

RÉSULTATS S1 2023 & CONTACT SOCIÉTÉ

DES SIGNES D'INFLEXION SUR LA PROMOTION MAIS UN SOCLE D'ACTIFS TERTIAIRES ROBUSTE

La publication S1 2023 a confirmé la robustesse du portefeuille d'actifs tertiaires. Dans un contexte d'occupation très satisfaisante (97%) et d'indexations élevées meilleures qu'anticipées (+4,5%), le RNR de la foncière a progressé de +21% sur un an (0,17€/action). L'activité de promotion a, quant à elle, bénéficié de l'inertie liée au fort niveau d'activité réalisé en 2022 (CA +36,7%, marge de promotion 16,6%) mais devrait être beaucoup plus faible au S2 2023 : le CA 2023 devrait donc être en baisse sur l'exercice mais la distribution (0,24€/action) ne devrait pas, selon nous, baisser. Même si l'activité de promotion est susceptible de baisser, sa contribution sera moins déterminante vu la fonciarisation en cours du groupe. Les ambitions de croissance à moyen terme (pipeline de projets tertiaires de 106m€) nous semblent toujours crédibles vu le bon profil de dette (LTV 36,3%) conforté par le caractère défensif des expertises (rendement de 7,7%). Notre objectif de cours est quasiment inchangé à 4,0€ (vs 3,9€). Recommandation ACHAT maintenue.

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

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

Document achevé de rédiger le
26/09/2023 à 8h00

Document publié le 26/09/2023
à 8h30

Ce document détaille les ajustements de notre modèle et reprend nos commentaires publiés le 13 septembre dernier enrichis des informations obtenues lors du webcast et de nos échanges avec le management.

Un socle d'actifs tertiaires toujours robustes (croissance organique +6,1%, taux d'occupation 97%)

Sur le 1er semestre, les loyers nets de la foncière tertiaire (y compris Q/P de SME) ont progressé de +7,4% à 12,1m€. La performance se décompose entre +1,3% d'effet de périmètre (livraison fin 2022 de l'entrepôt Distrimax à Mayotte) et une croissance organique robuste de +6,1%.

Cette dernière intègre (i) un impact de l'indexation de +4,5% suggérant que la société est parvenue à faire passer la totalité des indexations auprès de ses locataires et (ii) un impact de +1,6% lié à d'autres effets. Nous comprenons que ces effets tiennent notamment à la progression des loyers variables nette de l'effet négatif lié à la baisse, déjà annoncée par la société, du taux d'occupation. Ce dernier se dégrade à 97% (vs 98% à fin 2022) mais reste somme toute très satisfaisant. Rappelons que le niveau d'occupation en 2022 était un point haut historique, tandis que la société estimait un niveau normatif compris entre 96% et 97%.

Après un fort niveau d'activité en 2022, la promotion montre des signes d'inflexion

En parallèle, l'activité de promotion résidentielle s'est infléchi, alors que jusqu'ici les données de CBo contrastaient nettement avec celles des promoteurs en Métropole. De fait, les réservations de programmes résidentiels ont chuté de -36,9% en valeur à 19m€ dont : (i) -44,1% auprès des particuliers (7,6m€, 31 lots). En décembre 2022, le Groupe avait notamment bénéficié d'un effet d'accélération (39 signatures) avec l'arrivée à échéance du Pinel DOM au taux de défiscalisation de 2022 qui avait asséchée l'offre à la vente par CBo (achèvement de la commercialisation des lots pour les particuliers en bâti), le Groupe prévoyant de lancer 2 programmes au détail en fonction de la commercialisation d'ici la fin de l'année ;

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

en € / action	2023e	2024e	2025e
RNR	0,44	0,43	0,43
var. 1 an	-20,9%	-1,9%	+1,0%
Révisions	+12,5%	+2,2%	-3,5%
au 31/12	2023e	2024e	2025e
P/RNR	8,0x	8,2x	8,1x
P/ANR-R	0,48x	0,47x	0,44x
P/ANR-L	0,55x	0,52x	0,51x
VE/EBITDA	13,0x	13,0x	13,2x
CF yield	12,5%	12,2%	12,4%
Rendement	6,9%	6,9%	6,9%

