

CBo Territoria

Secteur : Immobilier

Un projet de croissance volcanique

CBo Territoria est une foncière-promoteur qui a hérité, à l'issue d'une scission en 2005, de plusieurs milliers d'hectares sur l'île de la Réunion que le Groupe Bourbon tenait de son activité sucrière initiale. Jusqu'en 2005, ce patrimoine était essentiellement exploité en qualité de terre agricole ou laissé comme friche industrielle. Depuis, la stratégie consiste à valoriser ces terrains :

1° en aménageant de vastes zones afin de les urbaniser (métier d'aménageur) ;

2° en y construisant des immeubles loués à des entreprises (bureaux, commerces, locaux d'activité) et en les conservant (métier de foncière) ;

3° en cédant des parcelles aménagées à des particuliers qui désirent y faire construire un logement ou, accessoirement, à des entreprises ou des collectivités territoriales dont l'investissement valorise la zone (métier de lotisseur) ;

4° en faisant construire des logements principalement locatifs vendus au détail à des investisseurs particuliers bénéficiant d'avantages fiscaux, ou en bloc à des bailleurs sociaux ou, secondairement, conservés par CBo pour défiscaliser son propre résultat.

D'autres opérations viennent par accessoire, augmenter le chiffre d'affaires :

- certains bâtiments neufs d'immobilier d'entreprise sont cédés à des acheteurs occupants lorsque, comme pour les parcelles, leur présence contribue nettement à la prospérité de la zone.

- un golf est exploité directement. Il contribue à l'image du site et de la société mais seulement symboliquement à ses résultats.

- CBo a entrepris de gérer une partie du patrimoine de logements locatifs cédés à des tiers, activité encore balbutiante, avec quelques dizaines de lots.

- des terres agricoles sont louées. Elles peuvent être ponctuellement vendues.

- enfin, certaines parcelles sont cédées à prix modéré à de très anciens occupants de fait, notamment issus d'ouvriers des sucreries.

Depuis 2005, une équipe d'une quarantaine de personnes a été constituée, qui a lancé les premières opérations d'aménagement, de vente de parcelles et de construction de logements et d'immobilier d'entreprise.

1. De 2005 à 2010 : la maturité au pas de charge

En janvier 2005, lors de la préparation de la scission, les nouveaux dirigeants du nouveau CBo nous faisaient visiter des terres en friche à l'Etang Saint-Paul, en annonçant ici des immeubles et là des maisons. En y retournant en août 2010, le contraste est saisissant : un quartier neuf a remplacé les herbes hautes, de petits immeubles esthétiques et des maisons mitoyennes. La construction s'achève avec quelques maisons encore en chantier.

Cinq ans d'expansion. Lors de l'introduction en bourse en 2005, les fonds propres, constitués des apports de terrains, représentaient 32 M€. Depuis, après une augmentation de capital de 27 M€ souscrite en 2007, les fonds propres, réévalués, ont été portés à 111 M€ part du groupe en juin 2010, soit 88 % de plus que les montants apportés. De 2005 à la fin de 2009, 87.000 m² ont été construits, dont 18.500 m² vendus et 68.600 m² conservés en patrimoine. Les immeubles de placement, sont passés de 35 M€ fin 2004 à 212 M€ à la mi-2010 (x 6). L'équipe, aujourd'hui une quarantaine de personnes, a été constituée au cours de cette période.

Un potentiel foncier préservé. Au cours de ces cinq années, 68 hectares ont été aménagés dont 47 ont été utilisés et 21 sont encore exploitables. En outre, 180 hectares ont été rendus juridiquement aménageables.

De nouveaux avantages compétitifs. En 2005, le principal avantage compétitif de CBo était son patrimoine foncier. En cinq ans, délai bref pour un tel métier, l'entreprise s'est manifestement bâti une notoriété et une crédibilité fortes qui lui constituent de nouvelles ressources. L'entreprise est visible par les grands affichages sur ses principaux sites. Les programmes de défiscalisation s'écoulent bien mieux que ceux des concurrents. Les logements sont presque entièrement occupés. Nous avons rencontré divers grands locataires parmi les entreprises, manifestement très satisfaits.

Une stratégie évolutive. Lors de l'introduction en bourse, le modèle d'affaires consistait à construire des logements pour les vendre en défiscalisation avec promesse de rachat puis exercer cette promesse et conserver les logements. Nous avons alors pointé que la faible rentabilité des logements ne permettait pas d'entretenir le modèle à grande échelle sans créer des besoins de financement excessifs. Depuis, l'orientation a évolué sous cette contrainte. Le modèle est désormais de conserver le patrimoine d'immobilier d'entreprise qui dégage un rendement élevé et de céder les logements par une activité de promotion, à la réserve de ceux construits pour une défiscalisation des résultats de CBo. La cession de parcelles, plus rapide et moins coûteuse à réaliser, procure les fonds propres nécessaires aux opérations de construction. L'investissement dans une partie des logements qu'elle construit permet de réduire l'impôt, sans pour autant chercher à l'annuler complètement. Malgré les importants besoins de financement, CBo a choisi de verser dès l'origine un dividende, qui a été en progression chaque année. L'entreprise travaille pour un actionariat très dispersé, en dehors des 20 % détenus par Jaccar.

2. Le plan Horizon 2015 : ambitieux mais réaliste

CBo Territoria a présenté le 22 septembre 2010 un plan de développement à cinq ans, intitulé Horizons 2015, qui chiffre avec beaucoup de précision les développements, tant en termes de volumes produits que de marges réalisées et de mode de financement. Même si l'on sait qu'un tel exercice se heurte toujours à l'imprévu, on doit saluer cette publication sans équivalent. L'entreprise ayant un modèle unique, les prévisions par un tiers sont particulièrement difficile sans une communication financière fournie.

Ce plan est constitué par la seule exploitation d'une partie des 180 hectares d'ores et déjà urbanisables. L'activité proviendra principalement de sept ZAC à dominante de logement, procurant un chiffre d'affaires de 600 M€ et 90 M€ de marge opérationnelle, et des sites tertiaires déjà entamés sur lesquels 100.000 m² seraient édifiés.



Le plan Horizon 2015 pour le logement

Programme HABITAT	Nb de Logts à réaliser	Objectifs Plan Horizon 2015	dont			reste à réaliser Hors Plan	Parcelles individuelles	Objectifs Plan Horizon 2015	reste à réaliser Hors Plan
			Promo. privée	Logt social	Patrimoine				
Opérations ZAC en cours (120 ha)	2 950	2 030	800	880	350	920	350	350	0
Opérations ZAC en études	1 020	460	200	210	50	560	280	100	180
Autres terrains maîtrisés	450	410	200	210	0	40	0	0	0
TOTAL HABITAT	4 420	2 900	1 200	1 300	400	1 520	630	450	180

Ce plan est ambitieux. Est-il réaliste ? Pour la partie résidentielle, l'objectif est de construire 2.900 logements en six ans (2010-2015), dont 2.500 seraient vendus et 400 conservés pour la défiscalisation. En outre, 450 parcelles seraient vendues. Les 2.900 logements sont prévus, à hauteur de 2.030 logements, sur des ZAC en cours, dépourvues de risque politique ou administratif significatif et 460 sur des ZAC en cours d'étude dont la probabilité de mise en oeuvre est élevée. Sur le total de 2.900 logements, 1.300 sont déjà pré-vendus sous les conditions d'un accord-cadre avec la SHLMR et 400 seront conservés par la société dans un but de défiscalisation. Le risque commercial porte donc sur le solde de 1.300 logements, soit une moyenne de 260 logements par an, qui représente un volume de l'ordre de 10 % des ventes de logements privés à La Réunion dans une année médiocre. Du point de vue de la faisabilité technique, la société se laisse une marge de manoeuvre par rapport à son potentiel constructible, estimé à 4.420 logements et 630 parcelles. Le plan n'en consommerait que 65 %, ce qui laisse la place au risque de blocage d'une ou plusieurs opérations. En matière d'immobilier d'entreprise, 100.000 m² sont envisagés, représentant 75 % du potentiel identifié par CBo. Une part significative est déjà engagée. Les mises en chantier de bureaux, locaux d'activité et commerces seront progressives, au rythme des locations. Les sites de La Mare, Savannah et Saint-Leu ont déjà une taille qui assure leur attractivité, de sorte que leur développement sera plus aisé que les constructions initiales.

Le plan Horizon 2015 pour l'immobilier d'entreprise

Programmes Immobilier Professionnel en m ² SHON	SHON à réaliser	Plan Horizon 2015	dont Patrimoine	dont Promotion	SHON Hors Plan
ZAC du Portail Saint-Leu	55 000	40 000	35 000	5 000	15 000
Quartiers d'affaires	30 000	20 000	15 000	5 000	10 000
En ZAC Habitat : Commerces et Bureaux	18 000	15 000	10 000	5 000	3 000
Autres terrains	30 000	25 000	10 000	15 000	5 000
TOTAL IMMO. PROFESSIONNEL	133 000	100 000	70 000	30 000	33 000

En termes de prix, le plan est présent en euros constants et sans variation des valeurs de marché. En métropole, les prix du logement sont clairement repartis à la hausse. Les particuliers n'ont guère d'alternative devant la faiblesse des taux d'intérêt ; la bourse, après dix ans de baisse, les effraie ; l'incertitude sur les retraites les incite à devenir propriétaires ; le coût du crédit a touché un plus bas à 3,3 %. A la Réunion, les mêmes causes devraient provoquer les mêmes conséquences, mais le point de départ est un marché déjà cher avec une population au pouvoir d'achat contraint. L'offre locative est abondante, freinant toute inflation des loyers. Les valeurs vénales ne paraissent pas

connaître encore la reprise métropolitaine. Au total, nous estimons préférable de supposer une légère déflation immobilière, de sorte que les chiffres en euros constants pourraient être considérés comme des euros courants.

Ce plan a été bâti sur l'hypothèse d'un capital constant, sans appel aux actionnaires. Cette hypothèse est même une contrainte majeure dont découle le rythme de développement. Le plan de développement permet l'autofinancement grâce, notamment, à la vente de parcelles au début de chaque programme afin de fournir les fonds propres engagés dans la construction. Trouver la dette correspondante aux perspectives de développement sera un des défis de CBo. Les banques locales sont peu nombreuses et doivent respecter des ratios de diversification. Compte tenu des particularismes locaux, rechercher des financements hors de l'île suppose un gros travail de pédagogie. De la fin 2009 à la fin 2015, près d'une centaine de millions d'euros supplémentaires devront être levés, à comparer aux 124 M€ déjà obtenus. Le ratio LTV doit aller en déclinant, ce qui laisse supposer que le plus difficile a été fait. Grâce au profit de promotion, le ratio ROC/dette irait en s'améliorant aussi, passant de 0,13 à 0,18.

