

## Résidé Études Investissement S.A.

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

DATE DE NOTATION  
12 juillet 2019

DATE DE LA PROCHAINE  
ÉVALUATION  
13 juillet 2020

NOTATION INITIALE  
12 septembre 2013

DERNIÈRE ÉVALUATION  
16 août 2018

PÉRIODE D'ANALYSE  
Historique: 2014 à mars  
2019  
Prévisions: 2019 à 2023

INFORMATION ANALYSÉE  
Rapport Annuel Résidé Études  
2018  
Détails sur la Dette Financière  
Résidé Études Intérim  
Information  
Rapports Annuels par les pairs

MÉTHODOLOGIE UTILISÉE  
La méthodologie d'entreprise  
par ARC Ratings  
Méthodologie disponible sur  
[www.arcratings.com](http://www.arcratings.com)

### CONTACTS ARC

**Isabel Fernandes**  
Analyste Principale  
[isabel.fernandes@arcratings.com](mailto:isabel.fernandes@arcratings.com)

**Carlos Leitão**  
Analyste Secondaire  
[carlos.leitao@arcratings.com](mailto:carlos.leitao@arcratings.com)

**Emma-Jane Fulcher**  
Directrice des Notations &  
Présidente du Comité de  
Notation  
[emma.fulcher@arcratings.com](mailto:emma.fulcher@arcratings.com)

11, Hollingworth Court  
Turkey Mill, Ashford Road  
Maidstone, Kent ME14 5PP  
UNITED KINGDOM  
Tel: +44 (0) 1622 397350  
Website: [www.arcratings.com](http://www.arcratings.com)

### JUSTIFICATION DE LA NOTATION

ARC Ratings, S.A. (ARC Ratings) confirme la notation "BBB", avec perspective stable, attribuée aux engagements financiers à moyen et à long terme de Résidé Études Investissement S.A. (Résidé Études) et à un emprunt obligataire d'un encours actuel de 18,5 millions d'euros (M€), après un remboursement partiel anticipé le 18 février 2016. Cette notation s'appuie sur le renforcement de la capacité du Groupe à produire des fonds, preuve de sa résilience dans le contexte de pertes liées au lancement de nouvelles résidences, aux appart-hôtels 5 étoiles et au segment des résidences pour seniors. Comme prévu, un meilleur niveau d'EBITDA a permis d'améliorer les ratios de couverture de la dette, même dans un contexte d'investissements importants. Bénéficiant des fondamentaux positifs du marché français, le Groupe continue à mettre en œuvre sa stratégie de croissance et d'investissement qui, compte tenu de la pérennité de son activité, conduira à une augmentation temporaire de son effet de levier. Le Groupe prévoit des améliorations successives de sa capacité à produire des fonds. Il prévoit également l'amélioration de ses ratios de couverture de la dette. Ces éléments viennent soutenir la perspective stable de la notation qu'ARC Ratings continuera à accompagner.

### PROFIL DU GROUPE

Résidé Études Investissement S.A. est la holding d'un groupe français créé en 1989, dont le siège est situé à Paris.

Ce Groupe, initialement centré sur le marché de la résidence avec services pour les étudiants s'est diversifié depuis et figure parmi les leaders sur les trois principaux marchés de résidences avec services en France : les résidences pour étudiants, les résidences hôtelières ou touristiques (essentiellement des résidences urbaines conçues pour une clientèle d'affaires), et les résidences pour les personnes âgées autonomes (depuis 2007, ce segment connaît un vif succès). Le Groupe a fait preuve de sa capacité à lancer de nouvelles résidences chaque année (10 en 2018). Il bénéficie d'une présence nationale, particulièrement dans les grandes zones urbaines.

Les principales activités du Groupe sont la gestion et l'exploitation immobilière, la promotion immobilière et la création d'un portefeuille d'actifs patrimoniaux (incluant des immeubles de placement et des actifs d'exploitation). À la fin de 2018, le nombre de logements gérés par le Groupe a augmenté pour atteindre 27.243 lots (d'une valeur de près de 2.6 milliards d'euros), répartis comme suit : 57,9% pour les étudiants; 28,9% en résidences hôtelières ou touristiques (appart-hôtels 2 à 5 étoiles, dans la majorité des

grandes villes françaises); et 13,1% de logements pour les personnes âgées autonomes (les seniors) près des centres villes. Ce dernier segment affiche le taux de croissance le plus élevé.

Le modèle économique du Groupe a permis de transformer une activité à forte intensité capitalistique en un modèle à moindre densité capitalistique. La plus grande partie des logements gérés par le Groupe est détenue par des investisseurs, soit plus de 20.300 investisseurs privés et institutionnels. Le nombre de logements détenus par le Groupe a augmenté de plus de 20% en 2018, représentant environ 6,5% du total. La valeur de marché de ses actifs a augmenté pour atteindre 206,4 M€ à la fin de 2018, et est enregistrée en tant qu'immeubles de placement.

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

Dans un contexte favorable à la poursuite de son activité, le chiffre d'affaires du Groupe a augmenté de 22,1% en 2018, se fixant à 463,9 M€. Plus de 70% de ce chiffre d'affaires provient de l'activité de gestion et d'exploitation immobilière, qui est la source de revenus la plus régulière.

### LES PRINCIPAUX CRITÈRES DE NOTATION DE RÉSIDENCE ÉTUDES SONT LES SUIVANTS:

- Un Conseil d'administration expérimenté – Le Groupe Résidence Études est contrôlé par un Conseil d'administration expérimenté dans cette activité depuis trois décennies. Le pacte d'actionnaires permet le transfert de parts entre actionnaires, assurant ainsi la stabilité de la structure de l'actionariat.
- La Stratégie de la Société – La stratégie du Groupe continue à être basée sur une croissance organique qui présente de belles perspectives, notamment en France. Les résultats positifs des activités de promotion et de placement immobilier, des résidences pour étudiants (segment où il est présent depuis le plus longtemps et qui est le plus stable) et du segment des appart-hôtels de moyenne gamme (qui bénéficient de la reprise du tourisme dans le pays), peuvent compenser les pertes découlant du lancement de nouvelles résidences (comme ce fut le cas ces dernières années) et absorber les pertes des appart-hôtels 5 étoiles et du segment des résidences pour seniors. Cette activité est celle qui a la croissance la plus rapide, mais qui prend plus de temps pour atteindre son équilibre. Il est à noter l'importante augmentation de l'EBITDA, à plus de 30 M€ en 2018 contre 19,4 M€ en 2017, ainsi que la capacité d'autofinancement en hausse, à 16,9 M€ (contre 10,2 M€ en 2017). Ce sont les résultats les plus élevés atteints par le Groupe jusque-là.
- Des prévisions de croissance de l'activité – Le Groupe prévoit une augmentation de près de 13.300 logements en fonctionnement et sous gestion, pour atteindre près de 40.000 en 2023, principalement en France. Plus de 45% de cette croissance concerne les résidences pour seniors. De plus, le Groupe entend continuer à renforcer, comme au cours des dernières années, son portefeuille d'actifs patrimoniaux, qui fonctionne comme une réserve de valeur. Il est à noter par ailleurs que le Groupe a la capacité de piloter son activité et, si nécessaire, d'ajuster sa stratégie d'investissement, comme cela est déjà arrivé par le passé.

