Groupe Réside Études tenait sa dette de moyen et long terme distribuée parmi une dizaine d'institutions financières. Parmi celles-ci, les plus représentatives étaient le Crédit Foncier de France, du Groupe BPCE, avec 30% de la dette, et premier bailleur de fonds pour les résidences pour étudiants à vocation sociale enregistrées en tant qu'immeubles de placement; Natixis, du Groupe BPCE; EPIC BPI-Groupe, avant dénommé EPIC Oseo, S.A. (avec une notation de crédit de Aa1, et une perspective négative attribuée par Moody's); Sogébaïl-Sogéfimur, du Groupe Société Générale; et CIC Lyonnaise des banques, du Groupe Crédit Mutuel.

4.2. Groupe Réside Études

CPR a procédé à l'analyse des prévisions sur le Groupe Réside Études pour la période 2013-2019 sur la base (scénario de base):

- d'une stratégie volontariste de développement dans les trois segments qui constituent le cœur de son activité et le Groupe mise sur une croissance moyenne annuelle d'environ 5% du nombre de logements;
- de l'accent sur le segment des seniors, dans lequel le Groupe entend devenir un des leaders de la gestion exploitation et il compte accélérer les ouvertures d'établissements à raison d'une dizaine de nouvelles résidences par an à partir de 2014 (en 2013,

4. OUTLOOK

4.1. General Environment

The systemic risk which remained high since the beginning of the 2008 crisis, has stabilised at a relatively moderate level.

Taking into account the medium and long term ratings assigned to the French Republic by Credit Rating Agencies (CRA) registered with or certified by ESMA - European Securities and Markets Authority, and the methodology followed by CPR, the medium and long term issuer rating considered by CPR for the French Republic is AAA, with stable outlook.

CPR considers that the French financial system has low risk and it is stable, as it has assigned a rating of A+ with stable outlook, albeit showing, to a certain extent, more vulnerability to changes in circumstances and economic conditions than better rated financial systems.

Note that at the end of 2012, Groupe Réside Études medium and long term debt was distributed among a dozen of financial institutions. Amongst these, the most relevant were Crédit Foncier de France, belonging to Groupe BPCE, which held 30% of the debt and was the main funder of social student residences held for investment; Natixis, belonging to Groupe BPCE; EPIC BPI-Groupe, formerly known as EPIC Oseo, S.A. (with a rating of Aa1, with negative outlook by Moody's); Sogébaïl-Sogéfimur, belonging to Groupe Société Générale; and CIC Lyonnaise des banques, of Groupe Crédit Mutuel.

4.2. Groupe Réside Études

CPR analysed the projections made on Groupe Réside Études for the 2013-2019 period based on (base scenario):

- *a determined development strategy covering the three segments which make up its core activity, aiming at an annual average growth of approximately 5% in the number of units;*
- *focus on the seniors segment, where the Group wants to become one of the leaders in the management / operation of these type of residences; it plans to increase the opening pace of new units at a rate of ten new residences per year as from 2014*

4 nouvelles résidences); ces ouvertures permettront d'atteindre un parc de 5 800 logements à fin 2018 au terme d'une augmentation moyenne annuelle du parc de 38% et entraîner un accroissement dans sa contribution aux recettes d'exploitation et de gestion du Groupe, contribution appelée à rejoindre la barre des 25% au tournant de l'année 2019; mais, même après le coup d'accélérateur donné aux résidences pour seniors, les résidences pour étudiants occuperont encore une part prépondérante en termes de logements gérés, de l'ordre de 60% du parc installé en 2019; ce secteur, plus mature, continuera ainsi à générer des revenus importants et récurrents pour le Groupe;

- émettre un emprunt obligataire d'un montant maximum de 50 M€ sous forme d'obligations de placement privé, qui sera noté; cette opération renforcera et diversifiera les sources de financement et sera affectée:
 - a hauteur de 19,5 M€ pour faire face aux besoins de fonds de roulement découlant de la construction de nouvelles résidences - résidences seniors - ces besoins étant programmés pour, baisser à 18,8 M€ à fin 2018;
 - a hauteur de 14,6 M€ pour le remboursement anticipé en octobre 2013 d'un financement (le solde de ce financement était de 17,4 M€ à fin 2012);
 - a hauteur de 15,0 M€ pour renforcer les actifs «immeubles de placement»; et
 - a hauteur de 0,9 M€ pour augmenter la trésorerie.
- compte tenu de l'insuffisance de l'offre sur ce marché, le Groupe table sur le maintien d'un taux d'occupation très élevé des résidences pour étudiants et il s'attend à une augmentation plus progressive des taux d'occupation sur les deux autres segments;
- la distribution de 15% du résultat net consolidé.

La combinaison de l'activité opérationnelle et de l'investissement / distribution de dividendes mentionnée ci-dessus donne lieu à des besoins de financement annuels nets de 20,1 M€ en 2013, de 10,6 M€ en 2014, de 12,3 M€ en 2015, de 11,9 M€ en 2016 et de 1,0 M€ en 2017. Au cours des années suivantes, cette situation s'inverse avec la production d'excédents respectifs de 3,6 M€ et de 4,6 M€. De 2014 à 2016, ces besoins découlent avant tout du renforcement

(4 new residences in 2013); these openings would provide a portfolio of 5 800 accommodation units at the end of 2018, as result of an average annual rate of 38%, which raise their contribution to the Group's operating and management revenues to 25% at the end of 2019; but even following this boost in seniors residences, student residences still will continue to account for a relevant slice of managed accommodations, estimated at 60% of total accommodations under operation in 2019; this more mature sector will continue to generate relevant and recurrent revenues for the Group;

- *issue a bond loan in the maximum amount of EUR 50 million in the form of a private placement, subject to rating; this operation will diversify and strengthen financing sources and will be allocated as follows:*
 - *an amount of up to EUR 19,5 million to face working capital needs for the construction of new residences - residences for seniors - these needs should fall down to EUR 18.8 million at the end of 2018;*
 - *an amount of up to EUR 14.6 million viewing the early repayment of (October 2013) a loan (at the end of 2012 the amount still due relating to this loan was of EUR 17.4 million);*
 - *an amount of up to EUR 15.0 million to strengthen "investment property" assets; and*
 - *an amount of up to EUR 0.9 million to increase the Group's cash position.*
- *taking into account the lack of supply in the market, the Group expects to benefit from very high occupancy rates in the student residences and a gradual increase in the two remaining segments.*
- *dividend distribution in the amount of 15% of consolidated net income.*

Operational activity together with investment / dividend distribution as mentioned above will give rise to annual net financing needs of EUR 20.1 million in 2013, EUR 10.6 million in 2014, EUR 12.3 million in 2015, EUR 11.9 million in 2016 and EUR 1.0 million in 2017. In the following years, the situation will be reversed with the generation of surpluses of EUR 3.6 million and EUR 4.6 million, respectively. From 2014 to 2016, these needs will be mainly due to the planned increase in

TABLEAU 4.2.1.
TABLE 4.2.1.
SCÉNARIO DE BASE DU GROUPE RÉSIDE ÉTUDES POUR LA PÉRIODE 2013-2019 (EN MILLIONS D'EUROS)
GROUPE RÉSIDE ÉTUDES BASE SCENARIO FOR 2013-2019 PERIOD (MILLIONS EUROS)

