

CHIFFRE D'AFFAIRES 2022 ET CONTACT SOCIÉTÉ

POURSUITE EN LIGNE DE LA FONCIARISATION

La publication du CA 2022 confirme la montée en puissance de l'activité principale de foncière (+9,1% à 23,8m€) qui affiche un taux d'occupation très élevé (98%) et sans dégradation des valeurs locatives selon nos estimations. En parallèle, la normalisation de l'activité de promotion se poursuit et laisse espérer un EBE de promotion en hausse en 2022, la baisse du CA du pôle promotion (-3,7% à 57,2m€) devant être compensée par les ventes de parcelles résidentielles à forte marge. Nous attendons un RNR 2022 en hausse de +7,9% qui laisse espérer un dividende 2022 au moins stable. CBo suit donc sa feuille de route crédible axée sur la fonciarisation de son modèle (patrimoine tertiaire de 430m€ à échéance 2026, +43% vs S1 2022). Nous restons relativement confiants quant à la capacité du groupe de mener à bien la transition de son modèle sans à-coup sur sa distribution à moyen terme et sans appel au marché. Nous relevons légèrement notre objectif de cours à 4,10€ (vs 4,0€). Recommandation Achat maintenue.

Bruno Duclos
+33 173 79 53 79
bduclos@invest-securities.com

Stéphane Afonso
+33 173 73 90 25
safonso@invest-securities.com

Document achevé de rédiger le
14/02/2023 à 17h40

Document publié le 15/02/2023
à 8h30

Montée en puissance de la foncière tertiaire confortée par la robustesse de l'occupation (98%)

Sur l'exercice 2022, l'activité principale de foncière affiche des données toujours bien orientées. Les loyers de la foncière tertiaire ont connu une croissance à périmètre constant robuste de +4,4%. Cette dernière a bénéficié, selon la société :

(i) d'une indexation encore modérée (contribution de +1,8%). La société est donc parvenue à faire passer l'ensemble des indexations avec des baux en grande partie indexés au 1er janvier. Nous modélisons pour l'exercice 2023 une indexation de +4,4% en moyenne sur le patrimoine de CBo.

(ii) de la bonne dynamique des commercialisations (contribution de +1,0%) avec un taux d'occupation qui passe de 97% à fin 2021 à 98% à fin 2022 (stable sur six mois). Ce niveau rarement atteint par la foncière confirme, selon nous, l'attractivité des actifs et la pertinence de la stratégie de fonciarisation du groupe entreprise depuis 2016. Sur l'exercice, nous comprenons que les renouvellements de baux ont été peu significatifs tandis que la société ne communique pas sur le niveau de réversion réalisé. Néanmoins, selon nos estimations elle ressort nulle ce qui corrobore le niveau constaté par CBo au premier semestre.

(iii) et de la fin de la période de franchises accordées principalement sur leur unique actif situé en métropole (contribution de +1,7%). Il s'agit de 5 000m² de bureaux situés dans la Zac Paris-Nord II (près de l'aéroport de Roissy) acquis en décembre 2020 (12m€). Le management nous indique que les mesures d'accompagnement sont restées très marginales sur l'île de la Réunion par rapport à la métropole. Ces franchises non lissées expliquent l'écart entre nos prévisions de loyers et les chiffres effectivement publiés.

La bonne tenue des fondamentaux milite jusqu'ici en faveur des valeurs locatives de marché capables de suivre plus ou moins l'inflation. Néanmoins nous n'écartons pas des négociations sur le montant des indexations facturées, au cas par cas, dans un contexte de pressions accrues sur la consommation discrétionnaire et sur les marges des locataires.

Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse

| en € / action | 2022e | 2023e | 2024e |
|---------------|-------|-------|-------|
| RNR | 0,48 | 0,46 | 0,46 |
| var. 1 an | +7,9% | -6,0% | +1,1% |
| Révisions | +5,5% | +2,3% | +2,6% |
| au 31/12 | 2022e | 2023e | 2024e |
| P/RNR | 7,5x | 8,2x | 8,1x |
| P/ANR-R | 0,51x | 0,52x | 0,50x |
| P/ANR-L | 0,56x | 0,57x | 0,56x |
| VE/EBITDA | 12,7x | 13,0x | 13,1x |
| CF yield | 13,2% | 12,2% | 12,4% |
| Rendement | 6,6% | 6,4% | 6,4% |

| Informations clés | | | | |
|----------------------|----------|-------|--------------|----------|
| Cours de clôture du | 14/02/23 | | 3,73 | |
| Nb d'actions (m) | | | 36,5 | |
| Capitalisation (m€) | | | 136 | |
| Capi. flottante (m€) | | | 102 | |
| ISIN | | | FR0010193979 | |
| Ticker | | | CBOT-FR | |
| Secteur DJ | | | Finance | |
| | | 1m | 3m | Dp 31/12 |
| Variation absolue | +2,9% | +3,8% | +3,2% | |
| Variation relative | +3,3% | -0,8% | -8,7% | |

Source : Factset, estimations Invest Securities

La progression à périmètre courant bénéficie, en outre, d'effets de périmètre qui contribuent de +5,3% dont +4,8% liés à l'effet année pleine de la livraison du retail park du Port en 2021. A périmètre courant, les loyers bruts des actifs tertiaires ont finalement progressé sur un an de +9,7% à 20,5m€ (hors Q/P des SME). En tenant compte des sociétés mises en équivalence (+3,3m€), les loyers économiques de la foncière tertiaire ressortent en hausse de +9,1% à 23,8m€.