- Une forte demande pour le logement - Il y a une pénurie dans la construction d'habitats résidentiels en France (avec une population de 67,8 millions d'habitants) alors qu'en même temps sa population reste en croissance (avec un nombre accru de seniors de plus de 65 ans) et continue de recevoir des étudiants étrangers et d'être une plaque tournante du commerce international. L'investissement dans des résidences avec services bénéficie du statut fiscal du loueur en meublé qui continue à stimuler ce marché.
- Une distribution de dividendes conservatrice - La politique de distribution de dividendes reste conservatrice, avec une distribution d'environ 1,2 M€ par an. Le Groupe prévoit le maintien de cette stratégie conservatrice.
- Structure de la dette - L'essentiel de la dette du Groupe est une dette à moyen et à long terme (en majorité à taux fixe) pour financer le portefeuille d'actifs patrimoniaux. À la fin de 2018, 21% de la dette totale, équivalant à 68,2 M€, arrivait à échéance à court terme, y compris l'encours du premier emprunt obligataire qui sera refinancé par un emprunt obligataire en cours de préparation. Dans le cadre d'importants investissements et de la croissance de l'activité de promotion, la dette financière nette du Groupe a augmenté de 6,8%, pour se fixer à 272,7 M€. L'amélioration de l'EBITDA a permis de réduire le ratio dette financière nette / EBITDA, qui s'est établi à 8,9 fois, contre 13,2 fois en 2017. Le ratio de couverture des charges financières des emprunts par l'EBITDA s'est également amélioré passant de 2,6 fois à 3,7 fois. Le Groupe bénéficie d'un large pool de banques pour financer ses opérations et a réussi une plus grande diversification de ses sources de financement en 2018. Les opérations financières en cours augmenteront cette diversification et stimuleront la trésorerie et équivalents. A l'avenir, le Groupe prévoit une nouvelle amélioration des ratios de couverture du service de la dette.

### LES PRINCIPALES CONTRAINTES CONCERNANT LA NOTATION DE CRÉDIT DE RÉSIDÉ ÉTUDES SONT:

- La croissance économique en France – Selon les Conclusions de la mission de consultation de 2019 au titre de l'article IV des statuts du Fonds monétaire international (FMI), daté du 3 juin, la croissance française a ralenti mais reste résiliente. Une croissance de 1,3% est attendue cette année, et une stabilisation autour de 1,5% est prévue à moyen terme. Le taux de chômage est tombé à 8,7% à fin mars 2019, reflétant en partie les réformes importantes du marché du travail et de la fiscalité mises en œuvre ces dernières années. En revanche, les risques extérieurs ont augmenté et les défis structurels de la France persistent : endettement élevé des secteurs public et privé (dette publique toujours proche de 100% du PIB, alors que le déficit budgétaire a été ramené à 2,5% du PIB l'an dernier), taux de chômage structurel toujours élevé et croissance faible de la productivité. S'appuyant sur le programme du gouvernement, les réformes doivent continuer à s'attaquer à ces défis à long terme et à renforcer la résistance aux chocs. Une baisse potentielle du revenu disponible des ménages (contrairement à ce qui s'est passé en 2015/2016 et au second semestre de 2018) pourrait avoir 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 souligner que les notations souveraines attribuées à la France restent fortes : "AA/Stable" chez Standard and Poor's, "AA/Stable" chez Fitch Ratings et "Aa2/Positive" chez Moody's Investors Service.
- Les modifications de la fiscalité – Notamment, la hausse du taux de la TVA, comme cela a été observé en 2014, applicable aux logements meublés. Dans la mesure où le Groupe ne peut pas répercuter entièrement l'augmentation potentielle de la TVA sur les loyers, ce changement peut affecter sa rentabilité.
- Les changements dans les facteurs de prise de décision d'investissement - Ces changements peuvent avoir un impact sur la demande d'achat de nouveaux logements et sur 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 entrant dans le champ de la fiscalité de la location meublée professionnelle ou non professionnelle, et ce statut est de longue durée. Il convient de 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 renouvellement des baux et qu'il bénéficie du fait 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. Les investisseurs peuvent difficilement refuser à moins de prendre en charge le coût d'une indemnité pouvant couvrir 2 à 3 ans de loyers, qui représente la valeur marchande du fonds de commerce. Il est à noter que le Groupe continue d'accorder beaucoup d'importance au maintien de la qualité des résidences dans le temps et à offrir un plus grand nombre de services que la concurrence. Ces facteurs permettent de maintenir des taux d'occupation plus élevés.

- Les changements dans la législation – D'éventuels changements qui pourraient se traduire par une augmentation des coûts de maintenance, de rénovation et des charges d'exploitation des résidences avec services seraient négatifs. La mise en place d'un système d'encadrement des loyers dans les grandes villes, bien que non applicable aux résidences gérées par le Groupe, pourrait avoir un impact sur les loyers effectifs.
- La hausse de la concurrence - L'entrée de nouveaux acteurs sur le marché et la concurrence de ceux qui existent et qui veulent développer leurs parts de marché peuvent avoir une incidence sur les niveaux de rentabilité. Le Groupe est le leader dans le segment des résidences avec services pour étudiants et est toujours le deuxième acteur des résidences hôtelières ou touristiques urbaines. À une époque de croissance significative du marché des seniors, le Groupe veut prendre un positionnement significatif sur ce segment. Il contribue à l'amélioration du concept de résidences pour seniors en proposant un produit de qualité. 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 et de croître plus rapidement dans l'activité de gestion et d'exploitation des résidences, une activité de long terme et une source stable de revenus. La commercialisation de logements de projets développés par des tiers, qui seront gérés par le Groupe, a également contribué à augmenter l'activité principale. En plus de l'importante base d'investisseurs privés, le Groupe veut développer des canaux de commercialisation équilibrés, en créant une relation durable avec les investisseurs institutionnels. Il est également à noter que les résidences du Groupe sont bien localisées, et qu'en général elles offrent un service de qualité supérieure à la concurrence. Afin d'optimiser la rentabilité future, le Groupe est prudent dans le choix des terrains des nouveaux sites et lors de la phase de commercialisation.

### ACTIONNARIAT ET GOUVERNANCE

Résidé Études Investissement est dotée d'une structure d'actionnaires stable, basée sur son Management depuis 1998. M. Philippe Nicolet, en tant que Président et fondateur, détient 75,74% du capital, M. Robert Vergès détient 8% et M. Christian Verlainne détient 7,35%. Le reste du capital est réparti entre un nombre croissant de cadres (en conséquence de la politique du Groupe pour retenir ses dirigeants clé) et les actions détenues en propres (l'écart équivalant à 4,1% du capital social).

La croissance de l'activité a conduit le Groupe à renforcer son équipe dirigeante, afin de mieux suivre son évolution et de prendre des mesures correctives en temps utile lorsque cela est nécessaire. Par conséquent, après avoir unifié le management des trois segments de résidences à la mi-2017 (dans le but d'intégrer davantage les résidences pour seniors, qui ont déjà produit des résultats), le Groupe a renforcé son équipe financière et managériale. En

2018, un nouvel administrateur indépendant a été nommé, M. Oliver Schatz, doté d'une large expérience dans le domaine financier, assumant également les fonctions de Président du Comité d'Audit.

