

## ARC Ratings confirme la notation "BBB +" de Réside Études et modifie la perspective à négative

### ÉMETTEUR

Réside Études Investissement S.A.

### NOTATION D'EMETTEUR

**BBB+** Medium and Long Term  
(BBB+, avec perspective négative)

### DATE DE NOTATION

Le 17 août 2016

### NOTATION D'EMISSION

**BBB+** Medium and Long Term  
(BBB+, avec perspective négative)

ARC Ratings, SA (ARC Ratings) confirme la notation "BBB+", attribuée aux engagements financiers à moyen et à long terme de Réside Études Investissement S.A. (Réside Études) et à un emprunt obligataire d'un encours actuel de 18,5 millions d'euros (M€), après un remboursement partiel anticipé le 18 février 2016. Cette confirmation de notation est basée sur les capacités de résilience et d'adaptation démontrées par le groupe en 2015, dans un contexte défavorable pour l'activité hôtelière et d'ouverture d'un nombre considérable de résidences, dont l'impact s'est traduit par une production de fonds moins importante. Le nouvel emprunt obligataire effectué en février 2016 a amélioré le profil de la dette du Groupe et a permis de capter des fonds pour développer l'expansion de l'activité. Toutefois, la poursuite de la stratégie d'augmentation substantielle du portefeuille d'actifs patrimoniaux aura un effet de levier plus grand dans les années à venir et, étant donné que les investissements ont besoin de temps pour être rentables, entraînera une amélioration plus graduelle des ratios de couverture de la dette à moyen et à long terme par la capacité d'autofinancement, aspects qui ont conduit ARC Ratings à réviser la perspective, passant de stable à négative.

### PROFIL D'EMETTEUR

Réside Études Investissement S.A. est la holding d'un Groupe créé en 1989 dont le siège est situé à Paris, France. Ce Groupe, initialement centré sur le marché de la résidence pour les étudiants avec services s'est diversifié depuis et figure actuellement parmi les leaders dans les trois principaux marchés de résidences avec services en France. Ses principales activités de long terme sont la gestion et l'exploitation immobilière, la promotion immobilière et la création d'un portefeuille d'actifs patrimoniaux. À la fin du mois d'avril 2016, le Groupe gère, en 187 résidences, 22 854 logements (d'environ 2.2 milliards d'euros), répartis comme suit: 60,6% pour les étudiants; 31,6% en résidences hôtelières ou touristiques (appart-hôtels 2 à 5 étoiles, dans la majorité des grandes villes françaises); et 7,7% de logements pour les personnes âgées autonomes (les seniors) près des centres villes. Il faut souligner que le modèle économique du Groupe a permis de transformer une activité à forte intensité capitalistique en un modèle à moindre densité capitalistique, du fait que la plus grande partie des logements gérés par le Groupe est détenue par des investisseurs privés (plus de 20 000 investisseurs) et qu'il détient en propre moins de six pourcents du total (125,3 M€, en immeubles de placement).

### JUSTIFICATION DE LA NOTATION

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

- Un Conseil d'administration expérimenté – La société est contrôlée par un Conseil d'administration expérimenté. Le pacte d'actionnaires assure la stabilité de la structure de l'actionariat.