	2013 (P)	2014 (P)	2015 (P)	2016 (P)	2017 (P)	2018 (P)	2019 (P)
A) Résultat Avant IS A) Earnings Before Taxes lequel which	10,3	16,9	29,2	38,1	39,2	39,6	42,5
des Activités de Gestion Exploitation Management Operation Activities lequel which	5,9	7,9	13,4	16,1	17,9	20,0	20,8
Résidences Étudiants Student Residences	8,7	8,5	8,8	9,2	9,5	9,8	10,0
Résidences Appartements Appartements Residences	(1,9)	(0,2)	4,3	5,8	5,8	5,9	6,1
lequel «Relais Spa» which "Relais Spa"	(3,9)	(3,0)	0,3	1,7	1,9	1,9	2,0
Résidences Personnes Âgées Seniors Residences	(0,9)	(0,4)	0,3	1,1	2,6	4,3	4,6
des Activités de Promotion Real Estate Development Activities lequel CBM which CBM	5,0	8,5	15,0	20,1	18,9	18,4	16,7
des Activités Patrimoniales Equity Investment Activities des Activités de Holding Holding Activities	(2,5)	(0,5)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
B) IS et Participation B) Taxes and Participation	2,2	3,3	3,6	4,0	4,5	5,2	5,6
C) Résultat Net des Activités (A + B) C) Net Profit from Activities (A + B)	(2,9)	(2,8)	(2,7)	(2,1)	(2,1)	(2,0)	(0,6)
D) Dotation Nette aux Amortissements D) Net Depreciation	(3,8)	(5,8)	(11,2)	(14,8)	(14,9)	(14,7)	(16,0)
E) Capacité d'Autofinancement (C+D) E) Cash Flow Position (C+D)	6,7	11,1	18,1	23,3	24,3	24,9	26,5
F) Variation du BFR - Activités Opérationnelles F) NWCR Variation - Operational Activities	6,0	5,7	6,2	6,2	7,1	7,6	7,8
G) Capacité d'Autofinancement Corrigée de la Variation du BFR (E+F) G) Cash Flow Position Corrected by the NWCR Variation (E+F)	12,7	16,8	24,3	29,5	31,4	32,5	34,3
H) Activités d'Investissement H) Investment Activities laquelle which	(12,8)	(8,3)	(14,2)	(14,4)	(2,1)	2,3	1,5
Immeubles Corporelles et d'Exploitation Tangible and Exploration Assets	(0,1)	8,5	10,1	15,1	29,3	34,7	35,9
Immeubles de Placement Investment Property	(18,8)	(18,1)	(20,7)	(24,3)	(26,9)	(27,5)	(27,6)
I) Dividendes I) Dividends	(7,5)	(6,1)	(9,2)	(13,3)	(16,4)	(17,5)	(18,1)
J) Besoins de Financement avant que le Service de la Dette en Capital (G + H + I) J) Financing Needs before the Debt Service Capital (G + H + I)	(9,1)	(10,5)	(10,5)	(10,5)	(10,5)	(10,5)	(10,5)
L) Le Service de la Dette en Capital L) The Debt Service Capital lequel which	(1,2)	(1,0)	(1,7)	(2,7)	(3,5)	(3,5)	(3,7)
Emprunts à Moyen et Long Terme Medium and Long Term Financial Debt lequel Emprunt Obligataire which Bond Loan	(20,1)	(10,6)	(12,3)	(11,9)	(1,0)	3,6	4,6
lequel l'Option de Remboursement Anticipé which Option Early Repayment	(37,9)	(27,4)	(30,9)	(36,4)	(44,8)	(45,3)	(83,4)
lequel Autres Emprunts which Others Loans	(25,1)	(10,4)	(7,6)	(7,1)	(6,5)	(6,8)	(56,3)
Potentiel - Concours Bancaires (Dettes à Courte Terme) Potential - Short Term Financial Debt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	(50,0)
M) Nouvelle Dette M) New Debt lequel which	(17,4)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Potentiel - Rénovation de Concours Bancaires Potential - Short Term Financial Debt Renewed	(7,7)	(10,4)	(7,6)	(7,1)	(6,5)	(6,8)	(6,3)
Concours Bancaires Supplémentaires Additional Short Term Financial Debt	(12,8)	(16,9)	(23,3)	(29,3)	(38,4)	(38,5)	(37,1)
Emprunts à Moyen et Long Terme Medium and Long Term Financial Debt lequel Emprunt Obligataire which Bond Loan	87,1	35,6	41,6	60,9	51,4	48,9	48,8
lequel Autres Emprunts which Others Loans	12,8	16,9	23,3	29,3	38,4	37,1	37,1
N) Variation de Trésorerie Brute (J+L+M) N) Variation in Gross Cash Position (J+L+M)	4,1	6,4	6,0	9,1	0,1	0,0	0,5
Résumé: Summary:	70,1	12,3	12,3	12,5	12,8	11,8	11,1
Trésorerie Brute à la fin de l'Année Gross Cash Position at the End of the Year	50,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Concours Bancaires Short Term Financial Debt	20,1	12,3	12,3	12,5	12,8	11,8	11,1
Trésorerie Nette à la fin de l'Année Net Cash Position at the End of the Year	29,1	(2,4)	(1,6)	2,5	6,4	7,2	(40,1)
	51,0	42,2	34,6	28,0	33,2	41,9	1,3

TABLEAU 4.2.1. (cont.)
TABLE 4.2.1. (cont.)

Bilan Consolidé (à Fin de l'Année) Consolidated Balance Sheet (End of the Year)	2012	2013 (P)	2014 (P)	2015 (P)	2016 (P)	2017 (P)	2018 (P)	2019 (P)
Total des Actifs non Courants <i>Total of Assets non Current</i>	167,6	180,4	192,8	207,3	225,4	245,1	265,0	285,2
laquelles Immeubles Corporelles et d'Exploitation <i>which Tangible and Exploration Assets</i>	46,8	48,8	49,7	53,2	60,3	69,6	79,5	89,7
laquelles Immeubles de Placement <i>which Investment Property</i>	104,3	113,4	123,9	134,4	144,9	155,4	165,9	176,9
Total des Actifs Courants <i>Total of Current Assets</i>	26,4	64,2	63,7	70,3	78,1	85,4	91,8	49,2
lequel BFR <i>which NWCR</i>	0,4	13,2	21,5	35,7	50,1	52,2	49,9	48,4
laquelle Trésorerie Nette <i>which Net Cash Position</i>	26,1	51,0	42,2	34,6	28,0	33,2	41,9	0,8
Total de l'Actif avec BFR <i>Total Assets with NWCR</i>	194,0	244,6	256,5	277,6	303,5	330,6	356,8	334,4
Total des Capitaux Propres <i>Total Equity</i>	67,9	73,5	83,5	100,0	120,5	141,3	162,5	185,3
Dettes Financières à Moyen et Long Terme <i>Medium and Long Term Financial Debt</i>	126,1	171,1	172,9	177,6	183,0	189,3	194,3	149,1
lequel Emprunt Obligataire <i>which Bond Loan</i>	0,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	0,0
lequels Financements Corporate <i>which Corporate Financing</i>	24,4	6,5	5,5	4,5	3,5	2,7	1,8	1,3
lequels Financements sur Actifs Patrimoniaux <i>which Patrimonial Assets Financings</i>	93,2	106,1	109,1	114,6	120,4	126,1	131,0	135,3
lequels Financements d'Équipements <i>which Equipments Financings</i>	6,9	8,5	8,3	8,5	9,1	10,4	11,4	12,5
Ratio Capitaux Propres / Total de l' Actif avec BFR <i>Equity / Total Assets with NWCR</i>	35,0%	30,0%	32,6%	36,0%	39,7%	42,7%	45,6%	55,4%
Ratio Dettes Financières à Moyen et Long Terme / Capacité d'Autofinancement (en Foies) <i>Financial Debt Medium and Long Term / Cash Flow Position (times)</i>	12,0	13,4	10,3	7,3	6,2	6,0	6,0	4,3

