

CBo Territoria

Résultats 2012 en phase avec les attentes, incertitudes sur la promotion privée, confiance sur le reste

Cours au 12/04	Nb actions	NB action FD	Capi. (m€)	Flottant	Valorisation	Opinion
3,10 €	32 010 325	33 131 325	99,2	80,0%	3,85 €	ACHAT
Eurolist C	CBOT	CBOT:FP	CBOT.PA	SIIC: Non	IFRS	FR0010193979

Des résultats 2012 en phase avec les attentes

L'économie réunionnaise continue d'être atone, toujours marquée par un chômage de masse et freinée par un cycle du BTP défavorable. Mais **l'essentiel pour CBo est là : ses logements sont remplis à 94 % et ses locaux tertiaires à 92 %** (malgré des livraisons récentes), avec des valeurs locatives stables (donc déclinant légèrement en euros constants), signe de l'adéquation avec la demande dans un marché qui n'est pas en surcapacité marquée. Il faut souligner la très bonne location (95 %) des logements livrés à Beauséjour, alors que le site est avant tout un vaste chantier, et pour plusieurs années encore. Comme les actifs sont valorisés dans l'ANR par des taux de rendement plutôt élevés dans leur catégorie (4,9 % pour le logement et 9,1 % pour le tertiaire), la valeur du patrimoine nous semble protégée à court terme, dans un monde de taux d'intérêt très faibles.

Les constructions, pour compte propre ou en promotion, ont surtout porté sur plusieurs zones, Beauséjour, à dominante résidentielle. Sur la Zac du Portail, à destination des entreprises, l'année a été marquée par le lancement attendu du centre commercial. L'activité de foncière poursuit sa croissance au rythme de l'agrégation de nouveaux immeubles : le patrimoine tertiaire a cru de 11 % et celui de logements de 13 %. Les loyers atteignent 13 M€, en hausse de 17 %, pour un parc locatif passé de zéro début 2005 à 200 M€ fin 2012. Les loyers nets (avant frais généraux) s'affichent à 11,9 M€, soit un taux de marge brute de 91,5 %, très honorable pour une foncière composée à 43 % de logements. Cette activité a été conforme aux anticipations.

Les résultats de 2012 sont, après interprétation, en ligne avec notre estimation. Le résultat opérationnel courant (ROC) s'établit à 19,7 M€, inférieur de 900 K€ à notre prévision. La difficulté de prévision chez CBo tient à l'impact des ventes de fin d'année : la date butoir du 31 décembre pour les investissements défiscalisants (Girardin, Scellier Dom) crée habituellement un pic de signatures dans les dernières semaines de l'année. En 2012, le sursis fiscal accordé a décalé la conclusion de ventes aux premières semaines de 2013 : 40 ventes réservées en 2012 seront actées en 2013 au lieu de 15 équivalents de 2011 vers 2012. En supposant un prix moyen de 240.000 € et un profit marginal de 15 %, c'est 0,9 M€ de résultat avant impôt qui a été déporté vers 2013 (pour les 25 ventes dépassant les reports de 2011 vers 2012). L'activité la plus fluctuante, la vente de logements privés, s'est donc bien comportée en 2012.

Rappelons que la singularité de CBo est que **la variation de juste valeur exprime le résultat du travail de l'équipe** et non l'effet, subi, du marché immobilier (d'autant qu'il a été stable). Les 6,7 M€ de variation de juste valeur pèsent 30 % du résultat avant impôt. Ils se décomposent en 4,1 M€ sur la revalorisation des terrains (en partie par le changement d'affectation suite à la révision du PLU à Saint-Paul) et 2,6 M€ sur les immeubles de placement, surtout par l'avancement de la ZAC du Portail. Le total dépasse donc les 4,5 M€ que nous avons budgétés.