Informations clés			
Cours de clôture du	25/09/23	3,50	
Nb d'actions (m)		36,5	
Capitalisation (m€)		128	
Capi. flottante (m€)		92	
ISIN		FR0010193979	
Ticker		CBOT-FR	
Secteur DJ		Finance	
	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	-0,6%	-4,4%	-3,0%
Variation relative	-4,5%	-14,0%	+0,6%

Source : Factset, estimations Invest Securities

(ii) -30,9% pour les terrains à bâtir (11,4m€, 65 lots). Les réservations de parcelles ont été pénalisées par des délais d'écoulement plus lents liés aux difficultés d'accès au crédit par les acquéreurs. La société précise que les réservations au S1 ont porté sur des parcelles de plus petite taille, les prix de ventes au m² n'ont cependant pas baissé.

Néanmoins, grâce à l'inertie de la comptabilisation à l'avancement (fort niveau d'activité en 2022), le CA de l'activité de promotion résidentielle ressort en forte hausse de +36,8% sur un an (25m€) porté par le doublement en 2022 des ventes en bloc (+102% à 10,6m€) et des programmes Pinel (+130% à 8,0m€), tandis que les ventes de parcelles au S1 2023 ont reculé d'un tiers à 6,4m€ (soit 22% des ventes vs 46% en 2022). En tenant compte de l'activité opportuniste de promotion tertiaire (+36% à 3,5m€), le CA total de la promotion ressort en hausse de +36,7% à 25,8m€.

Compte tenu du poids plus faible des ventes de parcelles à forte marge, la marge de promotion totale recule de -8,9% à 4,7m€ faisant ressortir un taux de marge de 16,6% (vs 24,9%). Comme attendu, la marge de promotion commence à se normaliser. Par ailleurs, le management nous confirme que la rentabilité économique des projets n'a pas été remise en cause jusqu'à présent. La hausse des coûts des travaux a pu être répercutée sur les prix de vente (selon la FPI, le prix moyen a progressé à La Réunion de +10,8% sur un an à 4 929€/m²).

Un RNR Groupe S1 2023 de 0,21€/action (+2,8% sur un an) qui ne fait pas craindre de pression sur la distribution

La publication du rapport semestriel nous a permis d'affiner nos précédentes estimations d'EBE et du RNR groupe au S1 2023.

Grâce à des frais de structure très maîtrisés, nous estimons un EBE S1 2023 économique groupe de 13,1m€ en hausse de +2,7% sur un an (dont +8,6% sur l'activité de foncière et -14,9% sur l'activité de promotion).

Les frais financiers économiques ont nettement baissé de -24% sur un an à 2,8m€ : la capitalisation d'une partie de la dette pré-existante en lien notamment avec le projet Combani (frais financiers capitalisés totaux de +1,1m€) a plus que compensé la remontée du coût moyen de la dette consolidée (+50pb sur un an à 3,40%) impacté par le niveau élevé de l'Euribor 3mois sur la dette variable non couverte (15% de la dette financière totale). Cet impact positif sur les frais financiers a néanmoins été effacé par la hausse de l'impôt exigible.

Au total, nous estimons un RNR groupe S1 2023¹ à 7,94m€ (+2,8% sur un an, soit 0,22€/action) dont un RNR généré sur la foncière de 6,0m€ sur un an (soit 0,17€/action) en nette progression de +21%.

Même si nous attendons une baisse du RNR groupe sur l'exercice (cf. infra), elle ne serait selon nous pas de nature à remettre en question le niveau de dividende (0,24€ en 2022).

Un bon profil de dette conforté par le caractère défensif des expertises (taux de rendement 7,7%)

A fin juin 2023, la valorisation du patrimoine économique total (hors projet tertiaire en cours de développement) s'est établie à 372,9m€ et est composée à 81% d'actifs tertiaires (300,8m€ dont la quote-part des actifs détenus par mise en équivalence valorisée à 41,1m€). Le reliquat est composé du portefeuille de logements en cours de cession (30,9m€) mais également de réserves foncières (41,3m€) générant peu ou pas de revenu.

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).