La **politique de distribution** apparaît comme une résultante de toutes les contraintes ci-dessus. Le but est d'assurer un dividende stable ou croissant, mais CBo Territoria estime que, dans cette phase de forte croissance, la rentabilité des capitaux investis et le besoin de financement sont élevés, ce qui justifie de capitaliser une large part des profits. Au titre de 2009, le dividende payé en juin 2010 a représenté 0,07 €/action, soit 2,22 M€ ou 20 % du résultat net hors variation de juste de valeur. Cette politique sera maintenue jusqu'en 2015 puisque le plan prévoit une distribution de 16 M€ de 2011 à 2015, à comparer à un résultat cumulé (hors variation de juste valeur) d'une centaine de millions au cours de ces cinq années.

Au total, le risque d'exécution ne tient pas, selon nous, aux hypothèses techniques retenues par CBo, ambitieuses mais réalistes. C'est l'aléa économique et politique, qui est le principal facteur d'incertitude. Au premier rang, figure le maintien des procédés de défiscalisation attachés à la construction de logements, dans une période où l'Etat doit remettre en cause chaque année chaque niche fiscale. Le risque est, comme en métropole, que le besoin de logements ne soit pas assouvi mais que ce soit le logement social ou aidé qui en fasse les frais.

3. Organisation et financement

Organisation. L'entreprise regroupe une quarantaine de personnes et est organisée par marché : direction de l'aménagement, direction de l'habitat, direction de l'immobilier d'entreprise, avec les fonctions supports d'une direction du développement et d'une direction administrative et financière. Une entité juridique séparée assure la gestion immobilière de 500 locataires dont 400 logements. Le golf emploie, en sus, 25 salariés en équivalent temps plein. Bien que l'activité soit intégrée, les terrains font l'objet de transactions intra-groupe pour matérialiser l'évolution de la valeur par métier. Cette matérialisation est comptable, lors du passage des terrains en stocks, mais elle permet aussi à chaque équipe de travailler avec un prix de revient économique, notamment pour inciter les commercialisateurs à rechercher des prix de vente optimaux.

En 2005, CBo a été dotée de son patrimoine foncier, sans dette significative. Le passif est géré de telle sorte que l'entreprise puisse continuer son développement sans recourir à ses actionnaires, sauf opportunité d'investissement particulière. Les opérations d'aménagement sont théoriquement consommatrices de capitaux puisqu'il faut commencer les travaux avant de trouver des acquéreurs. La politique de CBo est de céder en priorité dans chaque ZAC des parcelles, qui peuvent être réalisées rapidement et à un coût modéré, afin de dégager les ressources nécessaires aux investissements de structure : voirie, réseaux, équipements, espaces verts. Dans la ZAC commerciale de Saint-Leu, le financement a été facilité par la pré-location de grandes surfaces de commerce.

4. La rentabilité particulière de CBo Territoria

CBo Territoria a la particularité de posséder l'essentiel des terrains sur lesquels elle fait construire. Pour autant, la société travaille sous forte contrainte politique, et donc financière. Les collectivités locales doivent donner leur accord aux développements projetés par CBo sur ses terrains, notamment lors du classement en ZAC (zone d'aménagement concerté) et de la délivrance des permis d'aménager et des permis de construire. Ces collectivités ne se privent pas, et c'est leur rôle, d'exiger des contreparties à leur agrément. D'autant que la construction de

centaines de logements dans une commune provoque l'arrivée de nouveaux habitants qui augmentent les besoins d'équipements collectifs, coûteux pour la collectivité. Les négociations peuvent porter sur la rétrocession de terrains pour des équipements publics, sur la contribution à certains des équipements supplémentaires et, surtout, sur la quote-part de logements sociaux dans les immeubles édifiés. Les logements sociaux construits avec une faible marge par CBo sont le passage obligé pour pouvoir développer des logements privés plus rémunérateurs. Environ 20 à 40 % des logements construits sont sociaux. Les marges sont donc très différenciées selon les actifs mais la société ne pourrait choisir de se concentrer sur les seuls métiers à marge élevée. C'est la vente de parcelles qui dégage évidemment les plus fortes marges. Le plan 2011-2015 fait ressortir implicitement des taux de marge qui vont de 6 à 7 % pour le logement social à 29 % pour la vente de parcelles destinées au logement.

Le plan 2011-2015 fait ressortir des taux de marge très différenciés

	CA promotion		Marge		Taux de marge
	Répartition	M€	Répartition	M€	
Logement privé	38%	228	38%	34,2	15%
Logement social	33%	198	15%	13,5	7%
Parcelles habitat	12%	72	23%	20,7	29%
Immobilier d'entreprise	13%	78	14%	12,6	16%
Autres terrains	4%	24	10%	9,0	38%
Total	100%	600	100%	90,0	15%

Au total, retenons que les résultats semestriels de 2010 ont confirmé que les 10 M€ loyers (annualisés) couvrent à fois les frais financiers (4,7 M€) et les frais généraux (3,5 M€), assurant la pérennité de l'entreprise quel que soit le rythme de construction et de commercialisation de la branche promotion.

Fiscalité. CBo Territoria est une société soumise à la fiscalité de droit commun. Elle ne bénéficie pas du statut SIIC, auquel elle ne pourrait prétendre du fait de sa cotation sur Alternext et de son bilan où les actifs locatifs ne sont pas prédominants. Ses profits sont donc soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun (33,3 %). Par contre, l'entreprise se distingue par son recours au régime des investissements dans les Dom-Tom qui donnent droit à de substantiels avantages fiscaux.

7. Economie réunionnaise

La Réunion en quelques mots

L'île de la Réunion, anciennement île Bourbon, est née d'un volcan jailli dans l'Océan Indien, à 800 kilomètres à l'est de Madagascar. Le volcan est toujours actif par intermittence mais sans danger, la zone exposée étant inhabitée. De cette origine demeure un relief essentiellement montagneux, la population et l'activité se concentrant tout au long de la bande côtière qui est en pente plus douce. L'île couvre 250 000 hectares (2 500 km²) soit environ un tiers de la Corse mais est densément peuplée de 805.000 habitants fin 2008. La Réunion est à la fois un département français et une région. Il n'y avait pas de population originelle lors de la colonisation européenne de sorte qu'il n'y a pas de revendication historique forte d'indépendance.

Quelques notions sur l'économie réunionnaise

L'économie de La Réunion est façonnée par sa géographie et son statut politique. Île de petite taille et département français, elle n'a pu développer d'industrie significative faute de marché local et du fait de la proximité de pays à main d'œuvre très bon marché, comme Madagascar. L'agriculture, la pêche ou le tourisme sont des points forts de La Réunion dans l'image qu'on s'en fait depuis la métropole. Mais l'économie réunionnaise est avant tout celle d'un pays développé avec un secteur tertiaire qui représente 75 % de l'emploi. Le point fort de l'agriculture est la canne à sucre, qui contribue beaucoup aux exportations. L'agriculture et l'industrie agroalimentaire emploient environ 8 % des emplois. Le climat permet d'espérer une autonomie énergétique à long terme, notamment grâce au photovoltaïque, qui peut devenir une utilisation possible des terrains de CBo. Les résidus agricoles sont déjà exploités (centrale à bagasse). Citons aussi un avantage compétitif militaire, les pays occidentaux y disposant d'un port sûr

pour le ravitaillement maritime et renouvellement des troupes qui n'a guère d'équivalent dans l'Océan indien.

Les atouts touristiques de La Réunion résident dans la combinaison de plages, avec une vingtaine de kilomètres de lagon, avec une large offre de randonnées dans des paysages tropicaux ou volcaniques exceptionnels. La concurrence auprès de la clientèle française vient surtout des Caraïbes ou de l'Afrique (Sénégal) qui offrent le soleil d'hiver à des prix sensiblement inférieurs. L'avantage pour les touristes métropolitains est le moindre décalage horaire qu'avec les Caraïbes mais le prix du billet est sensiblement supérieur. L'île a été très affectée par l'épidémie de chikungunya en 2006. En termes chiffrés, le bilan n'est pas plus grave que celui d'une grippe un peu sévère : 186 000 personnes malades dont 93 sont décédées directement ou indirectement, surtout des personnes âgées fragiles puisque l'âge médian était de 78 ans. Mais en termes d'image, la maladie a été désastreuse. L'offre hôtelière a été amputée, passant de 3.100 chambres offertes en 2005 à 2.043 en mai 2010. L'activité touristique est fortement concurrencée par Maurice, qui dispose d'un plus grand choix de plages et d'hôtels. Les tarifs hôteliers ne sont pas inférieurs à ceux de la Réunion, car l'offre est très haute dans la gamme, mais le niveau des salaires (200 €/mois) permet une bien plus grande intensité de services. La Réunion accueille chaque année 45.000 croisiéristes mais l'île n'est pas sur le trajet le plus fréquenté de l'Océan Indien, qui relie le canal de Suez à l'Inde en passant par Dubai.

Un retard persistant. Malgré ces atouts, La Réunion peine à créer une richesse suffisante et fait figure de territoire moins développé et très fortement subventionné par la métropole. Le PIB par habitant ne représente que la moitié de celui de la métropole. Surtout, les subventions diverses en provenance de France et d'Europe sont équivalents à la moitié de ce PIB pourtant faible. Elles prennent la forme d'aides à la personne (allocations familiales, allocations chômage, RMI), de dépenses d'intérêt général, d'aides à l'agriculture (notamment via les prix du sucre) ou de subventions européennes aux régions les moins développées. Le chômage très élevé est endémique et touche environ 30 % de la population active.

La croissance démographique a nourri, malgré tout, une croissance économique supérieure à celle de la métropole (3,7 % de 1994 à 2000). La fonction publique représente 32 % des emplois. Les fonctionnaires de l'État bénéficient de primes considérables, au prétexte de l'éloignement de la métropole, représentant 40 à 50 % du traitement. Ce pouvoir d'achat artificiel, joint au coût des importations, conduit à un niveau des prix supérieur à celui de la métropole. La faible taille du département et la dépendance aux importations contribuent à réduire la pression concurrentielle.

La crise économique et financière n'a pas épargné la Réunion, avec une récession de 2,9 % en 2009. La fragilisation des finances publiques est beaucoup plus sensible sur un territoire irrigué par les aides métropolitaines. L'économie a été notamment tirée en 2006-2008 par la construction de logements grâce à la défiscalisation. De plus, la grande route des Tamarins a mobilisé jusqu'en 2009 une grande partie des capacités des entreprises de travaux publics. Le projet de tram-train qui devait prendre le relais a été reporté aux calendes grecques. L'emploi dans la construction a chuté de 24 % entre le sommet de début 2008 et le premier trimestre 2010.