De plus, en signant des conventions d'assistance et de conseil, pour une durée indéterminée, le Groupe continue de bénéficier de l'expertise et de l'expérience au sein du Groupe de M. Christian Verlain (23 ans d'expérience), administrateur non exécutif depuis février 2016, et de M. Jean-Philippe SUC (le directeur financier précédent pendant plus de 10 ans), devenu conseiller du Groupe depuis mi-2018.

### CAPACITÉ DE PRODUCTION DE TRESORERIE ET DÉVELOPPEMENTS RÉCENTS

La stratégie de croissance du Groupe a conduit à la mise en exploitation de 10 nouvelles résidences en 2018, équivalant à plus de 1.000 logements. Afin d'équilibrer le mix de résidences sous gestion du Groupe, huit des nouvelles résidences sont destinées aux personnes âgées et deux aux étudiants.

Le portefeuille sous gestion du Groupe a affiché une tendance à la hausse pour atteindre 27.243 logements à la fin de 2018 (plus 6% par rapport à la fin 2017). Au total, le Groupe assure la gestion d'environ 180 résidences avec services.

En glissement annuel, les taux d'occupation moyens des résidences gérées par le Groupe ont évolué positivement comme suit :

- Résidences pour étudiants (commercialisées principalement sous l'enseigne «Les Estudines», et aussi «Stud'City») – dans le contexte d'ouverture de 2 nouvelles résidences, les taux d'occupation moyens se sont améliorés pour dépasser 88% en 2018 (plus 2,9 points de pourcentage (pp) par rapport à 2017) et 94% au premier trimestre de 2019. Il convient de noter qu'en termes comparables, il y a eu une légère amélioration des niveaux d'occupation.
- Résidences hôtelières – appart-hôtels (commercialisées sous les enseignes «Séjour & Affaires», «Residhome», «Relais Spa» et «Crowne Plaza») – dans le contexte de la stabilité du nombre de résidences, les taux d'occupation se sont améliorés dans toutes les gammes en 2018. Ils se situent entre 70% et 77%. Au premier trimestre 2019, l'évolution a été contrastée. Hormis pour les 4 étoiles, tous les taux d'occupation ont été à des niveaux supérieurs à 70%.
- Résidences pour seniors (commercialisées sous les enseignes « Les Girandières » et « Victoria Palazzo », cette dernière étant l'enseigne haut de gamme, lancée en 2017, avec deux résidences à Nice et à Marseille) – dans le contexte d'un nombre significatif d'ouvertures de résidences depuis 2015 (dont 8 en 2018), le taux d'occupation s'est amélioré pour atteindre le niveau de 65% en 2018 et de 70% au premier trimestre 2019 (pour un total de 37 résidences). Ce bon résultat reflète l'engagement du Groupe dans l'amélioration de la qualité du produit (facteur de différenciation dans le marché), un plus grand professionnalisme dans sa gestion, et des progrès au niveau du marketing, en ligne avec les normes suivies dans les segments les plus matures des résidences étudiantes et hôtelières.

Selon les enquêtes menées, le niveau de satisfaction des clients des résidences hôtelières – appart-hôtels du Groupe s'est amélioré en 2018. Il est passé à 8,1 sur 10 pour l'enseigne Residhome, et à 8,4 sur 10 pour les enseignes Relais Spa et Crowne Plaza. Les résidences de l'enseigne Séjours & Affaires, pour lesquelles ce classement s'est établi à 7,5 sur 10, ont constitué une exception. Concernant les résidences pour seniors, les enquêtes indiquent une satisfaction élevée, supérieure à 94% pour les services d'accueil et pour les services de

sécurité en place. En outre, 84,5% des seniors sont satisfaits de l'offre de services à la personne. Le Groupe entend améliorer l'ensemble des services disponibles, notamment celui de la restauration.

Il convient aussi de souligner l'amélioration du Revenu disponible par chambre (RevPAR) réalisée par le Groupe dans la globalité des résidences en gestion, et notamment dans le segment des résidences pour personnes âgées. Les résidences hôtelières – appart-hôtels sous l'enseigne Residhome – en raison de la baisse de son taux d'occupation moyen au premier trimestre de 2019, font figure d'exception.

Dans ce contexte favorable, le chiffre d'affaires de l'activité de gestion et d'exploitation immobilière a enregistré une augmentation de 11,5% en 2018 pour atteindre 327,2 M€. Cette tendance positive a été observée dans les trois segments d'activité. Elle est plus significative encore dans les résidences pour seniors (de 37,6%), en raison de l'ouverture de résidences et de l'amélioration du RevPAR.

Au premier trimestre 2019, les revenus provenant de la gestion et de l'exploitation immobilière ont affiché une croissance de 7% en glissement annuel, pour atteindre près de 68 M€. Les trois segments ont progressé, en particulier celui des résidences pour personnes âgées (plus de 37%).

Il convient de noter que la gestion de la résidence d'appart-hôtels la plus grande, située à Roissy, en France, avec 455 logements, est sous contrat de franchise avec Intercontinental Hotels Group depuis juillet 2017. Elle est commercialisée sous l'enseigne Crowne Plaza. Malgré l'augmentation du chiffre d'affaires en 2018, acquise grâce à la notoriété accrue de l'enseigne, cette résidence continue à afficher des pertes importantes. Par conséquent, afin de limiter ces pertes et d'atteindre l'équilibre, le Groupe a mis en place un plan de restructuration financière de son activité. Il a décidé d'activer le levier du renouvellement des contrats avec les investisseurs en 2019 et en 2020, et celui d'une recapitalisation par le Groupe.

L'activité de commercialisation du Groupe de la branche promotion immobilière a bénéficié du niveau élevé des ventes aux investisseurs privés et institutionnels (ventes en bloc). Les réservations provenant de la promotion, de la co-promotion et de la commercialisation de programmes pour le compte de tiers ont augmenté de 26% en valeur, à 293,4 M€ (soit 1.531 logements), dont environ 27,4% sont liés à trois lettres d'intention concernant la vente en bloc de trois résidences pour personnes âgées (équivalent à 295 logements). En 2017, il y a eu quatre lettres d'intention concernant les ventes en bloc (liées à quatre résidences, pour 312 logements).

La valeur des actes notariés signés a connu une augmentation considérable de 70% en 2018, pour atteindre 317,6 M€ (de 60% en termes de logements). Une grande partie des actes sont principalement liés aux programmes de résidences pour personnes âgées, bénéficiant de la forte expansion du développement de la co-promotion.

En raison du système de vente en état futur d'achèvement (VEFA), le Groupe recevra le produit des ventes de façon corrélée avec l'évolution des travaux de construction. Toutefois, les programmes en co-promotion, qui ont augmenté principalement au niveau des résidences pour personnes âgées, sont enregistrés selon la méthode de mise en équivalence, et par conséquent n'ont pas d'impact sur les ventes du Groupe dans l'immobilier dans les comptes consolidés. Les ventes du Groupe au niveau de la promotion immobilière ont enregistré une augmentation significative de 76,3% en glissement annuel en 2018, atteignant 124,7 M€. Si la méthode d'intégration proportionnelle était appliquée à ces programmes, au lieu de la méthode de mise en équivalence, les ventes du Groupe des programmes immobiliers auraient atteint 188,6 M€ (en augmentation de 73,6%). La contribution des programmes en co-promotion aux résultats consolidés avant impôts a augmenté de 90% pour atteindre 5,6 M€ en 2018, ce qui représente une source croissante de production de fonds propres pour le Groupe.