Le montant de l'impôt est, lui aussi, difficile à prévoir avec précision car tributaire des investissements défiscalisants en logement, concrétisés *in extremis*. Une opération de 51 appartements à Saint-Pierre permet de réduire l'impôt de 2,4 M€ au titre de 2012. L'impôt sur le résultat récurrent peut être estimé à 2,5 M€, là où nous attendions 1,4 M€. Au total, le résultat net ressort à 16,2 M€ au lieu de 17,2 M€. Le dividende proposé sera de 0,10 €, conformément aux attentes.

Une actualité 2013 chargée, quoi qu'il arrive

L'exercice 2012 a été marqué chez CBo par la **forte accélération des mises en chantier de logements privés** (234 logements, + 79 %), notamment par la montée en puissance de la ZAC Beauséjour. Il en résulte un stock de fin d'année en forte hausse, malgré la bonne tenue des ventes. Au 31 décembre 2012, CBo possède 107 logements en cours ou achevés dont 43 réservés,

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

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION

1

Invest Securities 73 boulevard Haussmann 75008 PARIS, France

Tel : +33 (0) 1 44 88 77 99 / Fax : +33 (0) 1 44 88 77 90

soit un stock à vendre de 64 logements, contre, respectivement 27 et 15 fin 2011, soit un stock à vendre fin 2011 de 12 logements. En retenant un prix de vente unitaire de 240 K€ et une marge brute de 25 % avant frais de commercialisation, **ce supplément d'encours représenterait, selon nous une augmentation du BFR de 10 M€** si aucun logement n'était vendu à l'achèvement. Ce chiffre n'est pas négligeable à l'échelle de CBo mais n'est pas problématique. Rappelons que CBo a renforcé ses moyens financiers par l'émission de l'Océane fin 2012 (26,5 M€) puis, en février 2013, par un accord de financement à long terme de 35 M€ avec l'Agence française de développement (AFD).

La principale incertitude vient du côté des incitations fiscales à investir dans le logement locatif. Le Scellier DOM a été remplacé par le Duflot DOM. Mais il est arrêté, pour 2013, que l'avantage fiscal sera plafonné à 10.000 €. Compte tenu des taux appliqués et des valeurs métriques, il faudrait construire essentiellement des logements d'une ou deux pièces. Or, souligne CBo, cette offre ne serait pas conforme à la demande réunionnaise, qui porte sur des logements plus vastes. Une nouvelle révision des règles est en vue pour 2014. A l'échelon national, la période est très mauvaise pour les mises en chantier. La faiblesse de la production de logements à la Réunion, inférieure au besoin démographique, a le mérite d'assurer un bon remplissage du parc existant. Par sa croissance et par les difficultés de ses concurrents, CBo atteint 20 % de part de marché dans le logement privé réalisé par des promoteurs professionnels. Les dernières annonces gouvernementales vont dans le bon sens : simplification des procédures de ZAC, allocation de moyens supplémentaires au logement social. Il reste à s'assurer qu'elles auront un effet quantitatif mesurable.

A Beauséjour, la création de ce morceau de ville va continuer, avec la livraison en 2013 des 9.800 m² du siège régional de la Caisse d'allocations familiales. Ce bâtiment va entraîner l'arrivée de centaines de salariés, qui sont autant de locataires potentiels sur la zone, et la fréquentation régulière par des milliers d'allocataires, qui va lui donner de la vie. Ce bâtiment est vendu à l'administration. L'année 2013 devrait voir le déblocage administratif des ZAC Marie-Caze (800 logements) et Roche-Café (300 logements), d'où le démarrage des travaux pour de premières offres en 2014, en particulier en parcelles et logements sociaux, qui sont généralement favorisés en début d'opération.

L'activité de foncière va mécaniquement augmenter cette année par les nouvelles livraisons, par le remplissage espéré du solde des immeubles tertiaires livrés en 2012 (2.700 m², soit environ 500 K€ de loyers annuels) et par la facturation en année pleine des locations de 2012.

