CBo TERRITORIA

ACHAT

OBJECTIF : 4€ +18%

ÉTUDE D'ACTUALISATION

DES AMBITIONS CONFORTÉES PAR LA ROBUSTESSE DES FONDAMENTAUX

Le S1 2022 a confirmé la montée en puissance de l'activité de foncière tertiaire (70% de l'EBE total) qui affiche une occupation très élevée (98%). CBo suit sa feuille de route crédible axée sur la fonciarisation de son modèle (patrimoine tertiaire de 430m€ à échéance 2026, +43% vs S1 2022). La cession du portefeuille de logements (42m€) ainsi que la monétisation des stocks de terrains de promotion (1200 lots) devraient permettre à la foncière de mener à bien son plan sans appel au marché. Malgré la remontée des coûts de financement, CBo devrait afficher d'honorables croissances de résultat et d'ANR (TCMA 22e-27e : RNR/action +1,5%, ANR/action +4,0%) tout en continuant à rembourser régulièrement une partie de sa dette. Le rendement élevé du titre nous semble donc peu menacé. Recommandation Achat et objectif de cours de 4,0€ maintenus.

Bruno Duclos
+33 1 73 79 53 79
bduclos@invest-securities.com

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

Document achevé de rédiger le 21/11/2022 à 17h00

Document publié le 22/11/2022 à 8h30

Un positionnement sur l'île de La Réunion reconnu et efficient

CBo Territoria (CBo) a hérité en 2005 de plus de 3 000 hectares à La Réunion pour développer ses métiers d'entreprise d'aménagement, de promotion et de foncière. Depuis 2016, le groupe met l'accent sur la constitution d'un patrimoine locatif tertiaire et bénéficie plus faiblement de dispositifs fiscaux favorables à la promotion (30% de l'EBE groupe 2021 de 25,5m€). Aujourd'hui, CBo est à la tête d'un patrimoine économique tertiaire de 302,6m€ (commerces 64%, bureaux 27% et locaux d'activité 9%) dont l'historique de performance (occupation de 98% au S1 2022) confirme l'attractivité et la résilience. L'exposition du groupe à La Réunion lui confère selon nous un caractère relativement plus défensif face aux enjeux sectoriels (moindre recours au télétravail et au e-commerce). Les dispositifs d'aide dont bénéficie l'île nous semblent logiques et donc pérennes vu l'importance accordée par la République française à la continuité territoriale.

Un plan crédible de croissance sur plusieurs années

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€) ainsi que la monétisation jusqu'en 2026 des stocks de terrains de promotion (potentiel de 1200 lots) 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. 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 +1,5%, ANR/action +4,0%) permettant de maintenir a minima le dividende. Après monétisation des stocks de terrains, la promotion n'a pas vocation à disparaitre mais sa contribution aux résultats sera moins importante selon nous (5% de l'EBE total selon nos estimations conservatrices).

Nous maintenons notre objectif de cours à 1 an à 4,0€/action soit un P/CF 2024 de 8,4x et un rendement élevé du dividende à cet horizon de 6,0% (taux de distribution de 53,5%) malgré le remboursement régulier de la dette hypothécaire. Au cours actuel (3,58€), cet objectif offre un potentiel de rendement total (dividende inclus) de +18%. Recommandation Achat maintenue.

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

en € / action	2022e	2023e	2024e
RNR	0,46	0,45	0,45
var. 1 an	*+2,3%*	*-3,1%*	*+0,8%*
Révisions	*n.s*	*n.s*	*n.s*

au 31/12	2022e	2023e	2024e
P/RNR	7,8x	8,0x	8,0x
P/ANR-R	0,50x	0,49x	0,48x
P/ANR-L	0,55x	0,54x	0,53x
VE/EBITDA	13,0x	13,2x	13,5x
CF yield	12,8%	12,4%	12,5%
Rendement	6,7%	6,7%	6,7%

Informations clés		
Cours de clôture du	21/11/2022	3,58
Nb d'actions (m)		36,5
Capitalisation (m€)		131
Capi. flottante (m€)		98
ISIN		FR0010193979
Ticker		CBOT-FR
Secteur DJ		Finance

	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	-0,3%	-1,6%	-2,2%
Variation relative	-11,6%	+14,2%	+53,0%

Source : Factset, estimations Invest Securities

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

73, bd Haussmann - 75008 Paris
T : +33 (0)1 80 97 22 01
invest-securities.com

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**	**0,46**	**0,45**	**0,45**
Var. (%)		*+25,6%*	*-3,2%*	*+11,9%*	*+39,1%*	*+2,3%*	*-3,1%*	*+0,8%*
RNR corrigé dilué	0,22	0,26	0,25	0,29	0,40	0,41	0,40	0,45
ANR de reconstitution non dilué	6,52	6,71	6,77	6,69	6,94	7,17	7,29	7,51
ANR de liquidation non dilué	**5,84**	**5,98**	**6,09**	**6,05**	**6,29**	**6,51**	**6,61**	**6,80**
Var. (%)		*+2,3%*	*+1,8%*	*-0,6%*	*+3,9%*	*+3,6%*	*+1,5%*	*+2,8%*
ANR de liquidation dilué	5,44	5,54	5,62	5,87	6,08	6,29	6,37	6,80
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**	**7,8x**	**8,0x**	**8,0x**
P/ANR de reconstitution non dilué	**0,58x**	**0,57x**	**0,53x**	**0,52x**	**0,53x**	**0,50x**	**0,49x**	**0,48x**
P/ANR de liquidation non dilué	**0,65x**	**0,64x**	**0,59x**	**0,58x**	**0,58x**	**0,55x**	**0,54x**	**0,53x**
P/ANR de liquidation dilué	0,70x	0,69x	0,64x	0,60x	0,60x	0,57x	0,56x	0,53x
VE/EBITDA	26,0x	22,2x	16,3x	14,8x	13,6x	13,0x	13,2x	13,5x
CF yield	6,2%	7,8%	8,1%	9,2%	12,3%	12,8%	12,4%	12,5%
Rendement du dividende	**5,5%**	**5,7%**	**6,4%**	**6,6%**	**6,6%**	**6,7%**	**6,7%**	**6,7%**

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*	*3,58*	*3,58*	*3,58*
Capitalisation	129	128	119	126	131	128	128	128
Dette fi. Nette (dont SME)	233	246	244	225	217	201	198	220
Valeur d'Entreprise (VE)	**361**	**374**	**363**	**351**	**348**	**329**	**326**	**348**

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	26,0	26,6	30,9
Var. (%)		*9,7%*	*10,1%*	*1,7%*	*5,6%*	*4,6%*	*2,3%*	*16,3%*
Loyers nets	16,8	18,9	20,4	20,6	21,9	23,0	23,5	27,3
EBE locatif	12,1	14,1	15,5	15,5	17,7	18,3	18,8	22,5
EBE Promotion et autres activités	1,8	2,7	6,7	8,2	7,9	7,0	5,9	3,3
EBE total	**13,9**	**16,9**	**22,3**	**23,7**	**25,6**	**25,2**	**24,7**	**25,8**
Var. (%)		*21,6%*	*32,1%*	*6,2%*	*8,1%*	*-1,3%*	*-2,1%*	*4,4%*
Résultat financier	-5,1	-5,4	-7,4	-6,5	-6,4	-6,4	-6,7	-7,8
IS	-0,9	-1,1	-5,2	-6,1	-3,3	-2,7	-2,4	-2,2
RNR corrigé	**9,0**	**11,6**	**11,2**	**12,1**	**16,9**	**17,2**	**16,7**	**16,1**
Var. (%)		*29,4%*	*-3,5%*	*8,5%*	*39,0%*	*1,8%*	*-3,0%*	*-3,5%*