L'exercice a vu la poursuite de l'avancement de l'important pipeline de projets de développement tertiaires (106m€ soit 27,6% du patrimoine total) dont 54m€ sur le pôle tertiaire de Combani à Mayotte (rendement brut de 8,8% soit 4,8m€ de loyers potentiels). La première tranche (26m€ d'investissements) est constituée de l'entrepôt Distrimax (955m²), livré en fin d'année (entièrement précommercialisé à Cananga) ainsi que du centre commercial Ylang Ylang (6 800m²) attendant à deux locomotives (Mr. Bricolage, Carrefour) et affichant d'ores et déjà un taux de précommercialisation de 91% (+5pts sur 6 mois) auprès de grandes enseignes nationales et locales (livraison T4 2023). La deuxième tranche est composée de deux immeubles de bureaux (1 130m² entièrement précommercialisés à Pôle Emploi et 2 180m² précommercialisés à 41% à fin juin 2022 à une autre institution publique) et sur un projet de retail park de 4 300m² dont la commercialisation a été lancée fin 2022. A fin décembre, le pipeline de projets tertiaires en cours de construction s'élève à 25m€. La société nous dit que ses chantiers n'ont pas été impactés par les récents événements survenus à Mayotte, nous restons cependant attentifs à la situation sociale difficile de l'île de Mayotte.

La contribution aux revenus du groupe des actifs résidentiels (2,2m€ soit -12% sur un an) a continué à diminuer sous l'effet des cessions (32 lots en 2021 et 17 ventes à la découpe en 2022) en ligne avec la stratégie de fonciarisation tertiaire de CBo. A fin décembre 2022, CBo dispose de 215 lots résidentiels destinés à être cédés ayant généré 1,6 M€ de loyers en 2022. Notons que sur les 118 lots qui étaient destinés à être cédés à la SHLMR/Action Logement au T4 2022, 55 lots ont finalement été arbitrés. Selon la société, 158 cessions sont désormais programmées pour 2023 (vs 95 initialement), les 55 lots restants étaient programmés pour fin 2026.

Poursuite de la normalisation de l'activité de promotion

L'exercice 2022 a été marqué par la poursuite de la normalisation de l'activité commerciale en promotion de logements. Au total, 291 lots résidentiels ont été vendus en 2022, globalement en ligne avec le rythme de croisière que s'est fixé la société (environ 250 à 300 lots par an jusqu'en 2026) :

(i) Les lots vendus en Vefa auprès des particuliers ressortent en croissance de +86% en valeur (22,1m€) et de +85% en volume (96 lots). Cette performance tiendrait d'un effet d'accélération des signatures en décembre en prévision de la baisse du taux de défiscalisation du dispositif Pinel DOM à partir de début 2023. La société n'attend pas de contre-coup en 2023 mais le poids des ventes de logements aux particuliers a vocation à diminuer contrebalancé par les ventes en bloc et de parcelles résidentielles.

(ii) CBo est parvenue à céder un volume record de ventes de parcelles (114 ventes vs 102 en 2021) avec un effet prix nettement positif (+12,6% en moyenne par terrain vs 2021). Pour rappel, la société estime un potentiel de ventes de parcelles de l'ordre de 100 à 120 lots par an jusqu'en 2026.

(iii) Les ventes en bloc ont retrouvé en 2022 un niveau plus normatif (81 lots vendus pour 16,0m€) après le point haut historique atteint l'an dernier (162 lots vendus pour 31,6m€).

Rappelons que le recul des revenus du pôle promotion au premier semestre (-9,4%) avait été largement compensé par l'importante contribution des ventes de parcelles à destination de logements ayant permis de générer un taux de marge record de 24,9% (+500pb sur un an). La société précisait toutefois que le taux de marge du premier semestre (24,9%) ne pouvait s'extrapoler sur l'exercice. Sur l'exercice 2022, les ventes de parcelles à destination de logements ont représenté 33% du CA total de l'activité de promotion (vs 46% au S1 2022 et 25% en 2021).

Sur un an, le CA de la promotion résidentielle ressort en léger retrait de -1,4% à 45,5m€. La promotion de logements marque un recul du CA des ventes en bloc (intermédiaire et social ; -15,1% à 15,3m€) et des ventes aux particuliers (intermédiaire - Pinel DOM ; -13,5% à 11,5m€) contrebalancé par la surpondération déjà connue des ventes de parcelles à bâtir (+26,0% à 18,7m€). Le recul du CA des ventes aux particuliers s'explique en grande partie par des projets ayant des taux d'avancement plus faibles qu'en 2021 et qui viendront nourrir le CA de l'exercice en cours.

En parallèle, la promotion tertiaire, a souffert d'un effet de base important (-11,6% à 11,8m€ en 2022 vs -66% à 2,6m€ au S1 2022) : dans les semestres qui viennent, les développements tertiaires viendront principalement nourrir l'activité de foncière.