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

	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (P)	2020 (P)	2021 (P)	2022 (P)	2023 (P)
<b>CHIFFRE D'AFFAIRES</b>	316,366	342,389	334,543	380,017	463,871	492,452	532,172	589,629	609,331	659,579
<b>EBITDA</b>	23,926	20,768	14,756	19,398	30,493	29,460	45,225	54,421	67,963	78,973
<b>EBITDAR</b>	114,534	117,568	123,756	138,838	155,594	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>EBIT</b>	17,628	16,601	10,473	15,910	21,857	22,723	33,726	40,315	49,867	55,686
<b>RÉSULTAT FINANCIER</b>	(7,426)	(6,582)	(8,393)	(7,559)	(8,140)	(10,511)	(10,768)	(10,925)	(10,673)	(10,322)
<b>RÉSULTATS NON COURANTS</b>	(394)	(2,402)	321	87	68	0	0	0	0	0
<b>RÉSULTAT NET (APRÈS INTÉRÊTS MINORITAIRES)</b>	4,975	5,178	4,569	6,090	11,793	8,182	15,382	19,692	26,260	30,394
<b>TOTAL DE L'ACTIF</b>	344,601	384,548	422,439	510,290	578,217	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>FONDS DE ROULEMENT NET (FRN)</b>	58,600	46,916	50,809	28,701	34,441	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>BESOINS EN FONDS DE ROULEMENT (BFR)</b>	43,584	54,970	67,771	66,263	57,250	42,025	35,216	38,856	39,036	39,229
<b>Capacité d'Autofinancement</b>	13,844	8,374	5,604	10,153	16,944	10,978	24,892	32,711	43,071	52,314
<b>Capacité d'Autofinancement Corrigée de la Variation du BFR</b>	783	(747)	(8,515)	8,742	31,146	26,203	31,701	29,071	42,891	52,121
<b>TRÉSORERIE NETTE (TRN)</b>	15,016	(8,054)	(16,962)	(37,562)	(22,809)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>ENDETTEMENT FINANCIER</b>	169,998	193,687	225,362	272,664	319,953	417,682	432,203	418,578	436,294	447,228
<b>ENDETTEMENT FINANCIER NET</b>	135,330	166,451	200,174	255,347	272,730	311,770	339,814	369,810	387,265	403,565
<b>Marge de Contribution (%)</b>	27.8%	26.5%	27.2%	27.9%	26.8%	26.8%	28.8%	29.4%	30.6%	31.2%
<b>Marge EBITDA (%)</b>	7.6%	6.1%	4.4%	5.1%	6.6%	6.0%	8.5%	9.2%	11.2%	12.0%
<b>Marge EBITDAR (%)</b>	36.2%	34.3%	37.0%	36.5%	33.5%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>Prod. Opérat. Chiffre Affaires (%)</b>	5.6%	4.8%	3.1%	4.2%	4.7%	4.6%	6.3%	6.8%	8.2%	8.4%
<b>Coût Brut de la Dette (%)</b>	2.9%	2.3%	2.5%	1.8%	1.8%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>Chiffre d'Affaires Net sur Retour (%)</b>	1.6%	1.5%	1.4%	1.6%	2.5%	1.7%	2.9%	3.3%	4.3%	4.6%
<b>Taux de Distribution de Résultats (%)</b>	24.1%	23.2%	26.3%	19.7%	15.3%	22.0%	10.0%	10.0%	10.0%	n.av.
<b>Couverture des Charges fin. des Emprunts par l'EBITDA (x)</b>	3.1	3.0	1.7	2.5	3.6	2.7	4.0	4.8	6.2	7.4
<b>Couverture des Charges Fin. des Emprunts Nettes par l'EBITDA</b>	3.2	3.2	1.8	2.6	3.7	2.8	4.2	5.0	6.4	7.7
<b>Endettement Financier Net / EBITDA (x)</b>	5.7	8.0	13.6	13.2	8.9	10.6	7.5	6.8	5.7	5.1
<b>Autonomie Financière (avec Intérêts Minoritaires) (%)</b>	22.3%	21.0%	19.9%	17.3%	17.1%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>NET GEARING (Endettement Net / Capit. Propres avec Intérêts Min.) (x)</b>	1.8	2.1	2.4	2.9	2.8	3.0	2.9	2.7	2.4	2.1
<b>Risque de Liquidité</b>	0%	100%	100%	100%	100%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>Liquidité Générale</b>	163.4%	139.1%	138.6%	116.3%	117.4%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>Liquidité Réduite</b>	119.7%	103.0%	94.5%	78.1%	93.1%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

**Notes:**

Montants arrondis.

(P) Prévisionnel de 2019-2023; n.d. = Non disponible.

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

**Sources:**

Les Rapports et les Comptes du Groupe Résidé Études.

Prévisions d'activité pour le Groupe Résidé Études.

À fin mars 2019, le Groupe comptait 35 programmes en cours de commercialisation et de construction, dont 14 en co-promotion, un vendu en bloc et deux programmes pour des tiers (pour lesquels le Groupe sera l'entité de gestion). Plus des trois quarts du total sont des résidences pour seniors, 5 sont des résidences pour étudiants, 5 sont des appart-hôtels et 1 est un projet d'accession à la propriété. Le Groupe contrôle régulièrement les marges prévisionnelles des programmes. Au premier trimestre de 2019, le montant total de la valeur des réservations s'élevait à 98,1 M€, soit une croissance de près de 80% en glissement annuel. La valeur des actes notariés signés a atteint 32,8 M€, en hausse de 29% par rapport à la même période de l'année précédente.

En outre, quatre programmes immobiliers sont en cours de construction. Il s'agit de deux appart-hôtels (un à Belval, au Luxembourg et un à Marseille, en France), une résidence pour des chercheurs et des doctorants dans le quartier des Batignolles à Paris, et une résidence pour seniors (à Montigny-le-Bretonneux), toutes achetées en VEFA par la branche patrimoniale du Groupe. Une fois achevées, ces résidences seront gérées par la branche gestion du Groupe.

Dans le contexte du renforcement de son portefeuille d'actifs patrimoniaux, incluant une sélection de projets de qualité en profitant de bonnes opportunités de marché, la valeur du portefeuille d'actifs patrimoniaux a augmenté de 19% en 2018 (équivalant à 46,9 M€), atteignant un montant de 295,3 M€.

Ce portefeuille d'immeubles de placement, évalué de manière indépendante, est comptabilisé à la juste valeur. Il a dégagé des gains de 15,3 M€ en 2018 (6,2 M€ en 2017). Le chiffre d'affaires des biens immobiliers s'est stabilisé autour de 10 M€. La valeur du portefeuille d'immeubles de placement du Groupe en cours de construction a diminué pour s'établir à 27,4 M€ à la fin de 2018.

Les 3 et 4 juin 2019, ARC Ratings a rencontré le Conseil d'administration et les hauts dirigeants de Résidé Études pour discuter de la performance du Groupe et de sa stratégie.