Economie immobilière

L'économie immobilière de la Réunion est soumise à un fonctionnement qui diffère sensiblement de celui de la métropole.

Le marché du logement est marqué par :

- la rareté foncière provenant de la configuration de l'île,
- la forte pression démographique,
- l'impact des avantages fiscaux sur les prix du neuf,
- le poids du logement social,
- les coûts de terrassement du fait de la pente moyenne,
- les coûts des matériaux plus élevés qu'en métropole car importés,

- le mode de construction adapté au climat local (chaleur, humidité, pluviométrie, cyclones).

L'immobilier d'entreprise est également concerné par ces spécificités (rareté foncière, coût des matériaux). Les coûts sont également accrus par la petite taille des opérations. Afin de contourner la cherté des locaux, les pouvoirs publics ont créé plusieurs sites dont les loyers sont bonifiés.

La rareté du foncier

Les 250 000 hectares qui constituent La Réunion se répartissent en terres cultivées pour 48 000 hectares (19 %), territoire agricole non cultivé pour 54 000 hectares (21 %), superficie boisée pour 86 000 hectares (34 %) et territoire non agricole pour 63 000 hectares (25 %). En pratique, une très vaste partie en est à peu près inaccessible, qu'il s'agisse d'une pente forte, de menaces d'inondations (ravines), de danger volcanique ou d'accès difficile. Les différents types de classement (parc naturel, réserves biologiques, littoral, etc.) cumulent 164.000 hectares d'espace naturel protégé. Le classement à l'Unesco renforce cette protection pour 40 % de l'île. Les espaces non protégés – qui ne sont pas pour autant librement exploitables – représentent donc 91.000 hectares. La détention par CBo Territoria de 3 200 hectares est donc une exception visible à l'échelle des territoires utilisables.

La densité de l'habitat est déjà élevée, avec 320 habitants par kilomètre carré contre 108 en métropole. Si l'on supposait, de façon optimiste, qu'un tiers de l'île est habitable, la densité serait de 915 habitants/km², identique à celle de l'île-de-France. Or, la croissance de la population s'annonce encore vigoureuse grâce à une natalité plus forte qu'en métropole (1,85 enfant pour 100 habitants en 2009 contre 1,28 en métropole) mais aussi à une pyramide des âges qui fait la part belle aux adultes en âge de procréer. L'immigration est légèrement positive, contribue à cette croissance. On trouve notamment parmi les arrivants des fonctionnaires retraités qui viennent y trouver non seulement une vie agréable mais une pension bonifiée de plus de 40 % au motif de l'éloignement... Comme en métropole, la tendance est à la réduction du nombre de personnes par foyer, par le vieillissement et par le divorce, ce qui augmente le nombre de foyers à population stable. Le nombre d'habitants atteindrait 1.026.000 en 2030 selon l'Insee. Mais le nombre de ménages doublerait entre 1999 et 2030. Ces perspectives supposent la constitution de 6.400 ménages par an (Insee). Compte tenu du besoin d'amélioration (une large part du parc ancien a été construit sommairement) il faudrait construire ou reconstruire environ 8.500 logements par an selon la DDE.

La canne à sucre est une pierre d'achoppement pour l'urbanisation, car elle occupe une large part des terres à faible pente. CBo qui possède environ 10 % des terres cultivées en canne à sucre. L'équation est délicate car un recul même partiel de la production suffirait à faire passer l'une des deux usines de l'île au-dessous de son seuil de rentabilité et entraîner sa fermeture. Un tel scénario ne serait pas favorable à CBo car il libérerait des milliers d'hectares de terres agricoles susceptibles d'être à terme transformées en terrains constructibles, soulageant ainsi la pénurie foncière. Cette hypothèse serait également synonyme de destruction de milliers d'emplois, avec un effet dépressif sur l'économie. La révision en 2014 du régime européen du sucre est de nature à perturber l'équilibre actuel. L'investissement photovoltaïque pourrait constituer une alternative partielle.

Le marché du logement subit les mêmes influences économiques que celui de la métropole, avec le biais des opérations de défiscalisation. Il en résulte une offre locative abondante qui a pesé sur les loyers, les ramenant autour de 10 € HC/m² quand le plafond du secteur intermédiaire est à 12 €. La défiscalisation perturbe également les valeurs vénales, en donnant une forte prime au neuf.

Le marché des bureaux est particulièrement étroit. Compte tenu des coûts de construction, la rentabilité des investissements est trop faible pour inciter à l'édification de bureaux locatifs. Les bureaux neufs sont donc surtout le fait d'entreprises qui font construire pour leur compte propre et qui y trouvent leur compte par des frais financiers inférieurs aux valeurs locatives. L'offre locative neuve du moment est essentiellement subventionnée, qu'il s'agisse de l'immeuble Cadjee dans la zone franche du Chaudron, qui procure un avantage fiscal aux locataires, ou des bâtiments dans les technopoles de Saint-Denis et de l'aéroport, dont les loyers sont bonifiés par la collectivité, pour favoriser certains secteurs d'activité (technologies, export).

Au total, une position dominante dans une économie fragile. CBo dispose d'avantages concurrentiels très forts mais

nous estimons que le principal facteur de risque dans l'investissement en actions CBo tient à son exposition à l'économie réunionnaise. La question n'est pas tant le chômage, puisqu'il est endémique, que le poids des subventions diverses par l'Etat français ou l'Europe : défiscalisation, primes aux fonctionnaires, poids de l'Education nationale, prix du sucre, octroi de mer, revenus sociaux (chômage, allocations familiales, RMI), etc. Dans un monde où l'Etat est condamné à faire des coupes sombres dans ses dépenses, des restrictions pour la Réunion sont inéluctables. Il est difficile de les quantifier et de mesurer leur impact.

8. L'expansion au-delà de 2015

Les dirigeants de CBo laissent entendre que les réserves foncières permettront à l'entreprise de poursuivre son expansion pendant une dizaine d'années environ au rythme de croisière approximatif qu'elle a atteint en 2009.

Rendre les surfaces exploitables. Le schéma d'aménagement régional (SAR) prévoit de rendre urbanisable des surfaces sur toute l'île de la Réunion, mais sans localiser les terrains. Des quotas seraient accordés aux communes, qui identifieraient les zones les plus adaptées. Il est difficile de chiffrer l'espérance de déclassement. Nous avons retenu (voir plus bas) une hypothèse d'une centaine d'hectares.

Projet touristique. Entre le golfe et la mer, CBo possède de très vastes surfaces avec vue sur mer, dans la partie la plus touristique de l'île à Saint-Gilles. Ces terrains sont en partie en friche. Leur aménagement suppose non seulement certains déclassements mais une évolution des dessertes. CBo travaille, pour une réalisation très progressive, à un projet pouvant associer le golfe, des hôtels ou résidences hôtelières et d'autres attractions. L'île tout entière a à gagner à l'augmentation d'une offre d'accueil de qualité, mais le montage d'un tel projet suppose de fédérer des intérêts très divers.

Acheter des terrains. Rien n'empêche CBo de poursuivre les métiers d'aménageur et de promoteur même si ses réserves foncières s'épuisent. L'entreprise a développé un savoir-faire et une crédibilité et peut disposer de ressources financières pour développer de grands tènements. La première piste envisageable est la collaboration avec les collectivités locales, dont les marges de manœuvre financière sont ténues. Notons qu'un autre groupe sucrier, Quartier Français, dispose, pour les mêmes raisons que CBo Territoria, de vastes réserves foncières. Quartier français vient d'être racheté par le grand groupe sucrier Terreos. Celui-ci a vocation à se séparer des diversifications, dont de cette activité foncière. Mais les terrains de Quartier français sont, dans l'ensemble, moins attractifs car situés plutôt dans l'est de l'île ou, pour la partie à l'ouest, dans des communes moins propices, comme Saint-Louis.

Sortir de la Réunion ? La société ne peut pas ne pas se poser la question d'exporter son savoir-faire. La question principale, à nos yeux, est de savoir si ces atouts concurrentiels sont exportables, une fois retiré l'avantage de la propriété des terrains. Il existe une compétence d'aménageur plus rare que celle de constructeur. La difficulté est que ce savoir-faire est largement lié à des notions juridiques qui ne sont valables qu'en territoire français. Des collaborations avec Maurice sont, néanmoins, envisagées. Madagascar ne paraît pas une piste sérieuse du fait de l'insécurité économique et juridique. Jaccar, la holding du premier actionnaire, est bien implanté au Vietnam et en Chine, ce qui peut aider au développement. A ce stade, sortir de la Réunion paraît prématuré.

9. Prévisions

CBo Territoria met en place un plan 2011-2015 qui repose sur un petit nombre de sites sur lesquels les incertitudes d'aménagement sont faibles. A la suite de l'examen ci-dessus, nous reprenons pour la période 2010-2015 des hypothèses globalement en phase avec le plan publié par la société. Aucun appel au marché n'est donc envisagé.