Notes: (P) Projété en 2013 et Prévisionnel de 2014-2019
Notes: (P) Provisions for 2013 and Forecast 2014-2019.

Sources: Prévisions d'activité pour le Groupe Réside Études
Sources: Groupe Réside Études's forecasts.

En ce qui concerne le service de la dette financière à moyen et long terme il est prévu de rembourser 7 M€ à 8 M€ chaque année (avec un pic de 10,4 M€ en 2014 et un montant de 6,3 M€ en 2019), sans inclure l'option de remboursement anticipé d'un financement dont le solde était de 17,4 M€ à la fin de 2012. Le Groupe aura aussi besoin d'un renouvellement annuel de sa dette contractée à court terme (laquelle est associée à l'activité de promotion et doit normalement être liquidée lors de la finalisation des programmes).

Du fait de l'expansion de l'activité de promotion, le recours à la dette à court terme augmentera jusqu'en 2016 (pour atteindre 38,4 M€), se maintiendra ensuite à ce niveau là avant de commencer à se replier à partir de la fin 2018. Du côté des sources de financement à moyen et long terme, le Groupe prévoit pour la période 2013-2019, outre l'émission de l'emprunt obligataire d'octobre 2013, la conclusion de nouveaux financements, liés en particulier au renforcement des immeubles de placement, pour 20,1 M€ en 2013 et pour environ 12 M€ chacune des années suivantes (repli à 11,1 M€ à la fin de 2019).

Ainsi, outre l'émission de l'emprunt obligataire en octobre 2013, le Groupe aura besoin de renouveler ou de souscrire de la dette bancaire à hauteur de 37,1 M€ en 2013, de 35,6 M€ en 2014, de 41,6 M€ en 2015, d'environ 51,0 M€ en 2016 et en

As far as the medium and long term debt service is concerned, the Group plans to repay EUR 7 million to EUR 8 million each year (reaching a peak of EUR 10.4 million in 2014 and an amount of EUR 6.3 million in 2019), not including the early repayment option on a loan, of which EUR 17.4 million were still due at the end of 2012. The Group will also have to renew its short term debt on an annual basis (this debt is associated to the real estate development activity and should normally be repaid at the end of the plans).

Due to the expansion of the real estate development activity, short term debt should increase until 2016 (reaching EUR 38.4 million), remaining at this level until the end of 2018, following which it should start declining. In what concerns medium and long term financing sources, for the 2013-2019 period, in addition to the bond issue in October 2013, the Group plans to enter additional loans viewing, in particular, a reinforcement in investment property, in the amount of EUR 20.1 million in 2013 and approximately EUR 12 million each of the following years (falling to EUR 11.1 million at the end of 2019).

As result, in addition to the bond issue in October 2013, the Group will have to renew or subscribe banking debt up to EUR 37.1 million in 2013, EUR 35.6 million in 2014, EUR 41.6 million in 2015, approximately EUR 51.0 million in

2017, de 48,9 M€ en 2018 et de 49,3 M€ en 2019.

S'agissant de la structure du capital, le scénario de base aboutit à une forte croissance des capitaux propres, l'hypothèse retenue étant de maintenir en réserve 85% des résultats nets futurs; il en découlerait un renforcement continu de l'assise financière du Groupe, malgré la légère baisse en 2013, et l'obtention d'un ratio capitaux propres sur valeur d'actif (déduction faite de la dette financière nette à court terme, des ressources cycliques et des impôts différés passifs) d'environ 55,4% à fin 2019 (20,4 points de pourcentage de plus face à fin 2012). On notera d'ailleurs que la comparaison du solde de la dette à moyen et long terme à la fin de l'année avec la capacité d'autofinancement annuelle suggère un remboursement plus rapide de cette dette.

Même dans une configuration non anticipée de fort ralentissement des ventes de logements, le Groupe devrait pouvoir faire face en freinant la sortie de nouveaux programmes (notamment seniors). L'expérience a déjà été vécue en 2008, l'objectif du Groupe Réside Études étant de bien s'adapter au contexte économique du moment.

Analyse de Sensibilité Effectuée par CPR sur la Capacité du Groupe Réside Études à Secréter des Cash Flows

La capacité d'autofinancement du Groupe est sensible à plusieurs facteurs, touchant à son niveau d'activité et à sa rentabilité. Parmi ces facteurs, figurent:

- la demande relative aux résidences gérées, demande reposant sur des fondements solides, mais exposée à une forte concurrence face même si le Groupe s'en détache grâce à la qualité et à l'étendue des services liés à valeur ajoutée;
- la capacité à attirer de nouveaux investisseurs et à les fidéliser sachant que le taux de renouvellement des contrats est déjà élevé; et
- des éventuels changements de réglementation, légale ou fiscale dans un contexte de difficultés économiques et budgétaires en France, surtout après 2016.

Afin d'évaluer l'impact sur le Groupe d'une capacité d'autofinancement plus réduite, CPR a dressé un scénario de stress en partant du 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 des activités touchant la gestion / exploitation et la promotion:

2016 and 2017, EUR 48.9 million in 2018 and EUR 49.3 million in 2019.

As far as the capital structure is concerned, the base scenario leads to a sharp rise in equity, considering that it will retain 85% of future net results; this should result in a continuous enhancement of the Group's capital base, albeit a slight decrease in 2013, and in achieving an equity / assets ratio (deducted of short term net financial debt, cyclical resources and deferred tax liabilities) of approximately 55.4% at the end of 2019 (20.4 percentage points more as against end-2012). Moreover, the balance of medium and long term debt at the end of the year compared with the annual cash flow position suggests a quicker repayment of such debt.

Even in a non anticipated environment of a sharp slow down in unit sales, the Group would be able to adjust by reining in the launching of new plans / programs (namely as concerns senior residences). The Group has already experienced such slow down in 2008, the goal being to adjust to the economic environment.

Sensitivity Analysis Carried Out by CPR Concerning Groupe Réside Études' Capacity to Generate Cash-Flows

The Group's cash flow position is sensitive to various factors associated with its activity level and its return, among which the following:

- demand for managed residences, demand based on solid grounds but exposed to fierce competition despite the Group's distinct characteristics relating to the quality and extended number of added value services;
- capacity to attract new investors and retaining them, knowing that the renewal rate of contracts is already high; and
- possible changes in the legal or taxation framework against a background of economic and fiscal restraints in France, especially following 2016.