Le chiffre d'affaires du Groupe a augmenté de 22,1%, atteignant un nouveau maximum de 463,9 M€ en 2018. Plus de 70% de ce montant est issu de la gestion et de l'exploitation immobilière, source de revenus plus réguliers. La marge d'EBITDA s'est améliorée à 6,6%, soit une hausse de 1,5 point de pourcentage par rapport à 2017. C'est pourquoi, dans un contexte d'activité en expansion, l'EBITDA du Groupe a augmenté de manière significative (de 57%), dépassant les 30 M€. Les trois principales activités du Groupe sont des sources de fonds.

Il est également important de noter que l'EBITDAR est un indicateur pertinent en ce qui concerne l'activité du Groupe Résidé Études, car il mesure l'EBITDA avant prise en compte des loyers versés aux investisseurs. L'EBITDAR du Groupe a augmenté de 12% atteignant 155,6 M€ en 2018.

En 2018, les dépréciations et amortissements ont augmenté de 32%, en raison des investissements réalisés par le Groupe au cours des années précédentes. Par ailleurs, le Groupe a constitué une provision de 10,1 M€ pour la perte de valeur des actifs d'exploitation détenus, notamment dans le Relais Spa Roissy (dont les performances continuent d'être inférieures aux perspectives). Toutefois, ces impacts ont été compensés par les plus-values significatives enregistrées du fait de la variation de la valeur de marché du portefeuille d'immeubles de placement du Groupe. Dans le contexte de résultats plus significatifs issus du développement de la co-promotion, l'EBIT du Groupe a augmenté pour s'établir à 21,9 M€ en 2018, contre 15,9 M€ en 2017.

Dans un contexte d'investissement et d'une dynamique plus forte de l'activité de promotion immobilière, avec un impact sur la dette, les résultats financiers du Groupe s'établissent à -8,1 M€. Bénéficiant d'une augmentation significative de l'EBITDA, le ratio de couverture des frais financiers nets par EBITDA s'est amélioré pour se s'établir à 3,7 fois en 2018, contre 2,6 fois en 2017 (le meilleur résultat jamais réalisé par le Groupe).

Les résultats consolidés avant impôts ont augmenté de 64%, atteignant 13,7 M€ en 2018. Bénéficiant d'un taux d'imposition plus bas, le résultat net consolidé après intérêts minoritaires, a presque doublé pour atteindre 11,8 M€ en 2018.

### POLITIQUE FINANCIÈRE

Le total des actifs du Groupe s'élève à 578 M€ à fin 2018. Les actifs immobilisés ont augmenté pour atteindre 232,7 M€, dans un contexte de diminution des stocks, de -28%, à 48,2 M€, et d'une légère augmentation des créances clients, à 44,8 M€, principalement liées à l'activité de promotion immobilière du Groupe. Il convient de mentionner le renforcement de la trésorerie et équivalents, de près de 30 millions d'euros, à 47,2 M€ à la fin de 2018.

La capacité d'autofinancement du Groupe s'est améliorée à 16,9 M€ en 2018 (contre 10,2 M€ en 2017), bénéficiant d'un environnement favorable à son activité. La capacité d'autofinancement corrigée par la variation positive des BFR s'élevait à 31,1 M€ à la fin de 2018.



Le renforcement du portefeuille immobilier couplé à la croissance de l'activité de promotion, pour accroître l'activité de gestion à l'avenir, et les coûts associés à la croissance rapide du segment le plus récent des résidences pour seniors, ont entraîné une augmentation de 17,4 M€ de la dette financière nette en 2018, qui s'est fixée à 272,7 M€. Le Groupe a continué à montrer sa capacité à piloter l'activité, en réalisant des investissements à moyen terme de 51,3 M€ (environ moins 13% par rapport aux prévisions). Ainsi, à la fin de 2018, sa dette financière nette était inférieure de 10,9% aux prévisions (équivalent à -33,5 M€). Dans le cadre des investissements à moyen terme, qui ont besoin de temps pour être rentables, le ratio dette financière net / EBITDA s'est amélioré à 8,9 fois en 2018 (faible effet de levier par rapport aux prévisions) contre 13,2 fois en 2017). Sur la base notamment des perspectives de croissance significatives de l'EBITDA, le Groupe prévoit une amélioration progressive de ce ratio (voir Perspectives).

La dette à moyen/long terme contractée par le Groupe a une échéance à long terme. À la fin de 2018, l'endettement concernant les financements des résidences sociales pour étudiants, d'une durée de 30 ans, s'élevait à 36,1 M€, tandis que les crédits-baux immobiliers, généralement d'une durée de 15 ans, s'élevaient à 63,9 M€. Les emprunts obligataires se sont élevés à 70,7 M€, dont 50 M€ émis le 18 février 2016 d'une maturité de 7 ans (avec un taux d'intérêt annuel de 4,5%) et 18,5 M€ concernant l'encours de l'emprunt obligataire émis le 23 octobre 2013 (après un remboursement partiel anticipé, grâce au produit de l'emprunt obligataire de 50 M€), d'une maturité de 6 ans, à l'échéance au 23 octobre 2019, et un taux d'intérêt annuel de 5,2%. Dans le contexte de l'investissement, la dette contractée à moyen et à long terme a augmenté de 20 M€, se fixant à 249,2 M€ à la fin 2018 : 163 M€ avaient une échéance de plus de 5 ans, 58,7 M€ avaient une échéance comprise entre 1 et 5 ans et 27,5 M€ étaient dus en 2019. De ce montant, 18,5 M€ concernent l'encours du premier emprunt obligataire du Groupe, qui sera refinancé par un emprunt en cours de préparation d'un montant compris entre 30 M€ et 50 M€ et d'une durée de 6 ou 7 ans. Le nouvel emprunt obligataire fournira des fonds supplémentaires pour financer la stratégie d'expansion du Groupe, notamment sur les marchés internationaux (voir Perspectives).

Dans un contexte favorable des marchés financiers, le Groupe a saisi l'opportunité de diversifier ses sources de financement en procédant à une cession de créances en 2018 pour un montant de 30 M€ sur une échéance de 3 ans pouvant être prolongée.

La dette du Groupe à court terme, à la fin de 2018, équivalant à 21% de la dette totale, s'élevait à 68,2 M€. Comme d'habitude pour les activités du Groupe, cette dette était principalement composée de découverts bancaires pour un montant de 38,6 M€, pour financer les programmes de promotion immobilière, en plus de la partie mentionnée de la dette à moyen et long terme venant à échéance à court terme (27,5 M€) et des 2,2 M€ d'intérêts courus relatifs à des emprunts obligataires. Le remboursement des découverts bancaires pour financer les programmes de promotion immobilière se fera en VEFA, dont la facturation dépend du niveau d'achèvement du projet. Il est à noter que le Groupe a suivi régulièrement l'évolution de ces projets et prévoit l'achèvement de 18 résidences en 2019 et de 27 en 2020. Ainsi, si l'on exclut les découverts bancaires pour financer les programmes de promotion immobilière, le montant significatif de la trésorerie et équivalents du Groupe à fin 2018 (47,2 M€) couvrirait sa dette à court terme.

En ce qui concerne les taux d'intérêt, la dette du Groupe à moyen et à long terme est soumise majoritairement à des taux d'intérêt fixes. Pour sa dette à moyen et à long terme à taux variable, le Groupe cherche des solutions sur mesure, pour couvrir ou plafonner ces taux d'intérêt. Les quatre swaps contractés par le Groupe à la fin de 2018 sont valorisés à leur juste valeur dans les comptes du Groupe. À la fin 2018, la perte latente liée à ces instruments

financiers n'était pas significative. Comme mentionné dans le rapport de notation, la dette à taux variable liée aux opérations de promotion immobilière ne fait pas l'objet de couverture de taux d'intérêt.