Résultat (M€)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
CA promotion	47,6	71,0	104,0	118,0	124,0	128,0	128,0
Autres revenus	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9	3,0	3,0
Rés. op. promotion (y c. frais fin. et autres revenus)	12,8	11,7	17,5	18,0	18,6	18,9	18,9
Loyers	8,8	10,0	12,0	14,0	17,0	20,0	24,0
EBE locatif	6,8	7,7	9,4	10,9	13,4	15,8	19,2
Frais généraux	2,7	2,8	2,8	2,9	3,0	3,1	3,1
Rés. op. courant	16,9	16,7	24,0	26,0	29,0	31,6	35,0
Intérêt sur dette moyenne	4,3%	4,2%	4,8%	4,7%	4,7%	4,7%	4,8%
Frais financiers (hors activés)	4,5	4,7	5,7	6,0	6,6	7,5	8,7
Impôt sur les sociétés déboursé	2,8	0,0	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Résultat net récurrent	9,6	12,0	15,1	16,8	19,2	20,9	23,1
IS latent sur var. juste valeur	5,3	2,7	1,7	1,9	2,1	2,4	2,7
Résultat après var. juste valeur	15,0	17,4	18,5	20,7	23,5	25,8	28,5
Impact de dilution	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Dividende	2,2	2,5	2,8	3,1	3,4	3,7	4,0
Bilan (M€)							
Patrimoine locatif fin d'année VV HD	142,3	162,7	195,6	229,0	274,0	319,8	382,3
Droits sur patrimoine d'entreprise	1,3	3,1	4,4	5,7	5,2	5,8	11,1
Livraisons patrimoine		18,3	30,1	30,1	45,1	45,1	60,2
Cessions patrimoine		0,0	0,0	0,0	4,0	4,0	3,0
Var. valeur patrimoine (y c. création de valeur)		1,5%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
VJV patrimoine	10,7	2,1	2,8	3,3	3,9	4,7	5,4
Consommation de terrains promotion		2,0	2,6	3,0	3,1	3,2	3,2
Consommation de terrains locatif		2,8	4,6	4,6	6,9	6,9	9,2
VJV terrains		6,0	2,4	2,5	2,5	2,6	2,7
Dette financière nette (fin)	124,3	128,1	138,4	146,9	165,8	183,3	211,7
dont dette dont frais immobilisés	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0
Dette financière moy. portant intérêt	109,3	111,2	118,2	127,6	141,4	159,6	182,5
Actif net réévalué (M€)							
ANR de remplacement non dilué	128,2	145,2	162,5	181,7	201,6	224,5	254,6
ANR de liquidation non dilué	105,4	120,6	136,6	154,5	174,9	197,3	222,0
Impact de dilution	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
ANR de remplacement dilué	130,6	147,6	164,9	184,1	204,0	227,0	257,0
ANR de liquidation dilué	107,8	123,0	139,0	156,9	177,3	199,7	224,4
Nb d'actions (M)							
Moyen (RNR) non dilué	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8
Fin d'année non dilué	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8
Moyen (RNR) dilué	32,6	32,6	32,6	32,6	32,6	32,6	32,6
Fin d'année dilué	32,6	32,6	32,6	32,6	32,6	32,6	32,6
Droit au dividende	32,6	32,6	32,6	32,6	32,6	32,6	32,6
Données par action (€/a)							
Résultat net récurrent	0,30	0,38	0,47	0,53	0,61	0,66	0,73
Résultat net récurrent dilué	0,30	0,37	0,47	0,52	0,59	0,65	0,71
Dividende	0,07	0,08	0,09	0,09	0,10	0,11	0,12
ANR de remplacement	4,04	4,57	5,12	5,72	6,35	7,07	8,02
ANR de liquidation	3,32	3,80	4,30	4,87	5,51	6,21	6,99
ANR de remp. dilué	4,00	4,52	5,05	5,64	6,25	6,95	7,88
ANR de liquid. dilué	3,30	3,77	4,26	4,81	5,43	6,12	6,88
Rés. op. courant non dilué av. impôt	0,5	0,5	0,8	0,8	0,9	1,0	1,1
Dette financière nette moyenne	3,9	4,0	4,2	4,5	4,9	5,5	6,2
Ratios							
Endettement (LTV)	87%	79%	71%	64%	61%	57%	55%
Endettement (dette/ANR-L)	118%	106%	101%	95%	95%	93%	95%
EBE locatif/loyers	77%	77%	78%	78%	79%	79%	80%
ROC/frais financiers (ICR)	3,8	3,5	4,2	4,3	4,4	4,2	4,0
ROC/dette nette moyenne	0,14	0,13	0,18	0,18	0,19	0,18	0,18
Frais généraux / loyers	31%	28%	24%	21%	18%	15%	13%
RNR N / ANR N-1 avant dilution	ns	9,3%	10,4%	10,3%	10,6%	10,4%	10,3%
RNR N / ANR N-1 après dilution	ns	8,2%	9,2%	9,2%	9,5%	9,3%	9,0%
Div/CAF nette/action avant dilution	23%	20%	18%	18%	17%	17%	17%
Div/CAF nette/action après dilution	23%	21%	18%	18%	18%	18%	17%
Div/patrimoine HD	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%	1,2%	1,2%	1,0%
Div/ANR-R N-1	ns	1,9%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%	1,7%
Div/ANR-L N-1	ns	2,3%	2,3%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission.

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION

10. Valorisation

10.1 Comptabilité

La lecture des comptes de CBo Territoria est complexifiée par plusieurs types d'opérations :

- Les immeubles de placement sont comptabilisés en juste valeur (IAS 40). Cette juste valeur concerne tous les actifs immobiliers, y compris les terres agricoles, sauf les terrains qui sont destinés à la vente ou à supporter des opérations de promotion. Les variations de juste valeur des actifs transitent chaque semestre par le compte de résultat. Comme CBo n'a pas le statut SIIC, les gains de juste valeur déclenchent la comptabilisation au passif d'un impôt différé sur la plus-value latente.
- Lorsqu'un terrain est définitivement destiné à porter une opération de promotion immobilière, il perd sa nature d'immeuble de placement et est transféré en stock. Les trois conditions cumulatives pour ce transfert sont réunies quand la zone a vocation à recueillir une majorité d'opérations de promotion par CBo, quand toutes les autorisations d'urbanisme sont obtenues et quand les travaux d'aménagement sont démarrés (en conformité avec les prescriptions IFRS).
- Durant la période de construction d'une opération de promotion, la marge est comptabilisée à l'avancement en combinant les avancements physique et commercial. Par exemple, si un programme est vendu à hauteur de 60 % et avancé à hauteur de 80 %, la marge est comptabilisée pour $0,6 \times 0,8 = 48$ %. Sur les grandes ZAC qui s'étalent sur plusieurs années, il peut donc se former une plus-value non-comptabilisée, par des travaux réalisés mais concernant des lots non encore cédés.
- La ligne de stocks comprend aussi des terrains proposés à la vente et les terrains des occupants sans droits ni titres. Il n'y a donc pas, à la différence des Siic, de ligne « actifs destinés à la vente ».
- Le chiffre d'affaires comprend les loyers, les charges locatives refacturées, les ventes de promotion immobilière (terrain et bâti) et les produits des activités annexes (7 % du CA au premier semestre 2010) constitués surtout des revenus du golf, secondairement de la gestion locative.

10.2 Composition du capital

Le capital est composé de 31.752.325 actions. Le capital initial était, en 2005, de 24.662.000 actions. Il a été augmenté en novembre 2007 de 7.090.325 actions par une augmentation de capital de 26,9 M€ à 3,80 €/action. Cet appel au marché était assorti d'une réduction d'impôt de 25 % (loi Breton) contraignant les actionnaires personnes physiques qui le souhaitaient à conserver les actions jusqu'au 31 décembre de la cinquième année suivant celle au cours de laquelle la souscription a été réalisée. Ces actionnaires recouvreront donc leur liberté le 1^{er} janvier 2013.

Dilution. Le conseil d'administration disposait d'une autorisation d'attribuer des stocks-options à hauteur de 5 % du capital, soit 1.233.100 actions. Cette autorisation, échue en 2009, a été utilisée à hauteur de 832.000 actions, dont 166.000 sont soumis à des conditions de performance. L'assemblée de 2010 a accordé une nouvelle autorisation au conseil d'accorder des options à hauteur de 5 % du capital, soit 1.587.616 actions potentielles. Par ailleurs, le conseil dispose depuis 2009 de l'autorisation d'attribuer 952.569 actions gratuites (3 % du capital) dont 48.500 ont été attribuées.

Etat des stock options attribuées à la fin de 2009

Date du plan	28/06/2006	06/06/2008	12/06/2009	Total
Options existantes	417 500	248 500	166 000	832 000
Expiration	28/06/2018	06/06/2018	12/06/2019	
Prix de souscription (€)	2,94	3,17	2,38	
Actions souscrites	0	0	0	0
Actions potentielles	417 500	248 500	166 000	832 000
Levée de fonds (M€)	1,23	0,79	0,40	2,41

10.3 Expertises

Les actifs sont expertisés deux fois par an par DTZ Eurexi. Nous avons consulté plus en détail les expertises des actifs locatifs. Certains actifs nous semblant évalués prudemment (les valeurs métriques des logements), d'autres plus généreusement (les délais de mise en service de l'immobilier d'entreprise sont peu pris en compte), mais les valeurs retenues nous paraissent, en moyenne, réalistes.

IMMEUBLES DE PLACEMENT (1)	Au 31/12/2009	Au 30/06/2010	Analyse au 30/06/2010	
	Valorisation	Valorisation	Consistance	
	M€	M€	Nombre (2)	Unité
IP Patrimoine bâti Professionnel	73,0	74,1	35 000 m ²	Surface Utile
IP Patrimoine bâti Habitat	69,2	69,2	30 800 m ²	Surface Utile
S/T IP Patrimoine bâti	142,2	143,3	65 800 m²	Surface Utile
IP Terrains en ZAC/ZAE	35,1	40,2	46	hectares
IP Terrains agricoles	18,4	22,3	1 815	hectares
IP Autres terrains	6,6	6,3	1 155	hectares
S/T IP Terrains (non bâtis)	60,1	68,8	3 016	hectares
Total Immeubles de Placement	202,3	212,1		

(1) "IP" : Immeubles de Placement

(2) Surface Utile Patrimoine : En tenant compte du % de détention CBo pour les sociétés consolidées en Intégration Proportionnelle

(3) "Rendement locatif brut" : Base Loyers HC au 01/07/2010, avant inoccupation et charges immobilières

Les logements sont évalués sur le fondement d'un rendement de 5,3 % brut et une valeur de 2.246 €/m² pour des immeubles neufs, ce qui peut laisser la place à une marge positive en cas de vente à la découpe. Puisque la découpe ne peut être immédiate du fait de la défiscalisation, il est normal de tenir compte d'une valeur en bloc avec occupation et non d'une valeur vide au détail.

L'immobilier d'entreprise est valorisé sur la base d'un taux de capitalisation moyen de 9 %. Toutefois, en l'absence d'un marché structuré de l'investissement, ce taux est en partie arbitraire. En métropole, le rendement des actifs neufs est partout inférieur à 9 %, même pour des entrepôts en province hors des zones reconnues. Dans un monde de taux d'intérêt faibles, le risque est donc plutôt de sous-évaluer ces actifs, mais l'absence de liquidité a aussi son prix.

Les terrains en ZAC ou ZAE d'une surface de 46 hectares sont retenus pour 40,2 M€. Le mètre carré de terrain est donc valorisé à 87 € y compris les travaux en cours. En retirant le coût des travaux réalisés, la valeur du terrain seul est de l'ordre de 40 €/m². Cette valeur est la plus difficile à appréhender car elle résulte de la constructibilité des terrains, de la quote-part réellement cessible (hors circulations, zones naturelles, équipements publics), de la contrainte de logements sociaux, du calendrier supposé de réalisation et du degré d'avancement. On doit s'en remettre aux hypothèses de l'entreprise, validées par l'expert. Les marges dégagées dans l'activité de promotion sont plutôt supérieures à celle de la concurrence, ce qui laisse supposer que la réévaluation a été prudente.

Les terres agricoles sont évaluées 22,3 M€ pour 1.815 hectares, soit à 1,2 €/m². Cette valeur peut surprendre mais

est cohérente avec des transactions de l'ordre de l'euro du mètre carré.

Les autres terrains (6,3 M€ pour 1.155 hectares) valent encore moins, 0,54 € par mètre carré. Ce sont des actifs sans doute définitivement inutilisables : terrains protégés (dont une partie en front de mer qui ne peut échoir qu'au Conservatoire du Littoral) ou zones trop escarpées pour un usage agricole.