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	25,2	24,7	25,8
IS	-0,9	-1,1	-5,2	-6,1	-3,3	-2,7	-2,4	-2,2
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	-9,6	-3,6	-6,5
FCF opérationnel	**8,4**	**15,6**	**11,5**	**24,3**	**20,3**	**31,8**	**25,5**	**29,6**
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	20,8	14,1	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	381,3	410,3	445,7
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	260,5	264,0	243,4
Dette fi. Nette (dont SME)	**232,7**	**245,8**	**244,3**	**224,8**	**217,2**	**201,0**	**198,2**	**219,6**

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%	79,6%	80,1%	82,2%
EBE Promotion	3,1%	4,5%	8,0%	11,8%	13,1%	13,9%	11,3%	6,7%
Taux de distribution du RNR non dilué	**88,4%**	**73,7%**	**79,6%**	**71,2%**	**53,4%**	**52,2%**	**53,9%**	**53,5%**
RNR / ANR de liquidation	4,0%	4,7%	4,5%	4,9%	6,6%	6,6%	6,3%	6,6%
LTV économique	**50,0%**	**51,5%**	**48,0%**	**46,5%**	**45,7%**	**41,6%**	**43,9%**	**45,6%**
Dette fi. Nette / ANR liq.	104,0%	98,8%	97,4%	91,2%	85,1%	77,2%	75,1%	90,2%
Dette financière nette / EBE	**16,8x**	**14,6x**	**11,0x**	**9,5x**	**8,5x**	**8,0x**	**8,0x**	**8,5x**
ICR	2,7x	3,1x	3,0x	3,6x	4,0x	3,9x	3,7x	3,3x
Coût effectif de la dette	3,3%	3,4%	3,7%	3,3%	3,3%	3,5%	3,6%	3,9%

Source : données société, estimations Invest Securities

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

73, bd Haussmann - 75008 Paris
T : +33 (0)1 80 97 22 01
invest-securities.com

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

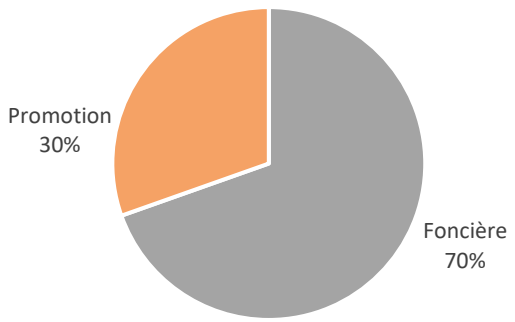
- Historique reconnu en termes d'aménagement sur le territoire
- Poids croissant du patrimoine locatif qui rend l'entreprise rentable à travers les cycles de promotion
- Transition organisée après le dirigeant historique E. Wuillai

MENACES

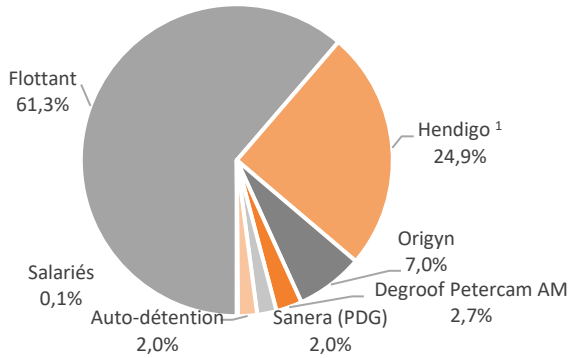
- Liquidité des actifs limitée par l'absence de marché institutionnel
- Incertitude des dispositifs incitatifs fiscaux pour la promotion de logements
- Remontée des taux d'intérêt

INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

Répartition de l'EBE 2021

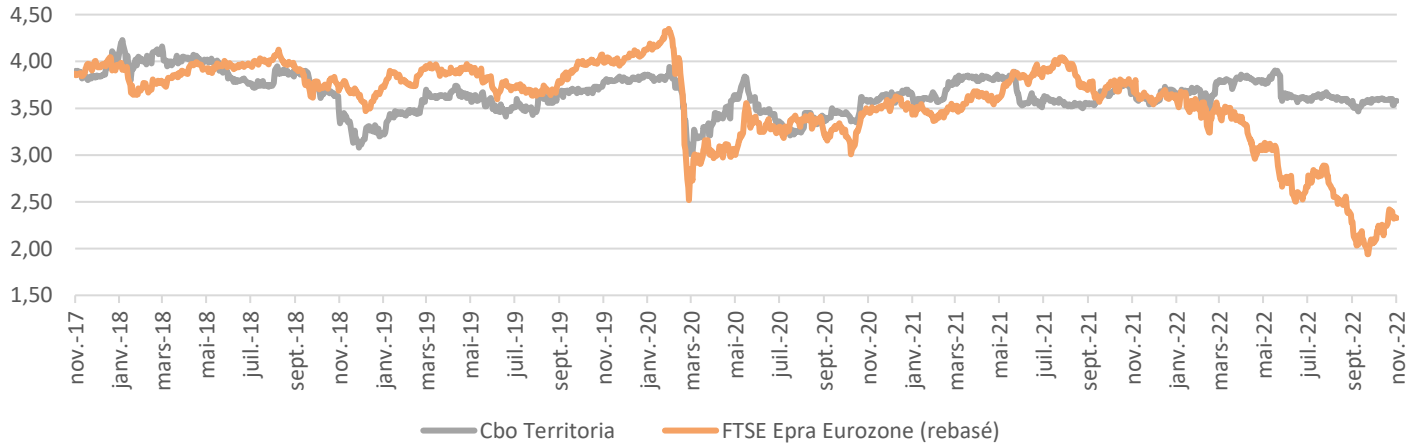


Actionnariat



1: Société contrôlée par Tolefi SA

ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS 5 ANS



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

73, bd Haussmann - 75008 Paris
T : +33 (0)1 80 97 22 01
invest-securities.com

SOMMAIRE

1 – Une position toujours dominante à La Réunion p.5

1.1 Foncière tertiaire : un positionnement sans égal à La Réunion p.5
1.2 Promotion résidentielle : un potentiel foncier encore conséquent p.6

2- Des résultats S1 2022 conformes à la feuille de route 2022-2025 p.8

2.1 Montée en puissance de la foncière tertiaire confortée par la robustesse de l'occupation p.8
2.2 Une marge de promotion record portée par les ventes de parcelles p.9
2.3 Cession de 40% des activités Outdoor à leur dirigeant p.9
2.4 Un résultat opérationnel en forte hausse, de bon augure pour la distribution au titre de l'exercice 2022 p.10
2.5 Des expertises stables mais n'intégrant pas d'impacts liés à la remontée des taux p.10

3- Maintien des ambitions de croissance face au changement de paradigme p.11

4- Un plan crédible permettant de maintenir a minima le dividende à moyen terme p.13

4.1 Des frais financiers peu sensibles à la hausse des taux d'intérêt à court terme p.13
4.2 Vers des croissances honorables de résultats et d'ANR (TCMA 22e-27e : RNR/action +1,5%, ANR/action +4,0%) p.14

5- Recommandation ACHAT et objectif de cours 4,0€ maintenus p.16

Avertissements p.18

Historique des recommandations boursières, conflits d'intérêt potentiels p.19

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

73, bd Haussmann - 75008 Paris
T : +33 (0)1 80 97 22 01
invest-securities.com

1- Une position toujours dominante à La Réunion

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'Eric Wuillai, d'importantes opérations d'aménagement ont été menées sur près de 200ha, transformés en terrains constructibles. Une partie des logements construits a été vendue à des tiers, notamment sous des régimes défiscalisants. Le solde a été conservé par CBo pour se constituer un patrimoine locatif dégageant un résultat de plus grande récurrence, permettant ainsi d'absorber les à-coups de la promotion. Après la crise financière, l'activité de promotion a ralenti pendant que le patrimoine continuait de croître si bien que l'activité de foncière est devenue prédominante. Cette dernière initialement à dominante de logements a été, depuis 2016, réorientée progressivement vers l'immobilier d'entreprise.

