

CBO Territoria

Cours au 22/04/2011 (€)	Capitalisation (M€)	Nouvelle*	Rendement
4,15	131,8	+	1,9%

En phase avec le plan Horizon 2015

Le développement s'est poursuivi à bonne allure

L'année 2010 a été marquée par une activité très intense en termes de surfaces aménagées, construites et louées. Ce sont 117 logements privés qui ont été mis en chantier et livrés (15 et 112 en 2009) et 151 vendus (contre 78) ; 175 parcelles ont été viabilisées dont 111 mises en vente, 39 vendues et 48 réservées ; 111 logements sociaux sont en chantier fin 2010 et vendus en VEFA ; la construction d'immobilier professionnel est marquée par les chantiers : 1.900 m² d'équipements publics à Saint-Pierre (Grand Bois) et 5.400 m² de bureaux et commerces (Savanna) à Saint-Paul, à livrer en 2011.

Le patrimoine d'immobilier d'entreprise a été enrichi de la livraison de 2.500 m² de la jardinerie Gamm Vert sur la ZAC du Portail à Saint-Leu. Il s'agit des premiers pas d'une zone commerciale créée *ex-nihilo* par CBo en bordure de la nouvelle route des Tamarins. La CDAC et la CNAC y ont été obtenues pour un hypermarché Leclerc, une galerie commerciale et un *retail park*. Des promesses de bail ont été signées pour le centre commercial. Sur cette ZAC, des négociations politiques relatives au permis de construire pourraient ralentir temporairement le programme. Sur le site de La Mare (près de l'aéroport principal, à l'est de Saint-Denis), le parc de bureaux va être accru de 3.300 m² lancés en blanc. Les surfaces sont pré-commercialisées à 20 % et seront livrées en 2011. Par ailleurs, CBo s'est engagé dans un nouveau type d'investissement en achetant dans des commerces à Saint-Pierre. Il s'agit de pieds d'immeubles de logements sociaux, mais l'emplacement est extrêmement central, dans un secteur en réorganisation, avec une demande locative qui devrait excéder l'offre et offrir un rendement locatif de 9,5 %. Le patrimoine locatif s'enrichit aussi chaque année de logements construits pour compte propre et destinés à réduire la facture fiscale de CBo.

Les comptes commencent à traduire l'ampleur du travail

Résultat net en ligne. Pour une entreprise qui développe ses propres terrains et conserve une partie du patrimoine construit, le résultat net, après variation de juste valeur, est une mesure pertinente de la création de richesse, en particulier au cours d'une année 2010 où l'effet du marché sur la valeur des actifs n'a pas été considérable. CBo se distingue ainsi des pures foncières, pour lesquelles le résultat avant variation de juste valeur est seul pertinent. Le résultat net de 2010 s'est établi à 17,2 M€ à comparer aux 15,2 M€ de 2009. Ce chiffre est en ligne, à 1 % près, avec les 17,4 M€ que nous attendions. En revanche, la composition du résultat diffère plus sensiblement. Les loyers et les frais financiers sont conformes aux attentes. L'écart de composition est de l'ordre de 1,5 M€ et provient d'une marge de promotion moindre, compensée par une variation de valeur des actifs supérieure aux prévisions. La moindre marge semble liée à des décalages d'avancement, sans remise en cause apparente des marges normatives que la société s'est fixée. L'essentiel provient des délais nécessaires à l'obtention de leurs financements par les organismes sociaux.

Le résultat de l'activité de lotisseur-promoteur augmente fortement. La promotion a réalisé un chiffre d'affaires de 57,6 M€, en hausse de 21 %. Mais l'année 2009 avait bénéficié de ventes exceptionnelles de grands terrains nus. Les ventes d'immeubles bâtis sont plus révélatrices de l'accélération de l'activité industrielle de CBo. Elles s'élèvent à 47,4 M€, en progression de 89 %, dont 30 M€ de logements privés, 9,6 M€ de logements sociaux et 7,8 M€ d'immobilier d'entreprise. Les ventes de parcelles à bâtir individuelles ont progressé de 20 % à 7,9 M€. Le résultat opérationnel courant (« *résultat des activités* ») est, comme prévu, en baisse, à 14,9 M€ (- 12 %). La contribution des ventes de terrains exceptionnelles à la marge opérationnelle était de 7 M€ en 2009. La marge sur les autres activités de la branche promotion, plus représentative de la capacité de l'entreprise à créer de la richesse, est en forte hausse, passant de 6 à 9,6 M€.