Les stocks au sens large (terrains et immeubles en cours et achevés) représentent au 30 juin 2010 une valeur de 55,1 M€ dont la majorité (34,8 M€) est constituée de terrains.

STOCKS, en M€	31/12/2009	30/06/2010
Terrains en opérations d'aménagement	18,4	22,8
Autres terrains	10,1	12,0
Sous total Stocks Terrains	28,4	34,8
Stocks Immobilier Habitat (en cours et achevés)	6,7	13,1
Stocks Immobilier Entreprise (en cours et achevés)	4,9	7,1
Sous total Stocks Op. Immobilières	11,6	20,3
Total Stocks immobiliers (nets)	40,0	55,1

10.4 Actif net réévalué

Actif net de liquidation. CBo Territoria ne publie pas d'actif net réévalué en tant que tel mais l'usage de la juste de valeur dans l'appréciation des actifs et passifs permet de considérer que les 105,4 M€ (3,32 €/action) de fonds propres comptables part du groupe fin 2009 constituent un actif net de liquidation. La seule nuance réside dans les remarques déjà faites sur les plus-values latentes sur les terrains en stocks.

Actif net de remplacement. Le patrimoine locatif étant entièrement neuf, il n'est pas soumis aux droits d'enregistrement mais au régime de la TVA. Pour les prévisions d'actif net réévalué de remplacement, nous maintenons les logements à leur valeur hors droits car leur sort est d'être cédés à l'issue de la période de défiscalisation. Les droits de mutation ne sont donc estimés que sur l'immobilier d'entreprise, au taux de 1,8 % pour les immeubles détenus depuis moins de cinq ans et au taux de 6,2 % pour les immeubles détenus depuis plus de cinq ans.

L'ANR de remplacement réintègre l'impôt sur les plus-values latentes. CBo n'étant pas une Siic, les plus-values latentes sur les actifs donnent lieu à une provision symétrique d'impôt sur les sociétés. Les impôts différés passifs atteignent 21,5 M€ fin 2009, dont essentiellement 6,8 M€ relatifs aux plus-values en sursis d'imposition dues à l'apport partiel d'actifs de 2004 et 14,6 M€ relatifs aux plus-values latentes provenant de la mise en juste valeur (le solde de 0,1 M€ est constitué de huit postes différents que nous ne détaillons pas mais qui illustrent la complexité fiscale de l'entreprise). Ce retraitement est important puisque les impôts différés passifs représentent 0,68 €/action ou 20 % de l'ANR de liquidation.

10.5 Principes de valorisation de CBo Territoria

Nous distinguons, comme toujours, une valeur de majoritaire, que l'investisseur boursier pourrait percevoir en cas de changement de contrôle avec garantie de cours, de la valeur de minoritaire, matérialisée théoriquement par le cours de bourse.

Points forts

- vastes terrains urbanisables détenus en fonds propres
- potentiel constructible au-delà
- revenus du patrimoine foncier couvrant déjà les frais fixes
- crédibilité d'une équipe et notoriété constituées en cinq ans de travail

Points faibles

- exposition à l'économie réunionnaise fortement subventionnée
- exposition à l'arbitraire politique
- fort besoin de financement à l'échelle du territoire
- taille économique (40 personnes) et boursière (130 M€)

10.6 Valeur de majoritaire et intérêt spéculatif

Valeur de majoritaire. Chez une foncière pure, la valeur de majoritaire se confond avec l'actif net réévalué. En l'espèce, l'ANR ne reflète pas tout à fait cette valeur car il ignore 1° la création de valeur entre 2010 et 2015 qui n'est pas entièrement reflétée dans l'expertise ; 2° la création de valeur au-delà de 2015 tant par le métier de promoteur sur terrains propres ou de tiers que par les éventuels déclassements de terrains.

Valorisation par l'ANR seul. La première étape consiste à user de l'ANR de 2015 tel que déterminé par les prévisions ci-dessus et à l'actualiser. L'ANR prévisionnel de 2015 s'élève à 7,88 €/action en valeur de remplacement ou 6,88 € en valeur de liquidation. Le prix qu'un acquéreur serait prêt à payer serait fonction de sa stratégie. S'il a pour vocation de conserver très durablement le patrimoine, il peut acquitter sa valeur de remplacement. S'il doit céder les actifs, la valeur de liquidation est pertinente.

Valeur actuelle de l'ANR de remplacement 2015 selon le TRI exigé

TRI exigé	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
Valeur actuelle	5,95	5,65	5,42	5,18	4,95	4,74	4,53	4,34	4,15

En supposant qu'un repreneur exige **un TRI proche de 11 %**, il paierait aujourd'hui **5 € par action** pour prendre le contrôle de CBo Territoria, en faisant abstraction de la création de richesse postérieure à 2015.

Prise en compte du fonds de commerce de promoteur. L'évaluation de l'activité de promotion est évidemment difficile puisque, d'une part, la ressource en terrains propres sera moins abondante et, d'autre part, le risque politique attaché à la défiscalisation s'accroît avec le temps. Le management laisse entendre qu'il espère maintenir après 2015 l'activité de promotion au niveau qu'il aura alors atteint. Cette hypothèse conduirait à un résultat opérationnel de la promotion de l'ordre de 18 M€ avant impôt (120 M€ de chiffre d'affaires et 15 % de marge opérationnelle grâce aux terrains restants). En appliquant un impôt de principe (même si une défiscalisation n'est pas à exclure) et un multiple de 6 à 9 fois le résultat net, cette activité vaudrait 108 à 162 M€ fin 2015, soit 67 à 100 M€ en actualisant à 10 % sur la période, **l'équivalent de 50 à 70 % environ de la capitalisation boursière actuelle**. L'impact de cette hypothèse est donc considérable.

Une nécessaire prudence. Un promoteur qui dégagerait cette rentabilité au plan national en proportion de la population de l'île de La Réunion, afficherait une marge opérationnelle de 1,44 Md€/an soit quatre fois ce que Nexity a gagné au sommet du cycle, en 2007. Nous estimons inéluctable une réduction progressive des aides publiques – défiscalisation mais aussi autres subsides – sous la pression du surendettement de l'Etat et des collectivités locales. Il nous semble donc difficile de bâtir l'évaluation sur le postulat d'un environnement inchangé, même si on ne peut exclure cette perspective.

Les transactions pouvant servir de référence sont peu significatives. Le secteur a connu une grande agitation vers 2007 avec des changements de contrôle à 12 fois les profits de haut de cycle (Cogedim, Kaufman, Marignan) qui sont vite apparues comme très excessives. Altarea a dû rapidement provisionner 300 M€ sur les 650 M€ de son prix d'achat de Cogedim. A l'inverse, la vente des petits promoteurs locaux se fait souvent sans goodwill, ce qui peut représenter un PER de 3 à 4 fois. La valeur supérieure naît de la taille, qui assure une certaine récurrence, et de la marque, qui permet de vendre à meilleur prix ou d'être crédible face aux collectivités.

L'appréciation minimale. Un scénario catastrophe cumulerait une production de logements modeste en volume (200 lots par an) et des prix tels qu'ils se pratiquent hors défiscalisation (2.600 €/m²), soit à raison de 70 m² par logement, un chiffre d'affaires de 36,4 M€. La marge opérationnelle historique des promoteurs métropolitains est de l'ordre de 8 % ce qui conduirait à un résultat opérationnel de 2,9 M€. En appliquant un multiple de 9 au résultat net (il n'est pas nécessaire de cumuler une prime de risque élevée et un scénario pessimiste) et une actualisation à 10 %, on aboutirait à **une valorisation minimale pour un acquéreur du contrôle de CBo de 11 M€ (0,33 €/action) soit 8 % de la capitalisation boursière.**

Notre hypothèse centrale. La démographie réunionnaise ajoute à l'île environ 10.000 habitants par an. En retenant 2 habitants par logement pour les nouveaux foyers, le besoin annuel serait de 5.000 logements. D'aucuns estiment que le besoin est plutôt de l'ordre de 8.000 logements/an, dont la moitié pour le parc social. Si l'on suppose une part de marché de 7 % des 5.000 logements pour CBo Territoria, sa production annuelle porterait sur 350 logements. Avec les ratios ci-dessus, **la valeur actuelle du fonds de commerce serait portée à 19 M€ (0,58 €).** La valorisation est, de toutes façons, limitée par la taille de l'équipe en valeur absolue. Avec une quarantaine de personnes, cette activité est tributaire du départ d'un petit nombre de personnes, ce qui limite les ratios, sous peine de valoriser chaque individu sur des ratios irréalistes. En pratique, un acquéreur du contrôle demanderait au management un engagement de poursuite d'activité ou des clauses de complément de prix.

Le potentiel déjà décelé mais restant à exploiter après 2015. Le plan Horizon 2015 qui a servi de support aux prévisions montre que tout le potentiel des zones identifiées ne sera pas alors bâti. Sur les 180 hectares d'ores et déjà urbanisables, 4.420 logements pourraient être édifiés, dont seulement 2.900 seraient achevés en 2015. Le potentiel résiduel serait encore de 1.520 logements sur terrain propre. S'ajoutent 180 parcelles individuelles cessibles et 33.000 m² constructibles en immobilier d'entreprise. Au cours du plan 2010-2015, la marge est supposée de 11,2 % en tenant compte à la fois des logements privés et sociaux, soit un supplément de 3,2 points par rapport à la marge de 8 % que nous avons retenue pour le fonds de commerce seul. La réalisation de ce solde avec les marges du plan en cours et l'actualisation à 11 % conduirait à **un supplément de valeur de 5,3 M€.** L'immobilier d'entreprise est supposé conservé et servir au remploi du cash-flow avec une faible marge théorique mais un rendement élevé.

Au-delà du potentiel déjà annoncé. Outre les 180 hectares constructibles décrits par la société, les 3.000 hectares recèlent une constructibilité potentielle, en cas de déclassement. Ici aussi, l'appréciation est délicate : le mètre carré de terre agricole est évalué à 1,2 € alors que le terrain constructible vaut entre 10 et 50 €. On peut, au moins, fournir une jauge. Une tranche de 1.000 logements et 140 parcelles (proportions du plan actuel) produits dans les mêmes conditions dégagerait à terme un résultat net de 17 M€ après impôt au taux normal. En appliquant les ratios du plan, une telle tranche type correspondrait à une surface de 41 hectares de terrain, soit 2 % des seules terres agricoles. Ce terrain figure aujourd'hui pour une valeur symbolique au bilan.