Aujourd'hui, CBo est à la tête d'un patrimoine économique tertiaire de 302,6m€ (commerces 64%, bureaux 27% et locaux d'activité 9%) dont la robustesse des fondamentaux dans la durée confirme selon nous l'attractivité des actifs et la pertinence de la stratégie de fonciarisation. L'île de La Réunion nous semble relativement défensive par rapport aux enjeux sectoriels en raison de la faiblesse du télétravail et du faible développement du e-commerce. L'économie de la réunion bénéficie de multiples dispositifs, en particulier fiscaux, visant à adoucir les impacts négatifs de son caractère insulaire : ces aides nous semblant logiques, nous n'anticipons pas qu'elles soient notablement remises en cause. En parallèle, l'activité de promotion fait face à un contexte inflationniste des coûts de construction qui font peser un risque quant à la soutenabilité des marges. La situation semble se normaliser à La Réunion en particulier sur l'évolution des coûts de construction tandis que la visibilité sur le CA reste élevée sur les deux prochaines années (backlog de 33,9m€). CBo dispose d'un potentiel de développement de 1 200 lots résidentiels. L'activité de promotion devrait ainsi contribuer aux résultats du groupe au moins jusqu'en 2026. De nos échanges avec la société, il ressort que le pôle promotion n'a pas vocation à disparaître à plus long terme mais contribuera selon nous dans une moindre mesure aux résultats (cf. Partie 5).

1.1 Foncière tertiaire : un positionnement sans égal à La Réunion

Le portefeuille de commerces de CBo (59% des loyers économiques de la foncière tertiaire, 64% en valeur de patrimoine économique tertiaire) est caractérisé par sa diversification en termes de formats (Retail parks, galeries commerciales, GSA, commerces de proximité) mais le parc d'activité du Portail pèse pour près de la moitié des valeurs d'actifs de commerces. Pour rappel, l'entreprise avait identifié très tôt cet emplacement qui a été créé par l'achèvement de la route des Tamarins, nouvel axe principal de la côte ouest reliant Saint-Denis, au nord de l'île, à Saint-Pierre, au sud. Il aura fallu environ sept ans entre le lancement du projet et son achèvement en 2014 compte tenu du gigantisme des travaux de terrassement pour créer sur une pente rocheuse la surface plane nécessaire à un hypermarché Leclerc, son parking et un retail park. Aujourd'hui, l'opération est un succès et n'a pas d'égal sur l'Ile. Notons en outre que le patrimoine se différencie par des baux en grande partie indexés sur le CA. Ces derniers sont assortis de taux d'effort compris entre 10 et 12% qui nous semblent bien adaptés à la typologie des preneurs. Jusqu'ici, la robustesse de l'occupation ne s'est pas faite au prix d'ajustement sur les valeurs locatives : la société fait d'ailleurs état d'une réversion nulle au premier semestre.

Concernant les bureaux (31% des loyers économiques de la foncière tertiaire, 27% en valeur du patrimoine économique tertiaire), nous comprenons que l'ancrage du télétravail à La Réunion est bien moins important qu'en métropole malgré des problématiques de circulation sur l'île.

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

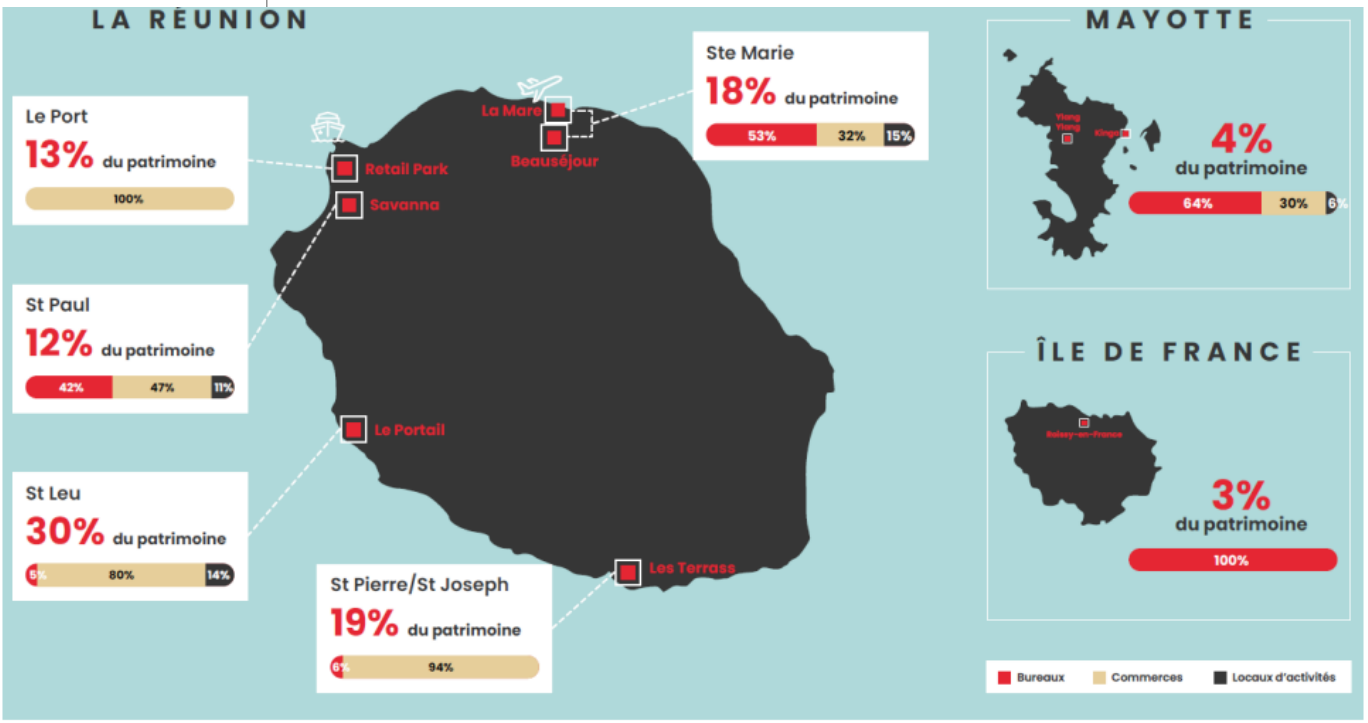
73, bd Haussmann - 75008 Paris
T : +33 (0)1 80 97 22 01
invest-securities.com

1- Une position toujours dominante à La Réunion

Par ailleurs, le marché est caractérisé par des tensions sur l'offre qui reste cantonnée sur certaines zones d'activités (Saint-Paul et Saint-Denis/Sainte-Marie notamment) où est localisée la majorité du patrimoine de bureaux de CBo. Ce dernier est constitué d'actifs offrant des petites surfaces (600m² avec un potentiel de divisibilité) et répondant ainsi au tissu économique local animé à 80% par des TPE/PME. Cette typologie de preneurs permet en outre d'atténuer le risque de vacance en cas de procédures collectives (une plus grande rapidité à récupérer les clés et à relouer) tandis que le taux d'impayés sur l'île n'est pas supérieur à la métropole. Du point de vue des loyers, CBo fait état de loyers de marché relativement homogènes et stables sur les 5 dernières années.