Comme attendu par la société, les revenus totaux de l'activité de promotion (résidentiel et tertiaire) sont donc en baisse sur l'exercice. Le CA total du pôle promotion s'établit à 57,2m€ (-3,7% sur un an) là où nous l'attendions à 53,1m€ (-7,2% vs chiffre publié). L'écart tient uniquement à des prévisions plus conservatrices sur la promotion tertiaire structurellement très volatile en particulier sur les ventes de parcelles tertiaires dont nous comprenons que le potentiel restant est quasiment consommé.

La société n'a pas encore communiqué sur ses indicateurs avancés à fin décembre. Néanmoins, les données à fin juin assurent une bonne visibilité du CA sur les deux prochaines années. A fin juin, le backlog s'établissait à 33,9m€ (dont 84% en résidentiel), le carnet de commande à 35,4m€ (85% en résidentiel) et l'offre à la vente à 29m€ en résidentiel.

Notre point d'attention porte sur (i) l'attentisme des ménages dans un contexte d'incertitude quant à l'évolution des prix au m², (ii) leur difficulté de financement face à des taux plus élevés et (iii) des banques plus prudentes. Nous n'écartons donc pas des baisses de volumes et des difficultés à reconstituer le backlog. Le risque d'effet de ciseaux (baisse des volumes, des prix, tensions sur les coûts de construction et absence de consensus sur le prix des terrains) nous semble cependant plus modéré chez CBo : la société disposait au 30 juin 2022 d'un potentiel de développement de 1 200 lots résidentiels (200 d'ores et déjà en chantier) sur des fonciers historiques détenus en propriété (logements et terrains à vendre). Après monétisation des stocks de terrains à horizon 2026, la promotion n'a pas vocation à disparaître mais sa contribution aux résultats sera moins importante selon nous (5% de l'EBE total selon nos estimations prudentes vs 30% en 2021).

Des données opérationnelles toujours bien orientées qui sécurisent la distribution au titre de 2022

Au total, le CA économique de CBo est resté relativement stable sur un an (-0,2%) à 85,4m€ (+6,0% vs nos précédentes estimations). La performance en 2022 laisse espérer un RNR 2022 au moins stable qui devrait, en conséquence, assurer une distribution au moins stable au titre de 2022.

En tenant compte d'une meilleure tenue qu'anticipée de la promotion tertiaire et sur la base d'une marge de promotion de 19,9% nous attendons désormais un EBE de l'activité de promotion 2022e de 8,0m€ en hausse de +3,9% sur un an. Le report d'une partie des cessions de logements en 2023 porte notre prévision d'EBE locatif 2022e à 19,0m€ soit une hausse de +7,4% sur un an. Nous attendons une hausse du RNR/action non diluée de +7,9% (+5,5% vs précédente estimation) assortie d'un dividende que nous attendons toujours stable de 0,24€/action (vs 2021).

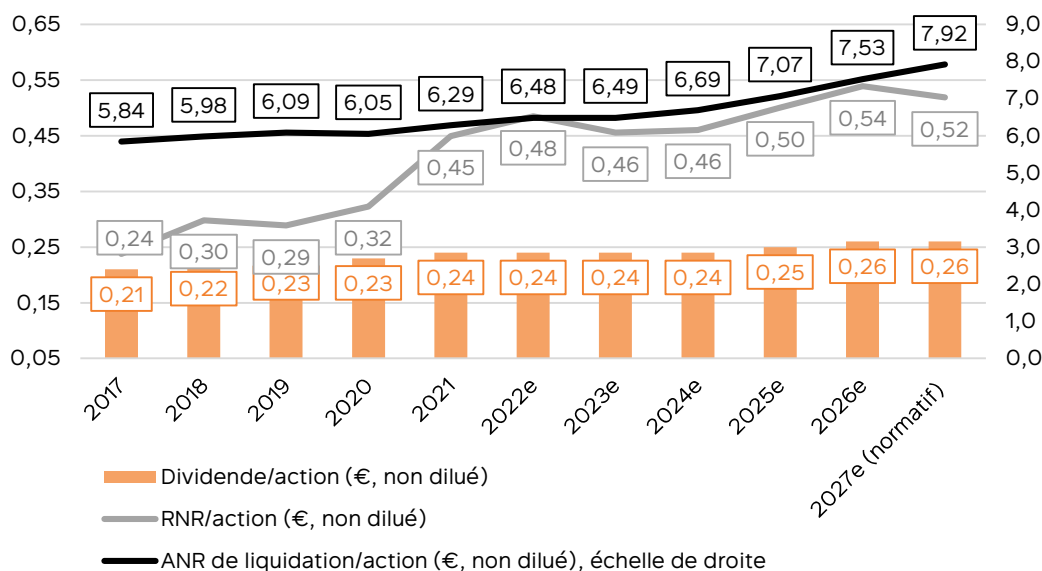
Recommandation Achat et OC de 4,10€ (vs 4,0€)