In order to assess the impact on the Group of a smaller cash flow position, CPR has outlined a stress scenario taking into account the base scenario.

Starting from this base scenario, we have considered - all other things remaining equal - reductions in return rates and earnings before taxes in management / operation and real estate development related businesses:

- gestion des résidences pour étudiants en baisse de 2,0 points de pourcentage (soit 23% de moins que dans le scénario de base) à 7,3% en 2013, à 6,9% en 2014 puis à 6,8% de 2015 à 2019 (donc inférieurs à celui de 2010 qui tournait autour de 8,8%, niveau le plus bas des dernières trois années), avec des impacts négatifs sur le résultat annuel avant impôts de -2,0 M€ en 2013 et de -2,4 M€ en 2019;
- gestion d'apparthotels, réduction de 1,0 points de pourcentage à partir de 2015 où année où cette activité devient significative (sauf les «Relais Spa» dont la maturité commence plutôt en 2016), avec des taux passant à d'environ 3% / 4% entre 2015 et 2019, («Relais Spa» exclus), ce qui représenterait 21% de moins que dans le scénario de base), et à 5,0%, 6,0% entre 2016 et 2019 pour la gestion des «Relais Spa» soit 15% de moins que dans le scénario de base; il en découlerait un impact global négatif sur le résultat annuel avant impôts dans ce segment d'activité de -0,9 M€ en 2015 et de -1,3 M€ entre 2017 et 2019;
- gestion de résidences pour seniors, réduction de 1,0 points de pourcentage à partir de 2017 où cette activité commence à devenir significatif passant ainsi de 1,7% en 2017 et à 4,0% en 2018 et en 2019 soit respectivement 36% et 20% de moins que dans le scénario de base; il en découlerait un impact global négatif sur le résultat annuel avant impôts respectivement de -0,6 M€ en 2017 et de -0,8 M€ en 2018 et 2019;
- activité de promotion, réduction de 2,0 points de pourcentage pour les marges à l'avancement, lesquelles passeraient à 8,2% en 2014, à l'exception des ventes en bloc où elles augmentent pour se stabiliser à 5,9% à partir de 2017, soit respectivement 20% et 25% de moins que dans le scénario de base; l'impact négatif sur le résultat annuel avant impôts irait de -1,6 M€ en 2013 à -3,7 M€ en 2016 et 2017, puis de -3,3 M€ et de -3,4 M€, respectivement en 2018 et 2019.

CPR a envisagé en outre la survenance simultanée i) d'une baisse de 10% de la valeur des recettes de gestion des résidences pour étudiants, des résidences apparthotels et pour seniors (pour les années où une réduction des taux de rentabilité a elle-aussi été estimée), et ii) d'une baisse de 10% de la valeur des honoraires de montage et de commercialisation des programmes de promotion tout au long de toute la période des prévisions.

Additionally, CPR considered the simultaneous occurrence of i) a 10% drop in revenues from the student residences, apparthotel residences and seniors residences management businesses (in the years for which a decrease in return rates was also estimated), and ii) a 10% drop in the amount of setup and marketing fees relating to the real estate development plans, throughout the projected period.

TABEAU 4.2.2.
TABLE 4.2.2.
ANALYSE DE SENSIBILITÉ DU GROUPE RÉSIDE ÉTUDES POUR LA PÉRIODE 2013-2019 (EN MILLIONS D'EUROS)
SENSITIVITY ANALYSIS CONCERNING GROUPE RÉSIDE ÉTUDES FOR THE 2013-2019 PERIOD (MILLIONS EUROS)

Scénario de Base avec Hypothèses de Réduction de Rentabilité avant Impôts et des Baisse d'Activité Base Scenario with Hypothesis of Reduction in Return Before Taxes and Activity Levels	2013 (P)	2014 (P)	2015 (P)	2016 (P)	2017 (P)	2018 (P)	2019 (P)
Hypothèses: <i>Hypothesis:</i> Diminution de recettes (en -10%) et de Rentabilité avant Impôt en: <i>Drop in Revenues (-10%) and in Return Before Taxes in:</i> 2 points de pourcentage pour l'Activité de Gestion Exploitation de Étudiants <i>2 percentage points in Management Operation Student Activities</i> 1 points de pourcentage pour l'Activité de Gestion Exploitation de Apparthotels <i>1 percentage points in Management Operation Apparthotels Activities</i> 1 points de pourcentage pour l'Activité de Gestion Exploitation de Seniors <i>1 percentage points in Management Operation Seniors Activities</i>	oui / yes						
Pour l'Activité de Promotion: <i>For Real Estate Development Activity:</i> -2 points de pourcentage Marges à l'Avancement et -10% de la Valeur des Honoraires de Commercialisation et de Montage <i>-2 percentage points Carry-Forward Margins and -10% in the Amount of Setup and Marketing Fees</i>	oui / yes						
Impacts: <i>Impacts:</i>							
A) Résultat avant IS <i>A) Earnings Before Taxes</i>	(5,5)	(6,6)	(9,4)	(10,9)	(11,8)	(11,7)	(12,2)
l'Activité de Gestion Exploitation de Étudiants <i>Management Operation Student Activities</i>	(2,7)	(2,7)	(2,8)	(2,9)	(3,0)	(3,1)	(3,2)
l'Activité de Gestion Exploitation de Apparthotels <i>Management Operation Apparthotels Activities</i>	n.a.	n.a.	(1,2)	(1,7)	(1,8)	(1,8)	(1,8)
l'Activité de Gestion Exploitation de Seniors <i>Management Operation Seniors Activities</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(0,7)	(1,1)	(1,2)
l'Activité de Promotion <i>Real Estate Development Activities</i>	(2,8)	(3,9)	(5,4)	(6,3)	(6,1)	(5,8)	(6,0)
B) IS et Participation <i>B) Taxes and Participation</i>	1,9	2,3	3,6	4,3	4,4	4,4	4,6
C) Résultat Net des Activités (A + B) <i>C) Net Profit from Activities (A + B)</i>	(3,6)	(4,3)	(5,8)	(6,7)	(7,2)	(7,4)	(7,6)
D) Dotation Nette aux Amortissements <i>D) Net Depreciation</i>	n.a.						
E) Capacité d'Autofinancement (C+D) <i>E) Cash Flow Position (C+D)</i>	(3,8)	(4,3)	(5,8)	(6,7)	(7,2)	(7,4)	(7,6)
...							
I) Dividendes <i>I) Dividends</i>	0,0	0,5	0,7	0,9	1,0	1,1	1,1
...							
E) + I) Toutes Choses Égales par Ailleurs, la Trésorerie à la Fin de l'Année sera Inférieure <i>E) + I) All Other Things Remaining Equal, the Cash Position at the End of the Year Will be Lower</i>	3,6	3,8	5,2	5,8	6,2	6,3	6,5
...							