Répartition du patrimoine économique tertiaire – S1 2022

Valeurs d'actifs hors droits



Source : société

1.2 Promotion résidentielle : un potentiel foncier encore conséquent

Les revenus de l'activité de promotion sont attendus en baisse sur l'année mais celle-ci devrait être atténuée par un mix produit favorable. La société précise toutefois que le taux de marge du premier semestre (24,9%) ne peut s'extrapoler sur l'exercice. La visibilité sur le CA reste élevée sur les deux prochaines années avec un backlog de 33,9m€ (dont 84% en résidentiel), un carnet de commande de 35,4m€ (85% en résidentiel) et une offre à la vente de 29m€ en résidentiel. A l'instar des autres promoteurs, CBo a dû évoluer dans un contexte inflationniste des coûts de construction qui font peser un risque quant à la soutenabilité des marges. Le management nous précise que pour les chantiers récemment lancés (où les appels d'offre avaient été réalisés en début d'année), l'augmentation des prix a été contenue au regard de la flambée des prix des matières premières. Depuis, les équipes de promotion ont adapté certains contrats de vente avec des clauses de révisions de prix.

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

73, bd Haussmann - 75008 Paris
T : +33 (0)1 80 97 22 01
invest-securities.com

1- Une position toujours dominante à La Réunion

Par ailleurs, sur certains projets de logements aux particuliers, CBo est parvenue à maintenir ses marges en répercutant la hausse des coûts sur les prix de vente et en optimisant les frais de commercialisation. La situation semble se normaliser à La Réunion mais la visibilité reste encore faible face à un environnement économique et géopolitique toujours incertain.

Rappelons que l'entreprise a débuté en 2005 avec un héritage de plus de 3 000 hectares à La Réunion et y a bâti plus de 180 000m² de tertiaire et 3 200 logements, revendus ou conservés. La question est la pérennité de la construction sur les 2 950 hectares encore détenus, essentiellement agricoles, alors que la pression politique contre l'artificialisation des sols a connu un nouveau tour de vis avec la loi Climat.

D'ici là, la société vise la constitution de nouvelles réserves foncières (25m€) tandis qu'elle dispose d'un potentiel de développement de 1 200 lots résidentiels (200 d'ores et déjà en chantier) sur des fonciers en propriété (logements et terrains à vendre). A raison d'environ 300 lots par an (100 à 120 parcelles par an), ce potentiel serait consommé en 4 ans.

L'activité de promotion devrait ainsi contribuer aux résultats du groupe au moins jusqu'en 2026. De nos échanges avec la société, il ressort que le pôle promotion n'a pas vocation à disparaître à plus long terme mais contribuera selon nous dans une moindre mesure aux résultats (cf. Partie 4). Elle pourra être poursuivie soit, comme chez tout promoteur, par l'achat de terrains, soit par le déclassement de nouveaux terrains. Le management nous explique en outre que l'équipe de promotion est déjà structurée en vue d'une normalisation de l'activité (avec une partie des ressources opérationnelles qui sont confiées à des prestataires).

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

73, bd Haussmann - 75008 Paris
T : +33 (0)1 80 97 22 01
invest-securities.com

2- Des résultats S1 2022 conformes à la feuille de route 2022-2025

Le premier semestre confirme la montée en puissance de l'activité principale de foncière (EBE économique de 9,7m€, 73% de l'EBE total) qui affiche un taux d'occupation très élevé (98%) et sans dégradation apparente des valeurs locatives. En parallèle, la baisse du CA du pôle promotion (20,9m€, -9,4%) a été largement compensée par la forte contribution des ventes de parcelles ayant permis de générer un taux de marge record de 24,9% (+500pb sur un an) mais qui n'est pas de nature récurrente. Les données publiées par CBo sont donc conformes aux orientations stratégiques qui avait été précisées par le management lors des résultats annuels 2021. La performance du premier semestre et les perspectives de la société laissent espérer un RNR 2022 au moins stable et qui par conséquent, devrait sécuriser la distribution au titre de 2022.

Comme pour les autres foncières cotées, les expertises de CBo, stables sur six mois (patrimoine économique tertiaire de 302, 6m€), n'ont pas tenu compte de la remontée des taux. La liquidité plus restreinte du marché de la Réunion relativise le caractère probant des expertises. Néanmoins, le niveau de rendement du patrimoine (7,1%) n'ayant pas bénéficié de la compression des taux sur les dernières années, lui confère un caractère plus défensif face à la remontée des taux d'intérêt. Dans ce contexte, CBo est parvenue à afficher une LTV sous contrôle (-230pb sur six mois à 41,5%). L'ANR de liquidation par action s'est établi à 6,37€ et à 6,14€ en tenant compte de l'impact dilutif potentiel de l'ORNANE dont 2,7m€ ont été rachetés. Au regard notamment du prix de conversion (4,85€), il nous semble donc peu probable que les ORNANE soient converties (cf. partie 4.1)

2.1 Montée en puissance de la foncière tertiaire confortée par la robustesse de l'occupation

Sur le premier semestre 2022, l'activité principale de foncière affiche des données toujours bien orientées. Les loyers bruts des actifs tertiaires ont progressé sur un an de +9,6% (+8,4% y compris la Q/P des SME de 1,6m€). La performance tient à l'effet année pleine de la livraison du retail park du Port (+5,4%) mais également à une croissance organique robuste de +4,2%. Cette dernière a bénéficié, selon la société, de l'indexation et de la bonne dynamique des commercialisations avec un taux d'occupation qui s'est nettement amélioré de +200pb sur un an à un niveau très élevé de 98% (+100pb sur six mois).

Selon la société, l'impact de la réversion a été en moyenne nul sur la période. 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.

Dans un contexte de maîtrise des frais de structure et d'amélioration de la marge locative, le résultat net récurrent (RNR) de la foncière tertiaire a progressé de +14,2% à 5,0m€.

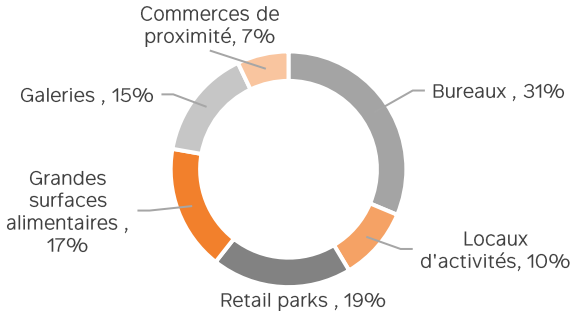
Les revenus 2022 sont attendus en hausse de +8% (hors SME) par la société. La foncière devrait notamment bénéficier d'indexations de plus en plus fortes tandis que l'occupation reste élevée.

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

73, bd Haussmann - 75008 Paris
T : +33 (0)1 80 97 22 01
invest-securities.com

2- Des résultats S1 2022 conformes à la feuille de route 2022-2025

Répartition des loyers du patrimoine économique tertiaire – S1 2022



Y compris la Q/P des SME. N'inclut pas les activités Outdoor (1% d'autres actifs)
Source : société

2.2 Une marge de promotion record portée par les ventes de parcelles

Sur un an, la forte progression du chiffre d'affaires de la promotion de logements (+19,5% à 18,3m€) tient uniquement au doublement des ventes de terrains à bâtir (55 parcelles, 9,6m€) tandis que les ventes en bloc (intermédiaire et social) et aux particuliers (intermédiaire – Pinel DOM) ont reculé de -21,4% et -17,1% respectivement. En parallèle, la promotion tertiaire, structurellement très volatile, a souffert d'un effet de base important (-66,6% à 2,6m€) : dans les semestres qui viennent, les développements tertiaires viendront principalement nourrir l'activité de foncière. Au total, le CA du pôle promotion s'inscrit en retrait de -9,4% à 20,9m€. Malgré cette baisse, CBo est parvenue à générer une marge de promotion de 5,2m€, en hausse de +13,6%. Cette dernière fait ressortir un taux de marge de 24,9% (+5pts sur un an) permis par le poids des ventes de parcelles à forte marge (46% du CA du pôle promotion). Notons que le premier semestre constitue pour le taux de marge un point haut historique qui n'est pas de nature récurrente, mais l'un des plus bas pour le CA du pôle Promotion.