Les données publiées par CBo sont donc conformes à la feuille de route du groupe axée sur la poursuite de la fonciarisation de son modèle (cf. étude CBo publiée le 22 novembre dernier). Malgré un environnement macroéconomique incertain, l'objectif de 430m€ de patrimoine tertiaire à horizon 2026 (+43% vs 2021) nous semble réaliste grâce à l'important pipeline de projets (106m€, rendement facial de 8%). La finalisation de la cession du portefeuille de logements (42m€ à fin juin 2022) ainsi que la monétisation jusqu'en 2026 des stocks de terrains de promotion (potentiel de 1 200 lots à fin juin 2022) devraient selon nous permettre à CBo de mener à bien son plan sans un appel au marché. CBo pourra, en outre, s'appuyer sur un profil de dette (maturité de la dette de 8,8 ans) rendant moins sensible ses résultats à la hausse des taux d'intérêt. Le principal enjeu de refinancement se concentre sur les 27,4m€ d'ORNANE (13% de la dette brute) arrivant à échéance en juillet 2024 (coupon de 3,754%). Au regard de la faible probabilité de conversion, nous avons modélisé un refinancement de l'ORNANE sur la base d'un coût de refinancement à 4,5%.

L'absence de données de marché à La Réunion rendra plus difficile l'appréciation de l'évolution des valeurs d'actifs dans un contexte de remontée des taux. Néanmoins, CBo affiche d'ores et déjà un rendement brut (droits compris) élevé en valeur absolue pour ses actifs tertiaires (7,1% à fin juin 2022) qui n'a pas connu la forte compression des taux d'intérêt de ces dernières années en métropole. Nous modélisons néanmoins une hausse minimale des taux de capitalisation de 50pb sur 2022-2024 correspondant à un rendement élevé de 7,6% pour des actifs à la vacance typiquement faible.

D'après nos estimations, le groupe devrait être en mesure d'afficher d'honorables croissances de résultat et d'ANR (TCMA 22e-27e : RNR/action +2,4%, ANR/action +3,9%) permettant de maintenir a minima le dividende.

Prévisions par action Invest Securities



Source : société, estimations Invest Securities

Nous relevons légèrement notre objectif de cours à 1 an à 4,10€ (vs 4,0€). Ce dernier est obtenu sur la base d'une valorisation par la méthode de Bates, correspondant à la moyenne de l'approche par le RNR (3,92€) et l'ANR (4,25€). L'ajustement de notre OC tient essentiellement à la révision de notre RNR 2027e normatif (+5,9% à 0,52/action non diluée) sous le coup d'indexations plus élevées compensée en partie par un multiple de sortie de 8,3x, en cohérence avec la hiérarchie des valorisations de nos foncières sous couverture (décote de liquidité et de géographie).

L'objectif de cours fait notamment ressortir une décote de -42% sur l'ANR de liquidation 2025e estimé (7,07€/action non diluée) et un rendement élevé du dividende à cet horizon de 6,1% (0,25€/action assortie d'un taux de distribution de 49,9%) malgré le remboursement régulier de la dette hypothécaire. Au cours actuel (3,73€), cet objectif offre un potentiel de rendement total (dividende inclus) de +17%. Recommandation Achat maintenue.

DONNÉES FINANCIÈRES

| Données par action | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|---------------------------------|------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| RNR corrigé non dilué | 0,24 | 0,30 | 0,29 | 0,32 | 0,45 | 0,48 | 0,46 | 0,46 |
| Var. (%) | | +25,6% | -3,2% | +11,9% | +39,1% | +7,9% | -6,0% | +1,1% |
| RNR corrigé dilué | 0,22 | 0,26 | 0,25 | 0,29 | 0,40 | 0,44 | 0,41 | 0,46 |
| ANR de reconstitution non dilué | 6,52 | 6,71 | 6,77 | 6,69 | 6,94 | 7,14 | 7,17 | 7,40 |
| ANR de liquidation non dilué | 5,84 | 5,98 | 6,09 | 6,05 | 6,29 | 6,48 | 6,49 | 6,69 |
| Var. (%) | | +2,3% | +1,8% | -0,6% | +3,9% | +3,1% | +0,1% | +3,1% |
| ANR de liquidation dilué | 5,44 | 5,54 | 5,62 | 5,87 | 6,08 | 6,26 | 6,26 | 6,69 |
| Dividende | 0,21 | 0,22 | 0,23 | 0,23 | 0,24 | 0,24 | 0,24 | 0,24 |

| Ratios valorisation | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/RNR non dilué | 16,0x | 12,8x | 12,4x | 10,9x | 8,1x | 7,5x | 8,2x | 8,1x |
| P/ANR de reconstitution non dilué | 0,58x | 0,57x | 0,53x | 0,52x | 0,53x | 0,51x | 0,52x | 0,50x |
| P/ANR de liquidation non dilué | 0,65x | 0,64x | 0,59x | 0,58x | 0,58x | 0,56x | 0,57x | 0,56x |
| P/ANR de liquidation dilué | 0,70x | 0,69x | 0,64x | 0,60x | 0,60x | 0,58x | 0,59x | 0,56x |
| VE/EBITDA | 26,0x | 22,2x | 16,3x | 14,8x | 13,6x | 12,7x | 13,0x | 13,1x |
| CF yield | 6,2% | 7,8% | 8,1% | 9,2% | 12,3% | 13,2% | 12,2% | 12,4% |
| Rendement du dividende | 5,5% | 5,7% | 6,4% | 6,6% | 6,6% | 6,6% | 6,4% | 6,4% |