Du côté du logement social, 2011 avait été marquée par des mises en chantier massives (467 logements), qui sont retombées sous leur niveau normatif en 2012 (68 logements). Compte tenu de la durée des chantiers (seulement 158 logements livrés en 2012), ce sont encore 448 logements sociaux qui sont en chantier fin 2012, dont une large part sera livrée en 2013. Le chiffre d'affaires étant comptabilisé à l'avancement, **on doit attendre un nouveau recul de la facturation, et une chute des encours de fin d'année.**

Les ventes de parcelles ont fortement décliné en 2012 (33 lots au lieu de 57) mais le stock progresse néanmoins (80 lots au lieu de 76) du fait de l'arrivée en catalogue tardive dans l'année d'une offre nouvelle. Le lancement des deux nouvelles ZAC permettra de réalimenter l'offre en 2014.

Les perspectives au-delà de 2013

L'activité de foncière présente une forte prévisibilité et une forte croissance. Pour un patrimoine locatif en activité de 200 M€ fin 2012, les en-cours représentent déjà 38,1 M€ supplémentaires. D'ici la fin de 2014, entreront en service l'hypermarché, la galerie et le *retail park* dans la ZAC du Portail, évalués 57 M€ à terminaison, des bureaux pour 4 M€ et les programmes de logements pour compte propre lancés en 2012 (est. 18 M€). Il est donc acquis que le patrimoine locatif dépassera les 280 M€ à la fin de l'an prochain, soit une nouvelle hausse de 40 % en deux ans. Le plan d'affaires de l'entreprise est plus ambitieux puisqu'il vise 360 M€ à la fin de 2015. Ces 80 M€ supplémentaires sont répartis sur divers sites et sont surtout tributaires de la demande locative.

Le déblocage espéré des ZAC Roche-Café à Saint-Leu et Marie-Caze à Saint-Paul alimenteront les ventes à partir de 2014. Ces deux dossiers illustrent le point de vue que nous avons toujours adopté : les projets de CBo, sans équivalent et montés avec raison, sont des passages obligés pour les municipalités. L'aléa pour l'investisseur réside donc plus dans le calendrier

que dans le principe de la réalisation, sous réserve de l'ajustement des contreparties exigées de CBo par les collectivités, en termes de participation aux équipements publics, de revente de terrains, de quote-part de logements sociaux.

Un début de vente des logements détenus en patrimoine. Les logements possédés par CBo Territoria ont tous été développés dans le cadre d'opérations de défiscalisation. Ils ont vocation à être cédés à l'issue de l'obligation de conservation de six ans. CBo a lancé la première vente en 2012, le programme Clairefontaine, qui était en travaux en 2005. Seuls trois appartements ont été cédés, à des valeurs supérieures aux expertises (qui sont réalisées pour une valeur d'un immeuble en bloc et occupé) ce qui est rassurant. Mais le rythme est, à nos yeux décevant : il tient à l'emplacement privilégié, qui met le prix des logements hors de portée de leurs locataires. Ce ratio sera à surveiller dans les prochaines années afin de s'assurer de la liquidité des actifs de la foncière, sur une île qui ne comporte quasiment pas d'investisseur institutionnel. CBo Territoria est doté d'une forme d'*alter ego*, Apavou, promoteur qui a conservé une partie de ses programmes afin de réduire sa facture fiscale et qui se retrouve ainsi propriétaire de centaines de logements. Apavou vient d'annoncer des ventes à la découpe d'une plus grande ampleur que par le passé. Les emplacements et surtout la qualité de construction bien moindre que ceux de CBo, n'en font pas un concurrent direct pour les mises en vente et aura pour mérite de familiariser le marché avec le procédé.