2.3 Cession de 40% des activités Outdoor à leur dirigeant

Le semestre est en outre marqué par la signature d'un accord avec Ilop Réunion en vue de la cession de 40% de ses activités d'exploitation Outdoor. Ces dernières sont exploitées sur trois sites évènementiels : (i) le Bassin Bleu Country Club situé dans la station balnéaire de Saint-Gilles-les-Bains (golf 18 trous agrémenté d'un complexe sportif et évènementiel) ; (ii) le jardin d'Eden (jardin ethnobotanique et évènementiel, 30 000 visiteurs par an) situé au cœur de la station balnéaire de St-Gilles l'Ermitage et (iii) le Beauséjour Sport Club localisé sur les hauteurs de Sainte-Marie à l'est de Saint-Denis. CBo reste donc propriétaire de 60% de l'activité Outdoor.

Ces sites assurent des points d'ancrage stratégiques pour le développement des activités touristiques de CBo. Le groupe entend notamment développer un projet touristique sur un foncier de 35 hectares constructibles à proximité du Jarden Eden. Notons que la société Ilop Reunion est représentée par Stéphane André qui est depuis 2007 le directeur des activités Outdoor de CBo.

En première lecture, nous comprenons que cette opération est un moyen de fidéliser le responsable des trois sites tandis qu'elle ne remet pas en cause le profil de rentabilité du groupe. Ces activités visent à animer les pôles fonciers de CBo mais n'ont jamais contribué significativement au résultat. Les activités Outdoor ont généré en 2021, 3,4m€ soit 4,0% du chiffre d'affaires total de CBo.

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

73, bd Haussmann - 75008 Paris
T : +33 (0)1 80 97 22 01
invest-securities.com

2- Des résultats S1 2022 conformes à la feuille de route 2022-2025

Notons qu'en y ajoutant les activités de coworking, les revenus des activités annexes s'établissaient en 2021 à 4,6m€ pour une marge opérationnelle de 0,1m€ : autant d'éléments qui suggèrent un prix de cession des parts relativement faible. Les activités Outdoor sont désormais comptabilisées par mise en équivalence (vs intégration globale). Cette cession va permettre de faire sortir du périmètre comptable un effectif important qui perturbait la compréhension de l'activité.

2.4 Un résultat opérationnel en forte hausse, de bon augure pour la distribution au titre de l'exercice 2022

Le résultat des activités (loyers nets + marge de promotion – frais de structure) s'affiche en forte hausse de +19,0% à 11,6m€ dans un contexte de frais financiers sous contrôle et d'une baisse du poids de l'impôt. L'absence de comptes détaillés au premier semestre ne nous permet pas de calculer notre RNR S1 2022 au niveau du groupe[1] et ce d'autant plus que le semestre est marqué par un changement de périmètre de consolidation. Néanmoins, la performance du premier semestre et les perspectives de la société laissent espérer un RNR 2022 au moins stable et qui par conséquent, devrait sécuriser la distribution au titre de 2022 (cf. 4.2).

2.5 Des expertises stables mais n'intégrant pas d'impacts liés à la remontée des taux

A fin juin 2022, le patrimoine économique total s'établit à 384,5m€ hors droits et est composé à 79% d'actifs tertiaires (302,6m€). Le reliquat est composé du portefeuille de logements en cours de cession mais également de réserves foncières (41m€) générant peu ou pas de revenu. Comme pour les autres foncières cotées, les expertises de CBo, stables sur six mois, n'ont pas tenu compte de la remontée des taux tandis que les hypothèses d'indexation restent relativement conservatrices. Le marché de l'investissement à La Réunion est très peu institutionalisé avec seulement deux acteurs majeurs, CBo et Generali. L'absence de données de marché rendra plus difficile l'appréciation de l'évolution des valeurs d'actifs dans un contexte de remontée des taux. Le patrimoine économique tertiaire affiche à fin juin un rendement élevé de 7,1% (brut, droits compris) lui conférant selon nous un caractère relativement plus défensif que celui des grandes foncières cotées. Par ailleurs, contrairement aux taux de capitalisation de la métropole, ceux de CBo n'ont pas bénéficié de la compression des taux d'intérêts. Sur les cinq dernières années, les taux de capitalisation de la foncière tertiaire ont même légèrement augmenté (+18pb). La faible liquidité du marché de La Réunion relativise la précision des expertises et donc celle de l'ANR.

Sur six mois, l'ANR de liquidation publié[2] a progressé de +1,4% à 228,2m€. La progression s'explique par l'effet positif du mark-to-market des instruments de couverture (+2,7m€), le résultat de la période compensant la distribution du dividende 2021 de 8,6m€ (0,24€/action). Ramené par action, l'ANR s'établit à 6,37€ et à 6,14€ en tenant compte de l'impact dilutif potentiel de l'ORNANE. Notons que la société a procédé fin juillet au rachat d'environ 546 000 ORNANE pour 2,7m€ (4,87€ par titre). Le montant restant à rembourser à échéance juillet 2024 s'élève désormais à 27,4m€ (coupon 3,75%). En parallèle, la LTV hors droits s'est détendue de 230pb à 41,5% probablement sous l'effet de la monétisation des stocks de l'activité de promotion.

1. *CBo ne publie pas de résultat net récurrent (RNR) au niveau groupe, uniquement sur la foncière tertiaire (l'activité de promotion n'étant pas considérée comme une activité récurrente). Par souci de comparaison avec les autres sociétés de notre univers de couverture, nous calculons un RNR ajusté en part du groupe et en vision économique (y compris retraitement des éléments non récurrents des SME et de l'impôt).*

2. *Compte tenu de la comptabilisation à l'actif en juste valeur des immeubles de placement, l'Actif Net Réévalué publié, qui traduit principalement la valeur de la foncière hors droits, équivaut aux capitaux propres Part du Groupe. La société ne faisant pas partie de l'EPRA, elle ne communique pas sur les nouveaux indicateurs d'ANR (NRV, NTA et NDV).*

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

73, bd Haussmann - 75008 Paris
T : +33 (0)1 80 97 22 01
invest-securities.com

3- Maintien des ambitions de croissance face au changement de paradigme

CBo avait exposé lors des résultats annuels 2021 sa nouvelle feuille de route (2022-2025) axée sur la poursuite de la fonciarisation des activités. Le groupe visait à horizon 2025 un patrimoine économique tertiaire de 430m€ (+43% vs 2021) via notamment le développement d'actifs et des acquisitions. Au premier semestre 2022, la société maintient le cap des 430m€ de patrimoine mais semble désormais viser un horizon un peu plus lointain (2027 au plus tard). L'attentisme accru des investisseurs rendant plus difficile les acquisitions, la société a dévoilé un important pipeline de projets à moyen terme (106m€) dont la moitié des investissements sont engagés ou à engager sur les 12 prochains mois. Notre point d'attention se porte sur la volonté de la société de se développer à Mayotte (incertitude politique, faible profondeur du marché) mais qui devrait rester cantonnée à 15% du patrimoine. La cession du portefeuille de logements (42m€) et la contribution de l'activité de promotion (monétisation de 50m€ de stock) devraient selon nous permettre à CBo de mener à bien son plan sans un appel au marché.