Sur six mois, les expertises du patrimoine économique tertiaire ont acté une nouvelle hausse des taux de rendement (bruts, droits inclus) de +30pb à 7,7% (soit +60pb sur un an). Elle s'est traduite par une variation de juste valeur très légèrement négative de -0,2m€ soit une quasi-stabilité (-0,1%) des valeurs à périmètre constant sur six mois (-2,1% sur un an). Cette résilience des expertises a très probablement été permise par la prise en compte d'un effet loyer nettement positif : de l'ordre de +4% selon nos estimations soit en ligne avec l'indexation captée au premier semestre.

Même si la liquidité est structurellement faible sur la valorisation des actifs réunionnais, le niveau actuel du taux de rendement nous semble désormais relativement confortable. Il est à mettre au regard de la résilience des actifs tertiaires de CBo en notant que, contrairement aux taux de rendements de la métropole, celui de CBo n'a pas bénéficié de la précédente période de compression des taux intérêt.

Dans ce contexte, l'ANR de liquidation s'est établi à 6,66€/action, en hausse de +0,5% sur six mois (+4,6% sur un an) après distribution du dividende au titre de 2022 (0,24€/action). Le profil bilanciel reste satisfaisant : la LTV hors droits s'établit ainsi à 36,3% à fin juin (-50pb sur six mois), l'ICR atteint 5,1x (vs 3,5x fin 2022), le ratio Dette nette/Ebitda reste confortable à 5,5x, le tout conforté par une maturité moyenne de la dette de 8,4 ans.

Le semestre a notamment été marqué par l'émission par placement privé d'une nouvelle ORNANE (coupon 7%, 15,1m€ échéance juin 2028, valeur unitaire de 4,20€) venant prendre le relais de l'ORNANE émise en 2018 (échéance juillet 2024, valorisées 26,4m€ à fin 2022, coupon 3,75%) qui constituait le principal enjeu de refinancement du groupe. Sur le semestre, 22,6m€ d'ORNANE 2018 ont ainsi été remboursés via le produit de l'émission de l'ORNANE 2023 et la trésorerie du groupe (21m€ à fin juin vs 35,2m€ à fin 2022). Comme expliqué dans notre précédent flash (18/07/2023), le coupon de la nouvelle ORNANE est élevé, en particulier en comparaison avec le coût d'une dette hypothécaire (que nous estimons potentiellement inférieur de 125pb à 150pb). Néanmoins, le montant émis est en baisse (15m€ vs 30m€ en 2018) et ne représente que 8% de la dette financière brute totale. Par ailleurs, le renchérissement des frais financiers induit par l'émission de la nouvelle ORNANE représente, selon nos estimations, 1,9% du RNR groupe 2022 calculé par nos soins (19,8m€). L'impact est donc très limité tandis que l'opération permet à CBo de conserver une certaine diversification de ses sources de financement et pérennise les relations de la foncière avec les investisseurs, un élément important dans une optique de long terme.

Des perspectives résilientes malgré une moindre visibilité sur la promotion

CBo a en outre précisé ses perspectives.

Concernant la foncière tertiaire, nous comprenons qu'aucun départ majeur n'est attendu d'ici fin 2023. Pour 2024, la société n'a pas identifié d'intentions de départs de locataires majeurs. En outre, compte tenu de la dynamique observée au 1er semestre, le Groupe relève son objectif de croissance des loyers bruts économiques tertiaires de +1% à +3,5% sur l'exercice 2023 (vs +9,5% au S1 2023). La révision à la hausse tient à une indexation captée meilleure qu'anticipée et à l'avancement de la date de livraison du centre commercial Ylang Ylang à Combani (qui constitue avec l'entrepôt Distrimax livré en fin d'année 2022 la 1ère tranche du projet Combani) désormais attendue en octobre prochain (vs en toute fin d'année 2023 précédemment). L'actif, attendant à deux locomotives (Mr. Bricolage, Carrefour), affiche un taux de pré-location de 94% tandis que la commercialisation sur les emplacements restants devrait s'achever d'ici la fin d'année. Force est de constater que la situation sociale à Mayotte n'a, jusqu'à présent, pas affecté l'activité opérationnelle de la société. Dans ce contexte, les ambitions de développement de CBo à Mayotte restent inchangées. L'avancement de la 2ème tranche du projet Combani suit son cours avec :

(i) un immeuble de bureaux entièrement précommercialisé à Pôle Emploi (1 130m²) dont la livraison est attendue au 1er trimestre 2024,

(ii) un immeuble de bureaux de 2 180m² précommercialisés à 41% à fin juin 2022 à une autre institution publique et (iii) sur un projet de retail park de 4 300m² pour lequel les marques d'intérêt seraient nombreuses depuis le lancement de commercialisation fin 2022.