CBo Territoria a annoncé le déclassement d'une cinquantaine d'hectares sur la commune de Saint-Paul afin de créer une zone touristique. Ces terrains sont idéalement situés, sur les pentes à l'arrière immédiat du littoral déjà bâti, montant jusqu'au golf que possède et exploite déjà CBo. Ce projet, potentiellement de grande importance, ne figure pas dans le plan d'affaires. Sa mise au point sera longue : il s'agit de développer une offre hôtelière aujourd'hui insuffisante à la Réunion. Ce métier ne fait pas partie des savoir-faire de CBo et suppose un développement parallèle de l'environnement, à commencer par la notoriété internationale de la Réunion et l'accès aérien à prix abordable. De plus, les investissements pourraient totaliser plusieurs centaines de millions d'euros. Les conditions sont donc remplies pour que le projet ne soit développé qu'en partenariat avec un groupe hôtelier de type Club Med (qui avait quitté la Réunion), Pierre et Vacances (qui dispose de la triple compétence de vente de cottages en défiscalisation, de l'animation de *Center parks* et d'une force commerciale hôtelière) ou d'un grand groupe hôtelier international capable de cautionner la qualité du site et d'attirer une clientèle mondiale. Ce changement d'affectation des terrains est une étape essentielle. Elle ne s'est encore traduite chez CBo que par une réévaluation de l'ordre de 2 M€.

Nos prévisions ne sont pas radicalement modifiées par ces annonces : les nouvelles réservations risquent d'être en baisse en 2013 pour la promotion privée mais le chiffre d'affaires comptable sera gonflé par les ventes de 2013 et celles décalées au début de 2013. La stabilité du chiffre d'affaires en 2013 en logement privé masquerait donc un affaiblissement des ventes. Le recul du logement social était, lui, déjà programmé. Le plan 2015 est inchangé pour l'activité de foncière. Les perspectives sont améliorées au-delà de 2015 par le projet touristique. Le management a confirmé spontanément en réunion d'analystes qu'un ANR de 6 €/action à la fin de 2015 lui semblait plausible alors que nous prévoyons 5,81 € dilués à cet horizon.

Une valorisation toujours modérée

A 3,10 €, l'action dépasse légèrement le cours affiché lors de l'émission de l'Océane en novembre dernier, malgré le caractère dilutif de l'opération sur l'ANR par action. On l'a dit, le résultat net, par exception, reflète mieux que le résultat dit récurrent la création de richesse provenant de l'activité de la société. Les résultats de 2012 confirment la capacité de CBo de créer 40 à 50 centimes de valeur par an, sous une forme ou sous une autre. Au cours actuel, la société n'est donc valorisée que moins de sept fois son profit normatif des prochaines années. Compte tenu de l'écoulement de près de six mois, nous ajustons l'objectif de cours de 3,70 à 3,85 €. Il s'agit d'un objectif qui cumule des prévisions raisonnables et une valorisation prudente (décote de 25 % à échéance) mais on sait que le marché boursier peinera à chausser à court terme des lunettes plus roses qu'aujourd'hui, sauf à s'entendre annoncer des mesures fiscales propres à accélérer l'activité.

Les Océanes (code ISIN : FR0011359579) cotent 3,98 €, soit un gain de + 10,5 % par rapport au prix d'émission. En cohérence avec la recommandation sur l'action, nous conseillons de la conserver. La détente récente sur les taux obligataires a renforcé l'attrait du titre.

Valorisation

Cours (€) : 3,10

Capitalisation boursière (M€) : 99,2

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
P/ANR de remplacement non dilué	0,58	0,53	0,49	0,45	0,41	0,38	0,36
P/ANR de liquidation non dilué	0,72	0,65	0,59	0,53	0,49	0,45	0,41
P/ ANR de remplacement dilué	0,58	0,57	0,53	0,49	0,46	0,43	0,40
P/ ANR de liquidation dilué	0,72	0,68	0,63	0,58	0,53	0,50	0,46
P/Résultat net récurrent	8,0	8,2	7,3	6,5	5,9	5,5	5,2
Loyers/VE	4,8%	5,3%	5,8%	6,6%	7,1%	7,9%	8,8%
VE/EBE	11,3	12,4	12,5	11,1	10,4	9,7	9,0
EBE/VE	8,88%	8,06%	7,97%	8,99%	9,64%	10,28%	11,12%
Rendement	2,82%	3,12%	3,43%	3,83%	4,33%	5,04%	5,74%