Note: n.a. = Non applicable. (P) Projeté en 2013 et Prévisionnel de 2014-2019.
 Note: n.a. = Non applicable. (P) Provisions for 2013 and Forecast 2014-2019.

Sources: Prévisions d'activité pour le Groupe Réside Études.
 Sources: Groupe Réside Études's forecasts.

Même dans un scénario de survenance simultanée de l'ensemble des réductions de rentabilité de ces activités et des baisses d'activité, partiellement compensées par une éventuelle économie d'impôts, le Groupe continuerait de présenter une capacité d'autofinancement de l'ordre de 76,6% de la capacité d'autofinancement dans le scénario de base. En maintenant le même taux de distribution de résultats que dans le cas de base, toutes choses égales par ailleurs, ce scénario induirait une dégradation de la trésorerie du Groupe (37,3 M€ tout au long de la période 2013 à 2019 y compris des dégradations annuels compris entre 3,6 M€ et 6,5 M€). Même dans ces circonstances, après le remboursement de l'emprunt obligataire, la trésorerie brute était de 1,6 M€ à fin 2019. Dans ce scénario, le Groupe aurait donc encore la possibilité d'encaisser ce scénario de stress.

Even in a scenario of simultaneous occurrence of falls in return and activity levels in these businesses, partially offset by possible tax savings, the Group would continue to show a cash flow position of approximately 76.6% of the cash flow position considered in the base scenario. Maintaining the same payout ratio considered in the base scenario, all other things remaining equal, this scenario would result in a deterioration of the Group's cash position (EUR 37.3 million throughout the 2013-2019 period, including annual deteriorations by EUR 3.6 million and EUR 6.5 million). Even in these circumstances, following the repayment of the bond loan, gross cash position would stand at EUR 1.6 million at the end of 2019. In this scenario, the Group would still be able to handle this stress scenario.

Mais selon le Groupe dans ce cas, son pilotage de l'activité sera différent. En effet le Groupe peut réduire les développements de nouveaux programmes et faire chuter le besoin en fonds de roulement de l'activité de promotion immobilière ce qui aura pour conséquence immédiate de gonfler la trésorerie du Groupe. Le Groupe pourrait imaginer aussi de diminuer fortement les investissements prévus dans les immeubles de placement. La trésorerie du Groupe s'en trouverait mécaniquement améliorée.

Le Groupe pourrait en fin de compte et en tout dernier recours céder une partie de ses actifs de placement et d'exploitation. Pour mémoire, à fin 2012, la juste valeur de ses sept résidences pour étudiants de caractère social était supérieure de 18,5 M€ au montant de la dette affectée et la juste valeur de l'apparhotel Paris Opéra dépassait la valeur de la dette qui lui est affectée de 5,0 M€. Dans le cas des immeubles partiellement enregistrés comme immeubles de placement et immeubles d'exploitation (comptabilisés à la valeur nette d'amortissement), l'écart est estimé à 10,7 M€.

5. CONCLUSION

Créé en 1989, le Groupe Réside Études avait pour vocation première le marché de la résidence avec services pour étudiants (d'où son nom). Il s'est diversifié depuis lors et est présent aujourd'hui sur les trois principaux marchés de la résidence avec services: pour étudiants; hôtelière ou de tourisme; et pour personnes âgées valides, où sa présence est plus récente (2007). Le Groupe se range aujourd'hui parmi les leaders dans ces trois spécialités formant le cœur de son métier et est aussi présent sur des marchés connexes / complémentaires de la promotion, de la vente de biens immobiliers classiques, de la restauration, de l'immobilier résidentiel locatif classique. Exception faite de la promotion immobilière, ces «incursions» restent marginales à l'échelle du Groupe. Le Groupe avait intégré une activité de construction en 2007, mais la décision a été prise en 2013 de cesser cette activité.

Le concept de résidence avec services contribue à apporter une solution aux problèmes soulevés par les deux évolutions structurelles de la société française: l'accroissement de sa population vieillissante et l'accroissement de sa population étudiante sur fond de déficit des logements. Le concept bénéficie donc de fondamentaux de la demande solides même si les problèmes économiques et budgétaires de la France risquent de modérer notamment après 2016 l'implication des pouvoirs publics et le soutien fiscal qu'il est susceptible d'apporter aux investisseurs.

However, in this case, according to the Group, its business management would be different. As a matter of fact, the Group may slowdown the development of new plans and reduce the net working capital requirements associated to the real estate development activity, which would immediately result in an increase in cash position. The Group could also consider to sharply reducing its planned investments in investment property. The Group's cash position would immediately improve.

Finally and ultimately, the Group could dispose of part of its investment property and operation assets. Just as a reminder, at the end of 2012, the fair value of its seven students social residences exceeded by EUR 18.5 million the amount of respective debt and the fair value of the Paris Opéra apparhotel surpassed by EUR 5.0 million the amount of respective debt. In what concerns property partially recorded as investment property and operational property (recorded net of amortisation), the gap is estimated at EUR 10.7 million.

5. CONCLUSION

Set up in 1989, Groupe Réside Études was mainly directed to the residences for students and related services market (hence its name). Since then, it has diversified and is now active in the three most important markets of property residences with services: for students; hotel and tourism; and non-disabled elderly people, where its presence is more recent (2007). The Group ranks amongst the leaders in these three segments, which form the core of its business and is also active in related / complementary markets, namely the development and sale of traditional real estate, including for restaurant-related purposes and traditional residential rental property. Except for real estate development, these "inroads" were marginal at Group level. The Group launched a diversification in the field of building in 2007, but it decided to discontinue such activity in 2013.

The concept of assisted residences brings a new solution to the problems raised by two structural evolutions in the French society: increase in its ageing population and increase in its student population, against a background of scarce accommodation availability. The concept thus benefits from solid demand fundamentals, even if the economic and fiscal problems in France may result in a lower involvement and support from public authorities granted to both end users and investors, especially following 2016.

Les secteurs d'activité du Groupe présentent un fort potentiel de développement, ce qui attire d'ailleurs la concurrence, certains nouveaux entrants disposant même souvent d'une importante assise financière.

La raison d'être de Groupe Réside Études est d'exploiter ce contexte favorable et il est bien placé pour le faire du fait: de sa taille, tant en valeur absolue que relative (n° 2 dans trois domaines d'activité et environ 2 milliards d'euros d'actifs immobiliers sous gestion); de l'expérience acquise dans les métiers de promotion et de gestion immobilière; de sa spécialisation, le Groupe étant resté fidèle au concept de la résidence avec services; de sa diversification dans l'application de ce modèle; de sa capacité à maîtriser une croissance rapide de ses activités (les logements sous gestion du Groupe ont plus que triplé au cours des dix dernières années); d'une réputation bien établie chez les investisseurs, clients et partenaires; et d'un modèle d'entreprise robuste.

Ce modèle économique a permis de transformer une activité à forte intensité capitalistique en une activité moins gourmande en capitaux, grâce à la vente des résidences à des investisseurs privés qui confieront ensuite et pour au moins 9 ans au groupe le soin de gérer leurs biens. Cette démarche a bien entendu été facilitée par les mesures qui ont été prises par les gouvernements successifs en faveur de la défiscalisation même dans les périodes budgétaires difficiles comme aujourd'hui. Pour appliquer ce modèle d'entreprise le Groupe s'appuie sur un management expérimenté et bien secondé et il a pris les dispositions nécessaires pour préserver le contrôle du capital, autant de facteurs de stabilité et de pérennité.