Conforté par un bon profil de dette (cf. 4.1) et la robustesse des fondamentaux des actifs, CBo maintient son ambitieuse feuille de route axée sur la poursuite de la fonciarisation des actifs. Pour rappel, le groupe vise à moyen terme un patrimoine économique tertiaire de 430m€ (+42% vs fin juin 2022) via notamment un important pipeline de projets de développement tertiaires. Ce dernier communiqué en montant d'investissements, s'établit désormais à 106m€ répartis sur 36 000m² (vs 52m€ à fin 2021). A date, la moitié des investissements sont engagés ou à engager sur les 12 prochains mois. Dans le détail, le pipeline est composé :

(i) du pôle tertiaire de Combani situé à Mayotte. Le projet représente une enveloppe de 54m€ d'investissements pour un rendement brut de 8,8% (4,8m€ de loyers potentiels). La première tranche (26m€ d'investissements) est constituée de l'entrepôt Distrimax (955m²) tout juste livré (entièrement précommercialisé à Cananga) ainsi que le centre commercial Ylang Ylang (6800m²) attenant à deux locomotives (Mr. Bricolage, Carrefour) et affichant d'ores et déjà un taux de précommercialisation de 86% auprès de grandes enseignes nationales et locales (livraison S2 2023). Fort de la très bonne dynamique de commercialisation sur le site, le développement de la deuxième tranche (28m€, livraison S1 2024) viendra finalement nourrir le patrimoine de la foncière tertiaire. Elle est composée de deux immeubles de bureaux (1130m² entièrement précommercialisés à Pôle Emploi et 2180m² précommercialisés à 41% à une autre institution publique) et sur un projet de retail park de 4300m² dont la commercialisation sera lancée au S2 tandis que le groupe espère déposer les autorisations administratives en début d'année prochaine. Notons que le site recèle d'un potentiel de développement d'une 3ème tranche qui pourra alimenter l'activité de promotion ou de foncière ;

(ii) de 52m€ d'investissements identifiés mais dont les projets n'ont pas encore été précisés. Nous comprenons néanmoins que la moitié de ces investissements porteront sur des projets à lancer principalement à la Réunion dans les 12 prochains mois.

Notons que les parts de Philippe Diricq et Jean Marc Heynderick dans Hendigo (actionnaire de référence de CBo depuis 2013) ont été rachetées par le promoteur TOLEFI (cf. brève du 01/02/2022). Toutefois le directeur général de Tolefi n'est autre que Jérôme Gobelet, le troisième associé de Hendigo. Ce renforcement du premier actionnaire en amont du lancement de la nouvelle feuille de route est donc de bon augure quant à l'alignement de la stratégie. Notre point d'attention se porte sur la volonté de la société de se développer à Mayotte (incertitude politique, faible profondeur du marché) mais qui reste cantonnée à 15% du patrimoine, tandis que le management nous explique ne plus souhaiter investir en métropole après l'accueil tiède donné à la première tentative.

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

73, bd Haussmann - 75008 Paris
T : +33 (0)1 80 97 22 01
invest-securities.com

3- Maintien des ambitions de croissance face au changement de paradigme

La société ayant dévoilé un important pipeline de projets à moyen terme tout en maintenant son objectif de patrimoine tertiaire (430m€), cela laisse finalement peu de place aux acquisitions d'actifs (24m€). Cette modification d'allocation du plan d'investissement nous semble pertinente au regard d'un attentisme accru des investisseurs en phase de fixation des prix.

Néanmoins, nous comprenons que le cap des 430m€ de patrimoine serait difficilement atteignable à horizon 2025 comme annoncé lors des résultats annuels 2021. Le management semble désormais viser un horizon un peu plus lointain, probablement 2026 ou 2027 au plus tard. Le maintien des ambitions de croissance traduit selon nous la confiance de la société quant à sa capacité de croître dans un environnement macroéconomique incertain. Malgré un taux de couverture de la dette élevé (85%), la société n'échappera pas à terme à une remontée de ses coûts de financements. Toutefois, le niveau déjà plus élevé que les taux du coût de la dette, la rentabilité plus forte des développements, la montée en puissance de l'indexation et la stratégie de développement de projets précommercialisés auprès d'administrations publiques sont autant d'éléments qui relativisent la prise de risque.

Notons en outre que la cession du portefeuille de logements (42m€ entre fin 2022 et 2026) ainsi que la contribution de l'activité de promotion (monétisation des stocks de terrains) devraient selon nous permettre à CBo de mener à bien son plan sans un appel au marché, entrainant à terme une augmentation de la LTV dans la limite du ratio maximum de 50% qu'elle s'est fixée (cf. 4.2).

En parallèle, le groupe entend continuer à renforcer sa politique RSE. Son plan d'action repose sur 4 piliers définissant l'entreprise comme (i) « Citoyenne Responsable », (ii) « Mobilisée pour l'environnement », (iii) « Efficace dans sa gestion énergétique » et (iv) un « Employeur Engagé en interne et envers ses parties prenantes ». Rappelons que CBo est un acteur engagé de l'aménagement du territoire de La Réunion. Dès sa création, la société a intégré les principes du développement durable au cœur de sa stratégie. Elle est reconnue depuis 6 ans dans le Top 10 du compartiment C du Gaïa-Index, indice français de référence des petites et moyennes valeurs les plus vertueuses en matière de RSE (Responsabilité Sociétale des Entreprises). Parmi les réalisations illustrant son engagement :

(i) 36% de logements sociaux développés en cumulé depuis la création du groupe,

(ii) un score Index Pénicaud en 2021 de 92%, soit +6% par rapport à la moyenne nationale (index d'égalité professionnelle Femme/Homme),

(iii) 700 emplois en 2021 sauvegardés ou générés localement dans les secteurs du bâtiment, du génie civil et des travaux publics.

De plus, les pratiques de gouvernance de la société sont en cohérence avec sa stratégie RSE : un PDG actionnaire de la société, des administrateurs qui sont à 50% indépendants et un comité de direction composé à 63% de femmes.

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

73, bd Haussmann - 75008 Paris
T : +33 (0)1 80 97 22 01
invest-securities.com

4- Un plan crédible permettant de maintenir a minima le dividende à moyen terme

D'après nos estimations, le groupe devrait être en mesure d'afficher un bon profil de croissance à moyen terme. Pour y parvenir, CBo pourra s'appuyer sur un profil de dette (87% de dette hypothécaire amortissable, maturité moyenne de 8,8 ans) rendant moins sensibles ses résultats à la hausse des taux d'intérêt. La montée en puissance de l'indexation et la rentabilité plus forte des développements (8%) permettraient au groupe de porter ses loyers à 37,6m€ en 2027 (+51% vs 2021). A cet horizon, le patrimoine atteindrait une taille plus critique de 495m€ (dont 455m€ de patrimoine économique tertiaire). En parallèle, la consommation du potentiel de lots résidentiels (1200 lots) devrait assurer une contribution encore importante de l'activité de promotion sur les cinq prochaines années. La LTV ne dépasserait pas sur la période 46% (vs LTV cible maximum de 50%) grâce à la monétisation des terrains de promotions et la cession du portefeuille de logements. En 2027, CBo pourrait donc afficher un RNR/action de 0,49€ (TCMA 22e-27e +1,5%) permettant de maintenir a minima le dividende à moyen terme (0,26€ en 2027 selon nos estimations). Nous n'anticipons pas de baisse de l'ANR mais une croissance moyenne annuelle 2022e-2027e de +4,0% (7,95€/action) soit l'un des ANR les plus résilients de notre univers de couverture.

4.1 Des frais financiers peu sensibles à la hausse des taux d'intérêt à court terme

La présentation des résultats a été l'occasion pour le groupe de mettre en avant la structure de sa dette dans un contexte de remontée des taux.

À la suite des opérations réalisées sur le semestre (remboursement de dettes à taux variable et contractualisation de financements prévus à taux fixe), et après prise en compte des instruments de couverture, 85% de la dette financière brute (214,8m€) est à taux fixe pour une maturité moyenne de 8,8 années et un coût moyen de 2,9%. La dette financière est composée à 87% de dette hypothécaire qui s'amortit chaque année et n'a pas besoin d'être refinancée.