NB : les ratios sont calculés sur le cours moyen annuel pour les exercices terminés

| Valeur d'Entreprise (m€) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|----------------------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Cours en € | 3,81 | 3,84 | 3,58 | 3,51 | 3,66 | 3,66 | 3,73 | 3,73 |
| Capitalisation | 129 | 128 | 119 | 126 | 131 | 131 | 133 | 133 |
| Dette fi. Nette (dont SME) | 233 | 246 | 244 | 225 | 217 | 207 | 204 | 219 |
| Valeur d'Entreprise (VE) | 361 | 374 | 363 | 351 | 348 | 338 | 337 | 352 |

| Cpte rés. économique (extraits) (m€) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|--------------------------------------|------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| Loyers bruts | 19,2 | 21,0 | 23,1 | 23,5 | 24,8 | 26,8 | 27,9 | 32,1 |
| Var. (%) | | 9,7% | 10,1% | 1,7% | 5,6% | 8,1% | 4,0% | 15,2% |
| Loyers nets | 16,8 | 18,9 | 20,4 | 20,6 | 21,9 | 23,7 | 24,7 | 28,4 |
| EBE locatif | 12,1 | 14,1 | 15,5 | 15,5 | 17,7 | 19,1 | 20,0 | 23,5 |
| EBE Promotion et autres activités | 1,8 | 2,7 | 6,7 | 8,2 | 7,9 | 7,6 | 5,9 | 3,3 |
| EBE total | 13,9 | 16,9 | 22,3 | 23,7 | 25,6 | 26,7 | 25,9 | 26,8 |
| Var. (%) | | 21,6% | 32,1% | 6,2% | 8,1% | 4,3% | -3,1% | 3,8% |
| Résultat financier | -5,1 | -5,4 | -7,4 | -6,5 | -6,4 | -6,7 | -7,4 | -8,3 |
| IS | -0,9 | -1,1 | -5,2 | -6,1 | -3,3 | -2,9 | -2,5 | -2,3 |
| RNR corrigé | 9,0 | 11,6 | 11,2 | 12,1 | 16,9 | 18,1 | 17,0 | 16,5 |
| Var. (%) | | 29,4% | -3,5% | 8,5% | 39,0% | 7,1% | -5,8% | -3,2% |

| Tableau de flux économique (extraits, m€) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|---|------|-------|------|-------|------|-------|-------|-------|
| EBE | 13,9 | 16,9 | 22,3 | 23,7 | 25,6 | 26,7 | 25,9 | 26,8 |
| IS | -0,9 | -1,1 | -5,2 | -6,1 | -3,3 | -2,9 | -2,5 | -2,3 |
| Capex de maintenance | -0,3 | -0,3 | -0,3 | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,5 |
| Variation de BFR | 4,3 | -0,1 | 5,2 | -7,1 | 1,6 | -9,0 | -4,2 | -6,5 |
| FCF opérationnel | 8,4 | 15,6 | 11,5 | 24,3 | 20,3 | 32,3 | 27,2 | 30,5 |
| Acquisitions | 0,0 | -17,2 | 0,0 | -12,0 | 0,0 | 0,0 | -6,4 | -6,4 |
| Cessions | 11,4 | 13,3 | 29,3 | 16,4 | 6,1 | 8,8 | 25,4 | 0,0 |
| Variation de capital | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dividendes versés nets | | -7,1 | -7,3 | -7,6 | -8,2 | -8,6 | -8,6 | -8,6 |

| Bilan économique (extraits) (m€) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Patrimoine HD (dont SME) | 380,1 | 404,8 | 377,5 | 384,1 | 390,5 | 391,4 | 405,3 | 440,9 |
| Stocks et encours nets (Promotion) | 85,7 | 87,4 | 88,1 | 77,0 | 69,3 | 60,3 | 56,3 | 49,8 |
| ANR de liquidation dilué | 223,8 | 248,7 | 250,9 | 246,6 | 255,2 | 259,5 | 259,6 | 239,6 |
| Dette fi. Nette (dont SME) | 232,7 | 245,8 | 244,3 | 224,8 | 217,2 | 206,8 | 203,8 | 218,8 |

| Ratios financiers (%) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|---------------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Loyers nets / Loyers bruts | 87,9% | 90,0% | 88,2% | 87,5% | 88,3% | 88,5% | 88,5% | 88,5% |
| EBE locatif / Loyers nets | 71,9% | 74,8% | 76,2% | 75,2% | 80,9% | 80,3% | 81,0% | 82,7% |
| EBE Promotion | 3,1% | 4,5% | 8,0% | 11,8% | 13,1% | 14,0% | 11,3% | 6,7% |
| Taux de distribution du RNR non dilué | 88,4% | 73,7% | 79,6% | 71,2% | 53,4% | 49,5% | 52,7% | 52,1% |
| RNR / ANR de liquidation | 4,0% | 4,7% | 4,5% | 4,9% | 6,6% | 7,0% | 6,6% | 6,9% |
| LTV économique | 50,0% | 51,5% | 48,0% | 46,5% | 45,7% | 43,2% | 44,2% | 45,8% |
| Dette fi. Nette / ANR liq. | 104,0% | 98,8% | 97,4% | 91,2% | 85,1% | 79,7% | 78,5% | 91,4% |
| Dette financière nette / EBE | 16,8x | 14,6x | 11,0x | 9,5x | 8,5x | 7,8x | 7,9x | 8,2x |
| ICR | 2,7x | 3,1x | 3,0x | 3,6x | 4,0x | 4,0x | 3,5x | 3,2x |
| Coût effectif de la dette | 3,3% | 3,4% | 3,7% | 3,3% | 3,3% | 3,5% | 3,9% | 4,1% |