Rappelons que CBO travaille à partir d'un héritage de 3.200 hectares qui lui ont été apportés lors de la scission de 2005 et ne lui ont donc rien coûté. Ces terrains ont été réévalués, notamment lors de leur aménagement, mais assez prudemment de sorte que, lorsqu'ils sont vendus ou intégrés à des opérations de promotion, la marge est mécaniquement plus élevée que celles de la profession. La vente d'importants terrains en 2009 avait dopé le taux de marge de la promotion à 27 %. En 2010, la marge s'est partiellement normalisée, à tout de même 18 %. CBO estime que ses marges sur la promotion privée (10 à 12 %) et sur le logement social (5 à 7 %) sont à leur niveau normatif en supposant les terrains évalués à leur valeur de marché.

Le stock achevé est de 4 M€ mais est constitué pour l'essentiel de logements déjà réservés. Il se confirme que CBo dispose d'un avantage croissant de crédibilité en matière de construction de logements et de défiscalisation qui lui permet d'écouler ses programmes plus rapidement que ses concurrents, dans un environnement moins soutenu que celui qui prévalait avant la crise. Le rebond spectaculaire des prix des logements observé en région parisienne ne prévaut pas à La Réunion.

CBo continue, parallèlement, de se constituer un patrimoine locatif, dont les loyers ont progressé, grâce aux livraisons de 2009 et 2010, de 15 % à 10,1 M€. Environ 60 % des loyers proviennent d'immobilier d'entreprise à haut rendement et destiné à être conservé, et 40 % de logements construits pour compte propre, dont le rendement est plus faible mais qui permettent de défiscaliser largement les profits de CBO.

Des perspectives inchangées. Nous avons détaillé dans l'étude de décembre dernier le plan Horizon 2015 publié par la société, qui est lui-même très précis. La publication des résultats de 2010 ne remet pas en cause ces perspectives. De ce fait, nos prévisions ne sont qu'à peine modifiées.

Nous intégrons désormais, en réduction de la dette financière nette, les 10,6 M€ d'actifs financiers qui sont des dépôts de garantie exigés en contrepartie de crédits. Le ratio LTV de 86 %, qui apparaît dans la descente de comptes qui suit, résulte de l'application d'une matrice de foncière à une entreprise très orientée vers la promotion et la valorisation foncière. Il n'est appliqué qu'au seul patrimoine locatif, sans prise en compte des terrains non bâtis, classés en immeubles de placement. En supposant les en-cours financés par dette, le ratio LTV descend à 77 %.

Valorisation

Cours : 4,15 € Capitalisation boursière : 131,8 M€

P/ANR de remplacement non dilué	1,03	0,90	0,81	0,73	0,66	0,59	0,52
P/ANR de liquidation non dilué	1,25	1,09	0,97	0,86	0,76	0,67	0,60
P/ ANR de remplacement dilué	1,04	0,91	0,82	0,74	0,67	0,60	0,53
P/ ANR de liquidation dilué	1,26	1,10	0,97	0,87	0,77	0,68	0,61
P/Rés. net récurrent	13,8	12,8	8,9	8,0	6,9	6,4	5,8
VE/ROC	14,6	17,0	11,2	10,7	10,1	9,8	9,6
ROC/VE	6,87%	5,90%	8,89%	9,33%	9,92%	10,17%	10,46%
Rendement	1,64%	1,93%	2,07%	2,29%	2,51%	2,73%	2,95%

Le dividende progresse de 14 % à 8 centimes par action, identique à notre prévision. Nous maintenons notre principale méthode d'évaluation, consistant à prévoir l'ANR de remplacement fin 2015, à lui appliquer une décote de minoritaire de 20 % et à actualiser cette valeur et les dividendes intercalaires au taux de 10 %. Depuis la publication de notre étude début décembre 2010, l'ANR 2015 n'a quasiment pas été révisé (7,83 € vs 7,88 €). Les taux d'intérêt à long terme se sont tendus mais notre taux d'actualisation élevé intégrait ce risque. **La valeur actuelle progresse ainsi principalement par l'écoulement de quatre mois et porte l'objectif de cours de 4,15 à 4,38 €/action.**

Au cours des prochaines années, si le plan de marche est à peu près respecté, on assistera à la fois à l'effet positif sur la valeur du rapprochement de l'échéance et d'une possible réduction du TRI exigé, grâce à la réduction du risque. D'ores et déjà, l'activité de foncière, récurrente, devient très significative. Elle n'existait pas il y a cinq ans et dépasse désormais 150 M€ d'actifs pour la partie productive de loyers. Mieux, cette valeur du patrimoine dépasse l'ANR (146 M€ en remplacement) et cet ANR dépasse la capitalisation boursière (132 M€). La valeur boursière est donc déjà justifiée presque entièrement par le patrimoine existant. Selon la

presse, CBO étudierait un transfert du titre vers le marché d'Euronext. C'est aujourd'hui l'une des valeurs les plus liquides d'Alternext.