Une réévaluation à concurrence de 40 €/m² de terrain provoquerait un gain de 16,4 M€ brut soit 10,8 M€ net. En actualisant le tout (10,8 M€ de réévaluation foncière et 17 M€ de marge nette de promotion) à 11 %, la valeur actuelle d'une tranche de 1000 logements ou 41 hectares dans huit ans est de 12 M€ (0,37 €/action). La pression démographique et la faible offre foncière laissent penser que le scénario le plus probable est plutôt la réalisation de plusieurs telles tranches. Une hypothèse de 150 hectares serait la borne haute. **Nous retenons une hypothèse de 100 hectares.** Pour la valorisation de la société, le fonds de commerce de promotion ayant déjà été pris en compte, la valeur de majoritaire est augmentée de **la seule réévaluation foncière soit 11,4 M€ (0,35 €/action).**

Synthèse de la valeur de majoritaire. Les calculs qui précèdent, on l'aura compris, visent plus à situer des ordres de grandeur qu'à former une prédiction exacte. Nous retenons une valeur centrale pour un changement de contrôle ainsi formée :

Valeur de majoritaire

	M€	€/action	Méthode
ANR 2015	161,5	4,95	ANR de remplacement actualisé à 11 %
Fonds de commerce promotion	19,0	0,58	Marge op. 8 % et 380 log. / an
Achèvement du potentiel identifié	5,3	0,16	Supplément de marge au taux du plan 2015
Rééval. terrain par déclassement de 100 ha	11,4	0,35	Terrain à 40 €/m ² avant aménagement
Total	197,2	6,04	

Un flottant de 80 %. Jacques de Châteauevieux, via sa holding Jaccar, est le seul actionnaire important de CBo Territoria, avec 19,6 % du capital. Sa participation provient de la scission du groupe Bourbon en 2005, puisqu'il est également premier actionnaire de Groupe Bourbon. Le reste des actions (80,4 %) est dans le public. Si l'actionnariat de 2005 dupliquait, par construction, celui de Groupe Bourbon, les importants volumes échangés depuis ont largement rebattu les cartes. Nous ne pensons pas que Jacques de Châteauevieux soit vendeur de sa participation compte tenu des liens personnels qu'il a avec la société. Dans l'immédiat, rappelons que 18 % du capital sont susceptibles de faire l'objet d'un engagement de conservation jusqu'en décembre 2012 du fait de l'augmentation de capital de 2007. La somme de la participation de Jaccar et des autres titres soumis à l'engagement de conservation représente donc 38 % du capital. Le capital de CBo est donc largement ouvert et permettrait une prise de contrôle sans concertation.

Qui pourrait prendre le contrôle ? Nous n'imaginons pas une foncière métropolitaine se porter acquéreur. Un promoteur pourrait être intéressé par les réserves foncières, la marque et l'équipe. Nexity aurait le bon profil et dispose des moyens d'une telle opération mais aucun signal n'est perceptible à ce jour. On ne peut écarter des marques d'intérêt d'acteurs de l'Océan indien mais rien ne laisse non plus penser aujourd'hui à un projet en ce sens. Au total, nous accordons à ce jour une faible probabilité au scénario d'une prise de contrôle.

Réglementation. Alternext n'est pas, au sens légal, un marché réglementé et CBo ne bénéficie donc pas des obligations d'OPA et de garantie de cours de la cote dite officielle. La seule contrainte, en cours de modification, sera celle d'une offre publique en cas de franchissement du seuil de 50 % du capital ou des droits de vote. Cette obligation est reprise à l'article 16 des statuts de CBo Territoria. Ceux-ci contraignent les actionnaires à déclarer à la société le franchissement des seuils de 5 %.

10.7 Valeur de minoritaire

Il s'agit ici de déterminer la valeur de l'action indépendamment de l'espérance de changement de contrôle. L'actionnaire minoritaire doit alors tenir compte des flux qui lui parviennent directement, c'est-à-dire les dividendes, et de la valorisation relative des autres actions d'entreprises qui seraient comparables.

Avantage aux Réunionnais. L'implantation de CBo et son métier créent le risque d'une asymétrie d'information du fait de la distance entre la Réunion et l'Europe où résident ses actionnaires potentiels. Les Réunionnais sont évidemment beaucoup mieux à même de juger des projets, de leur pertinence et de leur probabilité de réalisation, en particulier des espérances d'autorisations administratives ou de changement d'affectation des terrains, des possibles recours, de la solvabilité des grands locataires, etc. Il est donc normal que les investisseurs réunionnais exigent une prime de risque plus faible ou accepte un cours plus élevé, si l'on suppose que les autres investisseurs font payer leur ignorance relative. Un accroissement progressif de l'actionnariat local est dans le sens de l'histoire.

10.7.1 Actualisation de dividendes

Cette méthode pénalise CBo Territoria puisque le dividende ne représente qu'une faible fraction du résultat récurrent, qui n'est lui-même qu'une fraction de la création de richesse. Les prévisions pour les exercices 2010-2015 sont celles des tableaux ci-dessus. Pour la période ultérieure, nous avons retenu un résultat normatif issu de la promotion de 5 M€ par an après impôt de droit commun (33 %). On sait combien cette partie de la prévision est incertaine, mais l'impact en est relativisé par le fait qu'il s'agit d'une fraction des profits et de flux lointains. Le taux de distribution (*pay-out ratio*), actuellement faible pour les raisons exposées, est supposé porté à 60 % à partir de

2016, se rapprochant du taux des foncières plutôt que de celui des promoteurs. Les loyers sont supposés indexés à 1,5 % et le résultat progresse par cette seule indexation et par le remploi du résultat non distribué dans des actifs au rendement net de 7 %, financés pour moitié par dette à 5 %.

Valeur de l'action par actualisation de 250 ans de dividendes

(€/action, dilué)

TRI									
6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%	11,0%	12,0%	13,0%	14,0%	15,0%
39,1	16,9	9,9	6,8	5,1	4,1	3,4	2,8	2,4	2,1

La valeur actualisée des dividendes futurs tend à l'infini (ici 250 ans) vers 5,1 € pour un taux d'actualisation de 10 %. On notera l'extrême sensibilité au taux d'actualisation retenu. La visibilité à un tel horizon est évidemment nulle et le calcul est donc très théorique. En limitant les flux aux 50 prochaines années, la valeur est réduite comme suit.

Valeur de l'action par actualisation de 50 ans de dividendes

(€/action, dilué)

TRI									
6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%	11,0%	12,0%	13,0%	14,0%	15,0%
10,3	8,1	6,5	5,3	4,4	3,7	3,1	2,7	2,4	2,1

Le cours actuel (4,38 €) équivaut à l'actualisation des dividendes futurs des 50 prochaines années au taux de 10,03 %. Pour une durée de 30 ans, le cours actuel équivaut à un TRI de 8,25 % et pour une durée de 20 ans à un TRI de 5,2 %.

10.7.2 Valorisation par les comparables

Du fait de son histoire spécifique, CBo Territoria dispose de peu de sociétés comparables. La nature du chiffre d'affaires de CBo est aujourd'hui plus proche de celle d'un promoteur immobilier, essentiellement formé par des ventes de terrains aménagés ou de logements neufs. Mais la propriété du terrain à bâtir, financée sur fonds propres et sans réel coût historique, conduit à une position concurrentielle et à des marges sans rapport avec celles des autres promoteurs. Par ailleurs, le patrimoine accumulé donne un poids sans cesse croissant aux revenus locatifs et emmène CBo vers un profil de foncière. Cette dualité oblige à dissocier les deux métiers pour leur valorisation puis à procéder à une **somme des parties**. La dette est supposée affectée pour 40 M€ à la promotion (dette dont les frais financiers sont activés et dette sur les terrains à bâtir) et le solde à l'activité de foncière. Les frais généraux (2,8 M€) ont été affectés par moitié aux deux métiers.

La comparaison avec les promoteurs. Le secteur de la promotion immobilière n'est représenté en bourse que par quelques acteurs purs. Ce secteur est très morcelé et parmi les 15 premiers promoteurs en France (classés par le chiffre d'affaires réservé en 2009), on trouve surtout une majorité de filiales de grands groupes, qu'il s'agisse des majors du BTP (Bouygues, Eiffage, Vinci), de foncières (Icade, Cogedim chez Altarea) ou de groupes bancaires (BNP Paribas, Sogeprom chez Société Générale ou Crédit Agricole Immobilier). Le secteur a été anéanti en bourse par la crise immobilière des années 1990 et les sociétés cotées ont donc été introduites depuis une dizaine d'années tout au plus. Le marché boursier n'est donc que médiocrement familier du secteur. Seul Nexity dispose d'une taille suffisante pour être largement suivi. Les analystes et gérants sont surtout tenus de s'informer sur le secteur pour investir dans les majors du BTP (Bouygues, Vinci, Eiffage) et dans les matériaux de construction.

Les promoteurs cotés. La plupart de ces promoteurs cotés ont, comme CBo, une dominante résidentielle et une activité secondaire en immobilier d'entreprise. Nexity complète le métier de promoteur par celui de la gestion et de la transaction immobilière. Maisons France Confort est un constructeur de maisons individuelles, qui ne prend guère le risque de stocker des terrains. Parmi les entreprises cotées, la vente de parcelles n'est exercée à titre principal que par Capelli (qui ne fait pas l'objet d'un consensus de prévisions). Nexity est assis sur une trésorerie

nette positive après avoir revendu au groupe BPCE la quote-part du Crédit Foncier qu'il lui avait apportée. A l'inverse, Kaufman & Broad a fait l'objet d'un LBO à prix élevé en haut de cycle et s'est retrouvée en danger par une dette très excessive. Les Nouveaux Constructeurs a été affecté par sa dette mais aussi par son exposition au marché espagnol, sinistré. Les ratios de valorisation sont à manier avec précaution du fait de ces situations contrastées.

La valorisation des promoteurs cotés. Le secteur de la promotion en métropole a été très secoué par la crise de 2008-2009 mais a été sauvé par le régime Scellier dont les ventes ont permis de compenser en partie l'effondrement de la demande des occupants. L'exercice 2010 marque le début de ce redressement, même si ce n'est qu'en 2011 que les résultats culmineront par la livraison des commandes de 2009-2010. Le ratio EV/ Ebit (valeur d'entreprise sur résultat opérationnel) paraît le plus pertinent Pour les trois premiers titres, il varie entre 7,9 et 10,3 fois. Le redressement des Nouveaux Constructeurs n'est pas encore assez avancé pour que ce ratio ait un sens.