Les mauvais résultats du secteur de la construction (CBM) ont eu un impact sur la rentabilité de l'ensemble mais le Groupe a su réagir en organisant la fermeture programmée de cette filiale. Il a su aussi trouver le juste équilibre entre activités matures mais rémunératrices et activités en phase d'expansion tout en continuant à générer des résultats positifs, même après avoir fait le pari de développer des résidences appartohotels haut de gamme («Relais Spa») qui prennent plus de temps pour équilibrer.

S'agissant du volet financier, le Groupe Réside Etudes s'est attaché à mettre en adéquation la durée de sa dette avec celle de ses projets, pour mieux se préparer à des investissements plus importants sachant que ces investissements pourront être utilisés comme «collatéral» si besoin. Par ailleurs, le Groupe dispose d'actifs divers qu'il peut mobiliser en cas de besoin (branches complètes, fonds de commerce, terrains, actifs patrimoniaux, etc.).

The business sectors where the Group operates show a strong potential for development, which naturally draws in new competitors that often have a strong financial back up.

Groupe Réside Études' "raison d'être" is to exploit this favourable environment and it is well positioned to do it taking into account: its size, both in absolute and relative terms (ranking 2nd in three business areas, with approximately EUR 2 billion worth of real estate assets under management); experience gathered in the real estate development and management fields; its specialisation, as the Group remained focused on the assisted residences concept; its diversification in the application of this model; its ability to manage a fast growing business (residences under the Group's management have more than tripled over the past ten years); a solidly established reputation with investors, clients and partners; and a solid business model.

This economic model has allowed transforming a capital intensive activity into a lesser capital intensive business, as result of the sale of residences to private investors that will then entrust the management of their assets to the Group for a period of at least 9 years. This development was made easier by tax exemption measures adopted by successive governments, even in difficult fiscal environments as the current one. This business model is run by an experienced and well seconded management team and the Group having taken the necessary steps to preserve the control of its capital, which together should ensure a stable and ongoing business activity.

The worse results recorded by its construction business (CBM) had an impact on the Group's profitability, however the Group has reacted well organising a planned close down of this subsidiary. The Group was also successful in finding a fair balance between its mature income-generating activities and activities undergoing development whilst continuing to generate positive results, even after having decided to bank on top range appartohotel residences ("Relais Spas") which take more to reach break even.

At financial level, Groupe Réside Études has sought to adjust the duration of its debt to that of its projects, to be better prepared for more important investments, knowing that these investments may be used as collateral if needed. Furthermore, the Group holds a vast array of assets which it can use, should the need arise (branches, goodwill, land, patrimonial assets, etc.)

L'emprunt obligataire de 50 M€ à moyen terme permettra d'accélérer le développement d'un parc locatif (résidences pour seniors surtout) et de rembourser à hauteur de 15 M€ d'un financement. Les investissements que le Groupe souhaite réaliser se réfèrent à des études de marché poussées dont il a l'expérience.

Compte-tenu des scénarios retenus pour la période 2013-2019, cette émission répond donc à une logique économique d'accompagnement de la croissance pressentie des marchés et à leur évolution.

Dans l'opinion de CPR la capacité de Réside Études d'honorer en temps voulu et intégralement ses engagements financiers de moyen et long terme et un emprunt obligataire d'un montant maximum de 50 millions d'euros (M€) est BBB+ avec perspective stable. Dans la mesure où ils sont susceptibles d'influencer, directement ou indirectement, la génération de fonds par le Groupe et en conséquence, la capacité de Réside Études d'honorer intégralement et en temps voulu ses engagements financiers de moyen et long terme objet de notation, les facteurs suivants feront plus particulièrement l'objet d'un suivi attentif de la part de CPR:

- facteurs, pouvant avoir un impact significatif sur les revenus des résidences avec services et, du fait de leur nature, exogènes à la volonté et à la capacité du Groupe: situation budgétaire de la majorité des pays d'Europe, y compris de la France, pouvant influencer sur l'attribution d'allocations de logement aux étudiants et personnes âgées, niveau d'imposition sur le patrimoine (impact sur les taux de rentabilité investisseur) et revenu disponible des particuliers (impact sur la demande de résidences et surtout de services liés);
- facteurs réglementaires susceptibles de gonfler les coûts d'entretien, d'amélioration et d'exploitation des résidences;
- facteurs inhérents au Groupe, notamment sa capacité à attirer les investisseurs et à les fidéliser (renouvellement des contrats avec ces mêmes investisseurs); et
- la fermeture de l'activité de la filiale CBM.

The medium term bond loan in the amount of the EUR 50 million will allow accelerating the development of the rental housing stock (mainly senior residences) and repaying an existing loan of EUR 15 million. Investments that the Group is planning to make are based on comprehensive market studies, where the group has a solid experience.

Taking into account the scenarios for the 2013-2019 period, this bond issue is thus the logical answer to expected market growth and evolution.

According to CPR, Réside Études capacity to meet timely and fully its medium and long term financial commitments and a bond loan in the maximum amount of EUR 50 million is rated BBB+ with stable outlook. To the extent where they are likely to influence, either directly or indirectly, the Group's generation of funds and consequently, its capacity to meet timely and fully its medium and long term commitments subject to rating, the following factors will be closely followed up by CPR:

- *factors likely to have a significant impact on the revenues from assisted residences but which are exogenous to the Group's will or ability: fiscal situation of the majority of European countries, including France, likely to influence the granting of lodging aid to students and seniors, the level of taxation on property (impact on return on investment rates) and household available income (impact demand for residences and especially related services);*
- *regulatory factors likely to increase the maintenance, improvement and operation costs of residences;*
- *factors associated to the Group, namely its capacity to attract investors and maintain them (contract renewals); and*
- *the close down of subsidiary CBM.*

EMETTEURS À MOYEN ET LONG TERME

Risque Faible

- AAA** Un émetteur noté «AAA» a la meilleure notation possible de Crédit Emetteur attribuée par CPR. Il est non seulement capable de démontrer une capacité extrêmement forte à satisfaire à ses obligations financières mais il bénéficie en outre d'un ensemble complet de circonstances qui font de la possibilité d'une défaillance un évènement extrêmement improbable.
- AA** Un émetteur noté «AA» a également une très grande capacité de satisfaire à ses obligations financières. Il présente très peu de différences par rapport aux émetteurs ayant la notation la plus élevée.
- A** Un émetteur noté «A» a une assez forte capacité de satisfaire à ses obligations financières, mais il présente dans une certaine mesure plus de vulnérabilité aux changements d'environnement et de conditions économiques que les émetteurs mieux notés.

Risque Modéré

- BBB** Un émetteur noté «BBB» présente une capacité adéquate de satisfaire à ses obligations financières. Cependant, des conditions économiques défavorables ou des changements subits dans son environnement sont plus susceptibles de mener à une capacité affaiblie de cet émetteur à satisfaire à ses obligations financières.
- BB** Un émetteur noté «BB» présente une capacité raisonnable de satisfaire à ses obligations financières. Cependant, il est soumis à des incertitudes ou il est soumis à des conditions commerciales financières ou économiques défavorables susceptibles de provoquer une détérioration inattendue de sa capacité à respecter ses obligations financières.