En sus du projet Combani (54m€ d'investissement au total), la société avait d'ores et déjà identifié 52m€ de développements potentiels. Nous comprenons que 26m€ d'investissements devraient être lancés à La Réunion dans les 12 prochains mois mais leur lancement dépendra de l'avancée des commercialisations.

A ce stade, la société ne communique que sur le projet Galabé situé dans la zone de Savanna (côte ouest de l'île, proche de Saint-Paul) : l'un des principaux pôles tertiaires de l'île caractérisé par des tensions sur l'offre de bureaux. La société y développera, en deux tranches, deux immeubles de bureaux répartis sur 4 300m² (investissement total de 13m€, 8% de rendement selon nos estimations). Le permis de construire est purgé depuis fin juin 2023 et les travaux devraient démarrer au 1er semestre 2024 avec une livraison attendue fin 2025.

Dans ce contexte, nous attendons sur l'exercice, des loyers bruts économiques tertiaires en progression de +4,2% (vs +1,8% précédemment) légèrement supérieur à la guidance (+3,5%). Les loyers bruts économiques totaux 2023 de l'activité de foncière (dont logements en cours de cession) ressortiraient, selon nos estimations, à 27,4m€. Les pressions en termes d'impayés se révélant moins fortes qu'anticipé, nous n'attendons plus de dégradation de la marge locative qui devrait permettre à CBo d'afficher des loyers nets économiques totaux de 24,9m€ (+1,8% sur un an vs -3,4% précédemment).

Concernant l'activité de promotion résidentielle, CBo ne donne pas d'objectif chiffré. La société concède que l'environnement est plus exigeant. Néanmoins, dans l'attente du lancement de nouveaux programmes en cours de commercialisation (Pinel, Bloc, terrains à bâtir), la visibilité reste élevée avec notamment un backlog résidentiel (hors ventes de terrains) de 46,2m€ essentiellement tiré par les ventes en bloc (soit un 1,7 an de CA hors ventes de parcelles, sur la base du CA réalisé en 2022).

A fin juin, 465 lots seraient en travaux dont 265 lots à livrer dans les 12 prochains mois. Ces derniers porteraient à 65% sur des logements (les 35% restants sur des parcelles), destinés pour l'essentiel à de la vente en bloc qui devraient continuer à bénéficier du protocole d'accord signé en 2019 avec la SHLMR (groupe action logement). La société a d'ailleurs annoncé en juin dernier la signature d'une Vefa auprès de la SHLMR portant sur la résidence Jardin des Gardénias comprenant 78 logements Intermédiaires à Beauséjour Sainte-Marie (vs 81 lots cédés en bloc sur l'ensemble de l'exercice 2022). Nous comprenons que les quelques logements destinés aux particuliers afficheraient des taux de réservation très élevés.

La société dispose en outre d'un potentiel de développement de 850 lots résidentiels à moyen terme (horizon 2027 selon nos estimations) sur des fonciers historiques détenus en propriété (logements et terrains à vendre sans travaux engagés). La société espère lancer 6 programmes (environ 280 lots) dans les 12 prochains mois mais leur lancement restera conditionné au niveau de précommercialisation.

Comme expliqué plus haut, la demande devrait rester relativement soutenue pour les ventes en bloc : le protocole d'accord signé avec la SHLMR devrait assurer un volume d'affaires conséquent (80 lots/an) conforté par un besoin structurel de logements sociaux à La Réunion.

