



17 mai 13

Cours : 3.0€

Objectif : 3.9€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

1 : Acheter 2 : Renforcer 3 : Conserver 4 : Alléger 5 : Vendre

CA T1 – Contact dirigeant

Marché

ISIN / Mnémonique FR0010193979 / CBOT
Reuters / Bloomberg ALCBO.PA / CBOT:FP
Indice CAC Allshares

Capitalisation (M€) 94.8
Flottant (%) 80.6%
Nbre de Titres (Mio) 32.019
Date de clôture 31-Déc

Un recul de la Promotion à relativiser, la Foncière se développe bien

Le groupe a publié un chiffre d'affaires T1 en légère décroissance à 21,0M€ (-3%), soit un niveau inférieur à nos attentes (rappel 24,1M€ +12%). L'écart se situe essentiellement sur l'activité Promotion plus faible qu'attendue (16,6M€ vs 19,5M€) alors que la Foncière continue de bien se développer.

Des éléments favorables limitent le recul de la Promotion

L'activité Promotion est tout d'abord marquée par une baisse importante dans l'habitat social (-42% à 4,9M€) qui revient vers un niveau normatif de ~150 logements par an après des années 2011-2012 exceptionnelles (x4 vs 2010 grâce au contrat-cadre avec la Société HLM de la Réunion).

L'immobilier d'entreprise est également en retrait sur le trimestre (-28% à 2,6M€) du fait d'une moindre contribution du chantier de la CAF de Beauséjour dont la livraison est prévue au T3. Ce retard devrait selon nous être compensé sur la suite de l'exercice par les autres programmes (retail-park Le Portail notamment).

Le recul global sur ce T1 est toutefois limité à 6% au bénéfice d'une forte augmentation de l'habitat privé (+67% à 8,1M€) qui connaît un effet de rattrapage lié à un avancement moyen des travaux fin 2012 plus faible qu'en n-1 et à la prolongation du dispositif Scellier jusqu'au 31 mars.

Croissance régulière et à deux chiffres pour la Foncière

Bénéficiant des livraisons opérées depuis un an, le chiffre d'affaires du pôle Foncière poursuit sa forte croissance (+13% à 3,8M€). Hors refacturation de charges aux locataires les loyers bruts progressent de 10% à 3,4M€ vs 3,1M€ au T1 2012. Le mix-produits est stable sur un an avec 1/3 des loyers en résidentiel et 2/3 en professionnel. Nous anticipons en conséquence une stabilité du rendement locatif global, permettant de traduire la croissance du CA dans le résultat du pôle.

Révision de notre scénario 2013

La performance en Foncière est en ligne avec nos attentes et conforte notre scénario annuel de revenus locatifs. Ceux-ci devraient poursuivre leur progression avec la croissance du patrimoine locatif et la hausse probable du taux d'occupation des livraisons récentes. Le recul d'activité en Promotion est contenu mais devrait s'accroître avec la non-récurrence d'éléments favorables à l'habitat privé au T1, ce qui nous amène à réviser en baisse notre scénario d'activité 2013-2014. Nous tablons désormais sur un CA13e de 95,4M€, dont 75,0M€ en Promotion (-18%) et 14,6M€ en loyers bruts (+12%).

L'impact sur les résultats sera toutefois limité par 1/ la contribution croissante de la Foncière dont l'activité est bien margée (rappel 2012 loyers 33% ROC pour 13% du CA consolidé), 2 un mix-produits favorable en Promotion avec une hausse des ventes de terrains à bâtir notamment sur la zone Le Portail (10M€ vs 5M€ en 2012) et 3/ des ajustements de juste valeur, principalement liés à l'avancement des chantiers, attendus globalement stables (6,4M€ vs 6,7M€ en 2012). Le niveau exact du résultat net 2013 dépendra du calendrier de lancement des logements donnant lieu à une économie d'IS. Nous avons retenu une

12 13e 14e

| | | | |
|----------------------|------------|------------|------------|
| PER | 5.5 | 6.3 | 6.7 |
| PCF | 7.0 | 10.2 | 7.6 |
| VE/CA | 2.2 | 2.7 | 2.5 |
| VE/ROP | 8.8 | 10.2 | 11.2 |
| PAN | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| Rendement | 3.2% | 3.4% | 3.7% |
| Free Cash Flow Yield | -17.6% | -15.5% | -19.5% |
| ROACE | 5.3% | 4.9% | 5.4% |