Le résultat opérationnel de CBo Territoria est prévu à 11,7 M€, soit 10,3 M€ en retirant la moitié des 2,8 M€ de frais généraux. La valorisation par l'application du multiple EV/ Ebit irait de 81,4 (multiple de 7,9 x) à 106 M€ (10,3 x). Cette approche est prudente en ce qu'elle ne tient pas compte de la forte croissance de la marge de promotion de CBo en 2011. Ce point est contrebalancé par le fait, d'une part, que les autres promoteurs connaîtront aussi un bon millésime 2011, même si c'est avec une moindre vigueur, et, d'autre part, que la valorisation doit tenir compte d'un profit normatif à long terme, que nous estimons plus proche de celui de 2010 que de 2011. Le marché boursier, ainsi que nous le verrons plus nettement pour les foncières, tient encore fortement compte de la liquidité. Par sa capitalisation boursière, CBo se rapproche plutôt de Maisons France Confort, ainsi que par l'absence de risque foncier. En retirant la dette financière affectée (40 M€), **la valorisation du métier de promoteur ressort à 41,4 M€ (1,27 €/action).**

**Les promoteurs cotés en bourse
Prévisions 2010 du consensus**

	Nexity	Kaufman & Broad	Maisons France Confort	Les Nouveaux Constructeurs
Reco. depuis 1 mois (nb)	8	2	5	1
Soldes de gestion (M€)				
CA 2010	2 554,24	911,70	443,77	520,09
EBITDA 2010	191,68	64,00	25,45	18,29
EBIT 2010	180,37	62,80	23,20	12,34
Résultat net 2010	122,30	13,00	15,30	-0,22
RN par action (€)	2,02	0,57	2,22	-0,02
Marge nette 2010	4,8%	1,4%	1,4%	0,0%
Free Cash Flow 2010	92,60	80,90	12,05	-56,20
Fonds propres 2010	1 935,00	97,90	99,60	n.c.
Dette nette 2010	-18,20	193,62	-37,80	155,95
Dividende par action 2010 (€)	1,60	0,00	0,89	0,00
Div. pay-out 2010	79,3%	0,0%	40,0%	n.s.
Valorisation				
Capitalisation boursière (M€)	1 788	456	221	107
Ev/EBIT 2010 (x)	9,8	10,3	7,9	21,3
P/E 2010 (x)	16,4	37,1	14,3	n.s.
Price/Cash Flow 2010 (x)	14,0	15,7	12,5	33,9
Price/Book 2010 (x)	0,92	4,87	2,21	0,61
Rendement 2010 (%)	4,8%	0,0%	2,8%	0,0%

Source: Factset

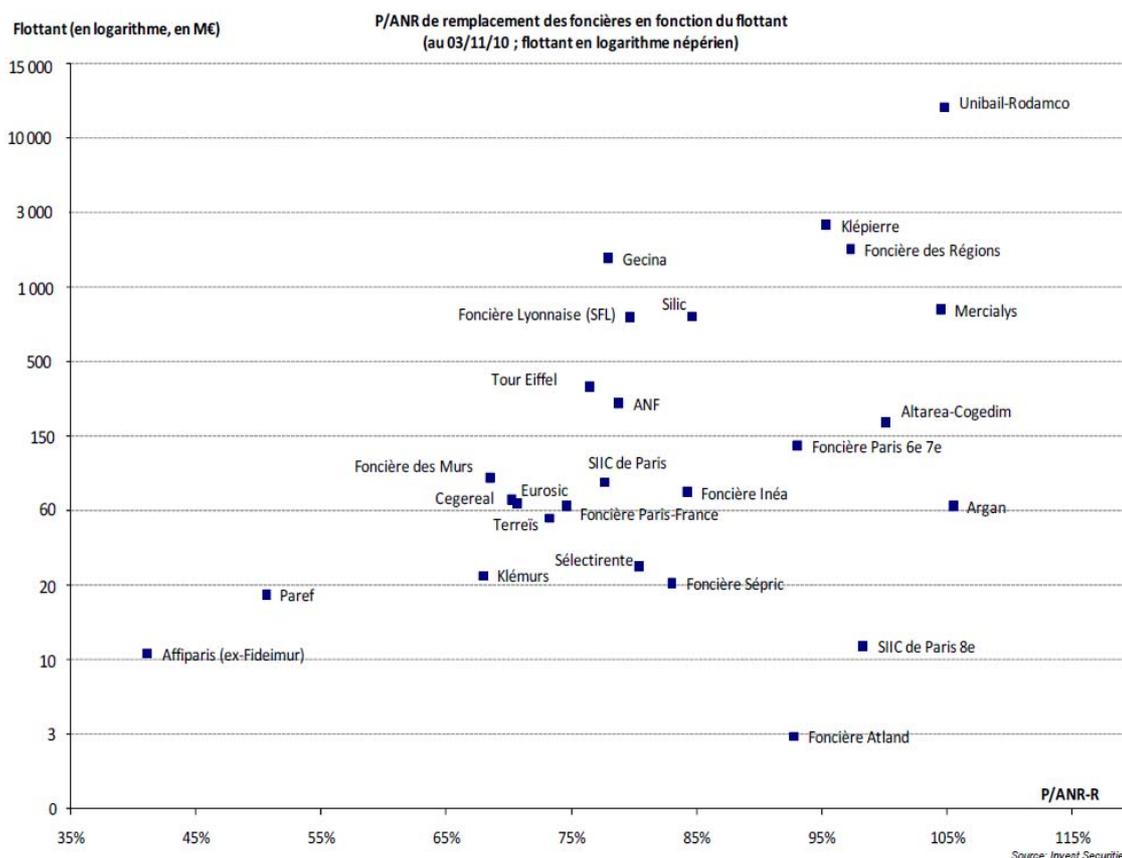
La comparaison avec les foncières. Le métier central de développement d'immeubles locatifs sur des réserves

foncières est également exercé par des foncières comme Silic sur ses terrains d'Orly-Rungis ou Icade sur les anciens EMGP, à la frontière nord de Paris. Mais ces sociétés ont débuté leur activité il y a plusieurs décennies et leurs produits locatifs représentent l'essentiel de leurs ressources. Notons que, chez les principales foncières, les fonds de commerce de leurs filiales de service sont valorisés dans leur ANR. Tel est le cas de Cogedim chez Altarea, de la promotion chez Icade, de l'organisation de salons chez Unibail ou de la gestion pour compte de tiers chez Klépierre ou PAREF. Tel n'est pas le cas chez CBo car cette activité, d'une part, n'a pas été acquise ou apportée, comme dans les autres sociétés citées, et d'autre part, elle a vu le jour récemment.

Quatre principaux facteurs de valorisation. Les graphiques qui suivent, fondés sur les résultats semestriels de 2010, montrent que le marché boursier fait varier la valeur des foncières selon une grille assez réduite : 1° la faveur va d'abord aux foncières de commerce, supposées plus résistantes aux cycles économiques ; 2° la préférence reste marquée pour les titres plus liquides ; 3° un endettement fort pèse sur la valorisation ; 4° une distribution élevée favorise le ratio P/ANR.

Le graphique qui suit montre que les trois plus grandes foncières (Unibail, Klépierre, FDR) se traitent sans décote sur leur actif net réévalué. Les petites foncières dont le titre fait l'objet d'assez d'échanges pour que le cours de bourse soit significatif (Affiparis, PAREF, Klémurs) se traitent avec plus de 30 % de décote.

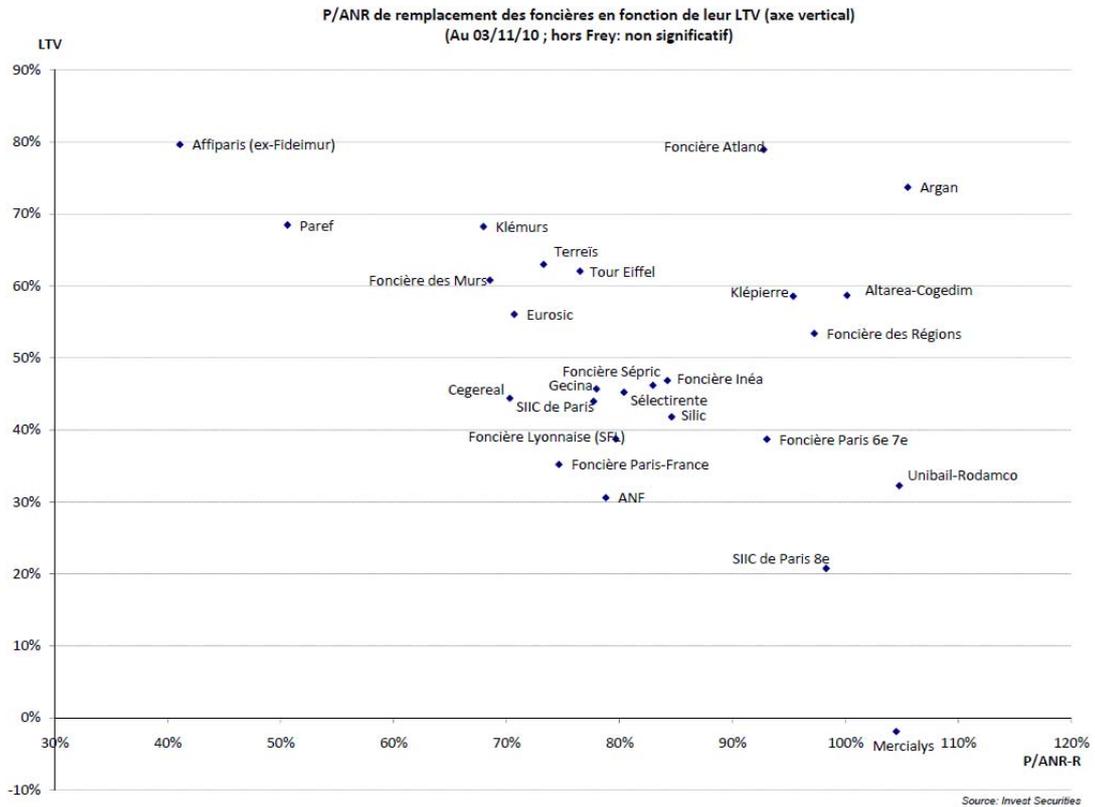
La liquidité influe encore nettement sur l'existence d'une prime ou d'une décote



Même si le marché du crédit s'est nettement amélioré après son gel complet au début de 2009, les investisseurs