A horizon fin 2024, les dispositifs de défiscalisation ultramarins (Pinel et Pinel + bénéficiant de taux de défiscalisation plus élevés qu'en Métropole) et la densité démographique à la Réunion (3 fois supérieure à celle en Métropole) devrait continuer à soutenir la demande des particuliers. A plus long terme, la non-reconduction du dispositif Pinel amoindrit la visibilité mais le poids des ventes de logements aux particuliers a de toute façon vocation à diminuer pour être contrebalancé par les ventes en bloc et de parcelles aux particuliers.

La forte pression foncière sur l'île, exacerbée par les pressions politiques contre l'artificialisation des sols, devrait permettre à CBo de retrouver, en 2025 selon nos estimations, le rythme d'activité qu'il s'était fixé (autour de 100 parcelles par an).

La performance bien meilleure qu'anticipée sur le premier semestre nous conduit à réviser à la hausse nos estimations de CA 2023 (+21%) et de marge de promotion (+22%). Vu la très faible activité attendue au S2 (attente deancements de nouveaux programmes), le CA 2023 devrait toutefois s'afficher en baisse sur l'exercice. Nous l'attendons en recul de -22,7% à 44,3m€ assorti d'une marge de promotion de 7,2m€ (taux de marge 16,2%). Même si nous n'attendons pas d'effondrement des volumes (nous retenons le bas de fourchette du rythme de consommation du potentiel de développement soit 200 lots par an), la baisse des prix de ventes (-5% selon nos estimations) devrait se matérialiser en 2024. Dans cette optique, nous attendons une nouvelle baisse de la marge de promotion de -33% à 4,8m€ soit un taux de marge de 14,2%.

Au total, nous révisons notre estimation de RNR Groupe 2023 de +12,5% à 0,44€/action (Indexation, marge de promotion et frais financiers capitalisés plus élevés qu'anticipé). La baisse du RNR que nous attendons en 2023 (-20,9% vs 2022) rappelle que l'exercice 2022 avait été exceptionnel mais elle n'est pas, selon nous, de nature à remettre en question la capacité de distribution. Notre estimation fait ressortir un taux de distribution de 55% sur notre hypothèse de dividende inchangé à 0,24€/action. Même si l'activité de promotion sera faible en 2024, l'inertie de l'activité de foncière couplée à un effet de levier modéré devrait permettre au RNR d'afficher une baisse modérée en 2024 (-1,9% à 0,43€/action) pour renouer avec la croissance en 2025 (+1,0%).

Recommandation ACHAT, OC 4,0€ (vs 3,9€)

La bonne orientation des données du patrimoine tertiaire est donc très encourageante et est en ligne avec notre vision d'un portefeuille CBo historiquement résilient. Il affiche l'un des meilleurs taux d'occupation (97%) notre univers de couverture conforté par des expertises (taux de rendement 7,7%) lui conférant un caractère bien plus défensif dans un contexte de remontée des taux d'intérêt. Même si les chiffres de la promotion pourraient s'infléchir à court terme, cette activité devient moins essentielle vu la fonciarisation en cours du groupe. Les ambitions de croissance à moyen terme nous semblent toujours crédibles qui couplées à un levier financier modéré ne font pas craindre de pressions sur la distribution.

Au total, nous révisons notre RNR Groupe 2028 normatif de +2,8% à 0,51€/action (plus forte thésaurisation du résultat en 2023 impactant les frais financiers) tandis que notre estimation de dividende à cet horizon reste inchangée (0,28€/action) soit un taux de distribution modéré de 55%.

Notre objectif de cours est quasiment inchangé à 4,0€ (vs 3,9€). Ce dernier fait notamment ressortir une décote de -44% sur l'ANR de liquidation 2025e estimé (7,18€/action non diluée), un P/RNR 2025e de 9,3x et un rendement confortable du dividende à cet horizon de 6,0% (0,24€/action assorti d'un taux de distribution de 56%) malgré le remboursement régulier de la dette hypothécaire. Notre objectif de cours à un an laisse apparaître un potentiel de hausse de +21% (dividende 2023 inclus) justifiant le maintien de notre recommandation ACHAT.