| | | | |
|----------------|--------------|-------------|--------------|
| CA | 109.5 | 95.4 | 109.9 |
| CA précédent | 120.2 | 110.3 | 120.2 |
| var. n/n-1 | -8.1% | -12.9% | 15.2% |
| EBE | 19.2 | 19.7 | 23.2 |
| ROP | 27.1 | 25.4 | 24.7 |
| % CA | 24.7% | 26.7% | 22.5% |
| RN Pdg corrigé | 16.2 | 15.0 | 14.0 |
| % CA | 14.8% | 15.7% | 12.8% |

| | | | |
|----------------|-------------|-------------|-------------|
| BNPA | 0.51 | 0.47 | 0.44 |
| BNPA précédent | 0.55 | 0.53 | 0.49 |
| var. n/n-1 | -2.4% | -7.2% | -6.5% |
| ANPA | 4.6 | 5.0 | 5.3 |
| Dividende net | 0.10 | 0.11 | 0.12 |

| | | | |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|
| Fonds propres | 148.4 | 159.3 | 169.8 |
| Gearing | 101.7% | 104.0% | 107.6% |

Calendrier :

Assemblée générale le 5 Juin
CA S1 le 16 Août

Laurent Vallée
Maxence Dhoury
+33 (0)2 40 44 94 09
+33 (0)2 40 69 77 65
vallee@portzamparc.fr

hypothèse de 2,5M€ correspondant à ~45 logements sous dispositif Girardin, en bas de la fourchette de 40-80 lots visée par le groupe. Généralement finalisées avec l'administration fiscale en toute fin d'année, une partie de ces économies d'impôts pourraient être décalées au profit du résultat 2014.

Le programme de développement de la Foncière en bonne marche

Le principal intérêt du dossier reste le basculement en cours d'un modèle de promoteur à celui d'une foncière avec à la clé une activité à la fois plus récurrente et mieux margée. Le programme de développement à horizon 2015 dont l'objectif est d'atteindre un patrimoine locatif de 360M€ vs 200M€ fin 2012 (et inexistant début 2005), progresse au rythme prévu. L'avancée des travaux du centre commercial du Portail, débutés à l'été 2012 pour une livraison fin 2014, vont faciliter la commercialisation des immeubles de bureaux adjacents, la livraison de la CAF de Beauséjour cette année va renforcer l'attractivité de la zone. La renégociation des participations financières avec la commune de Saint-Leu doit également aboutir à un redémarrage du chantier de la ZAC Roche-Café au S2 2013.

Pour rappel, les besoins importants de ressources associés à ce programme de développement ambitieux ne constituent plus une incertitude pour le groupe avec un financement sécurisé à ~75%, notamment par l'émission des obligations convertibles en décembre 2012 (26,5M€) et l'accord de financement conclu en février 2013 avec l'Agence Française de Développement (35M€). Cet apport de l'AFD va également faciliter le renouvellement des prêts des banques locales au groupe. L'obligation convertible constitue d'ailleurs une alternative pour investir sur la valeur en sécurisant un rendement de ~5,5% au cours actuel (vs 6% à l'émission, OC +9,4% depuis) au prix cependant d'une liquidité deux fois moindre que celle de l'action qui est en repli de 3,6% sur la même période.

En dépit de la révision en baisse de nos prévisions, l'impact sur notre projection d'ANR à fin 2015 est marginal (-3,6%). Nous anticipons désormais à cette date un ANR non dilué de 5,84€ par action contre 6,06€ au moment de notre initiation de couverture en novembre 2012.

Le recul de la Promotion devrait être important cette année mais avec un impact limité sur les résultats. Le développement de la Foncière, principal intérêt du dossier, est lui régulier, prévisible et financé. Recommandation Acheter (1) et objectif 3,9€ maintenus. Dossier Convictions S1.

Avertissements

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

Historique des changements de recommandations sur le titre depuis 12 mois

| Date | Nouvelle recommandation | Ancienne recommandation |
|------------------|-------------------------|-------------------------|
| 19 Novembre 2012 | Acheter | |

Questionnaire engagement de transparence sur les potentiels conflits d'intérêts

| Intérêt personnel de l'analyste | Conflit d'intérêt Portzamparc/Emetteur | Intérêt financier Portzamparc/Emetteur | Contrat de liquidité | Service d'investissements | Autre conflit intérêt | Etude présentée à l'émetteur | Conclusions modifiées |
|---------------------------------|--|--|----------------------|---------------------------|-----------------------|------------------------------|-----------------------|
| NON | NON | NON | NON | NON | NON | NON | NON |

Source : Portzamparc

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

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

Marseille : 579 avenue du Prado - 13008 Marseille Cedex 01- Tél 33 (0) 4 91 59 81 10