Source : données société, estimations Invest Securities

THÈSE D'INVESTISSEMENT

Née de la scission en 2005 des actifs réunionnais du groupe Bourbon, CBo Territoria a hérité de plus de 3 000 ha sur l'île de la Réunion, largement destinés à l'origine à la culture de la canne à sucre. Sous la houlette d'E. Wuillai, d'importantes opérations d'aménagement ont été menées sur près de 200ha, transformés en terrains constructibles. Poursuivant son métier d'aménageur-promoteur-foncière, la société, dotée de fonds propres bien plus conséquents et d'un historique favorable, met désormais l'accent sur la constitution d'un patrimoine locatif tertiaire. Le plan 2021-2025 doit permettre d'afficher d'honorables croissances de résultat, dividende et ANR tout en maintenant une discipline financière.

ANALYSE SWOT

FORCES

- ❑ Résilience des actifs détenus en patrimoine
- ❑ Réserves foncières, pas de compétiteur avec une telle capacité
- ❑ Possibilité d'intégrer CBo dans un PEA puisqu'elle n'est pas SIIC

FAIBLESSES

- ❑ Sensibilité à l'économie réunionnaise
- ❑ Levier un peu élevé par rapport aux foncières en métropole
- ❑ Imposition liée à l'absence de statut SIIC

OPPORTUNITES

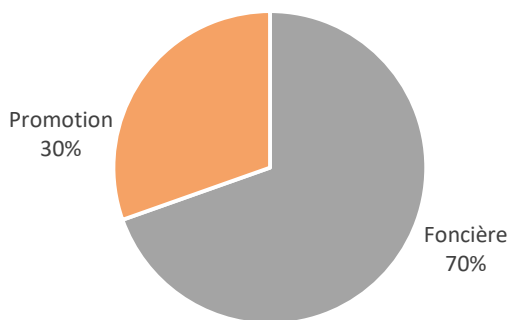
- ❑ Historique reconnu en termes d'aménagement sur le territoire
- ❑ Poids croissant du patrimoine locatif qui rend l'entreprise rentable à travers les cycles de promotion
- ❑ Transition organisée après le dirigeant historique E. Wuillai

MENACES

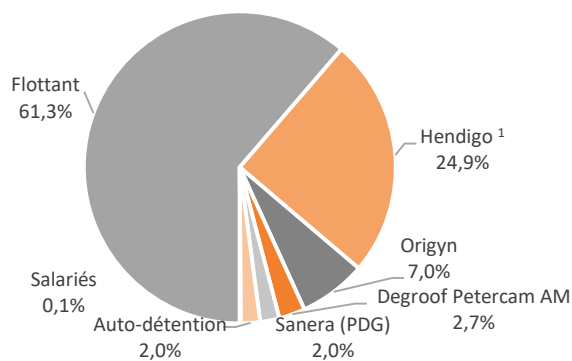
- ❑ Liquidité des actifs limitée par l'absence de marché institutionnel
- ❑ Incertitude des dispositifs incitatifs fiscaux pour la promotion de logements
- ❑ Remontée des taux d'intérêt

INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

Répartition de l'EBE 2021

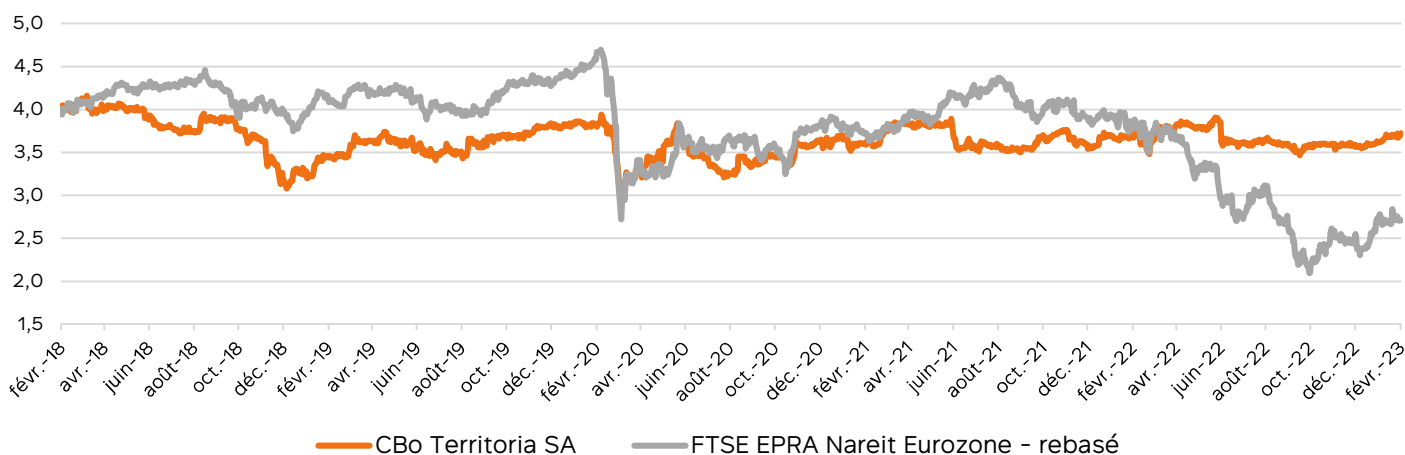


Actionnariat



1: Société contrôlée par Tolefi SA

ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS 5 ANS



15 février 2023

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources,

73, bd Haussmann - 75008 Paris

T : +33 (0)1 80 97 22 01

invest-securities.com

AVERTISSEMENT GÉNÉRAL

Invest Securities est agréée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et régulée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation à souscrire, acheter ou vendre des titres financiers, ou à participer à toute autre transaction.

Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques considérées fiables, mais n'ont pas été vérifiées de manière indépendante. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations publiques qui ont permis d'établir le présent document et Invest Securities n'accepte aucune responsabilité quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations publiques qui ont permis la réalisation du présent document, sauf dans la mesure requise par la loi.

Les opinions, prévisions et estimations contenues dans le présent document sont celles de leurs auteurs uniquement. Les appréciations formulées reflètent leur opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'évolution ou d'invalidation à tout moment, sans préavis. Invest Securities n'a aucune obligation d'actualiser, de modifier ou d'amender le présent document ou d'informer d'une quelconque manière le destinataire de ce document dans le cas où un fait, une opinion, une prévision ou une estimation contenus dans ce document, changent ou deviennent inexacts.

Les investissements mentionnés dans ce document peuvent ne pas convenir à tous ses destinataires. Les destinataires du document sont invités à fonder leurs décisions d'investissement sur les diligences appropriées qu'ils jugent nécessaires. Il est rappelé que les performances passées ne préjugent pas des performances à venir. Investir sur les marchés présente un risque de perte en capital. Toute perte ou autre conséquence découlant de l'utilisation des informations contenues dans le document relève exclusivement de la responsabilité de l'investisseur. Ni Invest Securities, ni une quelconque autre personne ne pourra être tenue responsable de quelque manière que ce soit au titre d'un quelconque dommage direct ou indirect résultant de l'utilisation de ce document. En cas de doute sur un quelconque investissement, les destinataires doivent contacter leurs propres conseillers en investissement, juridiques et/ou fiscaux pour obtenir des conseils concernant l'opportunité d'investir.

Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux dispositions du règlement abus de marché (UE) n°2014/596 et du règlement délégué (UE) n°2016/958 sur les modalités techniques de présentation objective des recommandations d'investissement. Le présent document est destiné uniquement (A) à des personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers et/ou (B) à des investisseurs qualifiés agissant pour compte propre, au sens de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier.

Le présent document vous est fourni à titre confidentiel pour information et ne peut être reproduit ou transmis, en tout ou partie, à toute autre personne ou publié.

OBJECTIFS DE COURS ET RECOMMANDATION

Nos opinions boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur le profil de risque de l'entreprise et sur les objectifs de cours définis par l'analyste, élément intégrant des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché qui sont susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse financière d'Invest Securities établit ses objectifs de cours sur la base d'une approche fondamentale multicritères, incluant, de façon non exhaustive, l'actualisation des flux de trésorerie disponibles, l'approche analogique des comparables boursiers ou des multiples de transactions, la somme des parties, l'actif net réévalué, l'actualisation des dividendes.

Les opinions boursières émises par le bureau d'analyse financière d'Invest Securities sont définies comme tel :

- **ACHAT** : potentiel de hausse supérieur à +10% (le potentiel requis minimum peut être revu à la hausse selon le profil de risque de la société)
- **NEUTRE** potentiel compris entre -10% et +10% (le potentiel requis maximum peut être revu à la hausse selon le profil de risque de la société)
- **VENTE** : potentiel de baisse supérieur à -10%
- **APPORTER, ou NE PAS APPORTER** : recommandations utilisées lorsque l'émetteur fait l'objet d'une offre publique (OPA, OPE, Retrait Obligatoire...)
- **SOUSCRIRE ou NE PAS SOUSCRIRE** : recommandations utilisées dans le cadre d'une augmentation de capital
- **SOUS REVUE** : recommandation temporaire, lorsqu'un événement exceptionnel à l'impact significatif sur les résultats de l'entreprise ou notre objectif de cours, ne permet plus d'émettre une opinion ACHAT, NEUTRE ou VENTE

HISTORIQUE DES RECOMMANDATIONS AU COURS DES 12 DERNIERS MOIS

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des changements de recommandation et d'objectif de cours réalisés par le bureau d'analyse financière d'Invest Securities au cours des 12 derniers mois.