Risque Élevé

- B** Un émetteur noté «B» est plus vulnérable encore que les émetteurs notés «BB», en ce sens que sa capacité de satisfaire à ses engagements financiers risque fortement de se trouver entravée dans une conjoncture commerciale, financière ou économique défavorable ainsi d'ailleurs que sa volonté d'assurer le service de sa dette.
- CCC** Un émetteur noté «CCC» se trouve dans une situation très fragile, et il devient ainsi très dépendant d'une conjoncture commerciale, financière ou économique favorable pour continuer de satisfaire à ses obligations financières.

Défaillance Imminente ou Effective

- CC** Un émetteur noté «CC» est extrêmement vulnérable et risque très fortement de ne pas être capable de satisfaire à ses obligations futures, même s'il n'a pas encore eu des retards de paiements.
- C** Le défaut de paiement apparaît imminent. Une procédure de restructuration de la dette peut être déjà enclenchée soit par voie amiable soit par voie judiciaire.
- D** Une notation «D» est attribuée quand l'émetteur est en défaut de paiement.

Les notes de «AA» à «CCC» peuvent être modifiées par l'ajout d'un signe plus «(+)» ou d'un signe moins «(-)» pour établir le classement relatif au sein des principales catégories de notes.

La mention d'une perspective (positive, stable, négative ou en développement) souligne l'orientation potentielle d'une notation pendant la période de validité. Une perspective n'est pas nécessairement un prédicteur de changement de la notation ou un suivi futur avancé sur le calendrier.

MEDIUM AND LONG-TERM ISSUERS

Low Risk Range

- AAA** An obligor rated "AAA" has the highest possible Issuer's Credit Rating assigned by CPR. It has not only the ability to show an extremely strong capacity to meet its financial commitments but is also benefited by a full set of circumstances that actually turn the possibility of credit default into a strictly remote event.
- AA** An obligor rated "AA" also has very strong capacity to meet its financial commitments. It differs from the highest rated obligors only in a very small degree.
- A** An obligor rated "A" has a quite strong capacity to meet its financial commitments but is somewhat more susceptible to the adverse effects of changes in circumstances and economic conditions when compared to obligors in highest-rated categories.

Moderate Risk Range

- BBB** An obligor rated "BBB" exhibits an adequate capacity to meet its financial commitments. However, adverse economic conditions or suddenly changing circumstances are more likely to lead to a weakened capacity to the obligor to meet its financial commitments.
- BB** An obligor rated "BB" exhibits a fair capacity to meet its financial obligations. However, it faces major on-going uncertainties or exposure to adverse business, financial or economic conditions, which could lead to an unforeseen deterioration of the obligor's capacity to meet its financial commitments.

High Risk Range

- B** An obligor rated "B" is more vulnerable than the obligors rated "BB", in the sense that its capacity to meet its financial commitments may, under adverse business, financial or economic conditions very likely impair such capacity or even the willingness to service its debts.
- CCC** An obligor rated "CCC" is currently very vulnerable, and is thus strictly dependent upon favourable business, financial and economic conditions to meet its financial commitments.

Imminent or Actual Default

- CC** An obligor rated "CC" is highly vulnerable to not being able to meet future obligations, although not showing payment delays at present.
- C** Default would appear to be imminent. A debt restructuring procedure may be under way either by creditors' own initiative or through a judicial ordinance.
- D** A "D" rating is assigned when the obligor is currently in default.

The ratings from "AA" to "CCC" may be modified by the addition of a "+" or "-" sign to show relative standing within the major rating categories.

The rating outlook (positive, stable, negative or developing) highlights the potential direction of a rating during its validity. An outlook is not necessarily a precursor of a rating change or future follow-up ahead of schedule.

EMISSIONS À MOYEN ET LONG TERME

MEDIUM AND LONG-TERM ISSUES

Risque Faible

- AAA** Une émission notée «AAA» a la meilleure notation possible attribuée par CPR. La capacité de l'émetteur à générer dans le futur les cash flows nécessaires à la satisfaction des engagements liés à l'émission est considérée comme extrêmement forte. Il faudrait donc un concours hautement improbable de circonstances pour que les engagements liés à l'émission ne puissent pas être réglés en totalité et à bonne date.
- AA** Une émission notée «AA» présente très peu de différences par rapport aux émissions les mieux notées. La capacité de l'émetteur à satisfaire aux engagements financiers découlant de son émission demeure très grande.
- A** Une émission notée «A» est, dans une certaine mesure, plus vulnérable aux effets négatifs d'un changement de contexte ou de conditions économiques si on la compare aux émissions présentant une notation meilleure. La capacité de l'émetteur à satisfaire aux engagements financiers découlant de son émission demeure assez forte.

Risque Modéré

- BBB** Une émission notée «BBB» présente nécessairement un ensemble adéquat de facteurs de protection. Des conditions économiques défavorables ou des changements subits dans l'environnement peuvent conduire à une capacité affaiblie de l'émetteur à satisfaire aux engagements financiers découlant de son émission.
- BB** Une émission notée «BB» présente un ensemble relativement raisonnable de facteurs de protection. L'émetteur présente néanmoins le risque d'une détérioration de sa capacité de remboursement dans le futur en cas de retournement des conditions de son activité, du contexte économique ou financier. Il pourrait en découler une détérioration inattendue de sa capacité à honorer à bonne date les engagements liés à l'émission.

Risque Elevé

- B** Une émission notée «B» est plus vulnérable qu'une émission notée «BB», en ce sens que l'émetteur qui, déjà, présente une capacité limitée pour satisfaire à ses engagements financiers risque bien, en cas de retournement des conditions de son activité, du contexte économique ou financier, de ne plus avoir cette capacité ni même la volonté d'assurer les engagements liés à l'émission.
- CCC** Une émission notée «CCC» est très vulnérable et dépend donc totalement de conditions favorables à l'activité et d'une conjoncture commerciale, financière ou économique favorable pour faire face aux engagements liés à l'émission. En cas de survenance d'événement négatif touchant l'activité, le contexte économique ou financier il est très probable que l'émetteur perde toute capacité à satisfaire aux engagements financiers découlant de son émission.

Défaillance Imminente ou Effective

- CC** Une émission notée «CC» est extrêmement vulnérable avec des délais de remboursement pouvant aller jusqu'au défaut partiel même si aucun retard de remboursement n'a été observé jusque là du fait par exemple de restrictions voulues par l'émetteur lui-même et, ceci, indépendamment des circonstances externes.
- C** Une émission notée «C» se trouve confrontée à l'imminence d'une défaillance. La note «C» peut être utilisée pour désigner une procédure judiciaire ou assimilée déjà engagée pour autant que l'émission soit encore à jour des engagements liés à l'émission.
- D** Une émission notée «D» est en défaillance de paiement.