Achévé de rédiger le 10 avril 2013

Benoît FAURE-JARROSSON, responsable secteur immobilier

01 44 88 77 88

bfaure-jarrosson@invest-securities.com

Prévisions part du groupe

Résultat (M€)	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
			e	e	e	e	e
Total loyers	11,3	13,0	15,2	18,3	20,7	23,2	25,6
- Loyers patrimoine n-1 loué 100%		13,0	14,5	18,6	21,3	24,0	26,6
- Vacance		9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Variation à périmètre constant		0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
EBE locatif avant frais gén.	10,1	11,9	13,8	16,6	18,9	21,1	23,3
CA promotion	104,0	91,5	82,0	91,5	95,3	96,3	96,3
Autres revenus nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rés. op. promotion (y c. frais fin. et autres revenu	16,0	13,4	12,7	14,1	15,0	15,2	15,2
Frais généraux	-5,2	-5,5	-5,6	-5,8	-5,9	-6,1	-6,2
EBE	20,9	19,7	20,9	24,9	28,0	30,2	32,3
Dot. Amortissement (fiscale)	0,0	2,7	3,0	3,9	4,4	5,0	5,4
Résultat opérationnel courant	20,9	19,7	20,9	24,9	28,0	30,2	32,3
Rés. Financier	-5,3	-5,1	-6,1	-7,0	-7,8	-8,2	-8,1
Résultat courant hors DAA	15,6	14,6	14,8	17,9	20,2	22,0	24,1
Taux IS courant	-20,5%	-16,8%	-8,5%	-14,6%	-16,2%	-18,5%	-20,5%
Impôt sur les sociétés courant	-3,2	-2,5	-1,3	-2,6	-3,3	-4,1	-5,0
Résultat net récurrent non dilué	12,4	12,1	13,6	15,3	16,9	18,0	19,2
Impact de la dilution	0,1	0,1	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Résultat net récurrent après dilution	12,5	12,2	15,0	16,8	18,4	19,4	20,6
Variation de juste valeur actifs locatifs	4,9	2,6	1,6	2,1	2,3	2,6	2,9
Variation de juste valeur terrains	0,4	3,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
IS latent sur variation de juste valeur	-1,8	-2,2	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3
Résultat après variation de juste valeur	16,0	15,6	16,7	18,8	20,6	21,8	23,2
Résultat exceptionnel	0,5	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net publié (JV)	16,6	16,2	16,7	18,8	20,6	21,8	23,2
Distribution courante (N)	2,8	3,1	3,4	3,8	4,3	5,0	5,7

Bilan (M€)	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
Patrimoine val. vénale DC	184,9	205,7	266,3	302,5	339,9	374,6	408,6
Patrimoine val. vénale HD	182,2	199,9	259,0	293,7	330,2	363,3	396,5
Evolution des val. d'expertises du patrimoine	1,7%	0,0%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Droits sur patrimoine d'entreprise	2,7	5,8	7,3	8,8	9,7	11,3	12,1
Acquisitions DC	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rdt des acquisitions		8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Développements livrés DC	18,0	22,0	65,0	38,0	39,0	39,0	39,0
Rdt des développements livrés	6,7%	6,5%	6,5%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Investissements dans les encours		20,0	43,4	36,4	34,3	23,3	23,3
Cessions HD	0,0	1,0	6,0	4,0	4,0	7,0	8,0
Rdt perdu des cessions		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Consommation nette de terrains promotion		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Consommation de terrains locatifs	2,8	3,4	9,9	5,8	6,0	6,0	6,0
Capex taux	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capex sur immeubles de placement	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Profit de promotion compte propre		2,6	3,0	2,0	1,0	1,0	1,0
Construction en cours fin d'année	115,0	114,9	96,3	96,7	93,0	78,3	63,6
Var. BFR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Titres de participation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dette financière nette	142,0	153,8	170,8	185,5	196,7	193,3	188,5
Dette financière moyenne	136,3	145,2	162,5	178,3	191,2	195,1	191,0