DONNÉES FINANCIÈRES

Données par action	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
RNR corrigé non dilué	0,33	0,36	0,32	0,45	0,55	0,44	0,43	0,43
Var. (%)	+26,2%	+10,6%	-11,8%	+40,5%	+23,7%	-20,9%	-1,9%	+1,0%
RNR corrigé dilué	0,32	0,30	0,29	0,40	0,49	0,41	0,41	0,41
ANR de reconstitution non dilué	6,71	6,77	6,69	6,94	7,28	7,37	7,52	7,90
ANR de liquidation non dilué	5,98	6,09	6,05	6,29	6,63	6,70	6,84	7,18
Var. (%)	+2,3%	+1,8%	-0,6%	+3,9%	+5,5%	+1,1%	+2,0%	+5,1%
ANR de liquidation dilué	5,54	5,62	5,87	6,08	6,40	6,44	6,60	6,91
Dividende	0,22	0,23	0,23	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24

Ratios valorisation	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/RNR non dilué	11,8x	9,9x	11,0x	8,2x	6,6x	8,0x	8,2x	8,1x
P/ANR de reconstitution non dilué	0,57x	0,53x	0,52x	0,53x	0,50x	0,48x	0,47x	0,44x
P/ANR de liquidation non dilué	0,64x	0,59x	0,58x	0,58x	0,55x	0,52x	0,51x	0,49x
P/ANR de liquidation dilué	0,69x	0,64x	0,60x	0,60x	0,57x	0,54x	0,53x	0,51x
VE/EBITDA	22,2x	16,3x	14,8x	13,6x	11,9x	13,0x	13,0x	13,2x
CF yield	8,5%	10,1%	9,1%	12,2%	15,1%	12,5%	12,2%	12,4%
Rendement du dividende	5,7%	6,4%	6,6%	6,6%	6,6%	6,9%	6,9%	6,9%

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

Valeur d'Entreprise (m€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Cours en €	3,84	3,58	3,51	3,66	3,66	3,50	3,50	3,50
Capitalisation	128	119	126	131	131	125	125	125
Dette fi. Nette (dont SME)	246	244	225	217	206	187	181	198
Valeur d'Entreprise (VE)	374	363	351	348	337	312	306	323

Cpte rés. économique (extraits) (m€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Loyers bruts	21,0	23,1	23,5	24,8	26,9	27,4	29,9	32,0
Var. (%)	9,7%	10,1%	1,7%	5,6%	8,5%	1,8%	9,3%	6,9%
Loyers nets	18,9	20,4	20,6	21,9	24,5	24,9	26,7	28,6
EBE locatif	14,1	15,5	15,5	17,7	20,0	20,3	21,9	23,5
EBE Promotion et autres activités	2,7	6,7	8,2	7,9	8,3	3,7	1,8	1,0
EBE total	16,9	22,3	23,7	25,6	28,3	23,9	23,6	24,5
Var. (%)	21,6%	32,1%	6,2%	8,1%	10,7%	-15,4%	-1,4%	3,7%
Résultat financier	-5,4	-7,4	-6,5	-6,4	-5,8	-5,9	-6,1	-7,0
IS	-1,1	-5,2	-6,1	-3,3	-3,2	-2,5	-2,2	-2,1
RNR corrigé	10,9	12,0	11,2	16,0	19,8	15,6	15,3	15,5
Var. (%)	14,0%	9,8%	-6,9%	43,1%	23,7%	-21,0%	-1,9%	1,0%

Tableau de flux économique (extraits, m€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBE	16,9	22,3	23,7	25,6	28,3	23,9	23,6	24,5
IS	-1,1	-5,2	-6,1	-3,3	-3,2	-2,5	-2,2	-2,1
Capex de maintenance	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5
Variation de BFR	-0,1	5,2	-7,1	1,6	-8,5	-8,2	-6,0	-6,4
FCF opérationnel	15,6	11,5	24,3	20,3	33,3	29,3	26,9	28,4
Acquisitions	-17,2	0,0	-12,0	0,0	0,0	0,0	-8,5	-8,5
Cessions	13,3	29,3	16,4	6,1	11,8	22,8	0,0	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	-8,6