Le principal enjeu de refinancement se concentre sur les 27,4m€ d'ORNANE arrivant à échéance en juillet 2024 (5 639 167 ORNANE, ratio de conversion de 1 ORNANE pour une action nouvelle ; coupon 3,754%). Le prix de conversion de 4,85€ supposerait une hausse de +38% du cours (hors dividendes) à horizon juillet 2024 qui nous semble en dehors de toutes considérations liées à la valeur intrinsèque des actions CBo difficilement atteignable au regard : (i) d'une très faible volatilité historique du titre et (ii) d'un environnement macroéconomique moins propice à l'immobilier. Dans ce contexte, il nous semble donc peu probable que les ORNANE soient converties. Par ailleurs, cela rend, selon nous, l'analyse des données par action moins pertinente sur une base diluée (dilution potentielle).

De fait, sur la dette existante, l'impact de la remontée des taux ne devrait donc pas être significatif à court et moyen terme. Toutefois, la sensibilité du RNR au taux dépendra surtout de la stratégie de croissance de la société. En effet, les acquisitions d'actifs (24m€) et le pipeline de projets (106m€) seront financés par de la dette hypothécaire amortissable. Ce type de financement pourrait s'avérer moins onéreux que les financements obligataires tandis que près de 25% des investissements du pipeline ont d'ores et déjà été sécurisés à des conditions inchangées, précise la société. Cette dernière nous explique même que le dernier financement a été conclu en début d'année avec un taux inférieur à 2% pour une durée moyenne comprise entre 15 et 18 années et une LTV comprise entre 70% et 80%.

Ces conditions de financement encore très favorables sont à mettre au regard du rendement cible des projets (8%) qui laisse espérer des opérations toujours relutives sur le RNR. Notons que de telles conditions de financement sont rendues possibles par la stratégie de développement en comptes propres à la société qui consiste notamment en des projets précommercialisés en amont par des institutions publiques.

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

73, bd Haussmann - 75008 Paris
T : +33 (0)1 80 97 22 01
invest-securities.com

4- Un plan crédible permettant de maintenir a minima le dividende à moyen terme

4.2 Vers des croissances honorables de résultats et d'ANR (TCMA 22e-27e : RNR/action +1,5%, ANR/action +4,0%)

D'après nos estimations, CBo pourrait afficher en 2027 un résultat net récurrent par action de 0,49€ (17,55m€), soit un taux de croissance moyen annuel (TCMA) 2022e-2027e de +1,5%. Cette prévision repose notamment sur les hypothèses suivantes :

(i) Une montée en puissance de la foncière tertiaire. Sur la base d'un taux d'occupation normatif élevé de 96% et d'une indexation moyenne de +2,7% sur la période, les loyers progresseraient à périmètre constant de +2%/an en moyenne en tenant compte. Avec l'impact relutif des importants investissements (130m€ au rendement de 8%) nets des cessions (42m€, taux de rendement potentiel de 5,2%), la foncière pourrait ainsi afficher des loyers économiques à horizon 2027 de 37,6m€ (+51% vs 2021). Les équipes étant déjà structurées en vue d'atteindre le cap des 430m€, l'EBE locatif bénéficierait pleinement du levier opérationnel. La marge d'EBE pourrait ainsi atteindre 74,7% en 2027 (+3,2pts vs 2021) se rapprochant ainsi des standards du secteur.

(ii) Une normalisation de l'activité de promotion. Le pôle devrait être en mesure de générer en moyenne 55m€/an de CA sur les 5 prochaines années (2022-2026) en particulier via la consommation du potentiel de lots résidentiels (cf. supra) tandis que le développement d'actifs tertiaires viendra en grande partie nourrir l'activité de foncière. Sur la base d'une marge de promotion moyenne de 14,3% (poids des ventes de parcelles dans le mix produit de 30%), l'activité de promotion contribuerait, en moyenne, à hauteur de 4,8m€/an à l'EBE du groupe (62% du niveau de 2021). A horizon 2026, le poids de la promotion dans l'EBE total diminuerait de -19pts à 11%. Après monétisation des stocks de terrains, la promotion n'a pas vocation à disparaitre mais sa contribution aux résultats sera moins importante selon nous (5% de l'EBE total selon nos estimations conservatrices). Sur la base de l'objectif de CBo de nouvelles acquisitions de réserves foncières (25m€), nous estimons que le groupe pourrait générer, sur 4 ans à partir de 2027, 33m€ de CA annuel assortis d'une marge de promotion conservatrice de 7%. Ainsi, en normatif, l'activité de promotion contribuerait à hauteur de 1,3m€/an à l'EBE total du groupe.

(iii) Un coût de refinancement de 4,5%. Nous avons intégré dans notre modèle : un refinancement progressif de la dette à 4,5% pour tenir compte de notre scénario macroéconomique qui prévoit de nouvelles hausses des taux d'intérêt : ce taux correspond à un financement bancaire pour une OAT 7 ans à 2,35%. Au regard de la faible probabilité de conversion, nous avons modélisé un refinancement de l'ORNANE via de la dette bancaire.

(iv) Un taux d'imposition de 25%. Rappelons que CBo ne bénéficie pas du statut SIIC. Pendant plus de dix ans, la société a largement diminué son impôt par l'investissement dans certains de ses développements de logements bénéficiant d'un dispositif fiscal avantageux. Cette pratique est en cours de disparition du fait de la réduction des avantages fiscaux et parce que les fonds propres sont mieux alloués à d'autres projets. Du coup, la question de l'adoption du régime SIIC se pose à nouveau mais Il faudrait pour cela payer un exit tax qui semble dissuasif.

(v) Une légère décompression des taux de capitalisation compensée par de plus fortes indexations. Comme expliqué plus haut, CBo affiche d'ores et déjà un taux de capitalisation élevé en valeur absolue (7,1%) qui n'a pas connu la forte compression des taux d'intérêt de ces dernières années en métropole. Par prudence nous avons modélisé une légère décompression des taux de capitalisation (+20pb entre 2023 et 2024). Toutefois, la très bonne tenue des fondamentaux du patrimoine combinée à la montée en puissance de l'indexation laisse selon nous espérer une légère progression des valeurs d'actifs à terme.

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

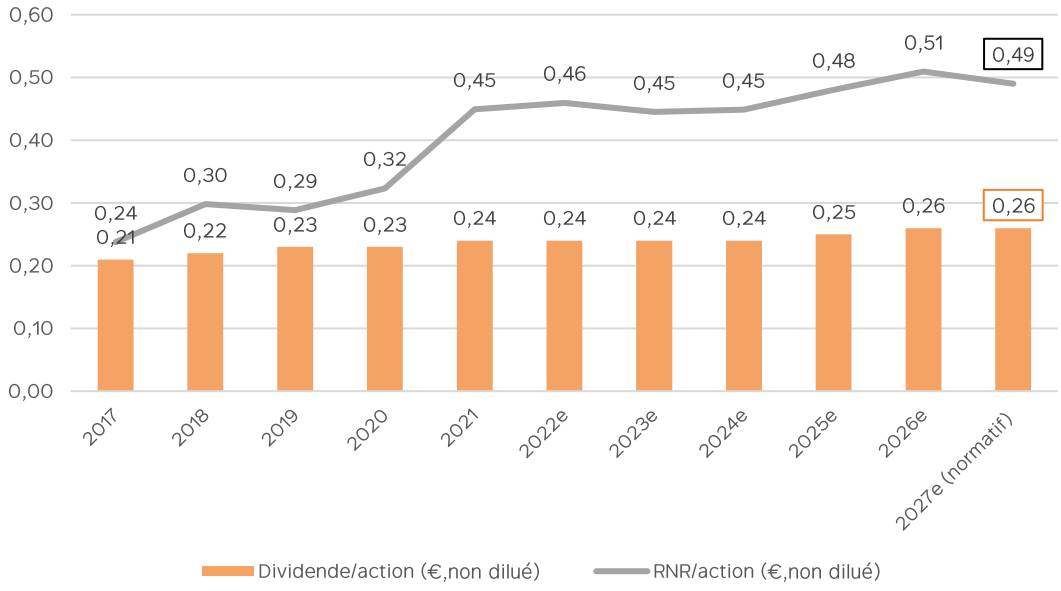
73, bd Haussmann - 75008 Paris
T : +33 (0)1 80 97 22 01
invest-securities.com

4- Un plan crédible permettant de maintenir a minima le dividende à moyen terme

Ainsi, sur la période, nous n'anticipons pas de baisse de l'ANR mais une croissance moyenne annuelle 2022e-2027e de +4,0% soit l'un des ANR les plus résilients de notre univers de couverture. CBo pourrait afficher un ANR de liquation à l'horizon du plan de 7,95€/action (284,8m€). Le patrimoine total du groupe s'établirait à 495m€ (patrimoine tertiaire économique + réserves foncières). D'après nos estimations le cap des 430m€ de patrimoine économique tertiaire pourrait être atteint fin 2026.