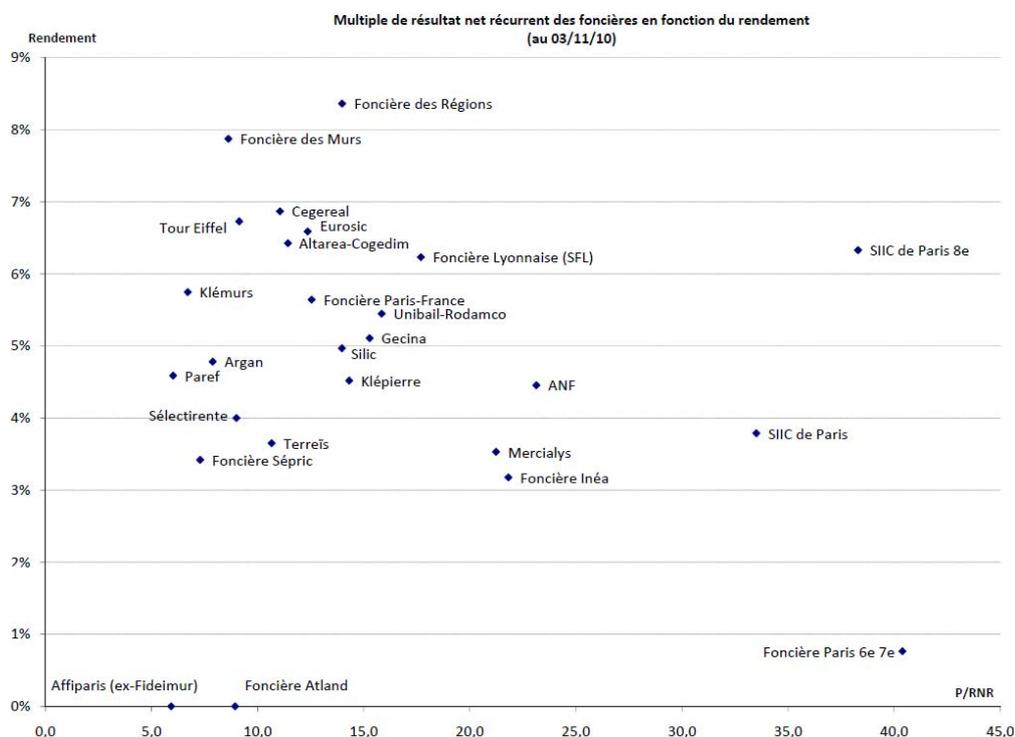
restent sensibles aux difficultés possibles de refinancement. Le graphique qui suit montre que les foncières affichant plus de 60 % de LTV sont nettement décotées, sauf Foncière Atland, dont le cours n'est pas significatif, et Argan, dont l'ANR est très rentable (environ 15 %).

La valorisation des foncières reste sensible à leur endettement



A profit identique, les investisseurs préfèrent manifestement un résultat distribué à un résultat réinvesti. On voit bien sur le graphique ci-dessous que les Sélectirente, Sépric, Terreis ou Paref affichent des multiples modérés alors que leur taux de distribution est faible.

Le taux de distribution influe sur la valeur



Le résultat récurrent de l'activité de foncière de CBo en 2010 est encore marginal si on lui affecte la dette dont les intérêts ne sont pas immobilisés. D'une part, cette activité porte des terrains improductifs, d'autre part, les frais généraux imputés (1,4 M€) sont lourds pour un métier naissant dont le résultat opérationnel n'est que de 7,7 M€. Après déduction des frais financiers, le résultat récurrent n'est que de 1,6 M€. Il serait artificiel de valoriser la partie foncière à partir de ce solde. L'appréciation par le rendement est également perturbée par la distribution relativement faible.

Reste, surtout, la comparaison du ratio P/ANR. La liquidité, l'endettement et la distribution conduiraient à un multiple de 0,65 à 0,75. L'ANR de remplacement de cette activité est égal à l'ANR de CBo estimé fin 2010 (145 M€), augmenté des 40 M€ de dette financière déjà affectées à la valorisation de l'activité de promotion, soit 185 M€ ou 5,67 €/action. Selon le ratio P/ANR retenu, la valeur du métier ressort à 3,68 € (ratio de 0,65), 3,97 € (0,70) ou 4,25 € (0,75).

Au total, cette approche par les comparables, avec les fortes limites qu'elle comporte dans le cas présent, aboutirait à une valeur de 4.95 à 5.52 €/action. On remarque que cette approche fait apparaître une faible décote par rapport à la valeur de majoritaire déterminée plus haut.

10.7.3 Méthode de Bates

Pour les entreprises qui sont en phase de forte croissance avant de connaître une stabilisation de l'activité, la méthode la plus appropriée consiste à se projeter à la période de cette vitesse de croisière pour obtenir une valorisation fondée sur le résultat stabilisé, puis à actualiser cette valeur. Cette approche a déjà été utilisée plus haut pour déterminer une valeur de majoritaire. S'agissant de la valorisation pour un minoritaire, il convient d'appliquer une décote (ou de retirer la prime de contrôle). En 2015, cette décote devrait être plus réduite qu'aujourd'hui, dans la mesure où la taille de la société aura progressé et où le poids de son métier locatif, plus prévisible, sera plus fort. La valeur finale retenue ici est l'ANR de remplacement 2015 (7,88 €/action). Le tableau ci-dessous indique la valeur actuelle en fonction de la décote de minoritaire et du TRI exigé d'ici 2015.

Décote	TRI				
	8,0%	9,0%	10,0%	11,0%	12,0%
15%	4,80	4,61	4,40	4,21	4,03
20%	4,52	4,34	4,14	3,96	3,79
25%	4,24	4,07	3,89	3,71	3,56
30%	3,96	3,79	3,63	3,47	3,32

10.8 Conclusion

La valeur de majoritaire s'établit à 6,0 €/action mais nous estimons que l'espérance de changement de contrôle est faible. L'actualisation au taux de 10 % des dividendes sur 50 ans donne une valeur de 4,38 €. L'approche par les comparables conduit à une valeur de 4,95 € à 5,52 €. Nous donnons la prééminence à la méthode de Bates, en retenant l'hypothèse d'une décote de 20 % sur la valeur de majoritaire avec un taux d'actualisation de 10 %, soit 4,14 €/action. Au cours de 2015 (6,30 €), le rendement serait de 5 % en supposant une accentuation de la distribution.

Notre objectif de cours est de 4,15 €/action, qui procurera 10 % par an, **dividende compris, jusqu'en 2015** pour autant que le plan soit réalisé et que l'action décote alors de 20 % sur l'ANR. Chaque investisseur pourra déterminer sa valorisation selon la matrice ci-dessous qui indique le TRI en fonction de la décote sur ANR en 2015.

Décote	TRI				
	8,0%	9,0%	10,0%	11,0%	12,0%
15%	4,80	4,61	4,40	4,21	4,03
20%	4,52	4,34	4,14	3,96	3,79
25%	4,24	4,07	3,89	3,71	3,56
30%	3,96	3,79	3,63	3,47	3,32

Cet objectif ne prend pas en compte une partie du potentiel au-delà de 2015 tel que nous l'avons déterminé plus haut et représentant 1,09 € /action (avant décote de minoritaire) à savoir 0,58 € pour le fonds de commerce de promotion, 0,16 € pour l'achèvement du potentiel identifié et 0,35 € pour le déclassement de 100 hectares.

Achévé de rédiger le 6 décembre 2010

Benoît FAURE-JARROSSON

01 44 88 77 88

bfaure-jarrosson@invest-securities.com

Détection de conflit d'intérêt

	Détention	Communication préalable	Intérêt personnel	Contrat d'analyse
Corporate Finance	capitalistique de l'émetteur	à l'émetteur	de l'analyste	
Non	Non	Oui	Non	Oui

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation d'achat ou de vente des actions émises par le société. Bien que toutes les précautions nécessaires aient été prises pour s'assurer que les faits mentionnés dans le présent document soient exacts et que les prévisions, opinions et anticipations qu'il contient soient sincères et raisonnables, Invest Securities n'a pas vérifié les informations contenues dans le présent document et en conséquence ni Invest Securities, ni l'un de ses mandataires sociaux, dirigeants ou employés ne peut être tenu pour responsable d'une quelconque manière de son contenu. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations contenues dans le présent document. Aucune personne n'accepte une quelconque responsabilité pour une perte de quelque nature que ce soit résultant de l'utilisation du présent document ou de son contenu, ou encore liée d'une quelconque manière au Présent document. Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux articles 321-122 à 321-142 du Règlement général de l'AMF.

ANALYSTES FINANCIERS

Daniel Anizon

Biotechs

☎ 33 1 44 88 77 88

✉ danizon@invest-securities.com

Paul Arkwright

Immobilier

☎ 33 1 73 73 90 25

✉ parkwright@invest-securities.com

Louis Bazy

Small caps - Stock picking

☎ 33 1 44 88 77 93

✉ lbazy@invest-securities.com

Benoît Faure-Jarrosion

Immobilier

☎ 33 1 44 88 88 09

✉ bfaure-jarrosion@invest-securities.com

Nicolas Maïquès

Media - Software - Internet - Agro

☎ 33 1 44 88 77 98

✉ nmaiques@invest-securities.com

Laurent Wilk

Greentech - Cleantech - Small Caps

☎ 33 1 44 88 77 97

✉ lwilk@invest-securities.com

Nailin Zhang

Valeurs chinoises

☎ 33 1 73 73 90 27

✉ nzhang@invest-securities.com

SALLE DES MARCHES

Eric d'Aillières

Directeur

☎ 33 1 44 88 77 99

✉ edaillieres@invest-securities.com

Claude Bouyer

Relations investisseurs institutionnels

☎ 33 1 44 88 77 99

✉ clbouyer@invest-securities.com

Pascal Hadjedj

Vendeur actions

☎ 33 1 44 88 77 99

✉ phadjedj@invest-securities.com

Thierry Roussilhe

Vendeur actions

☎ 33 1 44 88 77 99

✉ troussilhe@invest-securities.com

Kaspar Stuart

Vendeur actions

☎ 33 1 44 88 88 02

✉ kstuart@invest-securities.com

Frédéric Micaelli

Négociateur

☎ 33 1 44 88 77 99

✉ fmicaelli@invest-securities.com

René Reymond

Négociateur

☎ 33 1 44 88 77 99

✉ rreymond@invest-securities.com

Dominique Humbert

Négociateur

☎ 33 1 44 88 77 99

✉ dhumbert@invest-securities.com

INVEST SECURITIES CHINA

Pacific Century Place – IBM Tower – 14F, 48A, 2A Workers Stadium Road N Chaoyang District - Chaoyang District - 100027 Beijing PR China

Christine Lambert Goue

Managing Director

☎ 86 10 84 51 10 63

✉ clambert-goue@invest-securities.com

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation d'achat ou de vente des actions émises par les émetteurs. Bien que toutes les précautions nécessaires aient été prises pour s'assurer que les faits mentionnés dans le présent document soient exacts et que les prévisions, opinions et anticipations qu'il contient soient sincères et raisonnables, Invest Securities n'a pas vérifié les informations contenues dans le présent document et en conséquence ni Invest Securities, ni l'un de ses mandataires sociaux, dirigeants ou employés ne peut être tenu pour responsable d'une quelconque manière de son contenu. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations contenues dans le présent document. Aucune personne n'accepte une quelconque responsabilité pour une