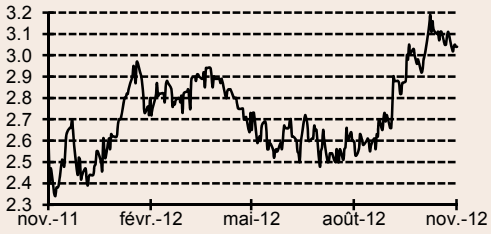
CBO TERRITORIA

Immobilier



Marché

ISIN / Mnémonique	FR0010193979 / CBOT
Reuters / Bloomberg	ALCBO.PA / ALCBO:FP
Indice	CAC Allshares
Contrat d'animation	Portzamparc

Capitalisation (M€)	**97.3**
Flottant (%)	80.6%
Nbre de Titres (millions)	32.019
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat

Jaccar Holdings	19.4%
Flottant	80.6%

	11	12e	13e
PER	**6.9**	**5.5**	**5.8**
PCF	6.4	7.8	9.2
VE/CA	2.1	2.0	2.4
VE/ROP	9.3	8.7	9.2
PAN	0.9	0.7	0.6
Rendement	2.2%	3.0%	3.3%
Free Cash Flow Yield	-1.2%	-12.9%	-14.1%
ROACE	7.6%	6.0%	5.3%
CA	**119.3**	**120.2**	**110.3**
var. n/n-1	*66.4%*	*0.8%*	*-8.2%*
EBE	22.0	23.2	22.0
ROP	26.9	28.3	28.3
% CA	*22.6%*	*23.5%*	*25.6%*
RN Pdg corrigé	16.6	17.6	16.9
% CA	*13.9%*	*14.6%*	*15.3%*
BNPA	**0.52**	**0.55**	**0.53**
var. n/n-1	*-3.4%*	*5.9%*	*-4.0%*
ANPA	4.2	4.7	5.1
Dividende net	0.09	0.10	0.11
Fonds propres	**135.2**	**149.2**	**162.9**
Gearing	101.7%	101.8%	101.8%

Laurent Vallée

+33 (0)2 40 44 94 09
vallee@portzamparc.fr

Cours : 3.0€ au 16 novembre 2012

Objectif : 3.9€

ACHETER (1)

Initiation de couverture

Un modèle foncièrement créateur de valeur

Né de la scission de Bourbon en 2005, le groupe CBo Territoria est un acteur global de l'immobilier à La Réunion. Premier propriétaire foncier privé, il dispose de plus de 3 000 hectares de terrains dont une majorité est constitué de terrains agricoles et d'espaces naturels, non constructibles à court terme. Sur le solde, CBo Territoria développe actuellement 5 Zones d'Aménagement Concerté (ZAC) cumulant 180 hectares de surface et un potentiel de plus de 3 000 logements et 130 000 m² d'immobilier professionnel.

CBo Territoria opère sur deux métiers complémentaires. En tant que promoteur immobilier, le groupe réalise majoritairement des programmes dans le domaine de l'habitat résidentiel, à la fois en logement privé et en logement social, mais aussi de l'immobilier professionnel. Le groupe vend également des parcelles individuelles prêtes à bâtir et divers ensembles de terrains. Sur le métier de foncière, CBo Territoria a constitué un patrimoine de 189M€ à fin juin, équilibré entre immobilier professionnel à rendement locatif élevé (~9%) et immobilier d'habitat, au rendement locatif plus faible (~5%) mais permettant au groupe de réduire son Impôt sur les Sociétés dans le cadre de la loi Girardin IS. Au total, CBo Territoria a livré 938 logements entre 2005 et 2011 et pas moins de 62 000 m² de locaux professionnels

La présence de CBo Territoria sur l'ensemble de la chaîne de valeur de l'immobilier permet au groupe de se développer selon un modèle stratégique original qui consiste à réaliser une partie du capital foncier au travers d'opérations en promotion immobilière. Cette activité génératrice de cash flows disponibles à court terme permet de développer la capacité d'autofinancement nécessaire pour assurer la réalisation du second axe stratégique, le développement d'un patrimoine foncier principalement dans l'immobilier professionnel.

Le plan de développement de CBo Territoria prévoit l'atteinte d'un patrimoine de 360M€ fin 2015 contre 189M€ aujourd'hui, permettant un doublement des loyers et une contribution plus forte de la foncière dans l'activité globale du groupe. Cette phase de montée en puissance s'accompagne d'une forte création de valeur, matérialisée par un ANR 2015 (Actif Net Réévalué hors droits correspondant à un ANR de liquidation) de 6,1€/action contre 4,4€/action au 30 juin 2012 (progression moyenne +9%/an après distribution de dividende soit +11/12% par an avant distribution).

Afin de sécuriser la mise en place des financements bancaires associés à ce programme de développement, CBo Territoria a annoncé le lancement d'une émission d'obligations convertibles pour un montant global de l'ordre de 25M€ dont 10M€ sont garantis par l'Agence Française du Développement via sa filiale PROPARCO, en charge des investissements auprès du secteur privé.

Jugeant le programme de développement réaliste et créateur de valeur, nous initions le suivi du titre avec une recommandation Acheter (1) et un objectif de 3,9€/action (70% ANR 3,6€ ; 30% comparables 4,6€).

Sommaire

Matrice Swot **p 4**

I - Historique : à l'origine était Bourbon **p 5**

II - CBo Territoria, acteur global de l'immobilier à La Réunion **p 5**

III - La Réunion, un territoire dynamique en transition démographique **p 9**

III-1 - Un département français au cœur de l'océan indien p 9

III-2 - Une population jeune p 9

III-3 - Un territoire économique développé et en croissance p 11

III-4 - Des besoins immobiliers importants p 14

III-5 - Un cadre fiscal qui demeure avantageux p 16

IV - De la promotion immobilière à la foncière **p 19**

IV-1 - Un modèle de développement original p 19

IV-2 - Financement de l'activité : un endettement maîtrisé p 23

V-3 - Une émission obligataire de 25M€ pour accompagner le développement de la foncière p 23

V - Valorisation - 3,9€/action **p 26**

V-1- Hypothèses p 26

V-2 - Actif Net Réévalué – 3,6€/action p 28

V-3 - Méthode des comparables – 4,6€/action p 30

V- 4 - Synthèse p 30

Annexe – Méthodes comptables **p 31**

Grilles financières **p 32**

Avertissements / Mentions obligatoires **p 35**

Matrice SWOT CBo Territoria	
Forces	**Faiblesses**
Réserves foncières de 1er choix (3 000 Ha dont près de 200 Ha constructibles) assurant le plan de développement à horizon 2015	Concentration géographique de l'activité (100% du CA est réalisé à La Réunion)
Maîtrise de l'ensemble de la chaîne de valeur (aménagement, promotion, développement) permettant des marges élevées (MOP promotion ~15% normatif, rendement locatif ~9% en immobilier professionnel)	Clientèle concentrée sur l'activité foncière (1er locataire représentant 15% des loyers, 10 premiers représentant 51% des loyers)
Expertise immobilière reconnue : contrat cadre dans le logement social avec un des principaux bailleurs, programmes d'immobilier d'entreprise pour des grands donneurs d'ordre	
Opportunités	**Risques**
Foncière en phase de fort développement : 160M€ d'actifs supplémentaires d'ici 2015 (patrimoine en exploitation 177M€ fin 2011) permettant un doublement des loyers à cet horizon	Restriction de l'accès au financement bancaire (contexte Bâle III) pour la foncière (60 à 70% de la valeur des actifs financés par dette bancaire)
Forte progression attendue de l'ANR dans le cycle de développement : externalisation de la valeur embarquée, ANR 2015e 6,1€/action +40% en 4 ans	Remise en cause des avantages fiscaux spécifiques à l'Outre-Mer réduisant les débouchés commerciaux (promotion logement privé)
Développement de nouvelles Zones d'Aménagement Concerté (ZAC) permettant une valorisation de terrains agricoles (potentiel de déclassement sur 100 ha supplémentaires à moyen terme)	Dégradation du climat économique local augmentant le taux de vacance (activité foncière)

Source : Portzamparc

I - Historique : à l'origine était Bourbon

Le Groupe Bourbon, qui trouve son origine dans l'industrie sucrière de l'île de La Réunion, détenait un patrimoine foncier de plus de 3 600 hectares entourant ses usines. La focalisation de Bourbon sur les services maritimes l'a conduit à faire apport de ces actifs fonciers et immobiliers à une nouvelle société créée à cet effet : CBo Territoria.

Cette société a été créée en janvier 2004 en vue de se voir apporter la branche complète et autonome d'activité foncière et immobilière de Bourbon. Par décision de l'Assemblée Générale du 16 décembre 2004, Bourbon a réalisé l'apport de terrains, constructions et titres de participation de sa branche foncière et immobilière à la Société tels qu'identifiés dans le contrat d'apport ainsi que des passifs correspondants.

Cette opération a conduit en mai 2005 à la distribution directe aux actionnaires de Bourbon des actions CBo Territoria émises en rémunération de l'apport à raison d'une action par action Bourbon détenue. Cet apport d'actifs à CBo Territoria s'est fait pour une valeur nette de 32,5 millions d'euros. Afin de donner aux actionnaires de Bourbon, devenus actionnaires de CBo Territoria, un titre liquide et librement échangeable, il a été décidé d'introduire en bourse la Société sur le marché Alternext le 19 mai 2005. Depuis cette date il n'y a plus aucun lien capitalistique entre CBo Territoria et Bourbon qui n'ont plus en commun que leur actionnaire majoritaire Jaccar Holdings (famille Jacques de Chateauvieux).

En décembre 2007, CBo Territoria a réalisé une augmentation de capital de 26,9M€ permettant de mettre en œuvre les nouveaux axes stratégiques de développement du Groupe. Ceux-ci reposent, à partir du développement d'opérations d'aménagement, sur la croissance de l'activité de promotion immobilière sur le secteur résidentiel afin de créer la capacité d'autofinancement permettant le développement de l'activité de foncière, principalement en immobilier professionnel.

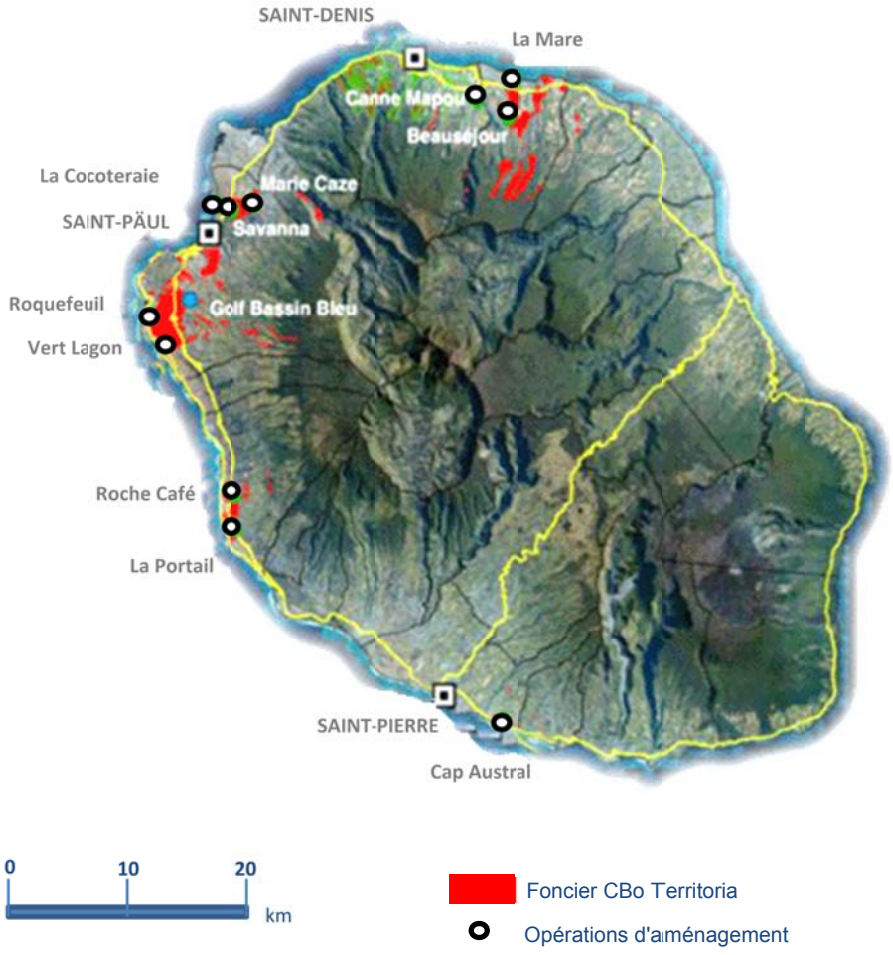
II - CBo Territoria, acteur global de l'immobilier à La Réunion

Aménageur - Promoteur - Foncière, CBo Territoria est un opérateur immobilier global actif sur le département de La Réunion. Propriétaire foncier intervenant en amont de la chaîne de création de valeur, le Groupe développe une offre immobilière diversifiée. Il est aujourd'hui un acteur local de référence de l'immobilier.

Un patrimoine foncier de premier choix

Propriétaire d'un patrimoine foncier de 3 000 hectares, constitué très majoritairement de terrains agricoles (1 800 hectares) et d'espaces naturels (1 000 hectares) non constructibles à court terme, CBo Territoria dispose de réserves bien situées et desservies par les principaux axes structurants de La Réunion. Une part importante de ce foncier est ainsi située sur la commune de Saint-Paul, dominant la zone touristique balnéaire de Saint-Gilles. D'autres emprises foncières de grande taille se trouvent à proximité des pôles de développement économique et urbain de Saint-Denis (chef-lieu et capitale administrative et économique, au Nord), de la côte Ouest (et de la ville du Port, point d'entrée de toutes les importations, au Nord-Ouest) et de Saint-Pierre (capitale du Sud, micro-région en fort développement). CBo Territoria intervient en tant qu'aménageur pour créer sur certaines de ces grandes surfaces foncières et en collaboration avec les acteurs publics, des quartiers résidentiels et des zones d'activités économiques. Sur un territoire où le foncier aménagé constitue une ressource rare (40% de la surface de l'Ile sont constitués d'un parc naturel), cette emprise constitue un atout fort de CBo Territoria.