Bilan économique (extraits) (m€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Patrimoine HD (dont SME)	404,8	377,5	384,1	390,5	388,1	388,2	419,9	452,2
Stocks et encours nets (Promotion)	87,4	88,1	77,0	69,3	71,8	62,8	56,3	49,8
ANR de liquidation dilué	248,7	250,9	246,6	255,2	263,9	258,9	259,9	272,3
Dette fi. Nette (dont SME)	245,8	244,3	224,8	217,2	205,9	186,7	181,2	197,9

Ratios financiers (%)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Loyers nets / Loyers bruts	90,0%	88,2%	87,5%	88,3%	90,9%	90,9%	89,3%	89,3%
EBE locatif / Loyers nets	74,8%	76,2%	75,2%	80,9%	81,9%	81,4%	81,8%	82,4%
EBE Promotion	4,5%	8,0%	11,8%	13,0%	14,5%	8,3%	5,2%	2,9%
Taux de distribution du RNR non dilué	67,5%	63,8%	72,4%	53,8%	43,5%	55,0%	56,0%	55,5%
RNR / ANR de liquidation	4,4%	4,8%	4,5%	6,3%	7,5%	6,0%	5,9%	5,7%
LTV économique	51,5%	48,0%	46,5%	45,7%	39,0%	37,3%	39,7%	40,2%
Dette fi. Nette / ANR liq.	98,8%	97,4%	91,2%	85,1%	78,0%	72,1%	69,7%	72,7%
Dette financière nette / EBE	14,6x	11,0x	9,5x	8,5x	7,3x	7,8x	7,7x	8,1x
ICR	3,1x	3,0x	3,6x	4,0x	4,8x	4,1x	3,9x	3,5x
Coût effectif de la dette	3,4%	3,7%	3,3%	3,3%	3,2%	3,9%	4,3%	4,5%

Source : données société, estimations Invest Securities

THÈSE D'INVESTISSEMENT

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

ANALYSE SWOT

FORCES

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

FAIBLESSES

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

OPPORTUNITES

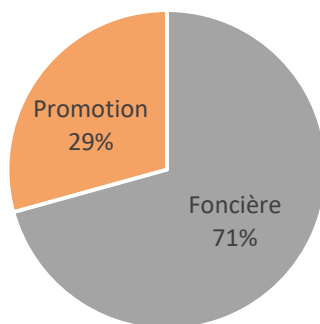
- ❑ Historique reconnu en termes d'aménagement sur le territoire
- ❑ Poids croissant du patrimoine locatif qui rend l'entreprise rentable à travers les cycles de promotion
- ❑ Transition organisée après le dirigeant historique E. Wuillai

MENACES

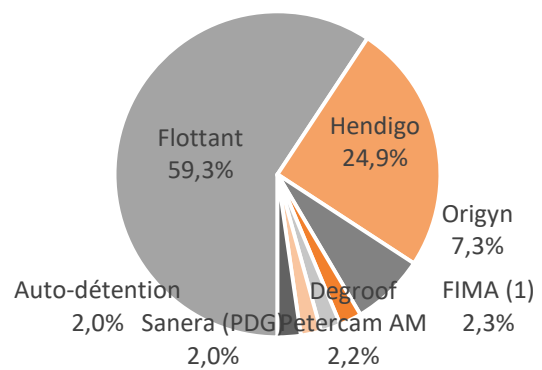
- ❑ Liquidité des actifs limitée par l'absence de marché institutionnel
- ❑ Incertitude des dispositifs incitatifs fiscaux pour la promotion de logements
- ❑ Remontée des taux d'intérêt

INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

Répartition de l'EBE 2022

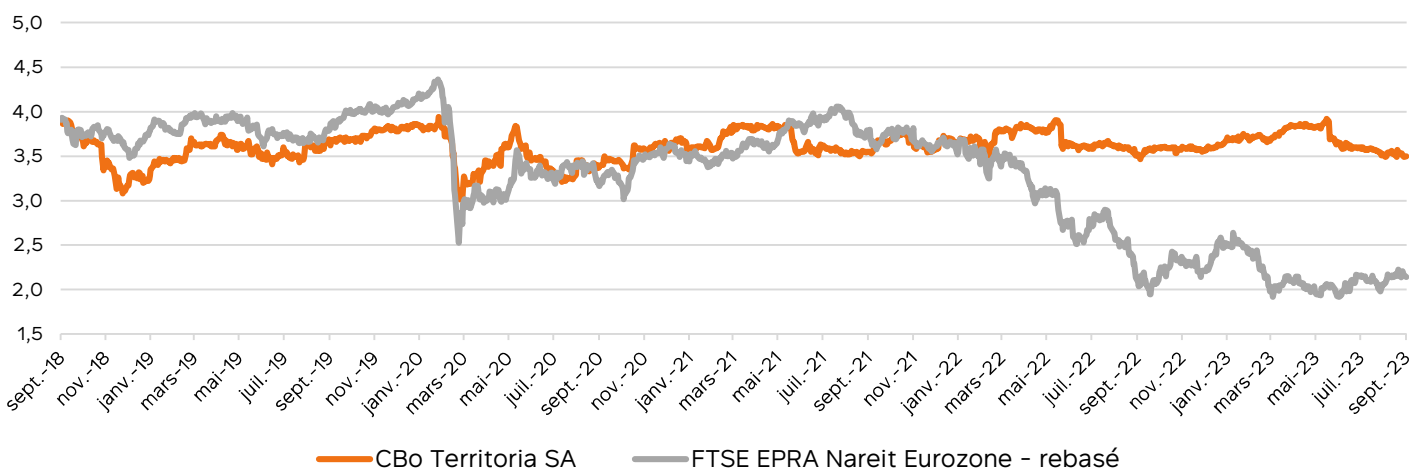


Actionnariat



1: Société contrôlée par Tolefi SA

ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS 5 ANS



26 septembre 2023

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION.

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

73, bd Haussmann - 75008 Paris

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

invest-securities.com

AVERTISSEMENT GÉNÉRAL

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

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

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

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

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

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

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

OBJECTIFS DE COURS ET RECOMMANDATION

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

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

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

HISTORIQUE DES RECOMMANDATIONS AU COURS DES 12 DERNIERS MOIS

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

Société couverte	Analyste principal	Date de publication	Opinion	Objectif de Cours	Potentiel TR vs OC
CBo Territoria	Bruno Duclos	26/09/2023	ACHAT	4,0€	+21%
CBo Territoria	Bruno Duclos	18/07/2023	ACHAT	3,9€	+15%
CBo Territoria	Bruno Duclos	15/02/2023	ACHAT	4,1€	+17%
CBo Territoria	Bruno Duclos	22/11/2022	ACHAT	4,0€	+18%
CBo Territoria	Benoît Faure-Jarrosion	29/01/2021	ACHAT	4,0€	+18%
CBo Territoria	Benoît Faure-Jarrosion	31/01/2020	ACHAT	4,3€	+19%

DÉTAIL DES CONFLITS D'INTÉRÊTS POTENTIELS

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

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

DIRECTION

Marc-Antoine Guillen
Président

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

Jean-Emmanuel Vernay
Directeur Général

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

Anne Bellavoine
Directeur Général Délégué

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

Pascal Hadjedj
Directeur Général Adjoint
Responsable Marché Primaire

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

BUREAU D'ANALYSE FINANCIÈRE

Maxime Dubreil
Responsable Recherche

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

Stéphane Afonso
Analyste Immobilier

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

Bruno Duclos
Analyste Immobilier

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

Jamila El Bougrini
Analyste Biotech / Healthtech

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

Benoît Faure-Jarrosion
Senior advisor Immobilier

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

Christian Guyot
Analyste Biens Consommation

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

Jean-Louis Sempé
Analyste Automobile

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

Thibaut Voglimacci-Stephanopoli
Analyste Medtechs / Biotech

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

SALLE DE MARCHÉ

Raphael Jeannet
Vente Institutionnelle

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

Edouard Lucas
Vente Institutionnelle

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

Ralph Olmos
Vente Institutionnelle

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

Kaspar Stuart
Vente Institutionnelle

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

Frédéric Vals
Vente Institutionnelle

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

SERVICES AUX ÉMETTEURS

Thierry Roussilhe
Responsable

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

Fabien Huet
Liquidité

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