Les fonds propres du Groupe (y compris les intérêts minoritaires), compte tenu des dividendes qui seront distribués l'année prochaine et qui ont augmenté à 1,8 M€ (contre 1,2 M€ précédemment) dans le contexte d'un bénéfice net plus important, ont été renforcés de près de 12% en 2018, à près de 99 M€ à la fin de l'année. Néanmoins, dans un contexte d'investissement significatif à moyen terme et d'accélération de l'activité de promotion immobilière, pour atteindre un niveau de production de fonds plus élevé à l'avenir, le ratio fonds propres / actifs s'est stabilisé à environ 17% à la fin de 2018. Compte tenu de l'importance de la trésorerie et équivalents dans le bilan, le ratio fonds propres/actifs corrigés (où les actifs sont déduits de ces actifs plus disponibles) s'est établi à 18,6% à cette date.

### PERSPECTIVES

En mai 2019, le Groupe a mis à jour son business plan pour la période de 2019-2023 (scénario de base), en se basant sur les chiffres réalisés en 2018. La stratégie de croissance du Groupe se poursuit principalement sur le marché français, mais envisage déjà une certaine expansion dans les pays voisins à la suite de prospections antérieures. En effet, il est prévu que plus de 20% des nouvelles résidences seront implantées à l'étranger : en Belgique (où est basée la structure opérationnelle de développement international du Groupe), au Luxembourg, en Suisse, en Pologne, en Allemagne et au Portugal.

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

- Augmentation du nombre de logements en fonctionnement et sous gestion de 13.300 (équivalent à 39%), pour atteindre un total de près de 40.000, grâce à des augmentations annuelles plus accentuées en 2020 et en 2022. Le Groupe prévoit une croissance dans les trois secteurs d'activité, particulièrement dans les logements pour les seniors (plus du triple). Cela devrait se traduire par l'ouverture de 115 nouvelles résidences, dont 68 pour les seniors (plus fortement en co-promotion, la plupart sous l'enseigne Les Girandières). Cela permettra au Groupe d'atteindre un mix plus diversifié et plus équilibré de logements en fonctionnement et sous gestion en 2023, atteignant presque un quart du total pour les seniors, et approximativement la moitié pour les étudiants (bénéficiant de l'historique du Groupe dans ce segment d'activité). L'activité internationale représentera moins de 10% du nombre total de logements exploités et gérés par le Groupe.
- Renforcement de la relation avec les investisseurs institutionnels, notamment en ce qui concerne les ventes des logements internationaux à partir de 2020, tout en maintenant la relation avec les investisseurs privés (environ 1.200 par an). Par conséquent, le Groupe prévoit une augmentation du total des ventes de logements, à environ 2.300 par an à partir de 2020 (comparé au niveau précédent d'environ 1.600 par an), augmentant l'équilibre entre les deux types d'investisseurs. Les ventes en bloc présentent certains avantages comparatifs.
- Renforcement du portefeuille d'actifs patrimoniaux d'environ 300 M€, dont plus de 170 M€ dans des actifs opérationnels liés aux résidences devant entrer en fonctionnement et 88 M€ en immeubles de placement. Concernant les immeubles de placement, que le Groupe considère comme une réserve de valeur, il envisage une valorisation de 6,5 M€ en 2019, suivie d'une valorisation annuelle modérée inférieure à 4 M€.

L'inversion favorable des courbes de natalité au milieu des années 90 en France suggère que l'activité des résidences pour étudiants entrera dans une phase de croissance. Prudemment, le Groupe prévoit une croissance annuelle modérée du chiffre d'affaires (de 1% par an, sauf en 2020 et 2021, respectivement de 6% et de 7% en

raison de l'augmentation prévue du nombre de logements) et une presque stabilisation de la marge moyenne pour la période 2019-2023.

Dans le segment des appart-hôtels - à l'exception des résidences Relais Spa (voir ci-dessus) - les perspectives du Groupe indiquent une croissance moyenne annuelle du chiffre d'affaires de 5% et, dans un contexte d'entrée en fonctionnement de nouvelles résidences, une diminution de la marge sur la période 2019-2021, avec une reprise en 2022/2023.

En ce qui concerne le Relais Spa à Roissy, l'appart-hôtel de haut de gamme, le Groupe prévoit une augmentation moyenne du chiffre d'affaires de 7% en 2019 et une augmentation modeste au cours des années suivantes. Grâce au plan de restructuration financière, qui inclut le renouvellement des contrats avec les investisseurs en 2019 et en 2020 et une recapitalisation par le Groupe. L'équilibre est prévu en 2022.

Le Relais Spa Val d'Europe se situe sur une zone en développement, ce qui crée une dynamique dont le Groupe cherche à tirer parti. Il renforce notamment ses actions marketing pour promouvoir l'espace de conférence de l'appart-hôtel. Le Groupe prévoit une augmentation de 4% du chiffre d'affaires en 2019, puis des augmentations moindres au cours de la période 2020-2023. Le chiffre d'affaires pourrait être plus élevé en 2022, année de commémoration du 30e anniversaire du Parc Disneyland Paris. Le Groupe s'attend à ce que cette résidence reste en déficit d'environ 0,5 million d'euros par an, sur cette période.

Les statistiques françaises indiquent une augmentation significative du nombre de seniors âgés de 65 ans et plus dans les années à venir. Compte tenu de la pénurie de logements adéquats et de l'amélioration du revenu disponible, cela représente une opportunité de croissance pour le segment d'activité des résidences seniors avec services. Le Groupe veut prendre un positionnement important sur ce segment de marché, qui connaît une croissance rapide et une concurrence accrue. En outre, le Groupe veut contribuer à améliorer le concept des résidences seniors en offrant un produit de qualité, comme il l'a fait dans les deux segments plus matures, avec un impact positif sur les résultats. Le Groupe prévoit un nombre important d'ouvertures de résidences seniors chaque année au cours de la période 2019-2023, avec une offre limitée de résidences haut de gamme. Sans prendre en compte l'activité internationale, le Groupe espère ainsi renforcer sa présence avec l'ouverture de 8 nouvelles résidences en 2019, et de 12 ouvertures par an au cours de la période 2020-2023. Compte tenu d'une meilleure maturité du marché et d'une plus grande expérience sur ce segment, le Groupe prévoit une nouvelle progression du taux d'occupation des résidences seniors (dès l'ouverture, ce qui est un facteur clé de rentabilité). On s'attend donc à une augmentation significative du chiffre d'affaires, à un taux annuel moyen de 37% sur la période (notamment pour 2019/2020), et à une réduction progressive des pertes à partir de 2020, au fur et à mesure de l'augmentation de la base des résidences en vitesse de croisière, pour atteindre l'équilibre en 2022.

En ce qui concerne l'activité internationale, principalement les résidences pour étudiants, le Groupe prévoit une contribution croissante au chiffre d'affaires total, de 0,5% en 2020 à 3,2% en 2023. En termes de résultat avant impôt, il n'est pas prévu d'impact significatif dans cette première phase.