Patrimoine foncier de CBo Territoria



Source : Société

Des opérations d'aménagement en phase opérationnelle qui assurent le potentiel de développement

Opérateur foncier privé intégrant une vision globale d'ensemblier, CBo Territoria valorise une partie de sa réserve foncière par des opérations d'aménagement d'envergure développées sur ses sites stratégiques. Ce sont aujourd'hui cinq opérations d'aménagement qui sont en phase opérationnelle, à Sainte-Marie, Saint-Paul, Saint-Leu et Saint-Pierre. Portant sur une superficie totale de 180 hectares, ces opérations à développer sur des durées de 2 à 10 ans, offrent un potentiel constructif total de plus de 3 000 logements et 130 000 m2 de locaux professionnels sécurisant la réalisation du plan de développement.

Projets en cours d'aménagement					
Opérations d'aménagement	**Superficie (hectares)**	**Durée de développement**	**Etat d'avancement en surfaces aménagées**	**Dominante**	**Potentiel restant estimé, Logts et m² Shon Activité**
Le Portail à Saint-Leu	30 ha	2008-2015	80%	Professionnel	100 logts + 63 000 m² shon
Beauséjour à Sainte-Marie	65 ha	2010-2018	25%	Résidentiel	1 600 logts/lots + 50 000 m² shon
Cap Austral à Saint-Pierre	32 ha	2009-2020	20%	Résidentiel	500 logts/lots
Roche Café à Saint-Leu	14 ha	2010-2015	5%	Résidentiel	300 logts/lots + 1 000 m² shon
Marie-Caze à Saint-Paul	30 ha	2012-2022	0%	Résidentiel	800 logts + 2 000 m² shon
Autres opérations (reliquat)	9 ha		100%	Professionnel	100 logements + 20 000 m² shon
TOTAL Op. Aménagement en cours	**180 ha**				**> 3 000 logts + > 130 000 m² shon**

Source : Société

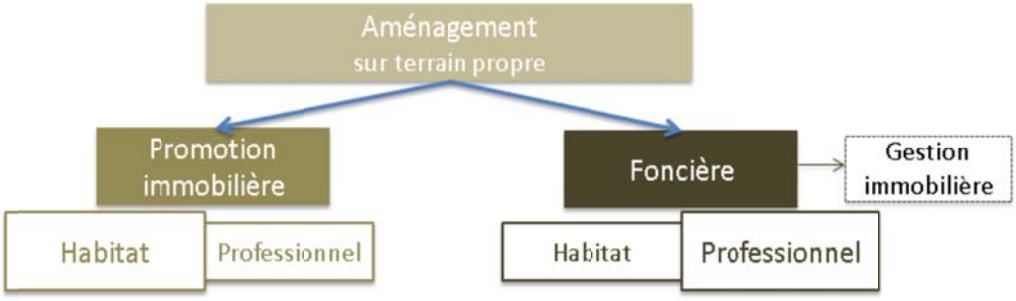
CBo Territoria opère sur deux métiers complémentaires :

- Promotion immobilière

Reposant essentiellement sur les terrains aménagés en propre par le groupe, cette activité recouvre la réalisation de programmes immobiliers et la vente sous forme de parcelles individuelles prêtes à bâtir ou de grands terrains. Les programmes immobiliers développés par CBo Territoria concernent majoritairement l'habitat, privé et social, mais le groupe développe également des opérations "à demande" dans le domaine professionnel.

- Foncière

CBo Territoria développe pour son propre compte des opérations immobilières à vocation patrimoniale et gère ses actifs, majoritairement sur le secteur de l'immobilier professionnel. La société investit également dans un patrimoine d'habitat afin de réduire sa fiscalité dans le cadre de la loi Girardin et de trouver ainsi un intérêt économique à ces investissements en habitat résidentiel. Au 31 décembre 2011, le patrimoine constitué représente 260M€ dont 177M€ d'immeubles de rendement en exploitation.



Source : Société

Sur la période 2005-2011, CBo Territoria a livré 938 logements et pas moins de 62 000 m² de locaux professionnels. Au 31 décembre 2011, 639 logements et 19 000 m² de locaux professionnels étaient en chantier.

Une équipe de Direction expérimentée

L'équipe de Direction de CBo Territoria est constitué de son Président Directeur Général et de deux Directeurs généraux adjoints.



Eric Wuillai, Président Directeur Général depuis 2009

- Ingénieur des Travaux Publics de l'Etat
- Directeur du développement et de l'immobilier de la SEMADER (SEM)
- Directeur Général de la SODIAC (Société d'Aménagement et de Construction de l'Ile de la Réunion) de 1997 à 2004
- Etabli à La Réunion depuis 30 ans



Jérôme Burgaud, Directeur général adjoint – Finances

- Maîtrise et Magistère de Gestion-Finance à Paris-Dauphine, DESCF
- A rejoint CBo Territoria en 2008
- Directeur Administratif et Financier puis Directeur général adjoint de la Société Immobilière du Département de La Réunion (SIDR) de 2004 à 2008
- Directeur Administratif et Financier du pôle Immobilier Ile de France de Solendi de 2002 à 2004



Jean-Jacques Ballester, Directeur général adjoint – Immobilier

- Licence de Droit
- A rejoint CBo Territoria en 2007
- Directeur Régional Paca de la promotion immobilière chez Tagerim de 2000 à 2007
- Directeur du développement Sud-Est chez Carrefour-Promodès de 1996 à 2000

Source : Société

Au-delà de cette équipe de Direction, CBo Territoria s'est progressivement structurée au cours des dernières années et dispose aujourd'hui d'une équipe de 53 personnes dédiées à ses activités immobilières.

III - La Réunion, un territoire dynamique en transition démographique

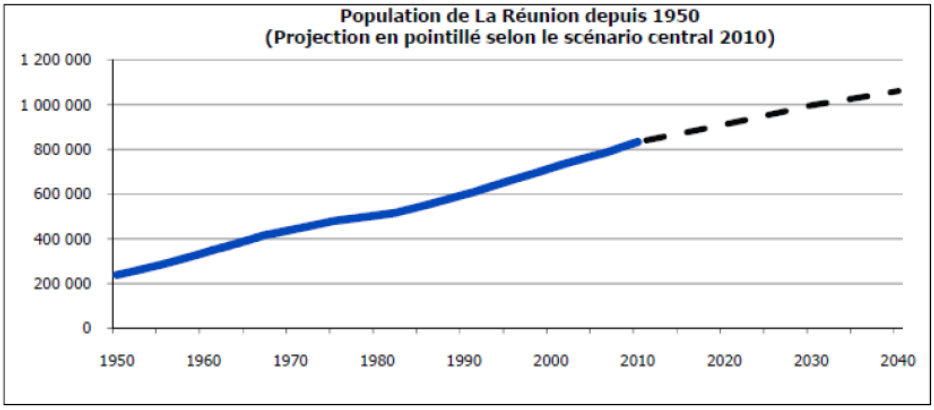
III-1 - Un département français au cœur de l'océan indien

Dans le Sud-Ouest de l'océan Indien, La Réunion est située à 170 kilomètres de l'Ile Maurice et 700 kilomètres de Madagascar et se trouve ainsi positionnée sur un axe Afrique du Sud / Inde. L'île, d'origine volcanique, s'étend sur 2 500 km² avec un parc naturel qui occupe 41 % du territoire. La Réunion a été inscrite en 2010 au patrimoine mondial de l'Unesco.

À la fois département et région française, La Réunion dispose des mêmes institutions et du même fonctionnement administratif du territoire que la métropole, tout en bénéficiant d'aménagements législatifs et réglementaires favorables. L'île bénéficie d'équipements et de dispositifs aux standards européens, que ce soit en matière d'infrastructures et réseaux routiers (ouverture en 2009 de la Route des Tamarins, portion de 34km à 2x2 voies longeant la côte Ouest), de santé (présence d'un CHU à St-Denis), d'éducation (avec une université, et une offre de formation professionnelle et supérieure diversifiée), de technologie (avec un réseau haut débit performant), ou encore au niveau de ses équipements à vocation culturelle (salles de spectacle, conservatoires,).

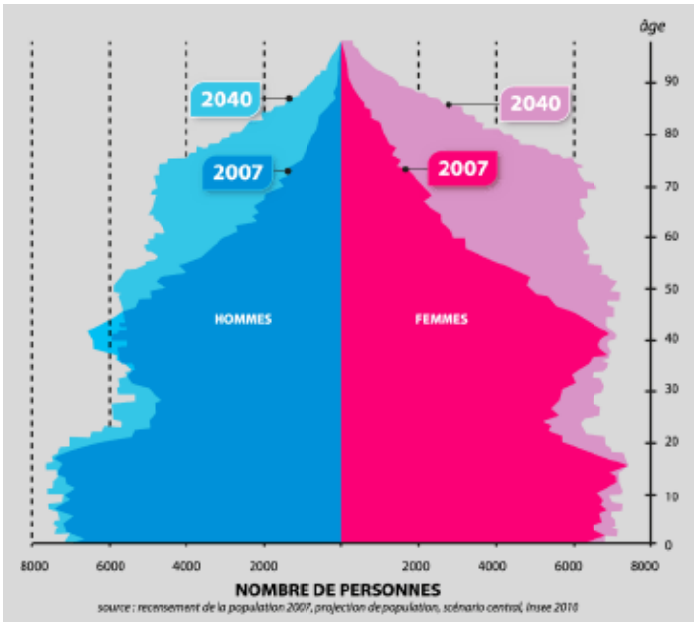
III- 2 - Une population jeune

Selon les données de l'IEDOM, le département abritait 839 500 habitants début 2011 contre 729 000 dix ans plus tôt et 530 000 en 1980. Le taux de fécondité dans l'île est encore légèrement plus élevé qu'en métropole (2,4 contre 2,0) et sa population jeune, en âge de procréer, importante. Le baby-boom a en effet eu lieu à La Réunion avec un décalage d'une vingtaine d'années par rapport à la métropole, favorisé par la départementalisation et la progression du niveau de vie local qui s'en est suivie. La population réunionnaise devrait atteindre, selon les projections de l'Insee, plus d'un million d'habitants en 2030 et achever alors sa phase de transition démographique. La population des moins de 25 ans représentait en 2010 40,8% de la population, contre 30,8% en France métropolitaine. D'ici 2040, les moins de 25 ans représenteront 33,3% de la population contre 28,1% en France métropolitaine. La Réunion s'inscrit dans une transition démographique et un rééquilibrage entre population jeune et âgée.



Source : IEDOM (Institut d'Emission des Départements dOutremer)

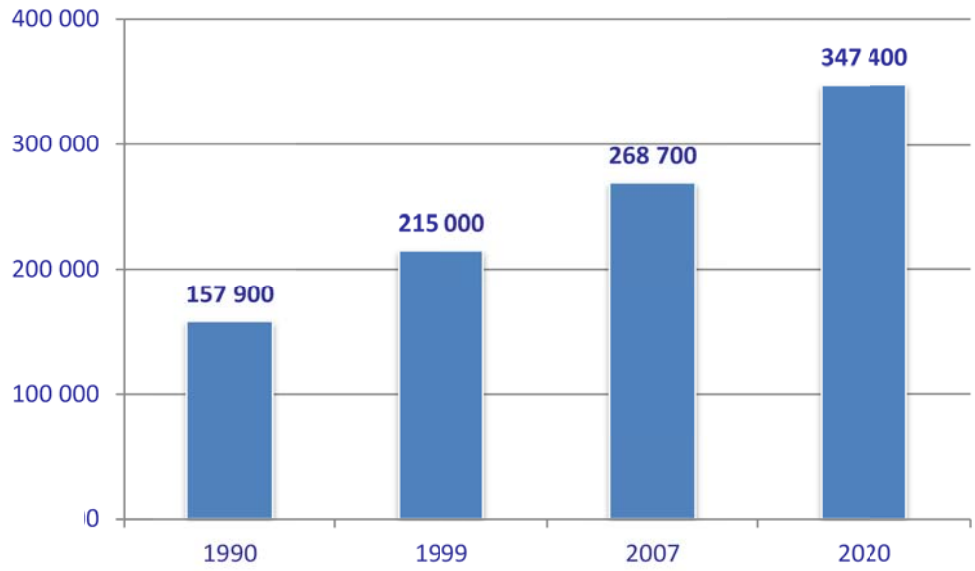
Pyramide des âges à La Réunion (2007 et estimation en 2040)



Source : INSEE

Au-delà de cette poussée démographique, La Réunion connaît les mêmes phénomènes de décohabitation que la métropole. En 2007, La Réunion comptait 268 700 ménages soit 53 700 de plus qu'en 1999. Le nombre de ménages a augmenté de 70% depuis 1990 et devrait dépasser 347 000 en 2020. Cette évolution provient de la croissance de la population et de la diminution du nombre moyen de personnes par ménage issue des changements de mode de vie (éclatement de la cellule familiale, développement du célibat et des familles monoparentales). A La Réunion, le nombre moyen de personnes par ménage est ainsi passé de 3,8 personnes en 1990 à environ 2,8 personnes en 2010 et devrait être de 2,6 en 2020.

Evolution du nombre de ménages à La Réunion



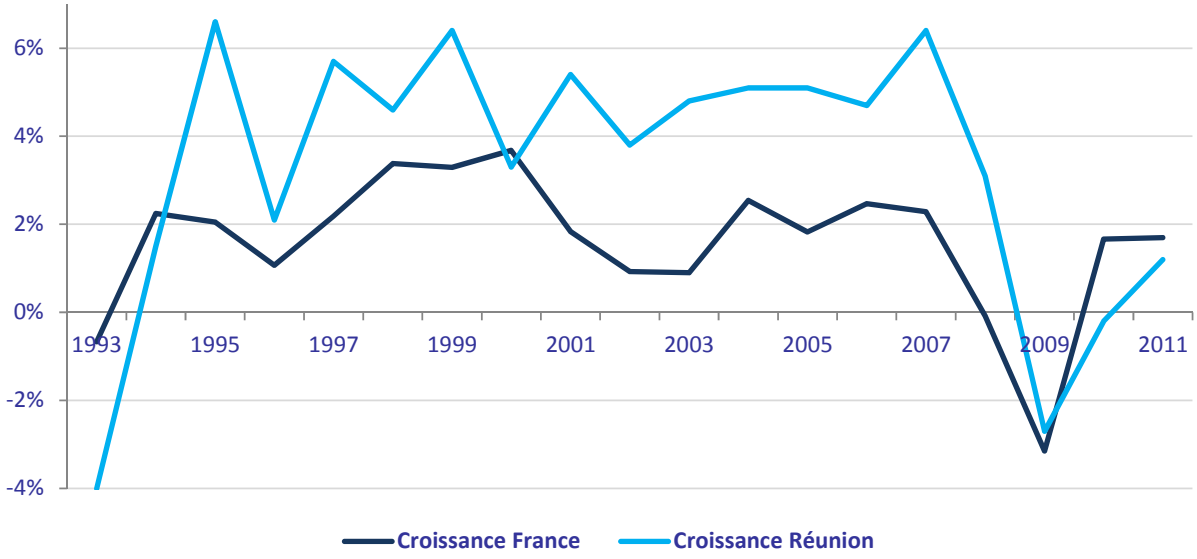
Source : INSEE

III-3 - Un territoire économique développé et en croissance

Avec la départementalisation de 1946, La Réunion est entrée dans une phase de modernisation et de développement économique, soutenue notamment par la convergence avec la métropole. De 1993 à 2007, La Réunion a ainsi été la région française qui a connu la croissance économique la plus rapide, avec un taux de croissance de 4 à 5 % par an, deux fois plus élevé que celui de la métropole.