Résultat (M€)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
CA promotion	47,6	57,6	104,0	118,0	124,0	128,0	128,0
Autres revenus	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0	3,0	3,1
Rés. op. promotion (y c. frais fin. et autres revenus)	12,8	10,2	17,5	18,0	18,6	18,9	18,9
Loyers	8,8	10,1	12,0	14,0	17,0	20,0	24,0
EBE locatif	6,8	7,8	9,4	10,9	13,4	15,8	19,2
Frais généraux	2,7	3,0	3,1	3,2	3,2	3,3	3,4
Rés. op. courant	16,9	15,0	23,7	25,8	28,8	31,4	34,7
Intérêt sur dette moyenne	4,3%	4,4%	4,7%	4,6%	4,6%	4,6%	4,7%
Frais financiers (hors activés)	4,5	4,7	5,7	6,0	6,6	7,5	8,7
Impôt sur les sociétés déboursé	2,8	0,0	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Résultat net récurrent	9,6	10,3	14,8	16,6	19,0	20,7	22,8
IS latent sur var. juste valeur	5,3	3,7	1,7	1,9	2,1	2,3	2,6
Résultat après var. juste valeur	15,0	17,7	18,2	20,3	23,1	25,4	28,1
Impact de dilution	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Dividende	2,2	2,6	2,8	3,1	3,4	3,7	4,0
Bilan (M€)							
Patrimoine locatif fin d'année VV HD	142,3	151,0	182,1	215,3	260,1	305,6	368,0
Droits sur patrimoine d'entreprise	1,3	2,9	4,2	5,4	4,9	5,5	10,8
Livraisons patrimoine		5,7	28,6	30,1	45,1	45,1	60,2
Cessions patrimoine		0,0	0,0	0,0	4,0	4,0	3,0
Var. valeur patrimoine		2,0%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
VJV patrimoine	10,7	3,0	2,6	3,1	3,7	4,4	5,2
Consommation de terrains promotion		2,0	2,6	3,0	3,1	3,2	3,2
Consommation de terrains locatif		0,9	4,4	4,6	6,9	6,9	9,2
VJV terrains		8,1	2,4	2,5	2,5	2,6	2,7
Dette financière nette (fin)	113,8	130,6	140,0	148,7	168,0	185,7	214,3
dont dette dont frais activés	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0
Dette financière moy. portant intérêt	98,8	107,2	120,3	129,3	143,3	161,8	185,0
Actif net réévalué (M€)							
ANR de remplacement non dilué	128,2	145,8	162,6	181,3	200,8	223,4	253,0
ANR de liquidation non dilué	105,4	121,0	136,5	154,0	174,0	196,0	220,3
Impact de dilution	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
ANR de remplacement dilué	130,6	148,2	165,0	183,7	203,2	225,8	255,4
ANR de liquidation dilué	107,8	123,4	139,0	156,5	176,4	198,4	222,7
Nb d'actions (M)							
Moyen (RNR) non dilué	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8
Fin d'année non dilué	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8
Moyen (RNR) dilué	32,6	32,6	32,6	32,6	32,6	32,6	32,6
Fin d'année dilué	32,6	32,6	32,6	32,6	32,6	32,6	32,6
Droit au dividende	32,6	32,6	32,6	32,6	32,6	32,6	32,6
Données par action (€/a)							
Résultat net récurrent	0,30	0,32	0,47	0,52	0,60	0,65	0,72
Résultat net récurrent dilué	0,30	0,32	0,46	0,51	0,59	0,64	0,70
Dividende	0,07	0,08	0,09	0,09	0,10	0,11	0,12
ANR de remplacement	4,04	4,59	5,12	5,71	6,32	7,04	7,97
ANR de liquidation	3,32	3,81	4,30	4,85	5,48	6,17	6,94
ANR de remp. dilué	4,00	4,54	5,06	5,63	6,23	6,92	7,83
ANR de liquid. dilué	3,30	3,78	4,26	4,79	5,41	6,08	6,83
Rés. op. courant non dilué av. impôt	0,53	0,47	0,75	0,81	0,91	0,99	1,09
Dette financière nette moyenne	3,58	3,85	4,26	4,55	4,99	5,57	6,30
Ratios							
Endettement (LTV)	80%	86%	77%	69%	65%	61%	58%
Endettement (LTV) hors dette sur en-cours	69%	77%	69%	62%	59%	56%	54%
Endettement (dette/ANR-L)	108%	108%	103%	97%	97%	95%	97%
EBE locatif/loyers	77%	77%	78%	78%	79%	79%	80%
ROC/frais financiers (ICR)	3,8	3,2	4,2	4,3	4,4	4,2	4,0
ROC/dette nette moyenne	0,15	0,12	0,18	0,18	0,18	0,18	0,17
Frais généraux / loyers	31%	30%	26%	23%	19%	17%	14%
RNR N / ANR N-1 avant dilution	ns	8,0%	10,2%	10,2%	10,5%	10,3%	10,2%
RNR N / ANR N-1 après dilution	ns	7,0%	9,1%	9,1%	9,4%	9,2%	9,0%
Div/CAF nette/action avant dilution	23%	25%	18%	18%	17%	17%	17%
Div/CAF nette/action après dilution	23%	25%	19%	19%	18%	17%	17%
Div/patrimoine HD	1,6%	1,7%	1,5%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%
Div/ANR-R N-1	ns	2,0%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%	1,7%
Div/ANR-L N-1	ns	2,4%	2,3%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%