- La Stratégie de la Société – Les résultats positifs des activités de promotion et de placement immobilier et des résidences pour étudiants (plus stable), peuvent compenser les pertes découlant du lancement de nouvelles résidences (mise en fonctionnement de 12,6% de logements au cours de 2014 et de 2015) et les pertes liées aux événements de 2015 avec un impact négatif dans le segment des résidences appart-hôtels. En 2015 l'EBITDA consolidé s'est élevé à 18,9 M€ et le résultat net, après les intérêts minoritaires, s'est élevé à 5,2 M€.
- Prévisions de croissance de l'activité - Les prévisions du Groupe indiquent une augmentation des logements sous gestion à 29 375 en 2020 (+36% par rapport à 2015, dont plus de la moitié pour les seniors), grâce à la croissance organique surtout en France, et à une augmentation significative du portefeuille d'actifs patrimoniaux. À noter que le Groupe a la capacité de piloter son activité et, si nécessaire, d'ajuster sa stratégie d'investissement, comme par le passé.
- Forte demande pour le logement - Il y a une pénurie dans la construction de l'habitat résidentiel en France, alors que dans le même temps le pays n'a pas de problème de croissance de la population et continue de recevoir des étudiants étrangers et d'être une plaque tournante du commerce international. L'impôt sur le revenu provenant des résidences avec services a longtemps bénéficié d'avantages fiscaux, qui ont stimulé ce marché.
- Une distribution de dividendes conservatrice - Environ 1,2 M€ par an étant distribués. Le Groupe prévoit le maintien de cette stratégie.
- Structure de la dette - À noter que l'essentiel de la dette du Groupe est une dette à moyen et à long terme (à taux fixe) pour financer le portefeuille d'actifs patrimoniaux. La dette à court terme a augmenté ponctuellement à 17,6% (du total) à la fin de 2015 et correspond principalement aux découverts bancaires pour financer les opérations de promotion immobilière. Le Groupe bénéficie de l'appui d'un grand pool de banques pour financer ses opérations. La dette nette a augmenté de 31,1 M€ en 2015, pour totaliser 166,5 M€, dans un contexte d'investissement (de 26 M€), et de variation positive des besoins en fonds de roulement (BFR) de 11,4 M€. Ce cadre a conduit à un affaiblissement des ratios de couverture de la dette en 2015 avec le ratio dette financière nette / EBITDA qui a augmenté, passant de 5,9 à 8,8 fois, alors que le ratio de couverture des charges financières des emprunts par l'EBITDA s'est fixé à 2,7 fois (2,9 fois en 2014). En février 2016 le Groupe a réussi à améliorer le profil de sa dette par le biais d'un nouvel emprunt obligataire (de 50 M€; taux d'intérêt annuel de 4,5%; 7 ans), qui lui a également permis d'attirer de nouvelles ressources (de 24,5 M€) pour garantir son expansion. En outre, en dernier ressort le Groupe pourrait disposer d'une partie de ses actifs patrimoniaux si nécessaire, pour honorer ses engagements financiers.

Les principales contraintes concernant la notation de crédit de Réside Études sont:

- La croissance économique en France – Dans le passé récent, l'économie française a enregistré de faibles taux de croissance et un taux de chômage de l'ordre de 10%, mais avec une tendance positive. En mai 2016, le Fonds Monétaire International a considéré que l'économie de la France était en train de se rétablir, mais des efforts importants sont encore nécessaires pour favoriser la création d'emploi et mettre les finances publiques sur une voie plus viable. Les prévisions de cet organisme indiquent des taux de croissance proches de 1,5% en 2016 et une moyenne de 1,75% sur les cinq prochaines années. Ces évolutions ainsi que la fiscalité (impôts sur le revenu et la consommation) ont un impact sur le revenu disponible des ménages (qui a renforcé sa croissance à 1,4% en 2015, soit +0,3 points de pourcentage en glissement annuel). Une baisse du revenu disponible des ménages aurait un impact sur les taux d'occupation des résidences et sur l'écart entre les loyers reçus des locataires et les loyers versés aux investisseurs. À noter que le Groupe continue d'accorder beaucoup d'importance au maintien dans le temps de la qualité des résidences sous gestion et, qu'il offre un grand nombre de services par rapport à la concurrence, ce

qui concourt au maintien de meilleurs taux d'occupation.

- Les modifications de la fiscalité – Notamment, la hausse du taux de la TVA, comme observé en 2014, applicable aux logements meublés.
- Les changements dans les facteurs de prise de décision d'investissement - Ces changements auront un impact sur la demande pour l'achat de nouveaux logements et pour le renouvellement des contrats de bail. La fiscalité est l'un des facteurs les plus importants affectant l'investissement, mais les produits du Groupe sont des investissements admis dans la fiscalité de la location meublée professionnelle ou non professionnelle, et ce statut est de longue durée. À noter que le Groupe a une bonne connaissance des cadres juridiques et fiscaux pertinents. Il faut également souligner que le Groupe présente des taux importants de rénovation des baux (proche de 96% dans les contrats les plus anciens, de plus de 9 ans), conséquence de n'avoir jamais fait défaut dans le paiement des loyers aux investisseurs. De plus, les contrats conclus avec des investisseurs confèrent au Groupe le droit au renouvellement des baux, ce que les investisseurs ne peuvent pas refuser à moins de prendre en charge le coût d'une indemnité (pouvant couvrir 2 à 3 ans de loyers).
- Les changements dans la législation – D'éventuels changements pourraient se traduire par une augmentation des coûts de maintenance, de rénovation et des charges d'exploitation des résidences avec services. La mise en place d'un système d'encadrement des loyers dans les grandes villes, bien que non applicable aux résidences gérées par le Groupe, pourrait avoir un impact sur les loyers effectifs.
- La hausse de la concurrence - L'entrée de nouveaux acteurs sur le marché et la concurrence de ceux qui existent peut avoir une incidence sur les niveaux de rentabilité. Il faut souligner que le Groupe est en mesure d'attirer des partenaires dans l'activité de promotion immobilière (co-promotion), lui permettant de partager le risque de cette phase et de croître plus rapidement dans l'activité de gestion et d'exploitation immobilière, qui est une activité à long terme et une source stable de revenus. La commercialisation de logements développés par des tiers, qui seront gérés par le Groupe augmente également l'activité principale. À noter que les résidences du Groupe sont bien localisées, qu'en général elles offrent un service de qualité supérieure par rapport à la concurrence, et que le Groupe est prudent dans le choix des terrains pour de nouveaux sites et lors de la phase de commercialisation afin d'optimiser la rentabilité future.