Depuis 2008, la croissance de l'économie atteint des niveaux moins favorables, proches de la stagnation, subissant en partie le ralentissement mondial et la crise des finances publiques européennes. Indépendamment des aléas conjoncturels, le paysage économique réunionnais est comparable à celui d'un pays développé, tant en termes de législation, de pratique des affaires, de productivité et technologie que de tertiarisation de l'économie.

Croissance comparée France / La Réunion

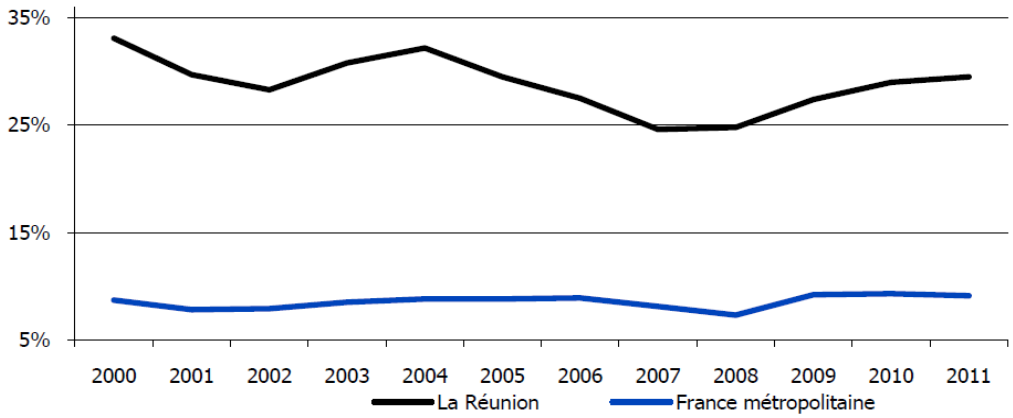


Source : Insee

Un chômage élevé mais tendanciellement en recul

Structurellement, la Réunion connaît un chômage plus élevé qu'en métropole mais celui-ci affiche une tendance longue d'amélioration à rapprocher du dynamisme économique insulaire. En effet, alors que le chômage touchait un tiers de la population en 2000, cette proportion est tombée à un quart avant la crise mondiale débutée en 2008.
Si l'île n'a pu échapper depuis à la hausse du chômage consécutive à la dégradation de l'économie mondiale, celle-ci a ralenti en 2011. Le taux de chômage affiche une hausse modeste de +0,5% par rapport à 2010 et reste sensiblement inférieur au taux constaté au début de la décennie. De plus, cette dégradation est à relativiser au regard de la hausse soutenue de la population active (var 2011/2007 +12,1%) principalement liée à l'arrivée massive sur le marché du travail de jeunes sortant du système éducatif (6 à 8 000 par an). L'augmentation du travail des femmes, dont le taux d'activité augmente de 5,4 points entre 2007 et 2011 quand celui des hommes apparaît stable, contribue également au phénomène.

Taux de chômage au sens du BIT (au 2ème trimestre de l'année)



Source : IEDOM (Institut d'Emission des Départements dOutremer), Insee

Données démographiques et économiques de La Réunion et de la métropole

	La Réunion		Métropole
	2001	2011	2011
Population			
Population totale (en milliers)	729	840	63 100
Taux de croissance de la population	1.80%	1.50%	0.50%
Taux de natalité	19.8%	17.3% *	12.5%
Taux de réussite au baccalauréat	77.2%	82.3%	85.7%
Environnement			
Superficie totale	2 520 km^2	2 520 km^2	549 087 km^2
Economie			
PIB (en Mds €)	9.3 Mds€	14.9 Mds€	1932.8 Mds€ *
Taux de croissance du PIB en volume (% annuel)	5.4%	1.2% *	1.7% *
PIB/habitant (en €)	12 683€	17 733€ *	29 466€ *
Taux d'inflation	2.7%	2.5%	2.1%
Taux de chômage	28.3%	29.5%	9.4%
Indicateurs sectoriels			
Nombre de créations d'entreprises	4 444	7654	549 805

**2010*
Source : IEDOM (Institut d'Emission des Départements d'Outre-Mer)

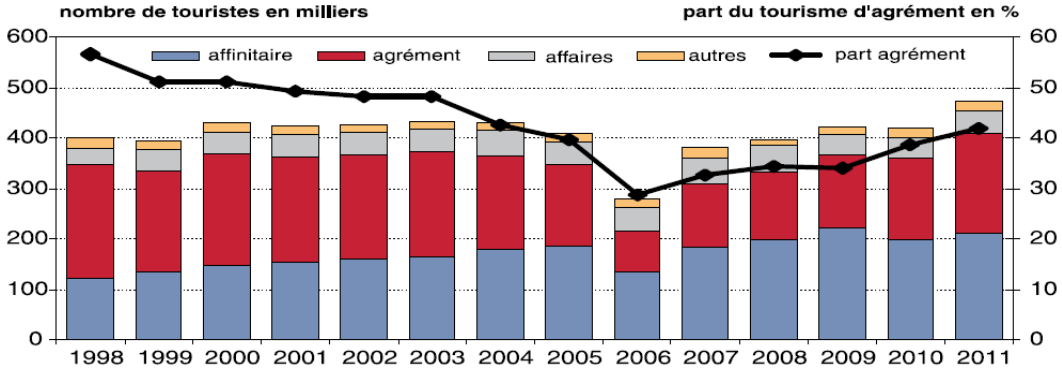
Des relais de croissance identifiés

Afin de diminuer la dépendance aux transferts publics et de renouer avec le dynamisme d'avant crise tout en ancrant le développement économique endogène de l'île, la Réunion est en recherche active de nouveaux relais de croissance. La stratégie de la région vise notamment à renforcer le développement de deux secteurs : l'industrie touristique et les applications liées aux savoir-faire spécifiques aux milieux tropicaux (énergies renouvelables, filières agroalimentaires,)

Le tourisme constitue un enjeu et un relai de croissance significatif. En 2011, les dépenses des touristes sur le territoire se sont élevées à 344,2M€, en hausse de +16,2% par rapport à 2010. Cette hausse provient de la hausse de la fréquentation (+12,1%) mais aussi de la hausse de la dépense par touriste (+3,6%) liée à l'allongement de la durée moyenne des séjours (17,0 jours vs 14,6). Cette performance du secteur touristique a contribué pour 0,3 point à la croissance du PIB en 2011, soit le quart de celle-ci (+1,2%).

Si l'industrie touristique avait été touchée de plein fouet en 2006 par l'épidémie de chikungunya, le redressement opéré depuis est manifeste, 2011 constituant un record historique en termes de fréquentation avec 471 300 touristes. L'objectif affiché est désormais d'atteindre 600 000 visiteurs en 2015. Pour cela, le secteur peut compter sur la dynamique initiée par le classement en 2010 au patrimoine mondial de l'UNESCO des "Pitons, Cirques et Remparts" (40% du territoire).

Evolution du nombre de touristes par type sur la période 1998-2011

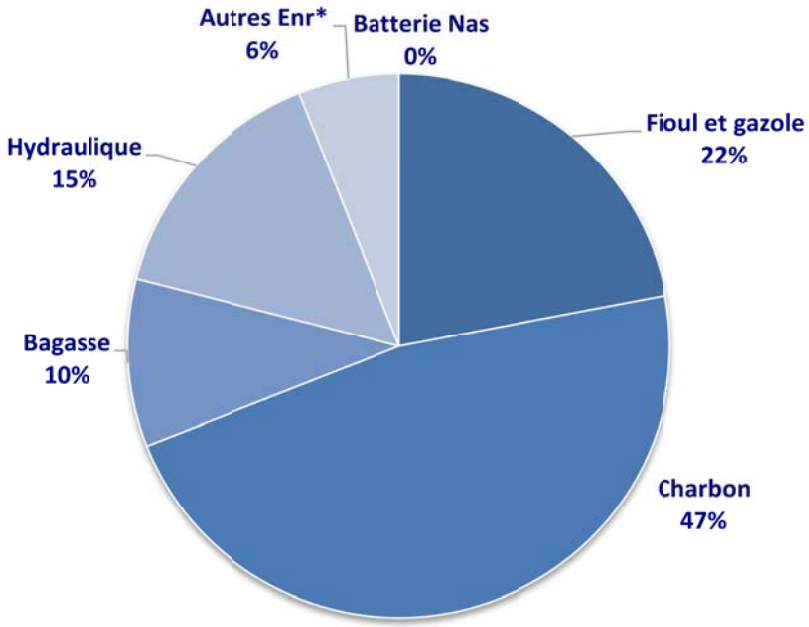


Source : Insee

En prime de cet effet volume avec la hausse de la fréquentation, le secteur touristique bénéficie également d'un effet "mix" avec l'évolution du type de clientèle. Si le nombre de touristes affinitaires, qui visitent leur famille ou leurs amis, apparaît relativement stable en fluctuant autour de 200 000 par an, celui des touristes d'agrément connaît une forte dynamique (+21,5% 2011 vs 2010) et devrait contribuer à la majorité de la hausse attendue dans les années à venir. Or par nature et contrairement à la clientèle affinitaire, les touristes d'agrément ont des besoins forts d'hébergement et de locations de véhicule, ce qui se traduit par des dépenses sur l'île plus importantes.

Un autre relais de croissance identifié pour la Réunion réside dans les applications liées à des savoir-faire spécifiques aux milieux tropicaux et insulaires, notamment dans le domaine de l'énergie. A l'instar de nombreuses économies insulaires, la Réunion ne peut être reliée à d'autres réseaux électriques, c'est pourquoi elle est totalement dépendante de ses propres capacités de production complétées par l'importation, coûteuse, de combustibles fossiles. Dans le cadre du Grenelle de l'environnement, l'île s'est donné l'objectif de produire la moitié de son électricité à partir d'énergies vertes en 2020 et d'atteindre l'autonomie énergétique en 2030. Au regard de la situation actuelle (31% de renouvelables en 2011), cet objectif ambitieux demandera d'importants investissements pour accélérer le développement de la filière.

Production électrique totale par type d'énergie 2011



**Enr : énergies renouvelables*

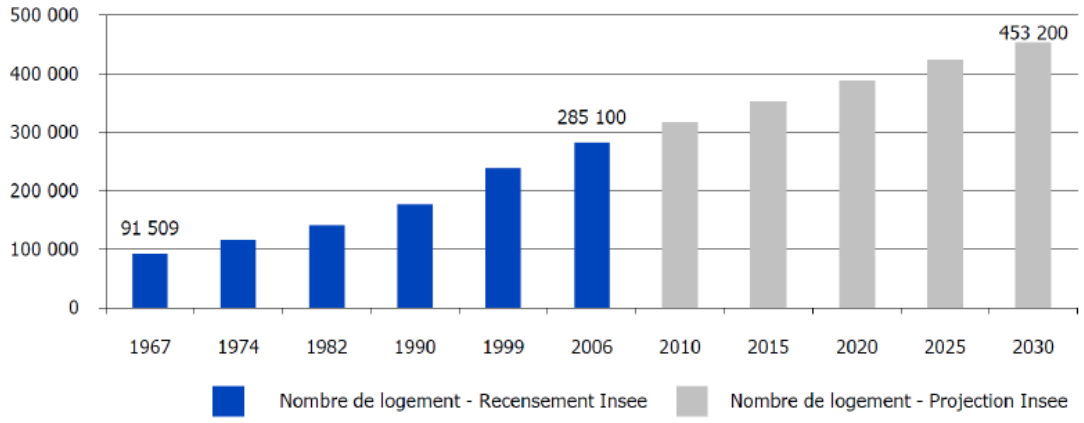
Source : Observatoire énergie Réunion

En prime des énergies renouvelables "classiques" que sont l'éolien et le solaire, qui présentent le désavantage d'un rendement intermittent et ne pourront véritablement prendre leur essor que combinées à des solutions de stockage d'énergie, la filière réunionnaise a développé une expertise dans la biomasse et l'hydraulique. Parmi les nombreux projets d'avenir dans le domaine, citons la génération d'électricité à partir de vagues qui fait l'objet d'initiatives distinctes de SEAWATT et d'EDF, l'exploitation des différentiels de température entre eaux profondes et de surface par DCNS ou bien l'alimentation des réseaux de climatisation de Saint-Denis et de Sainte-Marie par les eaux océaniques. Il ne s'agit là que de quelques uns des projets qui découlent de la volonté de propulser l'île à la pointe du développement des écotechnologies tant pour assurer l'autosuffisance énergétique de l'île que pour dégager des opportunités commerciales avec un savoir-faire duplicable dans d'autres régions du globe.

III-4 - Des besoins immobiliers importants

Le secteur immobilier résidentiel est soutenu par la forte croissance démographique de l'île à laquelle s'ajoutent, comme en métropole, des phénomènes de décohabitation et une évolution dans les "modes d'habiter". L'Insee estime ainsi que le parc de logements devrait compter plus de 453 000 résidences en 2030, soit plus de 150 000 logements supplémentaires (en net) par rapport à la situation de 2010 (+45%).