Actif net réévalué (M€)	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
ANR de remplacement non dilué	172,3	187,7	204,4	221,8	239,6	258,1	277,3
ANR de liquidation non dilué	138,7	153,7	169,1	185,8	202,9	220,7	239,2
Impact de dilution	3,7	26,8	26,8	26,8	26,8	26,8	26,8
ANR de remplacement dilué	176,1	214,5	231,2	248,6	266,3	284,9	304,1
ANR de liquidation dilué	142,4	180,5	195,9	212,6	229,7	247,5	266,0

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

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION

Nb d'actions (M)	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
Moyen (RNR)	31,974	31,974	31,974	31,974	31,974	31,974	31,974
Fin d'année	32,010	32,010	32,010	32,010	32,010	32,010	32,010
Moyen (RNR) après dilution	33,095	33,095	39,535	39,535	39,535	39,535	39,535
Fin d'année après dilution	33,131	39,535	39,535	39,535	39,535	39,535	39,535
Droit au dividende	32,010	32,010	32,010	32,010	32,010	32,010	32,010
Données par action (€/a)							
Résultat net récurrent non dilué	0,39	0,38	0,42	0,48	0,53	0,56	0,60
Résultat net récurrent dilué	0,38	0,37	0,38	0,42	0,46	0,49	0,52
Dividende	0,09	0,10	0,11	0,12	0,13	0,16	0,18
ANR de remplacement non dilué	5,38	5,87	6,38	6,93	7,48	8,06	8,66
ANR de liquidation non dilué	4,33	4,80	5,28	5,81	6,34	6,90	7,47
ANR de remplacement dilué	5,31	5,43	5,85	6,29	6,74	7,21	7,69
ANR de liquidation dilué	4,30	4,56	4,96	5,38	5,81	6,26	6,73
EBE	0,65	0,62	0,65	0,78	0,88	0,95	1,01
Loyers	0,35	0,41	0,47	0,57	0,65	0,73	0,80
Dettes financières nette moyenne	4,26	4,54	5,08	5,58	5,98	6,10	5,97
Ratios							
Endettement (LTV)	47,8%	48,9%	48,1%	47,5%	46,5%	43,8%	41,0%
Endettement (LTV) hors dette sur en-cours	58,7%	59,4%	52,4%	52,9%	52,0%	47,7%	42,5%
Endettement (dette/ANR-L)	102,4%	100,1%	101,0%	99,8%	96,9%	87,6%	78,8%
Taux d'intérêt sur dette	4,7%	4,6%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
EBE locatif / loyers	89,4%	91,5%	91,0%	91,0%	91,0%	91,0%	91,0%
EBE/frais financiers (ICR)	3,9	3,9	3,4	3,6	3,6	3,7	4,0
EBE/dette nette moyenne	15,3%	13,6%	12,8%	14,0%	14,6%	15,5%	16,9%
Frais généraux / loyers	-46,0%	-42,3%	-37,2%	-31,7%	-28,5%	-26,2%	-24,3%
RNR N / ANR N-1 avant dilution	8,5%	7,1%	7,2%	7,5%	7,6%	7,5%	7,4%
RNR N / ANR N-1 après dilution	8,4%	6,9%	7,0%	7,3%	7,4%	7,3%	7,2%
Div/RNR/action avant dilution	22,6%	25,5%	25,1%	24,8%	25,4%	27,8%	29,7%
Div/RNR/action après dilution	23,2%	26,3%	28,0%	28,0%	28,9%	31,8%	34,1%
Div/patrimoine HD	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%	1,2%
Div/ANR-R N-1	1,92%	1,80%	1,81%	1,86%	1,94%	2,09%	2,21%
Div/ANR-L N-1	2,31%	2,24%	2,21%	2,25%	2,31%	2,46%	2,58%

Détection de conflit d'intérêt

Corporate finance	Détention capitalistique de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Intérêt personnel de l'analyste	Contrat de liquidité / analyse
Oui	Non	Oui	Non	Oui

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

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

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION

6

Invest Securities 73 boulevard Haussmann 75008 PARIS, France

Tel : +33 (0) 1 44 88 77 99 / Fax : +33 (0) 1 44 88 77 90