## DÉVELOPPEMENTS RÉCENTS ET PERSPECTIVES

Le Groupe a connu une croissance de 5,5% de son portefeuille sous gestion en 2015. Les revenus de l'exploitation et de la gestion immobilière ont augmenté de 7,7% en 2015 (à 256,8 M€) et de 5,7% au cours des quatre premiers mois de 2016.

Pour ce qui est de l'activité de promotion immobilière, le Groupe a livré 6 programmes en 2015 (avec des profits de 8,2 millions d'euros). À la fin du mois d'avril 2016, 28 programmes étaient en cours de commercialisation et de construction, surtout pour les seniors. Le Groupe surveille régulièrement les programmes et contrôle les marges prévisionnelles respectives. À cette date, le Groupe était également en train de commercialiser trois programmes pour des tiers. Enfin, deux programmes immobiliers, achetés en Vente en Etat Futur d'Achèvement et destinés au portefeuille d'actifs patrimoniaux du Groupe sont en construction.

Le business plan du Groupe mis à jour pour la période 2016-2020 indique une expansion plus grande dans les trois principales activités, alimentée par le nouvel emprunt obligataire. Le nombre de logements en exploitation et sous gestion augmentera vers un mix plus diversifié, dans lequel les unités pour les étudiants, encore en majorité (en raison de l'historique du Groupe dans ce segment d'activité), et les unités pour seniors représenteront 20%. Le Groupe prévoit l'entrée en exploitation de 50 résidences dont il a été le promoteur. Les activités d'investissement atteindront

224,7 M€, incluant le renforcement du portefeuille d'actifs patrimoniaux d'environ 170,0 M€ (dont 113,9 M€ dans des immeubles de placement).

La stratégie d'expansion du Groupe indique une capacité annuelle d'autofinancement positive et croissante (de 115,7 M€ au total). Cependant, l'importance des activités d'investissement en plus de l'expansion de l'activité de promotion, conduiront à l'augmentation de la dette financière nette à 291,0 M€ à la fin de 2020. Malgré la rétention d'environ 87% des résultats nets futurs, une baisse temporaire du ratio fonds propres / actifs (déduction faite de la dette financière nette à court terme, des ressources cycliques et des impôts différés passifs) est attendue pour 2016 et 2017. Pour les années suivantes, le Groupe prévoit une reprise de sa structure de capital (à 33,4% à la fin de 2020, ce qui est légèrement plus élevé qu'en 2015). Le solde de la dette à moyen et à long terme à la fin de l'année par rapport à la capacité d'autofinancement annuelle indique une amélioration sur la période, diminuant de 20 fois en 2015 à 8,1 fois en 2020. Il convient de noter que le Groupe a la capacité d'ajuster le montant de l'investissement en fonction de la performance globale de l'activité, et par conséquent le montant de la dette.

---

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

---

### **ARC Ratings, S.A.**

Rua Luciano Cordeiro, 123 – R/C Esq.

1050-139 Lisbonne

PORTUGAL

Tel: +351 213 041 110

Fax: +351 213 041 111

E-mail: [arcratings@arcratings.com](mailto:arcratings@arcratings.com)

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

#### Contacts Principaux:

Isabel Fernandes

Analyste Principale

+351 213 041 110

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

Emma-Jane Fulcher

Directrice des Notations & Présidente du Comité de Notation

+44 (0) 203 282 7594

[emma.fulcher@arcratings.com](mailto:emma.fulcher@arcratings.com)

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

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

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