Evolution du parc de logements à La Réunion de 1967 à 2030 selon le scénario tendanciel 90-99



Source : IEDOM (Institut d'Emission des Départements d'Outremer)

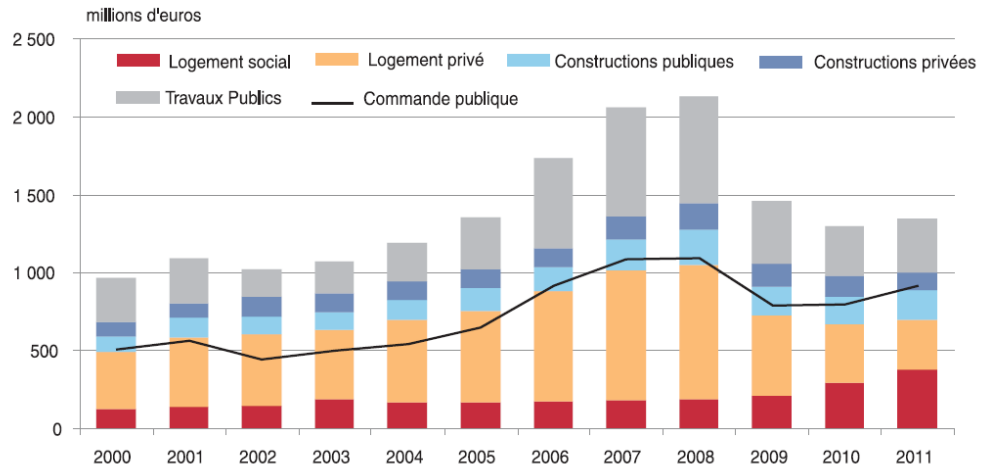
En tenant compte des besoins de renouvellement du parc (estimé à 3 000 logements par an), le nouveau schéma d'aménagement régional (SAR) adopté fin 2011 préconise la construction de 180 000 logements d'ici 2030, correspondant à un besoin de 9 000 logements par an.

Cette demande globale est diverse : des logements sociaux (un besoin évalué à 4 000 logements nouveaux par an) aux logements intermédiaires et de standing (marché évalué à 4 000 logements nouveaux par an), en passant par les terrains à bâtir. CBo Territoria intervient sur l'ensemble de ces segments de marché.

On pourra noter qu'en matière de développement immobilier logement social et logement privé sont relativement contra cycliques. Ainsi, comme le graphique suivant le montre, lors de la crise de 2008/2009, l'habitat social a largement pris le relais de l'habitat privé. Si la part du logement social dans le parc locatif représentait environ 20% du total au 1er janvier 2010 (source Direction de l'Environnement, de l'Aménagement et du Logement), sa contribution dans les nouvelles constructions s'établit plutôt à 40% sur les 3 dernières années. La construction de logements sociaux a en effet été encouragée depuis 2008 avec la possibilité offerte aux bailleurs sociaux d'acquérir des programmes en VEFA (Vente en l'Etat Futur d'Achèvement) auprès de promoteurs privés et la mise en place de mécanismes de défiscalisation représentant une nouvelle source de financement indirecte du logement social.

En 2011, ce sont par exemple 3 929 logements neufs qui ont été programmés (+10,3% par rapport à 2010), prolongeant la tendance des dernières années (2009 +40%, 2010 +18%). La même année 2 342 logements sociaux ont été livrés (+24% par rapport à 2010).

Chiffre d'affaires du secteur BTP par segment



Source : INSEE

Le secteur de l'immobilier professionnel est aussi en cours d'évolution. Il se caractérise par la perte de vitesse des centre-villes saturés et aux équipements peu adaptés, et par la recherche de locaux au sein de zones économiques dédiées offrant une "adresse", des équipements et des services. La demande est portée par les secteurs public, associatif et privé, avec des besoins de modernisation, de regroupements d'activités et de locaux générant de la productivité.

III-5 - Un cadre fiscal qui demeure avantageux

La fiscalité applicable aux départements d'Outre-mer est structurellement plus avantageuse que celle applicable en métropole, ce qui s'explique par la volonté publique de favoriser le rattrapage de pouvoir d'achat et du niveau de vie des ménages et la compétitivité des entreprises. Le secteur de l'immobilier bénéficie à ce titre et de longue date d'un cadre fiscal privilégié.

Plusieurs lois poursuivant l'objectif du développement des territoires d'Outre-mer par l'encouragement de l'investissement se sont ainsi succédé depuis une trentaine d'années. La loi "Pons" de 1986 inaugura le principe de la défiscalisation des investissements des particuliers dans l'immobilier neuf et des entreprises dans certains secteurs.

Critiquée pour des abus en termes d'optimisation fiscale et son coût élevé au regard des retombées économiques locales, elle sera progressivement amendée puis remplacée par la loi "Paul" en 2001 qui vise à corriger ses effets pervers tout en conservant la même philosophie. Elle impose notamment la rétrocession aux acteurs locaux d'une partie de l'avantage fiscal obtenu, par exemple sous forme de diminutions du loyer ou de rachat à terme des équipements.

En 2003, la loi "Girardin", dans son volet immobilier, relève le plafonnement de réduction d'impôt qui varie de 25% jusqu'à 64% de la valeur d'acquisition du bien selon sa destination (résidence principale, location libre ou intermédiaire), la zone géographique et, pour la première fois, l'éventuelle production d'énergies renouvelables. En échange de cette bonification du taux de défiscalisation, la loi introduit des plafonds de loyers et de ressources pour les locataires de logements intermédiaires.

Les dispositions fiscales restent ensuite stables jusqu'en 2009 lorsque la Loi pour le développement économique des Outre-mer (LODEOM) rend éligible aux dispositifs de défiscalisation de la loi "Girardin" les logements locatifs sociaux tout en programmant leur extinction pour les logements des secteurs libre et intermédiaire respectivement en 2012 et 2013, ce qui illustre les nouvelles priorités de la politique du logement. Elle étend par contre aux DOM le dispositif "Scellier" avec des taux de réduction majorés par rapport à la métropole, avant qu'il ne soit mis fin à ce dispositif au 31 décembre 2012.

Selon le projet de loi de finances 2013, le nouveau dispositif "Duflot" applicable nationalement au 1er janvier 2013 doit prendre la suite et comprend des taux de défiscalisation bonifiés en échange de conditions d'éligibilité resserrées sans que l'on sache actuellement s'il fera l'objet d'une déclinaison plus avantageuse pour les DOM à l'avenir. Cependant, les territoires comme la Réunion vont disposer en 2013 d'une attractivité fiscale renforcée du fait de l'exclusion de l'Outre-mer du plafonnement nouvellement introduit des niches fiscales à 10 000 euros par foyer.

Ce cadre fiscal avantageux est profitable de deux manières pour CBo Territoria : par le soutien à la demande qui alimente le dynamisme de l'activité promotion et par la réduction directe de son impôt pour les investissements réalisés dans l'activité foncière.

L'ensemble des mesures d'exonération fiscale représente bien évidemment un coût pour l'Etat avec un solde de ses comptes fortement négatif sur l'île à -3,2 Mds€ en 2011, les transferts en provenance de la métropole dépassant même les 6 Mds€ en intégrant les comptes des organismes sociaux. Cela pourrait soulever la question d'une réduction prononcée de ces avantages dans le contexte actuel de lutte contre les déficits publics. Toutefois, la volonté de faciliter le développement des territoires d'Outre-mer, maintes fois réitérée par l'Etat ces vingt cinq dernières années et leur exclusion du plafonnement des niches fiscales dans le budget 2013 nous incitent à penser que l'évolution du cadre fiscal applicable restera progressive, donc maîtrisable.

Au-delà, CBo Territoria se tient prêt à adapter son offre aux nouveaux équilibres de marché qui résulteront d’un nouvel environnement législatif, notamment la montée en puissance des aides au logement social.

Mesures fiscales applicables au marché de l'immobilier

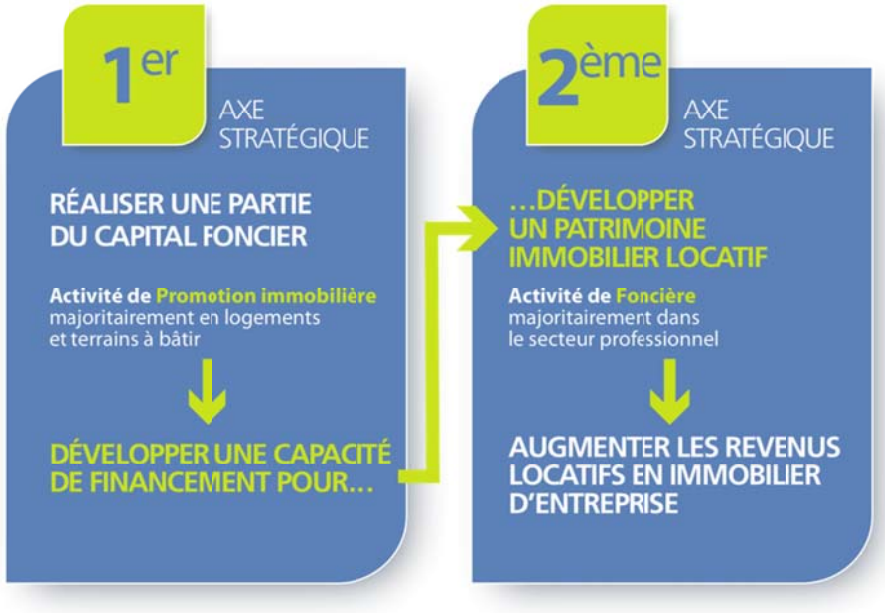
Mesure	Cible	Eléments clés Métropole	Eléments clés La Réunion	Principales conditions	Expiration
Girardin accession	Primo-accédants soumis à l'IRPP		18% de l'investissement Bonus +8% si situé en ZUS et +4% si utilisation d'énergies renouvelables	Investissement plafonné à 2309€ HT/m²	31 décembre 2017
Girardin entreprise	Sociétés soumises à l'IS investissant dans des biens locatifs professionnels		38%de l'investissement en réduction d'impôt Bonus +7% si situé en ZUS et +3% si utilisation d'énergies renouvelables	Rétrocession minimum de 60% de cette économie d'impôt à l'entreprise qui acquiert et exploite l'investissement Liste des secteurs éligibles restreinte	31 décembre 2017
Girardin intermédiaire	Particuliers investisseurs soumis à l'IRPP		26% de l'investissement en réduction d'impôt	Investissement plafonné à 2309€ HT/m² Loyer mensuel plafonné à 13,42€/m²	31 décembre 2012
Girardin social	Particuliers investisseurs soumis à l'IRPP		48% de l'investissement en réduction d'impôt	Investissement plafonné à 2309€HT/m² Rétrocession minimum de 65% de cette économie d'impôt à l'organisme gestionnaire	31 décembre 2017
Scellier	Particuliers investisseurs ou futurs occupants soumis à l'IRPP	13% à 21% de l'investissement en réduction d'impôt	24% à 32% de l'investissement en réduction d'impôt	Taux modulé en fonction de la durée d'étalement Investissement plafonné à 300.000€	31 décembre 2012
Duflot		18% du prix du bien immobilier en réduction d'impôt (IRPP)		Investissement plafonné à 300.000€ et loyer inférieur de 20% au marché	31 décembre 2016
Plafonnement des niches fiscales 2012	Particuliers soumis à l'IRPP	18.000€ + 4% du revenu		Plafonnement global hors plafonnement individuel des niches (40.000€ pour les niches DOM)	Imposition 2014
Plafonnement des niches fiscales 2013		10.000€	40.000€		

Source : Code Général des Impôts, Projet de loi de finance 2013

IV - De la promotion immobilière à la foncière

IV-1 - Un modèle de développement original

La présence de CBo Territoria sur l'ensemble de la chaîne de valeur de l'immobilier permet au groupe de se développer selon un modèle stratégique original qui peut se résumer de la manière suivante :



Source : Société

Etape 1 : réaliser une partie du capital foncier

Cet axe stratégique se matérialise par la réalisation d'opérations en promotion immobilière, majoritairement sur le secteur de l'immobilier résidentiel, en logements et terrains à bâtir. Cette activité génératrice de cash flows disponibles à court terme permet de développer la capacité d'autofinancement nécessaire pour assurer la réalisation du second axe stratégique.

Etape 2 : développer un patrimoine locatif

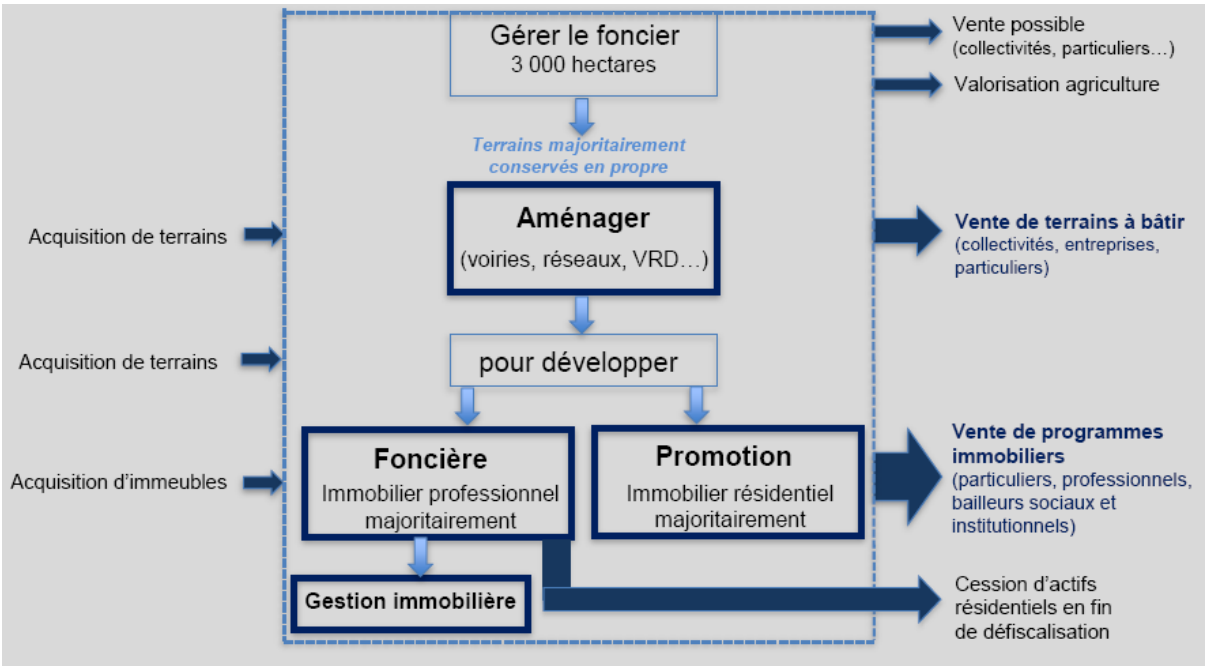
Cette activité de Foncière, conforme à la vocation de CBo Territoria, est majoritairement développée dans l'immobilier professionnel offrant un rendement élevé (environ 9%). En complément, CBo Territoria investit dans des programmes d'habitat, dont le rendement locatif brut est plus faible (environ 5%) mais qui permettent au groupe de réduire son imposition à l'IS (Impôt sur les Sociétés).