Dans le contexte de croissance de l'activité de promotion, qui précède une augmentation de l'activité de gestion, le Groupe prévoit une amélioration du résultat avant impôts. Concernant son portefeuille d'actifs patrimoniaux, même dans un contexte de potentielles provisions supplémentaires concernant Relais Spa Roissy et d'une valorisation conservatrice des actifs, le Groupe attend un résultat positif avant impôts (supérieur à celui de 2018 à partir de 2021).

Globalement, le Groupe envisage prudemment une croissance annuelle du C.A. à un chiffre (sauf 11% en 2021), c'est-à-dire nettement inférieure à celle réalisée au cours des deux dernières années. La marge d'EBITDA devrait s'améliorer à partir de 2020 pour atteindre 8,5%, par rapport à 6,6% en 2018, et 12% en 2023 (soit le double du chiffre attendu pour 2019), bénéficiant d'économies d'échelle et des résultats en augmentation provenant de l'activité de co-promotion (comptabilisée selon la méthode de mise en équivalence). Par conséquent, le Groupe prévoit une amélioration de l'EBITDA à 45 M€ en 2020 (près de 50% de plus, par rapport à 2018), au-dessus de 54 M€ en 2021 et à près de 79 M€ en 2023.

### SCÉNARIO DE BASE DU GROUPE RÉSIDE ÉTUDES POUR LA PÉRIODE 2019-2023 (EN MILLIONS D'EUROS)

	2018	2019 (P)	2020 (P)	2021 (P)	2022 (P)	2023 (P)
<b>A) Résultat Avant IS</b>	<b>13.7</b>	<b>12.2</b>	<b>23.0</b>	<b>29.4</b>	<b>39.2</b>	<b>45.4</b>
lequel						
des Activités de Gestion Exploitation	(4.4)	(3.6)	6.0	9.7	17.7	22.1
lequel						
Résidences Étudiants	5.6	6.3	9.3	9.2	9.1	9.6
Résidences Apparthotels	(3.4)	1.1	2.0	5.0	6.6	7.5
lequel «Relais Spa»	(9.3)	(4.0)	(3.3)	(0.7)	0.0	0.0
Résidences Personnes Âgées	(6.5)	(10.5)	(5.9)	(4.7)	1.9	5.6
Activités Internationales	0.0	(0.5)	0.7	0.2	0.1	(0.7)
des Activités de Promotion	11.0	9.2	11.2	12.6	13.1	13.9
des Activités Patrimoniales	10.4	8.9	10.0	11.4	12.7	13.7
des Activités de Holding	(3.3)	(2.3)	(4.2)	(4.2)	(4.2)	(4.3)
<b>B) IS et Participation</b>	<b>(1.9)</b>	<b>(4.0)</b>	<b>(7.6)</b>	<b>(9.7)</b>	<b>(12.9)</b>	<b>(15.0)</b>
<b>C) Résultat Net des Activités (A + B)</b>	<b>11.8</b>	<b>8.2</b>	<b>15.4</b>	<b>19.7</b>	<b>26.3</b>	<b>30.4</b>
<b>D) Dotation Nette aux Amortissements</b>	<b>21.4</b>	<b>9.2</b>	<b>12.1</b>	<b>16.1</b>	<b>20.5</b>	<b>25.7</b>
<b>D1) Elimination Écart Juste Valeur</b>	<b>(15.3)</b>	<b>(6.5)</b>	<b>(2.6)</b>	<b>(3.1)</b>	<b>(3.7)</b>	<b>(3.8)</b>
<b>D2) Autres</b>	<b>(1.0)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>E) Capacité d'Autofinancement (C + D + D1 + D2)</b>	<b>17.0</b>	<b>11.0</b>	<b>24.9</b>	<b>32.7</b>	<b>43.1</b>	<b>52.3</b>
<b>F) Variation du BFR - Activités Opérationnelles</b>	<b>44.2</b>	<b>15.2</b>	<b>6.8</b>	<b>(3.6)</b>	<b>(0.2)</b>	<b>(0.2)</b>
<b>G) Capacité d'Autofinancement Corrigée de la Variation du BFR (E + F)</b>	<b>61.2</b>	<b>26.2</b>	<b>31.7</b>	<b>29.1</b>	<b>42.9</b>	<b>52.1</b>
<b>H) Activités d'Investissement</b>	<b>(51.3)</b>	<b>(61.5)</b>	<b>(57.9)</b>	<b>(57.5)</b>	<b>(58.4)</b>	<b>(65.8)</b>
laquelles						
Immeubles Corporelles et d'Exploitation	n.d.	(29.8)	(29.0)	(30.5)	(37.3)	(46.1)
Immeubles de Placement	n.d.	(27.6)	(20.1)	(18.1)	(11.9)	(10.5)
<b>I) Dividendes</b>	<b>(1.2)</b>	<b>(1.8)</b>	<b>(1.8)</b>	<b>(1.5)</b>	<b>(2.0)</b>	<b>(2.6)</b>
<b>J) Variation des Emprunts à Moyen et Long Terme</b>	<b>24.0</b>	<b>100.2</b>	<b>13.3</b>	<b>(16.3)</b>	<b>17.6</b>	<b>10.8</b>

#### Notes:

(P) Prévisionnel de 2019-2023; n.d. = Non disponible.

#### Sources:

Prévisions d'activité pour le Groupe Résidence Études.

Le haut niveau d'endettement utilisé pour financer les investissements projetés (d'environ 300 M€) conduira le Groupe à un niveau élevé de charges financières annuelles provenant des emprunts (plus d'un tiers par rapport à 2018). Cependant, on s'attend à une amélioration de la couverture des frais financiers nets par l'EBITDA à 4,2 fois en 2020 (après une diminution en 2019, due en partie à des coûts exceptionnels liés à de nouveaux financements de taille, mais meilleure que la couverture de 2017). Dans les années à venir, le Groupe prévoit une couverture plus confortable des charges financières nets des emprunts par l'EBITDA à 5 fois en 2021 et près de 8 fois en 2023.

Le résultat avant impôts devrait s'améliorer pour s'établir à près de 23 M€ en 2020, après une baisse prévue de 11% en 2019, en raison principalement de l'augmentation des charges financières. Pour la période 2021-2023, une amélioration significative est prévue à plus de 45 M€ en 2023.

Compte tenu de l'expansion de l'activité et en supposant un taux d'impôt sur les sociétés de 33% (qui serait supérieur au taux d'imposition subi en 2018), le Groupe a prévu une croissance annuelle de la capacité d'autofinancement pour la période 2019-2023, sauf en 2019 (moins 35% par rapport à 2018). La capacité d'autofinancement pour la période 2019-2023 devrait atteindre 164 M€. Compte tenu également de la variation positive des BFR ce montant passera à 182 M€.