Les notes de «AA» à «CCC» peuvent être modifiées par l'ajout d'un signe plus «(+)» ou d'un signe moins «(-)» pour établir le classement relatif au sein des principales catégories de notes.

La mention d'une perspective (*positive, stable, négative* ou *en développement*) souligne l'orientation potentielle d'une notation pendant la période de validité. Une perspective n'est pas nécessairement un prédicteur de changement de la notation ou un suivi futur avancé sur le calendrier.

Low Risk Range

- AAA** An obligation rated "AAA" has the highest possible rating assigned by CPR. The obligor's future cash flow capacity to meet its financial commitments on the obligation is gauged as extremely strong. A timely and full payment of principal and interest thereof is not but remotely subject to adverse influence of an outside force or future event.
- AA** An obligation rated "AA" differs from the highest rated obligations only in a very small degree. The obligor's capacity to meet its financial commitments on the obligation remains very strong.
- A** An obligation rated "A" is somewhat more susceptible to the adverse effects of changes in circumstances and economic conditions when compared to obligations in highest categories. However, the obligor's capacity to meet its financial commitments on the obligation remains quite strong.

Moderate Risk Range

- BBB** An obligation rated "BBB" always exhibits an adequate set of protection parameters. However, adverse economic conditions or suddenly changing circumstances are more likely to lead to a weakened capacity of the obligor to meet its financial commitments on the obligation.
- BB** An obligation rated "BB" exhibits a fair set of financial protection parameters. However, the obligor may face a future deterioration of its payment capacity due to adverse business, financial or economic conditions, which could lead to an unforeseen deterioration of the chances of a timely and full debt servicing.

High Risk Range

- B** An obligation rated "B" is more vulnerable than obligations rated "BB", in the sense that its obligor, while currently showing a limited capacity to meet its financial commitments on the obligation, may under adversely changing business, financial or economic conditions very likely impair such capacity or even the willingness to service its debt.
- CCC** An obligation rated "CCC" is currently very vulnerable, and is thus strictly dependent upon favourable business, financial, and economic conditions facing the obligor to meet its financial commitment. Upon the event of adverse business, financial or economic conditions, the obligor will most likely not have the capacity to meet its financial commitments on the obligation.

Imminent or Actual Default

- CC** An obligation rated "CC" is highly vulnerable to payment delays and/or partial default although not showing payment delays at present, due to its own endogenous limitations, notwithstanding the outside conditions facing the obligor.
- C** An obligation rated "C" faces an imminent default. The "C" rating may be used to cover a situation where a bankruptcy petition has been filed or similar action taken, but payments on this obligation have not yet been discontinued.
- D** An obligation rated "D" is currently under payments default.

The ratings from "AA" to "CCC" may be modified by the addition of a "+" or "-" sign to show their relative standing within their own rating categories.

The rating outlook (*positive, stable, negative* or *developing*) highlights the potential direction of a rating during its validity. An outlook is not necessarily a precursor of a rating change or future follow-up ahead of schedule.

Les notations de crédit attribuées par CPR sont des opinions sur la capacité et la volonté d'une entité d'honorer à temps voulu et intégralement ses engagements financiers (capital et intérêts) objet de notation.

La(ies) notation(s) attribuée(s) par CPR dans ce rapport a(ont) été demandée(s) par l'entité dont les engagements sont objet de notation.

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

Suite à l'attribution de la notation par le Comité de Rating, il appartient à l'entité dont les engagements font objet de notation, la décision de la publier ou non, sans que CPR puisse la modifier. Les cas prévus dans la loi et les analyses de notation sur produits structurés constituent des exceptions à cette option de publication.

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

Au long de toute la période pendant laquelle les notations demeurent valables, CPR suit continuellement l'évolution de l'émetteur, pouvant même anticiper la date de réalisation du suivi. Ainsi, préalablement à l'utilisation de la notation par l'investisseur, CPR recommande sa confirmation, notamment en consultant la liste de notations divulguée sur son site www.cprating.pt.

Les notations sont appuyées 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 l'objet de notation, cette information étant utilisée et travaillée soigneusement par CPR. Malgré le soin mis dans l'obtention, dans le croisement et dans le traitement de l'information aux fins de l'analyse de notation, CPR ne peut pas être tenue responsable de sa véracité, bien qu'il soit exigible de la part de CPR un niveau minimum de qualité de l'information pour procéder à l'attribution des notations.

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

Le contenu de ce rapport ne peut être copié, photocopié ou reproduit par aucun moyen.

Ratings assigned by CPR represent opinions on the capacity and willingness of an entity to honour, in due time and in full, the financial commitments (principal and interest) subject to rating.

The rating(s) assigned by CPR in this report was / were assigned by the entity whose financial commitments are subject to rating.

Prior to the assignment of a rating CPR provides to the entity whose financial commitments are subject to rating to decide whether or not this rating to be attributed (the preliminary rating report). This entity is thus given the opportunity to clarify or correct factual details, thus allowing the rating assigned to be as accurate as possible. The comments made by the entity whose financial commitments are subject to rating are taken into account by CPR in the assignment of the rating.

Once the Rating Panel has assigned a rating, it is up to the entity whose financial commitments are subject to rating to decide whether or not this rating will be published, and there is no possibility of CPR changing this rating. Cases provided for in the law and rating analyses on structured products constitute exceptions to this option on publishing.

Ratings do not constitute a recommendation to buy or sell, but only one of the factors to be weighted by investors.

Throughout the entire period during which ratings are valid, CPR monitors the issuer's performance on a constant basis, and may even bring forward the date of the follow-up. Hence, prior to an investor using a rating, CPR recommends that it be confirmed, namely by consulting the listing of public ratings available at the web site www.cprating.pt.

Ratings are assigned based on information, including confidential information, collected from a wide group of sources, and in particular from the entity whose financial commitments are subject to rating. CPR uses and treats this information with due care and attention. Although all due care was taken in the collection, cross-checking and processing of the information for the purposes of the rating analysis, CPR cannot be held liable for its truthfulness. CPR must make sure that the information has a minimum level of quality prior to assigning a rating based on such information.

In the rating process, CPR adopts procedures and methodologies aimed at ensuring transparency, credibility and independence, and also that rating classifications are not influenced by situations of conflict of interests. Any exceptions to these principles are disclosed by CPR together with the rating classification of the financial commitment in question.

Copy, photocopy or reproduction by any form or means is not authorised.

COMPANHIA PORTUGUESA DE RATING, S.A.
Rua Luciano Cordeiro, 123 R/C Esq.
1050-139 Lisboa
PORTUGAL

Tel: +351 213 041 110
Fax: +351 213 041 111
E-mail: geral@cprating.pt
Site: www.cprating.pt

Enregistrée comme agence de notation de crédit (Credit Rating Agency (CRA)) par l'ESMA - European Securities and Markets Authority, conformément au règlement (CE) n° 1060/2009 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 16 septembre, et reconnue comme External Credit Assessment institution (ECAI) pour entreprises par le Banco de Portugal.

Registered as a Credit Rating Agency by the European Securities and Markets Authority (ESMA), within the scope of the REGULATION (EC) No 1060/2009 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL, of 16 September, and recognised as External Credit Assessment Institution (ECAI) for Corporates by the Bank of Portugal.