Le tableau suivant reprend la contribution en CA et marge de chacun des métiers sur la période 2005-2011.

M€	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Revenus locatifs	**0.8**	**1.9**	**3.2**	**6.3**	**8.8**	**10.1**	**11.2**
Immobilier d'entreprise				*4.0*	*5.0*	*6.1*	*7.1*
Immobilier d'habitat				*1.5*	*3.2*	*3.4*	*3.5*
Autres				*0.8*	*0.6*	*0.6*	*0.6*
Charges refacturées				**0.7**	**0.8**	**1.2**	**1.2**
Promotion immoblière	**6.4**	**7.5**	**17.5**	**10.8**	**47.6**	**57.7**	**104.0**
Habitat privé				*4.6*	*23.5*	*30.0*	*34.4*
Habitat social				*0.0*	*0.0*	*9.6*	*43.7*
Immobilier d'entreprise				*0.0*	*1.6*	*7.8*	*14.8*
Vente de terrains				*3.6*	*22.5*	*10.3*	*11.1*
Activités annexes	**0.4**	**1.3**	**1.7**	**2.5**	**2.7**	**2.7**	**2.8**
CA	**7.6**	**10.6**	**22.4**	**20.3**	**59.9**	**71.7**	**119.2**
Revenus locatifs nets				5.0	7.5	8.8	10.1
Marge promotion				3.3	13.0	10.2	16.0
Frais de gestion (non affectés)				-2.5	-3.4	-4.1	-5.1
Autres				0.6	-0.2	0.1	-0.1
Résultat des activités	**0.7**	**5.1**	**3.7**	**6.4**	**16.9**	**14.9**	**20.9**

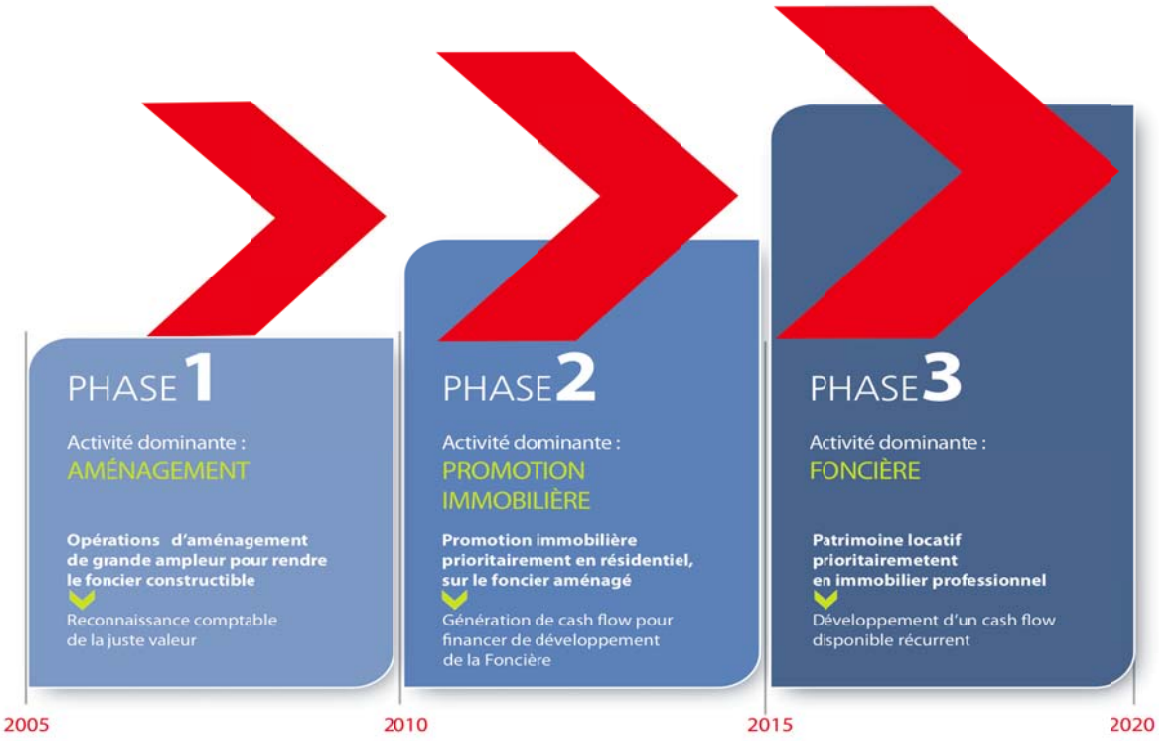
Source : Société

Modèle de développement du groupe



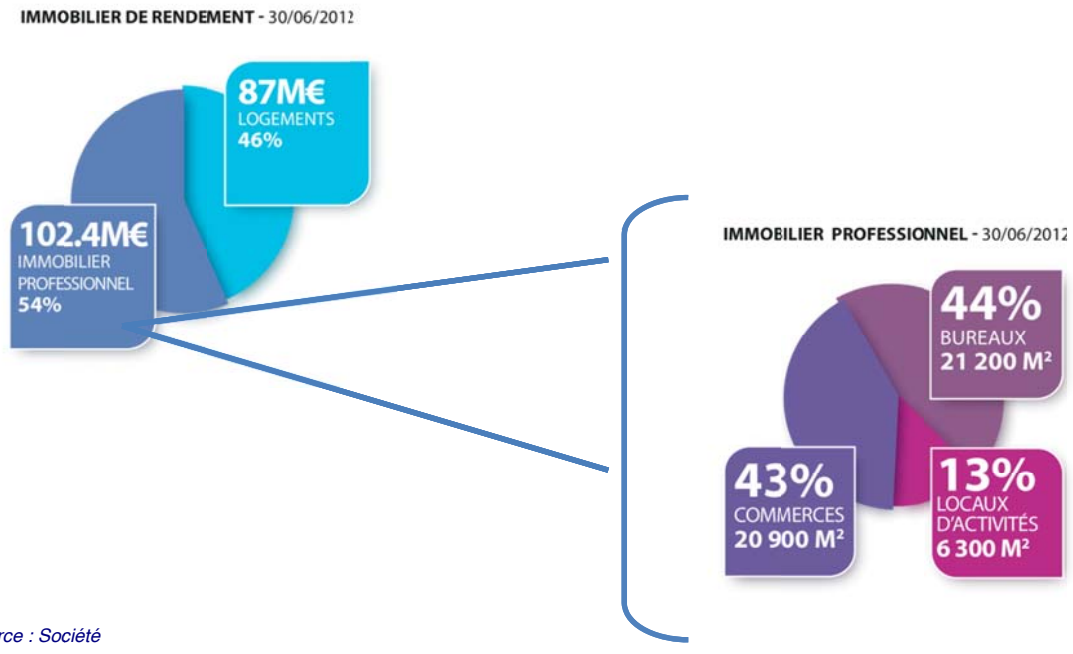
Source : Société

Principales phases de développement de CBo Territoria



Source : Société

Ce modèle de développement a permis au groupe de constituer un patrimoine diversifié, totalisant près de 190M€ au 30 juin 2012 (patrimoine en exploitation uniquement), composé d'immobilier professionnel et d'immobilier d'habitat dans des proportions relativement équilibrées.

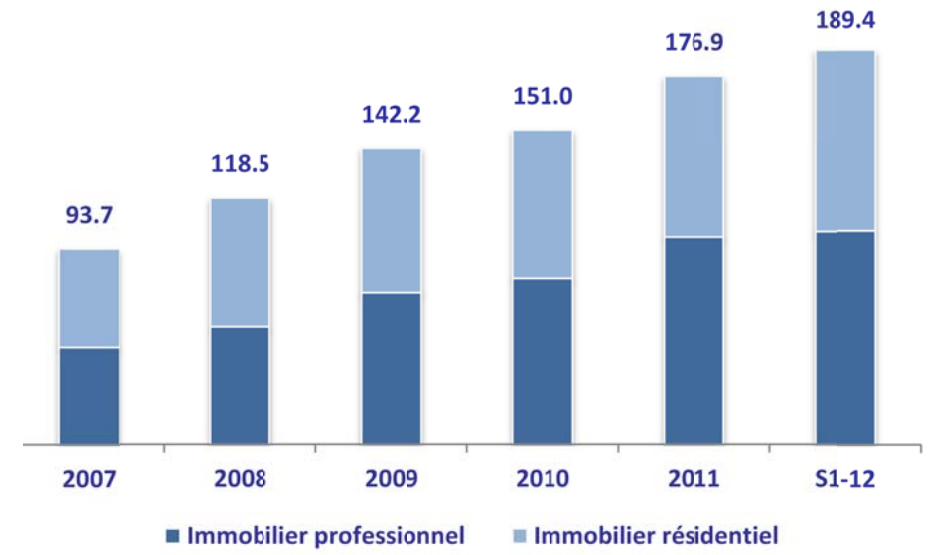


Source : Société

La vocation du groupe est toutefois de développer principalement le patrimoine en immobilier professionnel dont le rendement locatif est élevé (~9%). Le patrimoine en immobilier d'habitat génère des rendements locatifs plus faibles (~5%), ces investissements permettant par contre de réduire la base d'imposition de CBo Territoria (défiscalisation par le biais de la loi Girardin IS) et de dégager des taux de rendement attractifs (TRI estimé à 15/20% en fonction des valeurs de revente à l'issue de la période de défiscalisation).

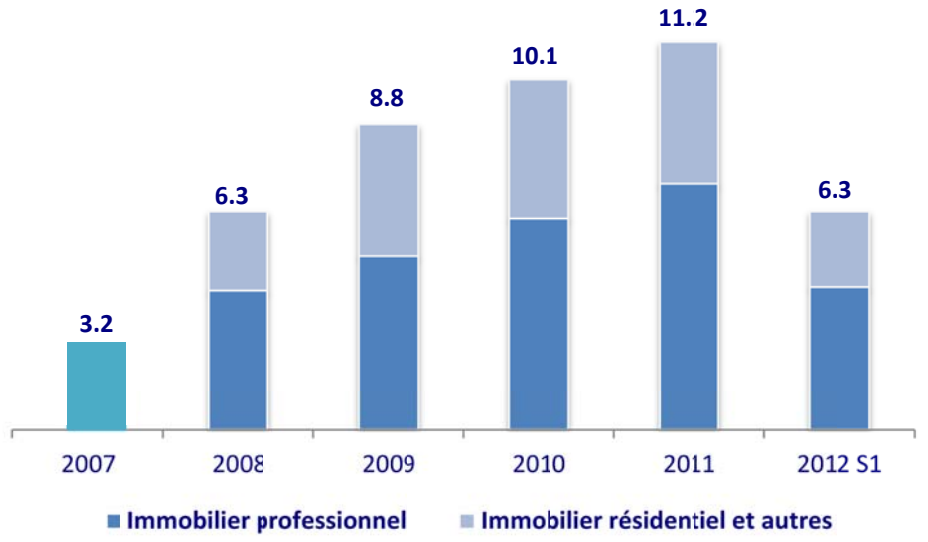
Les graphiques suivants illustrent cette évolution du mix au sein du patrimoine de la foncière ainsi que la progression des revenus locatifs.

Actifs de rendement en M€



Source : Société

Revenus locatifs en M€



Source : Société

IV- 2 - Financement de l'activité : un endettement maîtrisé

Concernant son activité de foncière, CBo Territoria finance ses projets d'investissement au travers de crédits bancaires à moyen et long terme, à hauteur d'une quotité généralement comprise entre 60% et 75% du montant de l'investissement, mobilisée en trésorerie après investissement de ses fonds propres (les accords bancaires sont obtenus dès le début de l'opération). Ces financements sont ainsi adossés à chaque opération immobilière, et prévoient généralement une couverture des annuités par les loyers à percevoir.

Sur l'activité de promotion immobilière, le développement d'une opération génère dans un premier temps un besoin en fonds de roulement, couvert en partie (l'établissement financier intervenant en financement exigeant aussi l'engagement de « fonds propres ») par la mise en place de crédits bancaires d'accompagnement adossés aux opérations. Dans un second temps, la vente du programme immobilier et l'encaissement progressif des appels de fonds permettent le remboursement du crédit-promoteur (par imputation directe du produit des ventes) puis génèrent une ressource de trésorerie disponible pour CBo Territoria.

Le tableau suivant illustre la maîtrise de l'endettement du groupe.

M€	2007	2008	2009	2010	2011
Immeubles de placement (foncière)	93.7	183.7	205.5	229.0	260.3
Stocks et en-cours (promotion)	29.4	26.4	40.1	61.9	53.6
ACTIFS IMMOBILIERS	123.1	210.1	245.6	290.9	313.9
Dette Financière Nette	66.1	90.3	113.8	130.8	138.4
Taux d'endettement global	53.7%	43.0%	46.3%	45.0%	44.1%
Coût de l'endettement financier	-2.3	-3.7	-4.3	-4.6	-5.2
Revenus locatifs	3.1	6.3	8.8	10.1	11.1
Coût financier/revenus locatifs	74.2%	59.4%	48.7%	45.8%	46.8%

Sources : Société, Portzamparc

IV - 3 - Une émission obligataire de 25M€ pour accompagner le développement de la foncière

Le plan de développement prévoit l'atteinte d'un patrimoine locatif bâti de 360M€ fin 2015 contre 176,9M€ fin 2011.