| Société couverte | Analyste principal | Date de publication | Opinion | Objectif de Cours | Potentiel TR vs OC |
|------------------|------------------------|---------------------|---------|-------------------|--------------------|
| CBo Territoria | Bruno Duclos | 15/02/2023 | ACHAT | 4,10€ | +17% |
| CBo Territoria | Bruno Duclos | 22/11/2022 | ACHAT | 4,0€ | +18% |
| CBo Territoria | Benoît Faure-Jarrosion | 29/01/2021 | ACHAT | 4,0€ | +18% |
| CBo Territoria | Benoît Faure-Jarrosion | 31/01/2020 | ACHAT | 4,3€ | +19% |

DÉTAIL DES CONFLITS D'INTÉRÊTS POTENTIELS

| | CBo Territoria |
|---|----------------|
| Invest Securities a été chef de file ou co-chef de file dans une offre publique concernant les instruments financiers de cet émetteur durant les douze derniers mois. | Non |
| Invest Securities a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur. | Non |
| Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse. | Oui |
| Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de Listing sponsor. | Non |
| Invest Securities a été rémunérée par cet émetteur en échange de la fourniture d'autres services d'investissement au cours des douze derniers mois (RTO, Exécution pour compte tiers, conseil, placement, prise ferme). | Non |
| Le présent document a été communiqué à l'émetteur préalablement à sa publication. Cette relecture n'a pas conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière. | Oui |
| Le présent document a été communiqué à l'émetteur pour relecture préalablement à sa publication. Cette relecture a conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière. | Non |
| L'analyste financier a des intérêts dans le capital de l'émetteur. | Non |
| L'analyste financier a acquis des titres de capital de l'émetteur avant l'opération d'offre publique. | Non |
| L'analyste financier perçoit une rémunération directement liée à l'opération ou à un service d'investissement fourni par Invest Securities. | Non |
| Un dirigeant d'Invest Securities est en situation de conflit d'intérêt avec l'émetteur et a eu accès à la recommandation avant son achèvement. | Non |
| Invest Securities ou le groupe All Invest détient ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par l'émetteur. | Non |
| Invest Securities ou le groupe All Invest détient, à titre temporaire, une position longue nette de plus de 0.5% du capital de l'émetteur. | Non |
| Invest Securities ou le groupe All Invest détient, à titre temporaire, une position courte nette de plus de 0.5% du capital de l'émetteur. | Non |
| L'émetteur détient ou contrôle 5 % ou plus du capital d'Invest Securities ou du groupe All Invest. | Non |

La politique de gestion des conflits d'intérêts d'Invest Securities est accessible sur le site d'Invest Securities dans la rubrique Règlementation. Une liste de toutes les recommandations diffusées sur 12 mois ainsi que la publication trimestrielle de la part des « ACHAT, VENTE, NEUTRE, AUTRES » sur 12 mois, sont accessibles sur le site de recherche d'Invest Securities.

DIRECTION

Marc-Antoine Guillen
Président

+33 1 44 88 77 80
maguillen@invest-securities.com

Jean-Emmanuel Vernay
Directeur Général

+33 1 44 88 77 82
jevernay@invest-securities.com

Anne Bellavoine
Directeur Général Délégué

+33 1 55 35 55 75
abellavoine@invest-securities.com

Pascal Hadjedj
Directeur Général Adjoint
Responsable Marché Primaire

+33 1 55 35 55 61
phadjedj@invest-securities.com

BUREAU D'ANALYSE FINANCIÈRE

Maxime Dubreil
Responsable Recherche

+33 1 44 88 77 98
mdubreil@invest-securities.com

Stéphane Afonso
Analyste Immobilier

+33 1 73 73 90 25
safonso@invest-securities.com

Bruno Duclos
Analyste Immobilier

+33 1 73 73 90 25
bduclos@invest-securities.com

Jamila El Bougrini
Analyste Biotech / Healthtech

+33 1 44 88 88 09
jelbougrini@invest-securities.com

Benoît Faure-Jarrosion
Senior advisor Immobilier

+33 1 73 73 90 25
bfaure-jarrosion@invest-securities.com

Christian Guyot
Analyste Biens Consommation

+33 1 80 97 22 01
cguyot@invest-securities.com

Jean-Louis Sempé
Analyste Automobile

+33 1 73 73 90 35
jlsempe@invest-securities.com

Thibaut Voglimacci-Stephanopoli
Analyste Medtechs / Biotech

+33 1 44 88 77 95
tvoglimacci@invest-securities.com

SALLE DE MARCHÉ

Raphael Jeannet
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 62
rjeannet@invest-securities.com

Edouard Lucas
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 74
elucas@invest-securities.com

Ralph Olmos
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 72
rolmos@invest-securities.com

Kaspar Stuart
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 65
kstuart@invest-securities.com

Frédéric Vals
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 71
fvals@invest-securities.com

SERVICES AUX ÉMETTEURS

Thierry Roussilhe
Responsable

+33 1 55 35 55 66
troussilhe@invest-securities.com

Fabien Huet
Liquidité

+33 1 55 35 55 60
fhuet@invest-securities.com