En plus de la génération de fonds, pour financer la croissance de son activité et augmenter sa trésorerie et équivalents, le Groupe prévoit, en plus des découverts bancaires liés à l'activité de promotion (moins de 30 M€ par an), des émissions de dette à moyen et à long terme. L'émission de dette à moyen et à long terme la plus importante est attendue pour le second semestre de 2019 (comme prévu dans le business plan précédent), avec les émissions suivantes en préparation :

- Un emprunt obligataire, d'un montant compris entre 30 M€ et 50 M€ et d'une durée de 6 ou 7 ans. Le produit de cet emprunt sera affecté au paiement de l'encours de l'emprunt obligataire venant à échéance en octobre 2019, d'un montant de 18,5 M€, ainsi qu'au financement de sa stratégie d'expansion, notamment sur les marchés internationaux. Dans le business plan le Groupe a intégré un montant de 50 M€ ;
- Refinancement d'une partie de ses immeubles de placement et de ses actifs opérationnels à long terme (principalement avec des paiements échelonnés), sachant que, globalement, à la fin de 2018, le ratio LTV du portefeuille immobilier se situait à 53%. Le Groupe est en train de préparer un emprunt syndiqué à long terme d'un montant de 100 M€. Avec cet emprunt, le ratio LTV devrait passer à un niveau de 62%, qui devrait s'améliorer progressivement. Environ la moitié du produit de ce prêt sera affectée au paiement de la dette liée à certains de ces actifs. En même temps, en terme de structure, le Groupe procédera également à une réorganisation.

Par conséquent, profitant des grandes possibilités de financement, le Groupe se prépare à se positionner à un niveau d'endettement plus élevé, avec une prévision maximale de 447 M€ en 2023 et, parallèlement, à un niveau de trésorerie plus élevé. La trésorerie et équivalents devraient atteindre près de 106 M€ en 2019, dépasser 92 M€ en 2020 et, avec le paiement de la cession des créances, diminuer à près de 49 M€ à la fin de 2021 (près de 44 M€ en 2023). Dans ce contexte, l'endettement financier net du Groupe augmentera progressivement pour atteindre plus de 400 M€ en 2023 (en supposant le paiement de 30 M€ de la cession de créances en 2021, éventuellement renouvelable, ainsi que le renouvellement de l'emprunt obligataire venant à échéance en février 2023). Toutefois, le Groupe s'attend à une amélioration du ratio dette financière nette / EBITDA à 7,5 fois en 2020 (après une prévision ponctuelle de 10,6 fois pour 2019, mais en dessous du chiffre de 2017), à moins de 6 fois en 2022 et près de 5 fois en 2023.

Le Groupe prévoit le maintien d'une politique de dividendes conservatrice, en gardant plus de 90% des résultats nets futurs, doublant presque ses fonds propres pour atteindre 191 M€ à la fin de 2023. Dans le cadre d'investissements importants et d'une expansion de l'activité, le scénario de base indique une baisse du ratio fonds propres / actifs (déduction faite de la trésorerie, des ressources cycliques et des passifs d'impôt différé) en 2019 et 2020, à 24% (identique à 2017 et comparé à 25% en 2018) et une reprise progressive à partir de 2021, à 30,7% en 2023.

### ANALYSE DE SENSIBILITÉ

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

En partant de ce scénario de base, que ARC Ratings juge prudent en ce qui concerne l'activité de gestion et d'exploitation immobilière, ARC Ratings a envisagé - toutes choses étant égales par ailleurs - des réductions de 1 pp des taux de rentabilité dans les activités de gestion/exploitation des résidences pour étudiants, de 2019 à 2023 (soit 15% de moins par rapport au scénario de base), et des appart-hôtels, à l'exception de Relais Spa, de 2019 à 2023 (soit une moyenne de 21% de moins que le scénario de base). En outre, ARC Ratings a considéré, pour les années où une réduction des taux de rentabilité a été estimée, l'occurrence simultanée d'une baisse de 5% des revenus provenant de ces résidences. L'impact global sur les résultats avant impôts de l'activité de gestion/exploitation des résidences serait une réduction de 16,5 M€ au cours de la période 2019-2023 (soit un quart de moins que dans le scénario de base). Concernant l'activité de promotion immobilière, ARC Ratings a considéré une diminution de 10% pour les principales recettes de 2019 à 2023, ce qui devrait générer un impact sur les résultats avant impôts de -24,4 M€ (soit 41% de moins que dans le scénario de base). De plus, au niveau de l'activité patrimoniale, ARC Ratings a également considéré un impact négatif sur les résultats avant impôts de 10,8 M€ en termes cumulés (c.à.d. 19% de moins que dans le scénario de base).

Même dans un scénario enregistrant simultanément des baisses du niveau de rentabilité et du niveau d'activité, partiellement compensées par d'éventuelles économies d'impôt, le Groupe continuerait à présenter une capacité d'autofinancement supérieure à 80% de la capacité d'autofinancement prise en compte dans le scénario de base. Avec le maintien de la distribution de dividendes assumée dans le scénario de base, toutes autres choses restant égales par ailleurs, ce scénario aboutirait à une détérioration de la trésorerie du Groupe de 34,6 M€ au long de la période 2019-2023 (incluant des détériorations annuelles allant de 6 M€ à 7,6 M€). Dans ces conditions potentiellement moins favorables, la trésorerie brute serait encore d'environ 9 M€ à la fin de 2023 (par rapport à 43,7 M€ dans le scénario de base). Toutefois, dans des conditions moins favorables pour développer les activités, selon le Groupe la gestion de l'activité serait différente. En effet, le Groupe peut ralentir le développement de nouveaux programmes et réduire ainsi les besoins en fonds de roulement net liés à l'activité de promotion immobilière, ce qui entraînerait immédiatement une augmentation de la trésorerie. Le Groupe pourrait également envisager de réduire fortement ses investissements prévus dans les immeubles de placement, ce qui aurait un impact positif sur sa trésorerie.

### CONDITIONS D'ÉMISSION

L'émission qui est en cours de notation par ARC Ratings est un emprunt obligataire, sous forme de placement privé, placé par Résidence Études le 23 Octobre 2013, et dont l'encours est actuellement de 18,5 M€ (après un remboursement anticipé de 25,5 M€ le 18 février 2016). Les principales conditions de cet emprunt obligataire sont les suivantes: remboursable au pair au bout d'une période de 6 ans; intérêts payables annuellement, à compter de la date d'émission, à un taux d'intérêt fixe de 5,2%, majoré de 1,25 points de pourcentage l'an si le ratio de levier (Gearing) est supérieur ou égal à 0,85 fois; si ce ratio est supérieur ou égal à 1,00 fois, il entraîne le remboursement anticipé de l'emprunt; sur la base des comptes consolidés au 31 décembre 2018, ce ratio est de 0,39 fois (une amélioration par rapport à 0,67 fois au 31 décembre 2017); engagement non subordonné et (sous réserve des stipulations du maintien de l'emprunt à son rang) sans constitution de sûretés de la part du Groupe Résidence Études,



# Résidé Études

## Rapport de Notation de la Société - Suivi de l'Évolution



venant au même rang, sans préférence entre eux, et (sous réserve des exceptions impératives du droit français) au même rang que tous les autres engagements non subordonnés et non assortis de sûretés, présents ou futurs, du Groupe Résidé Études; cette clause ne s'applique pas aux crédits affectés aux actifs patrimoniaux et aux opérations de promotion; sujettes à remboursement anticipé de toutes ou partie des obligations si changement de contrôle; et assorties d'une clause de cross default.

### CLAUSE DE NON-RESPONSABILITÉ

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

## ARC Ratings, S.A.

Rua de São José, 35 – 1º B

1150-321 Lisbonne

PORTUGAL

Téléphone: +351 213 041 110

Courriel: [arcratings@arcratings.com](mailto:arcratings@arcratings.com)

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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