M€	2007	2008	2009	2010	2011
Patrimoine bâti immo pro	46.9	56.7	73.0	80.1	99.7
Patrimoine bâti immo d'habitat	46.9	61.7	69.2	70.9	77.2
Sous-total Patrimoine bâti	93.7	118.5	142.2	151,0	176.9
Terrains en ZAC/ZAE	nd	26.7	35.1	36.9	33.2
Terrains agricoles	nd	18.4	18.4	22.3	22,0
Autres terrains	nd	7.4	6.6	6.5	6.9
Sous-total Terrains	nd	52.5	60.1	65.7	62,0
Immeubles de placement en cours	5.1	12.7	3.2	12.3	21.4
TOTAL IMM. PLACEMENT	98.8	183.7	205.5	229.0	260.3
Stocks et en-cours	29.4	26.4	40.1	61.9	53.6
TOTAL ACTIFS IMMOBILIERS	128.2	210.1	245.6	290.9	313.9

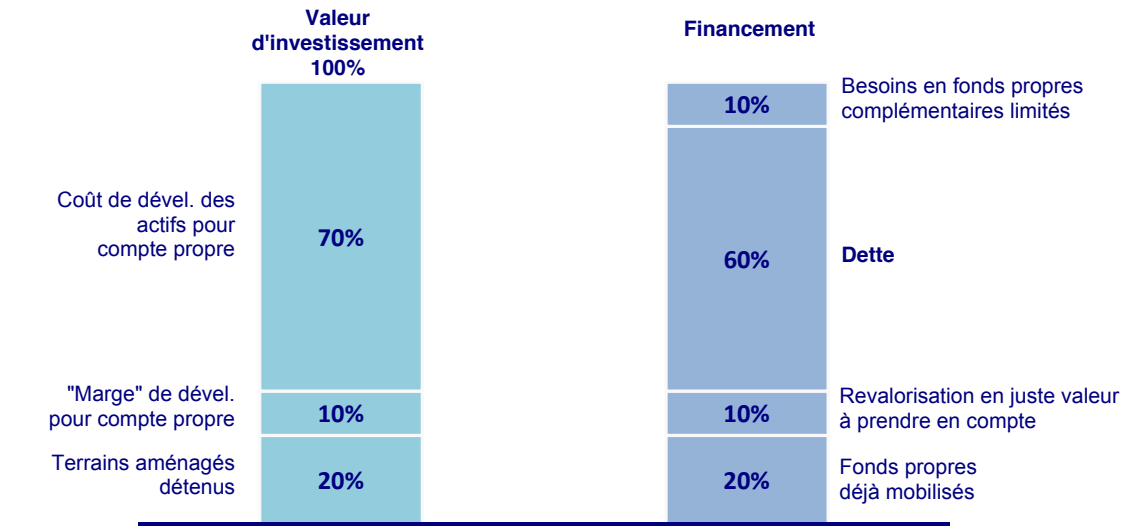
Sources : Société, Portzamparc

Ce programme repose en bonne partie sur le déploiement de la zone du Portail à St-Leu. Sur une superficie de 30 hectares, l'Eco-parc d'activité du Portail a un potentiel de 20 hectares de surface utile et 80 000 m2 de shon. Sa situation en bordure de la route des Tamarins le positionne à 20 minutes de la ville du Port et à 15 minutes de Saint-Pierre. La zone comportera plusieurs pôles d'activités économiques avec un centre commercial (hypermarché Leclerc et galerie marchande, valeur d'investissement 42M€), un parc commercial (Retail park, valeur d'investissement 14M€), 5 000 m2 de bureaux (valeur d'investissement 12M€), une zone à vocation logistique (valeur d'investissement 12/13M€) et une zone artisanale. Cette zone représente ainsi le principal support du développement de l'activité d'investissement patrimonial en immobilier d'entreprise. La première livraison a été effectuée fin 2010 et concerne 2 500 m2 de locaux commerciaux (jardinerie Gamm Vert). Cet Eco-parc accueille également déjà une station-service, un restaurant Hippopotamus et le centre d'entretien de la route des Tamarins. Suite à l'obtention de l'ensemble des autorisations administratives et commerciales, purgées de tous recours au 3ème trimestre 2012, CBo Territoria est en mesure de lancer les travaux de construction du centre commercial du Portail, comprenant l'Hypermarché Leclerc et sa galerie marchande, qui sera mis en chantier en fin d'année 2012.

Compte tenu des cessions programmées (revente de logements en fin de période de défiscalisation pour un montant global de l'ordre de 15M€ représentant ~75 logements), le plan de développement représente près de 200M€ en valeur d'investissement sur la période 2012-2015. Ce plan est focalisé sur le développement d'un patrimoine d'immobilier d'entreprise (70% du programme) complété par l'immobilier d'habitat (30% du programme).

Comme le montre le graphique suivant, de par son modèle de développement spécifique, CBo Territoria dispose déjà dans ses comptes d'une partie de la valeur d'investissement, correspondant à la valeur des terrains aménagés détenus sur lesquels CBo développera les programmes d'investissement. De plus le fait que le groupe développe ces actifs pour compte propre implique que la valeur d'actif soit supérieure au coût total de développement constitué de la valeur des terrains aménagés et du coût de développement proprement dit (matérialisation d'une marge de développement). Au final, nous estimons que la part de nouveau financement en propre restant à engager représente environ 10% de la valeur totale d'investissement soit environ 15M€.

Modèle de financement du patrimoine CBo Territoria



Source : Société

Un tel schéma de financement suppose que le groupe parvienne à lever une dette nouvelle de l'ordre de 100M€. Ce montant est à mettre en perspective avec la dette déjà levée (150M€ de dette financière nette à fin juin 2012) et avec l'emprise que représente CBo Territoria auprès des banques locales. Afin de sécuriser le développement de ce programme d'investissement le groupe lancera prochainement une émission d'obligations convertibles pour un montant de l'ordre de 25M€. L'Agence Française de Développement (AFD), via sa filiale PROPARCO (Société de Promotion et de Participation pour la Coopération Economique) en charge des investissements auprès du secteur privé, a pris l'engagement ferme de souscrire cette émission à hauteur de 10M€. Cette levée de fonds doit permettre à CBo Territoria d'enclencher la phase d'investissement et d'assurer le financement du plan de développement sur fin 2012 – 2013. Concernant le centre commercial du Portail (hypermarché Leclerc), la phase principale de travaux commencera dès fin 2012 pour une livraison de l'hypermarché en septembre 2014. Le développement de cet actif constitue un signal fort et permet d'accélérer celui des autres programmes de la ZAC du Portail (retail park, bureaux, zone logistique, etc).

V - Valorisation – 3,9€/action

V-1 - Hypothèses

Le tableau ci-après résume notre scénario d'activité et de marge pour la période 2012-2015. Les principales hypothèses sont les suivantes :

- Sur l'activité Promotion

  Nous avons retenu l'hypothèse d'un niveau haut d'activité en 2012, bénéficiant de programmes emblématiques tels que la construction du siège social de la Caisse d'Allocations Familiales (CAF) de La Réunion en immobilier d'entreprise (9 200 m² pour un CA total de 23,5M€) ou la réalisation en cours de 400 logements sociaux pour le compte de la SHLMR (Société Anonyme d'Habitations à Loyer Modéré de la Réunion). Le groupe devrait également livrer près de 200 logements privés (sur la base des réservations, le groupe a engagé 234 mises en chantier cette année).

  Au-delà de 2012, le programme cadre signé avec la SHLMR prévoit la poursuite d'une collaboration sur une base de 150 logements par an (~28M€ de CA annuel). L'année 2013 devrait cependant se situer en-dessous de cette moyenne compte tenu de réservations plus faibles en 2011 et 2012 (68 et 73 logements respectivement). En tenant également compte de l'immobilier professionnel et de la vente de parcelles prêtes à bâtir et d'autres terrains, cela devrait permettre au groupe de réaliser un CA annuel de l'ordre de 95M€ normatifs.

  En ce qui concerne les marges de cette activité, nous avons retenu un niveau normatif entre 14% et 15% (selon le mix produits, les parcelles et terrains offrant des marges normatives plus élevées). Ce niveau de marge élevé matérialise la valeur créée par le groupe lors de l'aménagement des terrains nus (CBo Territoria enregistre les terrains en stock pour leur valeur aménagée par le groupe, inférieure à ce que lui coûterait l'acquisition du foncier dans un modèle de promoteur traditionnel).

- Sur l'activité Foncière

  Nous avons retenu l'hypothèse d'une montée en puissance de cette activité avec un niveau de loyers doublé à l'horizon 2015. Cette hypothèse repose sur le développement de près de 160M€ d'actifs nouveaux par rapport au 30 juin 2012, essentiellement en immobilier professionnel dans le cadre de la ZAC du Portail à St-Leu et de celle de Beauséjour à Ste-Marie. Le développement d'actifs en immobilier d'habitat correspond à la poursuite de programmes permettant de réduire la base d'imposition de CBo Territoria à l'IS.

  En matière de rendement locatif, nous avons jugé représentatifs les niveaux de rendement (revenus locatifs / patrimoine de rendement en service) actuellement observés à la fois en immobilier d'habitat (4,5% au S1 2012) et en immobilier professionnel (8% au S1 2012).

- En matière de Frais de gestion non affectés, nous avons retenu une progression annuelle de 5% sachant que le groupe est déjà en grande partie dimensionné pour réaliser son plan de développement (équipe immobilière dédiée : 53 personnes au 30 juin).

- Concernant la variation de Juste Valeur, nous anticipons un total cumulé de 17M€ sur la période 2012-2015, correspondant à la comptabilisation en Juste Valeur des immeubles de rendement mis en service (11M€e) ainsi que des

terrains nouvellement aménagés et/ou rendus constructibles sur la période (6M€e). Cette hypothèse nous paraît conservatrice dans le sens où elle ne retient ni inflation (2% par an représentent une appréciation de 4M€) ni les effets de marché.

- Nous avons également projeté la cession progressive des programmes de défiscalisation arrivés à maturité (le premier programme, concernant 36 logements au Mont Roquefeuil à St-Gilles, est classé en actifs destinés à la vente depuis le 30 juin), la ligne Autres éléments représentant la plus-value de cession de ces programmes.

- Enfin nous avons considéré que CBo Territoria poursuivrait au cours des prochains exercices des investissements en immobilier d'habitat permettant au groupe de réduire son imposition à l'IS (base annuelle 50 logements pour un investissement de 9M€/an permettant une réduction d'IS de 2,5M€/an).

M€	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
Revenus locatifs	**10.1**	**11.2**	**12.8**	**14.7**	**19.2**	**23.9**
Immobilier d'entreprise	6.1	7.1	8.2	9.5	13.5	17.8
Immobilier d'habitat	3.4	3.5	4.0	4.7	5.1	5.5
Autres	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Charges refacturées	**1.2**	**1.2**	**1.4**	**1.6**	**2.1**	**2.6**
Promotion immoblière	**57.7**	**104.0**	**102.0**	**90.0**	**95.0**	**95.0**
Habitat privé	30.0	34.4	40.0	30.0	37.0	37.0
Habitat social	9.6	43.7	40.0	25.0	28.0	28.0
Immobilier d'entreprise	7.8	14.8	14.0	20.0	15.0	15.0
Vente de terrains	10.3	11.1	8.0	15.0	15.0	15.0
Activités annexes	2.7	2.8	4.0	4.0	4.0	4.0
CA	**71.7**	**119.2**	**120.2**	**110.3**	**120.2**	**125.5**
Revenus locatifs nets	8.8	10.1	11.5	13.3	17.2	21.5
Marge promotion	10.2	16.0	16.0	13.4	13.5	13.5
Frais de gestion (non affectés)	-4.1	-5.1	-5.4	-5.6	-5.9	-6.2
Autres	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Résultat des activités	**14.9**	**20.9**	**22.2**	**21.0**	**24.8**	**28.8**
Marge locative	86.6%	90.2%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%
Marge promotion	17.7%	15.4%	15.7%	14.8%	14.2%	14.2%
Variation de la Juste Valeur	11.1	5.3	6.0	7.0	2.0	2.0
Autres éléments	0.2	0.7	0.1	0.3	0.5	0.6
Résultat opérationnel	26.2	26.9	28.3	28.3	27.3	31.4
Résultat financier	-4.6	-5.2	-5.6	-6.7	-7.3	-7.9
Résultat Courant avant IS	21.5	21.6	22.6	21.6	20.0	23.6
IS	-3.5	-5.0	-5.0	-4.7	-4.2	-5.2
Résultat net	**18.0**	**16.7**	**17.6**	**16.9**	**15.8**	**18.3**

Sources : Société, Portzamparc

V-2 - Actif Net Réévalué – 3,6€/action

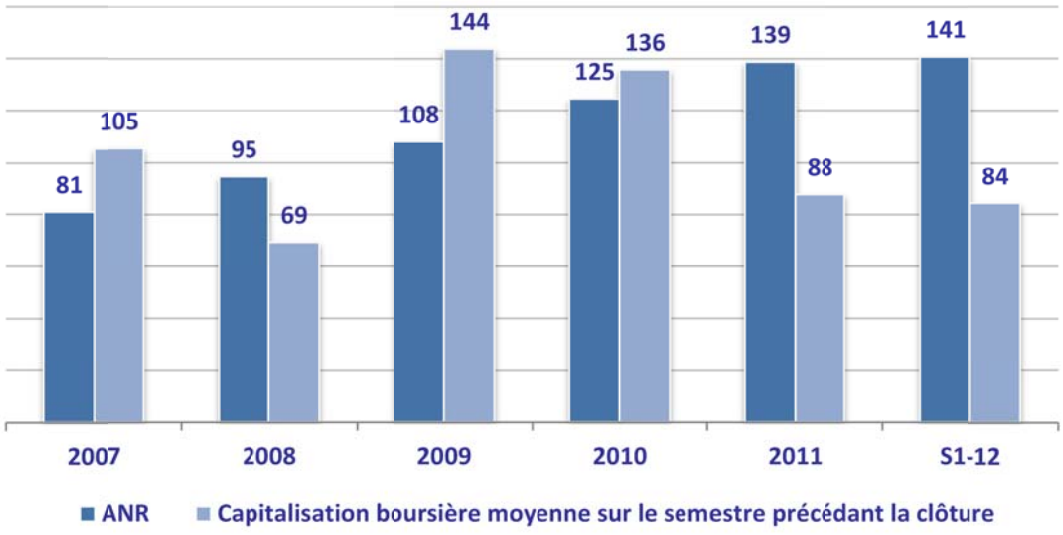
Nous avons retenu comme méthode de valorisation l'Actif Net Réévalué (hors droits, correspondant à un ANR de liquidation). Compte tenu de la forte croissance attendue sur l'horizon 2012-2015, nous avons opté pour une projection de l'ANR à fin 2015. En matière de dividende, nous avons supposé que la société poursuivrait une politique de progression régulière de son dividende (+10%/an dans notre scénario). Nous actualisons ensuite le résultat obtenu à un taux de 8,5% considéré comme le taux de rendement exigé par l'investisseur.