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

Benoît FAURE-JARROSSON
01 44 88 77 88

Achévé de rédiger le 22 avril 2011
bfaure-jarrosson@invest-securities.com
Analyste financier

Détection de conflit d'intérêt

	Détention	Communication préalable	Intérêt personnel	Contrat de liquidité
Corporate Finance	capitalistique de l'émetteur	à l'émetteur	de l'analyste	
Non	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 le 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.

* Le signe lié à la nouvelle reflète l'opinion générale du commentaire. Il peut être positif (+), neutre (=) si la nouvelle n'apporte rien de nouveau ou négatif (-) si celle-ci devrait avoir un impact négatif à court terme sur le titre.

ANALYSTES FINANCIERS

Daniel Anizon

Biotechs

☎ 33 1 44 88 77 88

✉ danizon@invest-securities.com

Paul Arkwright

Immobilier

☎ 33 1 73 73 90 25

✉ parkwright@invest-securities.com

Louis Bazy

Small caps - Stock picking

☎ 33 1 44 88 77 93

✉ lbazy@invest-securities.com

Benoît Faure-Jarrosion

Immobilier

☎ 33 1 44 88 88 09

✉ bfaure-jarrosion@invest-securities.com

Nicolas Maïquès

Media - Software - Internet - Agro

☎ 33 1 44 88 77 98

✉ nmaiques@invest-securities.com

Laurent Wilk

Greentech - Cleantech - Small Caps

☎ 33 1 44 88 77 97

✉ lwilk@invest-securities.com

Nailin Zhang

Valeurs chinoises

☎ 33 1 73 73 90 27

✉ nzhang@invest-securities.com

SALLE DES MARCHES

Eric d'Aillières

Directeur

☎ 33 1 44 88 77 99

✉ edaillieres@invest-securities.com

Claude Bouyer

Relations investisseurs institutionnels

☎ 33 1 44 88 88 02

✉ clbouyer@invest-securities.com

Pascal Hadjedj

Vendeur actions

☎ 33 1 44 88 77 99

✉ phadjedj@invest-securities.com

Thierry Roussilhe

Vendeur actions

☎ 33 1 44 88 77 99

✉ troussilhe@invest-securities.com

Kaspar Stuart

Vendeur actions

☎ 33 1 44 88 77 99

✉ kstuart@invest-securities.com

Frédéric Micaelli

Négociateur

☎ 331 44 88 77 99

✉ fmicaelli@invest-securities.com

René Reymond

Négociateur

☎ 331 44 88 77 99

✉ rreymond@invest-securities.com

Dominique Humbert

Négociateur

☎ 331 44 88 77 99

✉ dhumbert@invest-securities.com

Bruno Guillemet

Négociateur

☎ 331 44 88 77 99

✉ bguillemet@invest-securities.com

INVEST SECURITIES CHINA

Pacific Century Place – IBM Tower – 14F, 48A, 2A Workers Stadium Road N Chaoyang District - Chaoyang District - 100027 Beijing PR China

Christine Lambert Goue

Managing Director

☎ 86 10 84 51 10 63

✉ clambert-goue@invest-securities.com