(vi) Un dividende a minima stable à moyen terme. En l'absence de régime SIIC, CBo est libre de sa politique de distribution. On peut toutefois penser que la plus grande récurrence des revenus permise par l'augmentation du poids de la foncière (vs activité de promotion plus cyclique) devrait permettre à minima un maintien du taux de distribution de 2021 à 50% (avant dilution). Globalement en ligne avec la croissance du résultat, le dividende devrait selon nous afficher une croissance moyenne annuelle 2022e-2027e de +1,3% à 0,26€. Face aux incertitudes macroéconomiques, le management se veut prudent et souscrit à un scenario de dividende à minima stable à moyen terme.

Prévisions Invest Securities (RNR et dividendes)



Source : société, estimations Invest Securities

Au total, notre LTV économique ajustée ne dépasserait pas sur la période 46% (vs LTV cible maximum de 50%) grâce à la monétisation des terrains de promotions (40m€ selon nos estimations) et la cession du portefeuille de logements (42m€). CBo pourrait ainsi mener à bien son plan sans un appel au marché tout en maintenant sa discipline financière.

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

73, bd Haussmann - 75008 Paris
T : +33 (0)1 80 97 22 01
invest-securities.com

5- Recommandation ACHAT et objectif de cours de 4,0€ maintenus

Notre objectif de cours à 1 an ressort à 4,0€/action. Ce dernier est obtenu sur la base d'une valorisation par la méthode de Bates[1], correspondant à la moyenne de l'approche par (i) Bates ANR (4,21€) et (ii) Bates RNR (3,83€). Au cours actuel de 3,58€, cet objectif offre un potentiel de rendement total (dividende inclus) de +18%. Recommandation Achat maintenue.

Malgré un historique opérationnel de très bonne facture qui confirme, selon nous, la pertinence du modèle économique de CBo, les titres souffrent depuis 2011 d'une forte décote boursière. CBo avait envoyé des signaux répétés pour indiquer son souhait d'investir en métropole, signaux auxquels nous avions répondu par un doute marqué. L'intérêt supposé était de réduire la décote boursière attachée à la méconnaissance de La Réunion par les investisseurs métropolitains. Finalement, lors des résultats annuels 2021, le management nous expliquait ne plus souhaiter investir en métropole après l'accueil tiède donné à la première tentative (acquisition en décembre 2020 de 5 000m² de bureaux dans la Zac Paris-Nord II, près de l'aéroport de Roissy ; 12m€).

Ainsi, une valorisation intrinsèque de la société basée uniquement sur l'ANR ne peut convenir au regard (i) d'un ANR ayant une fiabilité imparfaite en l'absence de marché structuré de l'investissement institutionnel à La Réunion ; (ii) d'un scénario d'OPA pour liquidation peu probable selon nous ; et (iii) d'une visibilité faible sur l'évolution des valeurs d'actifs face à la remontée des taux. Rappelons toutefois que l'ANR de CBo n'a pas bénéficié de la forte compression des taux de ces dernières années ce qui traduit une prudence bienvenue.

Face au contexte économique actuel, nous pensons que l'approche par les cash-flows pourrait avoir un caractère plus probant aux yeux des investisseurs. La fonciarisation du groupe et la monétisation des stocks de terrains de promotion devraient permettre à CBo de maintenir un niveau de rentabilité des fonds propres relativement élevé (6,5%) en diminuant la volatilité des résultats : la LTV se détendrait de 45,7% en 2021 à 40,2% en 2027. CBo devrait être en mesure d'assurer a minima le maintien de son dividende à moyen terme (cf. 4.2), une composante essentielle de la valorisation des foncières. En l'absence de visibilité sur les valeurs d'actifs, un engagement sur un dividende stable a minima est un signal positif, à l'image de celui envoyé par Carmila dont le titre avait fortement progressé suite à l'annonce, lors de son Investor day (décembre 2021), d'une guidance de dividende de moyen terme.

Notre objectif de cours à un an reste inchangé à 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 :

(i) **Bates ANR (4,21€).** Nous actualisons notre prévision 2027 (7,95€) et lui appliquons une décote de 35% (décote de minoritaire, de liquidité et de géographie). Cette valorisation intrinsèque est à mettre au regard du prix payé en février par TOLEFI pour racheter les parts de la société Hendigo (actionnaire de référence de CBo depuis 2013). Ces dernières, valorisées à 4,10€/action (37,27m€), faisaient ressortir une prime de +12% sur le dernier cours de clôture et une décote de 32% sur l'ANR non dilué à fin juin 2021 (6,04€ ; 5,87€ dilué). Même si ce prix comportait en partie une prime de contrôle, notons qu'il a été fixé dans le cadre d'une négociation entre parties prenantes intimes de la société.

(ii) **Bates RNR (3,83€).** Nous appliquons un multiple de 9,4x sur notre RNR 2027 normatif (0,49€) actualisé. En supposant, un arrêt pur et simple de l'activité de promotion notre RNR 2027 s'établirait à 0,46€. Ce dernier fait ressortir une valorisation intrinsèque du groupe de 3,64€.

1. Cette méthode permet de se projeter à un horizon plus lointain, en actualisant l'ANR ou les résultats futurs (auxquels nous appliquons un multiple normalisé), auxquels sont ajoutés les flux de dividendes qui seront versés entre-temps.

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

73, bd Haussmann - 75008 Paris
T : +33 (0)1 80 97 22 01
invest-securities.com

5- Recommandation ACHAT et objectif de cours de 4,0€ maintenus

Rappelons toutefois que le management nous a confirmé que la promotion n'a pas vocation à disparaitre totalement à long terme (5% de l'EBE groupe selon nos estimations à partir de 2027).

Notre objectif de cours (4,0€) fait ressortir un rendement 2024e de 6,0% (taux de distribution de 53,5%) qui doit tenir compte du remboursement régulier des dettes hypothécaires qui limitent les montants distribuables mais font croître les ANR. De fait, sur la base de notre objectif de cours, le P/RNR 2024e ressort au niveau faible de 8,4x. Au cours actuel de 3,58€ cet objectif offre un potentiel de rendement total (dividende inclus) de +18%. Recommandation Achat maintenue.

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

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

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

73, bd Haussmann - 75008 Paris
T : +33 (0)1 80 97 22 01
invest-securities.com

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	22/11/2022	ACHAT	4,0€	+18%
CBo Territoria	Benoît Faure-Jarrosson	29/01/2021	ACHAT	4,0€	+18%
CBo Territoria	Benoît Faure-Jarrosson	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.

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

73, bd Haussmann - 75008 Paris
T : +33 (0)1 80 97 22 01
invest-securities.com

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-Jarrosson
Senior advisor Immobilier
+33 1 73 73 90 25
bfaure-jarrosson@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 / Biotechs
+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

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

73, bd Haussmann - 75008 Paris
T : +33 (0)1 80 97 22 01
invest-securities.com