M€	2011	2012	2013	2014	2015
Résultat net	**16.7**	**17.6**	**16.9**	**15.8**	**18.3**
Dividende versé	-2.6	-2.9	-3.2	-3.5	-3.8
ANR	**138.7**	**153.4**	**167.2**	**179.5**	**194.0**
Nb actions (en millions)	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0
ANR/action (en €)	**4.33**	**4.79**	**5.22**	**5.61**	**6.06**

Sources : Société, Portzamparc

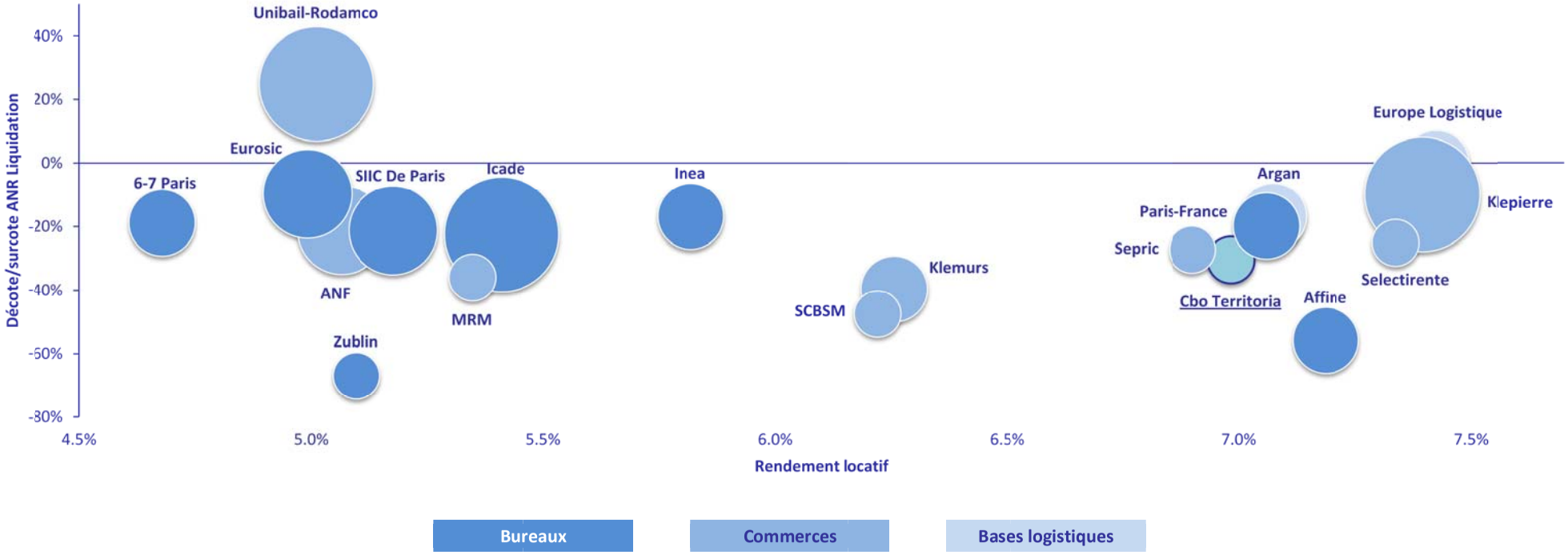
Sur la base de nos estimations, l'Actif Net Réévalué s'établirait à 6,06€/action à fin 2015, matérialisant une progression cumulée de 40% sur 2011-2015 soit un taux de progression moyen de 8,7% par an après distribution de dividende. En actualisant cet ANR au taux de 8,5%, on obtient une valeur de 4,7€/action. Nous appliquons une décote de 25%, conforme à ce que l'on observe sur les sociétés foncières cotées, pour aboutir à un objectif de cours de 3,6€.

Evolution de la décote du titre par rapport à l'ANR depuis fin 2007



Source : Société, Portzamparc

Le graphique suivant relate la décote sur Actif Net Réévalué des sociétés foncières cotées en fonction de leur rendement locatif et de leur type d'actif majoritaire. La taille des bulles correspond à la capitalisation boursière avec 4 tailles différentes pour 4 gammes de capitalisation boursière (< 100M€, 100-500M€, 500M€-1Md€, >1Md€). Globalement, on constate que la décote sur ANR est relativement homogène, autour de 25% en moyenne.



Source : FactSet, Portzamparc

V-3 - Méthode des comparables – 4,6€/action

Le modèle original de CBo Territoria, présent à la fois dans l'aménagement, la promotion immobilière et la foncière rend l'exercice de valorisation par les comparables délicat. Néanmoins, nous avons retenu un échantillon de valeurs présentes sur ces différents métiers afin de situer la valorisation de CBo Territoria par rapport à ces acteurs.

Nous avons retenu les ratios VE/EBE, PER et P/CF sur les exercices 2012 à 2014. Comme le montre le tableau suivant, la valorisation de CBo Territoria ressort à 4,6€/action selon cette approche.

	VE/EBE 12	VE/EBE 13	VE/EBE 14	Per 12	Per 13	Per 14	Price To Cash Flow 12	Price To Cash Flow 13	Price To Cash Flow 14
AFFINE R.E.	15.3	15.2	15.8	11.9 x	8.0 x	7.9 x	6.6 x	6.4 x	5.5 x
ANF-Immobilier S.A.	18.1	43.9	38.4	21.4 x	27.7 x	15.9 x	20.3 x	22.4 x	
Argan S.A.	14.7	13.8		5.8 x	5.7 x	5.7 x			
Fonciere Paris-France S.A.	12.1	12.2		11.7 x	10.5 x	12.8 x			
Fonciere Sepric S.A.	16.3	14.4		8.6 x	8.2 x	7.9 x			
ICADE S.A.	16.3	15.7	15.4	15.2 x	14.3 x	13.2 x	12.1 x	13.7 x	10.3 x
Klepierre S.A.	15.7	15.0	14.5	14.4 x	14.1 x	13.3 x	14.2 x	13.0 x	11.0 x
Selectirente	13.5	13.1	12.9	8.4 x	8.1 x	8.0 x			
Terreis S.A.	17.6	17.4		51.5 x	45.6 x	11.5 x	13.5 x	12.5 x	
Unibail-Rodamco SE	20.4	19.6	19.0	17.9 x	16.8 x	15.5 x	17.3 x	16.4 x	15.3 x
Maisons France Confort	2.9	3.3	2.7	8.5 x	10.5 x	9.5 x	7.5 x	8.5 x	6.5 x
Les Nouveaux Constructeurs	3.3	3.2	-1.2	4.5 x	2.9 x	2.1 x	3.8 x	2.5 x	1.9 x
Nexity S.A.	4.9	5.1	5.5	10.7 x	10.7 x	11.9 x	9.7 x	9.6 x	10.3 x
Kaufman & Broad S.A.	5.5	5.8	6.7	8.5 x	10.2 x	12.4 x	5.1 x	5.1 x	9.8 x
Capelli S.A.	3.1	2.5		5.9 x	5.6 x		5.2 x	4.9 x	
Groupe Promeo S.A.	4.5	4.6	4.3	5.6 x	5.4 x	5.7 x	3.0 x	3.0 x	2.9 x
Moyenne	**14.1**	**13.4**	**12.9**	**9.6 x**	**10.3 x**	**11.5 x**	**8.6 x**	**9.1 x**	**9.8 x**
Valorisation CBO Territoria (M€)	173.0	128.0	151.3	169.5	174.9	179.9	107.5	96.1	140.1
Valorisation CBO Territoria (€/action)	**5.4**	**4.0**	**4.7**	**5.3**	**5.5**	**5.6**	**3.4**	**3.0**	**4.4**
Valorisation moyenne (€/action)	**4.6**								

Source : JCF, Portzamparc

V-4 - Synthèse – 3,9€/action

Compte tenu du profil de croissance de l'activité foncière sur les prochains exercices, nous retenons un objectif de cours reposant à 70% sur l'ANR actualisé et 30% sur les comparables. Dans cette approche, la valorisation de CBo Territoria ressort à 3,9€/action.

Synthèse valorisation		Coef.	Valeur
Comparables	4.6	0.30	1.4
ANR actualisé	3.6	0.70	2.5
Valorisation moyenne (€/action)	**4.1**		**3.9**

Source : Portzamparc

ANNEXE - Méthodes comptables

Comptabilisation du chiffre d'affaires et de la marge

Dans l'activité de promotion immobilière, le chiffre d'affaires est comptabilisé selon la méthode de l'avancement pour ce qui concerne les immeubles bâtis. Pour chaque programme, le groupe enregistre un volume d'affaires fonction du taux d'avancement technique de l'opération et de la commercialisation. L'avancement technique de l'opération est déterminé en rapprochant les dépenses engagées (facturées) des dépenses prévisionnelles. Pour les opérations dont la Déclaration d'Achèvement des Travaux (DAT) est déposée en fin d'année, le niveau d'avancement technique mesuré sur la base des dépenses facturées est corroboré avec l'avancement déclaré par la maîtrise d'ouvrage afin d'approcher au mieux les dépenses restant à engager et le niveau effectif d'avancement.

La commercialisation est prise en compte dès lors que la vente est certaine. Le résultat est constaté au fur et à mesure de cet avancement, en fonction de la marge prévisionnelle de chaque programme.

En ce qui concerne, l'activité de promotion immobilière en terrains à bâtir, le chiffre d'affaires est constaté à la signature de l'acte de vente des terrains ou lots.

Pour l'ensemble des opérations en promotion immobilière, lorsque le résultat prévisionnel fait apparaître une perte, une provision pour dépréciation ou perte à terminaison est constituée.

Dans l'activité de foncière, les revenus locatifs résultant des immeubles de placement sont comptabilisés de façon linéaire sur la durée des contrats de location en cours.

Reconnaissance de la Juste Valeur

CBo Territoria a opté pour la valorisation des immeubles de placement à leur Juste Valeur (norme IAS 40). Le vocable Immeuble de placement recouvre l'ensemble des biens immobiliers (terrain ou bâtiment) détenus par le groupe en vue d'en retirer des loyers et/ou de valoriser le capital correspondant.

Les terrains détenus par CBo Territoria sont donc classés en Immeuble de Placement tant que le groupe ne décide pas de les utiliser dans le cadre de programmes de promotion immobilière, soit pour les vendre sous forme de parcelles ou de lots soit pour y construire un programme immobilier.

La majorité du patrimoine immobilier du Groupe CBo Territoria est ainsi composée d'immeubles de placement à l'exception :

- des immeubles d'exploitation occupés par le Groupe, classés en Autres immobilisations corporelles (principalement le siège social),
- des terrains ou immeubles destinés à la vente, correspondant au développement des opérations réalisées en promotion immobilière, classés en Stocks.

Ces derniers (Immeubles d'exploitation et Stocks) ne constituant pas des immeubles de placement, ils n'entrent pas dans le champ d'application de l'IAS40 – Valorisation à la juste valeur.

La juste valeur d'un immeuble de placement est le prix auquel cet actif pourrait être échangé entre des parties bien informées, consentantes et agissant dans des conditions de concurrence normale. Elle reflète l'état réel du marché et les circonstances prévalant à la date de clôture de l'exercice. La juste valeur est déterminée sans aucune déduction des coûts de transaction encourus lors de la vente ou de toute sortie de l'actif.

La combinaison des méthodes et des hypothèses suivantes est prise en compte pour déterminer la juste valeur des immeubles de placement :

- les valeurs d'expertise,
- les prix récents de biens comparables (nature, état, localisation) sur le marché actif de l'île de La Réunion,
- les prix les plus probables pouvant être raisonnablement obtenus sur le marché réunionnais à la date de clôture de l'exercice.

Le compte de résultat enregistre sur l'exercice la variation nette de juste valeur correspondant à la somme des variations de valeur de chaque immeuble concerné. Un impôt différé est calculé sur cette variation nette et enregistré.

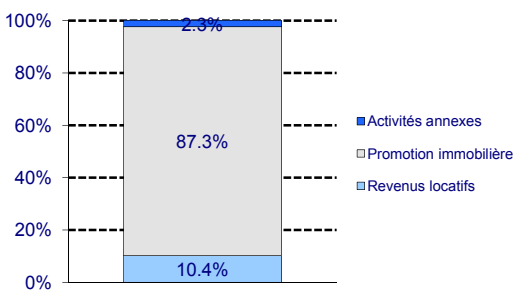
CBO TERRITORIA

Exploitation	07	08	09	10	11	12e	13e	14e
CA	22.4	20.3	59.9	71.7	119.2	120.2	110.3	120.2
var. n/n-1	*110.5%*	*-9.4%*	*195.0%*	*19.7%*	*66.4%*	*0.8%*	*-8.2%*	*9.0%*
var. organique	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*66.4%*	*0.8%*	*-8.2%*	*9.0%*
EBE	5.0	7.1	18.6	16.1	22.0	23.2	22.0	25.8
ROC	3.7	6.4	16.9	14.9	20.9	22.2	21.0	24.8
var n/n-1	*-27.3%*	*71.9%*	*164.9%*	*-12.0%*	*40.2%*	*6.2%*	*-5.4%*	*18.3%*
ROP	17.4	20.5	27.8	26.2	26.9	28.3	28.3	27.3
RCAI	15.1	16.8	23.6	21.5	21.6	22.6	21.6	20.0
IS	-2.9	-2.1	-8.1	-3.5	-5.0	-5.0	-4.7	-4.2
RN Pdg publié	12.5	13.8	15.2	17.2	16.6	17.6	16.9	15.8
RN Pdg corrigé	12.5	13.8	15.2	17.2	16.6	17.6	16.9	15.8
var. n/n-1	*32.3%*	*10.5%*	*9.6%*	*13.1%*	*-3.4%*	*6.2%*	*-4.0%*	*-7.3%*
Tmva CA 2009 / 2013e	16.5%							
Marge brute (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	77.5%	ns	46.5%	36.5%	22.5%	23.5%	25.6%	22.7%
Marge nette (%)	55.9%	68.2%	25.3%	24.0%	13.9%	14.6%	15.3%	13.0%
Taux IS (%)	18.9%	12.7%	34.3%	16.3%	23.0%	22.3%	21.7%	20.8%
Frais de personnel / CA (%)	12.9%	18.4%	7.2%	7.0%	4.8%	0.0%	0.0%	0.0%
CA/effectif (K€)	448	379	990	1,031	1,519	-	-	-
var. n/n-1	*55.8%*	*-15.4%*	*160.9%*	*4.2%*	*47.3%*	-	-	-
Effectif moyen	50	54	61	70	79	-	-	-
var. n/n-1	*35.1%*	*7.0%*	*13.1%*	*14.9%*	*12.9%*	-	-	-

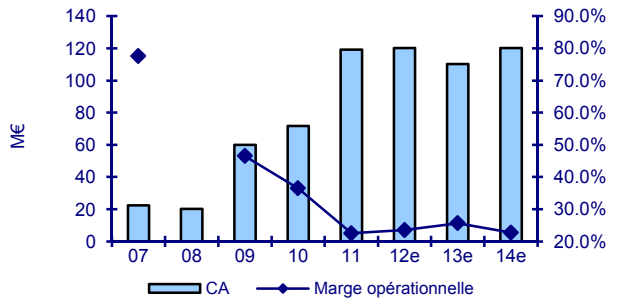
Bilan	07	08	09	10	11	12e	13e	14e
Fonds propres Pdg	80.5	92.0	105.4	121.0	135.2	149.2	162.9	175.3
Dettes financières nettes	66.1	90.3	113.8	130.8	138.4	152.9	166.8	181.6
Autres	-1.1	-1.0	-1.0	-1.1	-1.2	-0.5	-0.5	-0.5
Capitaux investis	**148.0**	**184.6**	**221.8**	**256.0**	**273.4**	**302.5**	**330.2**	**357.3**
Immobilisations nettes	160.0	201.2	223.0	246.9	270.8	299.9	328.2	354.7
dont écarts d'acquisition	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
dont financières	12.5	11.9	11.9	11.9	5.2	5.2	5.2	5.2
BFR	0.4	-4.7	10.6	21.0	7.7	7.8	7.2	7.8
Actif économique	**148.0**	**184.6**	**221.8**	**256.0**	**273.4**	**302.5**	**330.2**	**357.3**
Gearing (%)	79.6%	94.7%	104.4%	103.5%	101.7%	101.8%	101.8%	103.1%
BFR/CA (%)	1.8%	-23.1%	17.7%	29.4%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
Dettes financières nettes/EBE (x)	13.3	12.7	6.1	8.1	6.3	6.6	7.6	7.0
ROE (%)	15.6%	15.0%	14.4%	14.2%	12.3%	11.8%	10.4%	9.0%
ROACE (%) après IS normé	9.4%	7.6%	8.9%	9.1%	7.6%	6.0%	5.3%	5.8%

Financement	07	08	09	10	11	12e	13e	14e
Cash Flow	1.2	4.0	12.5	7.3	18.0	12.5	10.6	14.3
Variation BFR	-7.0	5.1	3.9	-0.9	6.8	-0.1	0.6	-0.6
Investissements industriels	-42.1	-26.3	-37.1	-17.3	-26.2	-25.0	-25.0	-30.0
% du CA	187.8%	129.8%	61.9%	24.2%	22.0%	20.8%	22.7%	25.0%
Cash Flow Libre	**-47.9**	**-17.2**	**-20.6**	**-10.9**	**-1.4**	**-12.6**	**-13.8**	**-16.3**
Cessions d'actifs	3.9	1.6	0.2	0.7	1.0	1.0	3.0	5.0
Investissements financiers	0.0	0.0	-4.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividendes	-1.0	-1.6	-1.9	-2.2	-2.7	-2.9	-3.2	-3.5
Augmentation de capital	26.3	5.2	0.0	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0
Autres	-3.5	-12.2	3.7	-4.6	-5.2	0.0	0.0	0.0
Variation dettes financières nettes	22.1	24.2	23.5	17.0	7.7	14.4	13.9	14.8
Dettes financières nettes	**66.1**	**90.3**	**113.8**	**130.8**	**138.4**	**152.9**	**166.8**	**181.6**

CA par activité



Evolution CA et marge opérationnelle



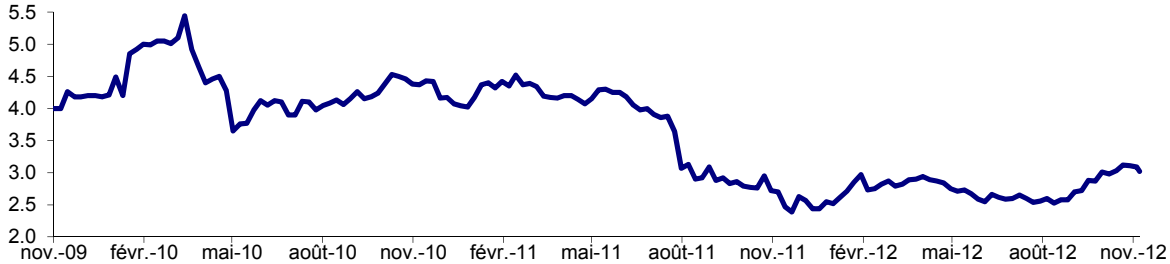
CBO TERRITORIA

Données par action	07	08	09	10	11	12e	13e	14e
BNPA	0.39	0.44	0.48	0.54	0.52	0.55	0.53	0.49
Var n/n-1	2.7%	10.5%	9.0%	13.1%	-3.6%	6.1%	-4.0%	-7.3%
CFPA	0.0	0.1	0.4	0.2	0.6	0.4	0.3	0.4
ANPA	2.5	2.9	3.3	3.8	4.2	4.7	5.1	5.5
Dividende net (versé en n+1)	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09	0.10	0.11	0.12
Payout (%)	12.7%	13.8%	14.6%	14.9%	17.4%	18.0%	20.6%	24.5%
Tmva BNPA 2009 / 2013e	2.7%							
Tmva CFPA 2009 / 2013e	-4.1%							

Valorisation	07	08	09	10	11	12e	13e	14e
PER (x)	11.3	6.4	6.2	8.1	6.9	5.5	5.7	6.2
PCF (x)	ns	22.4	7.5	19.1	6.4	7.7	9.1	6.7
PAN (x)	1.8	1.0	0.9	1.2	0.9	0.6	0.6	0.6
VE/CA (x)	8.8	8.4	3.3	3.7	2.1	2.0	2.4	2.3
VE/EBE (x)	ns	23.9	10.7	16.4	11.3	10.6	11.8	10.6
VE/ROP (x)	11.4	8.3	7.1	10.1	9.3	8.7	9.2	10.0
Free Cash Flow Yield (%)	-33.8%	-19.5%	-22.1%	-7.8%	-1.2%	-13.0%	-14.2%	-16.9%
Rendement (%)	0.9%	1.8%	2.1%	1.6%	2.2%	3.0%	3.3%	3.6%
Capitalisation (M€)	141.8	88.5	93.4	139.4	115.0	96.7	96.7	96.7
Valeur d'Entreprise (VE)	197.9	170.1	198.9	263.5	249.2	245.4	259.3	274.1
Cours de référence (€)	**4.5**	**2.8**	**2.9**	**4.4**	**3.6**	**3.0**	**3.0**	**3.0**
Nb de titres (X 1000000)	31.752	31.752	31.938	31.938	32.010	32.019	32.019	32.019
Nb de titres corrigé (x1000000)	31.752	31.752	31.938	31.938	32.010	32.019	32.019	32.019
% de la dilution	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Date d'introduction	20/05/2005							
Cours d'introduction ajusté	-							

Données intermédiaires	07	08	09	10	11	12
CA T1	-	-	-	-	15.6	21.6
CA T2	-	-	-	-	27.6	24.8
CA S1	-	-	18.3	18.4	43.2	46.4
ROP S1	-	-	13.7	12.9	9.4	10.3
RN pdg corrigé S1	-	-	7.8	7.3	4.3	5.0
Marge opérationnelle S1	-	-	74.9%	70.1%	21.8%	22.1%
Marge nette S1	-	-	42.4%	39.7%	9.9%	10.8%
CA T3	-	-	-	-	-	
CA T4	-	-	-	-	-	
CA S2	-	-	41.7	43.0	76.5	
ROP S2	-	-	13.9	13.3	17.4	
RN pdg corrigé S2	-	-	8.0	7.7	9.8	
Marge opérationnelle S2	-	-	33.5%	30.8%	22.8%	
Marge nette S2	-	-	19.2%	18.0%	12.8%	
Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	-	-	-	-	-	38.5%
CA T2	-	-	-	-	-	-10.1%
CA S1	-	-	-	0.5%	134.9%	7.4%
ROP S1	-	-	-	-5.8%	-26.8%	8.8%
CA T3	-	-	-	-	-	
CA T4	-	-	-	-	-	
CA S2	-	-	-	3.2%	77.9%	
ROP S2	-	-	-	-4.9%	31.4%	

Historique de cours



Notes

Avertissements

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (engagement de la transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation) est accessible sur le site www.midcaps.portzamparc.fr (clientèle institutionnelle) ou auprès de votre conseiller habituel (clientèle privée).

Mentions obligatoires

Recommandations boursières

Nos recommandations boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à un horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur les objectifs de cours définis par l'analyste et intègrent des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché, susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse Portzamparc établit ses évaluations selon une approche d'analyse fondamentale multicritères (principalement et de manière non exhaustive actualisation des flux, multiples des comparables, multiples de transaction, somme des parties, actif net réévalué).

ACHETER (1) : Performance attendue supérieure à +15%

RENFORCER (2) : Performance attendue comprise entre +5% et +15%

CONSERVER (3) : Performance attendue comprise entre -5% et +5%

ALLEGER (4) : Performance attendue comprise entre -5% et -15%

VENDRE (5) : Performance attendue inférieure à -15% ou absence de visibilité sur les fondamentaux de la société.

Historique des changements de recommandations sur le titre depuis 12 mois

Date	Nouvelle recommandation	Ancienne recommandation
19 Novembre 2012	Acheter	

Questionnaire engagement de transparence sur les potentiels conflits d'intérêts

Portzamparc Société de Bourse, en référence au règlement général de l'AMF (art- 321-129 à 321-132) informe des éventuels conflits d'intérêt qui pourraient exister avec la/les société(s) sous revue.

1- Intérêt Personnel de l'analyste.

L'analyste en charge de l'élaboration de l'analyse, a-t-il un intérêt financier significatif dans un ou plusieurs instruments financiers faisant l'objet de l'étude ? NON

L'analyse en charge de l'élaboration de l'analyse ou l'un des membres de son foyer exerce une fonction d'auditeur, de directeur ou de membre du conseil d'administration de l'émetteur faisant l'objet de l'étude ? NON

2 - Conflit d'intérêt Portzamparc/Emetteur

Existe-t-il un conflit d'intérêts significatif entre l'émetteur auquel se rapporte l'analyse et Portzamparc Société de Bourse ? NON

3 - Intérêts financiers Portzamparc/Emetteur

Existe-t-il des participations importantes entre Portzamparc Société de Bourse, d'une part, et l'émetteur, d'autre part ? NON

Portzamparc Société de Bourse seul ou avec d'autres personnes morales, est-elle liée avec l'émetteur par d'autres intérêts financiers ? NON

4- Contrat de liquidité

A-t-il été conclu un contrat de liquidité entre Portzamparc Société de Bourse et l'émetteur ? NON

5 - Service d'investissements

Portzamparc Société de Bourse a-t-elle exercé au cours des 12 derniers mois la fonction de chef de file ou de co-chef de file pour la/les société(s) concernée(s) dans le cadre d'une offre publique de titres ? OUI

A-t-il été convenu de la fourniture de Portzamparc Société de Bourse à l'émetteur d'un service de production et de diffusion d'analyses financières sur ledit émetteur ? OUI

6 - Autres conflits d'intérêts

Portzamparc Société de Bourse a-t-elle connaissance d'autres conflits d'intérêts significatifs liés à la distribution de cette étude ? NON

7 - Communication de l'étude à l'émetteur

Une copie de l'étude sans l'objectif de cours et la recommandation a-t-elle été présentée à la société avant sa distribution avec pour seul objectif la vérification d'éléments factuels ? OUI

Les conclusions de l'étude ont-elles été modifiées suite à la communication de celle-ci avec l'émetteur et préalablement à sa diffusion ? NON

Recherche

Laurent VALLEE *Responsable Analyse Financière*	vallee@portzamparc.fr
Vincent LE SANN *Analyste Financier*	lesann@portzamparc.fr
Arnaud GUERIN *Analyste Financier*	guerin@portzamparc.fr
Jean-Baptiste BARENTON *Analyste Financier*	barenton@portzamparc.fr
Nicolas ROYOT *Analyste Financier*	royot@portzamparc.fr
Romain FREISMUTH *Analyste Financier*	freismuth@portzamparc.fr
Catherine ROY *Assistante*	roy@portzamparc.fr
Stéphanie de BEAUPUIS *Assistante*	beaupuis@portzamparc.fr
Téléphone Fax	33 (0) 2 40 44 94 09 33 (0) 2 40 69 77 65

Vente Institutionnelle

François BREDOUX *Responsable Vente Institutionnelle*	33 (0) 2 40 44 95 21 bredoux@portzamparc.fr
Henri TASSO *Vendeur institutionnel*	33 (0) 2 40 44 95 41 tasso@portzamparc.fr
Henrique CRISTINO *Vendeur institutionnel*	33 (0) 2 40 44 95 31 cristino@portzamparc.fr
Nitin KHEDNAH *Vendeur institutionnel*	33 (0) 2 40 44 95 11 khednah@portzamparc.fr
Franck JAUNET *Responsable Négociation, Sales trading*	33 (0) 2 40 44 95 26 jaunet@portzamparc.fr
Reine HASLAY *Analyste Risques & Performances*	33 (0) 2 40 44 95 40 haslay@portzamparc.fr
Fax	33 (0) 2 40 69 77 63

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4 - Tél 33 (0) 2 40 44 94 00

Paris : 21 boulevard Haussmann - 75009 Paris - 33 (0) 1 40 17 50 08

Marseille : 579 avenue du Prado - 13008 - Tél 33 (0) 4 91 59 81 10

Portzamparc
Société de Bourse