

CBO Territoria

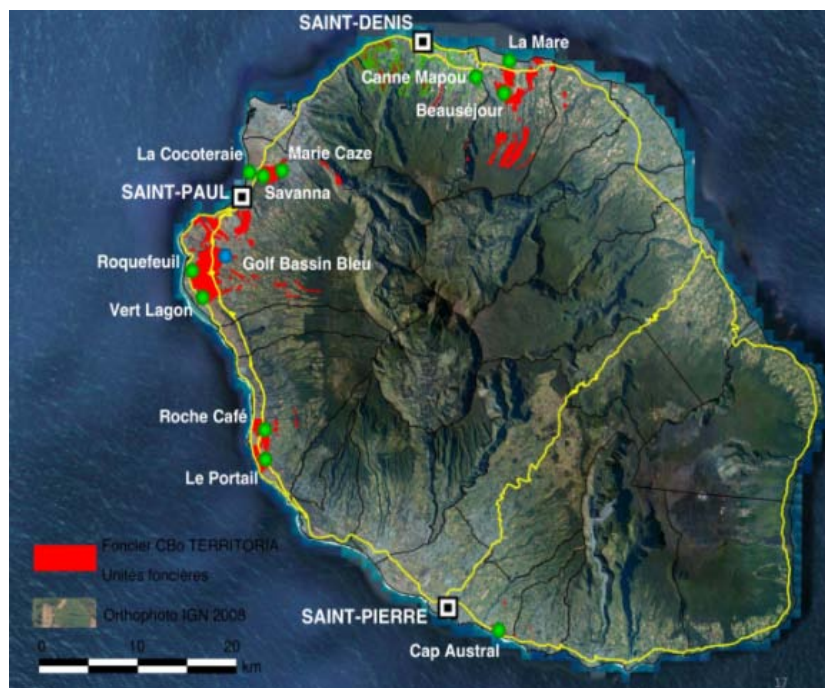
Emission d'Océanes - novembre 2012

Sept années de croissance fulgurante depuis la partition

Transformer l'héritage. A l'issue d'une scission en 2005 du Groupe Bourbon, CBo Territoria a hérité d'environ 3.000 hectares sur l'île de la Réunion que le Groupe Bourbon tenait de son activité sucrière initiale et jusqu'alors essentiellement à usage agricole. Sous la houlette d'Eric Wuillai, une équipe a été constituée, aujourd'hui de plus de 50 personnes, pour valoriser ces terrains en y construisant des logements (qui sont plutôt destinés à être revendus à des investisseurs bénéficiant d'avantages fiscaux ou à des organismes sociaux) et de l'immobilier d'entreprise qui est, de préférence, conservé afin de transformer à long terme l'entreprise en foncière.

Acquérir des métiers. Autour de ce métier premier et spectaculaire, CBo Territoria a également pour activité de louer le parc locatif qu'elle a déjà commencé à se constituer ; de vendre des terrains aménagés ; d'investir dans une partie de ses propres logements pour défiscaliser ses résultats ; de continuer à louer des terres à usage agricole. Plus accessoirement, CBo exploite un golf sis sur ses terres, gère quelques dizaines de logements locatifs cédés à des tiers, loue des panneaux photo-voltaïques et réalise des missions ponctuelles d'assistance à maîtrise d'ouvrage. Pour cela, CBo a dû apprendre à maîtriser tous les métiers de la chaîne immobilière : aménageur, promoteur, administrateur de biens (*property management*), gérant de portefeuille immobilier (*asset management*).

La vitesse de croisière après l'accélération. Parti de champs de canne à sucre en 2005, l'entité franchira en 2013 le cap des 1.800 logements construits et de 100.000 m² d'immobilier d'entreprise réalisés. Les fonds propres évalués à 1,45 €/action lors de la déclaration d'indépendance, sont devenus 4,40 € en valeur liquidative à la mi-2012, soit un TRI proche de 17 % par an pendant sept ans, hors dividendes. L'année 2012 correspond, approximativement, à l'atteinte de l'asymptote en termes d'activité. La croissance ne peut être perpétuelle car CBo a, de toutes les façons, plus de matière à produire que l'île de la Réunion ne peut en absorber rapidement. Le chiffre d'affaires devrait se stabiliser après avoir atteint la centaine de millions d'euros par an, mais la fin de l'accélération n'empêche pas la vitesse : la rentabilité reste et devrait rester élevée.



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

Les sites de CBo Territoria

Le patrimoine foncier de CBo comprend 3.000 hectares dont 180 hectares en cours d'aménagement et 100 hectares constructibles à moyen terme. La totalité des actifs est située sur la partie nord et ouest de l'île qui est la plus favorisée : en termes climatique (moins pluviosité), économique (capitale Saint-Denis et Le Port) et touristique (lagon).

Voici des éléments sur les principaux actifs exploités ou à l'état de projet tangible, du nord au sud de l'île.

- Quartier d'affaires de La Mare (Sainte-Marie)

Le site est à l'est de Saint-Denis, à quelques centaines de mètres de l'extrémité des pistes du principal aéroport de l'île. Le trafic aérien n'est pas dense au point de créer une nuisance forte mais la zone est, pour cette raison, réservée aux entreprises. A l'emplacement d'une grande usine sucrière, CBo a commencé à développer un vaste quartier d'affaires très accessible par la voie rapide côtière et d'une bonne qualité architecturale. 19.000 m² sont conservés par CBo, dont 13.500 m² de bureaux (y compris le siège de la société dans l'ancienne maison du directeur de la sucrerie). Les locaux d'activité de 5.000 m² sont surtout constitués des 3.300 m² de hall d'exposition et stockage de VM Matériaux. Les terrains se prêtent encore à de nouveaux développements sur 10.000 m² supplémentaires, que l'on peut espérer réalisés à raison de quelques milliers de mètres carrés par an. La fermeture d'une station de pesage de canne, l'ouverture d'une crèche, la création d'un nouveau parking sont des étapes en cours qui témoignent du caractère progressif du développement.

- Beauséjour (Sainte-Marie)

Les 65 hectares sont situés sur la partie basse des pentes à Sainte-Marie. Le projet Beauséjour est, de loin, le plus important de CBo et représente la création d'un large pan de ville, avec 2.300 logements dont 1.600 logements à lancer et 60.000 m² SHON d'immobilier d'entreprise dont 50.000 m² à lancer. Alors que le premier coup de pioche a été donné fin 2009, cette ville nouvelle ne sera pas achevée avant 2018 voire 2020. Le projet total mobilisera 500 à 600 M€ d'investissement, y compris les équipements publics. La difficulté consiste à amorcer la pompe en rendant les premières phases suffisamment attrayantes pour que les locataires s'installent malgré la longue durée résiduelle des travaux alentour. Ce défi n'est pas loin d'être gagné : ce sont 700 logements qui sont livrés ou en cours. Le programme conservé Domaine de Benjouis (53 logements et 4 200 m²) a été livré en mai 2012 et est rempli à 90 % trois mois plus tard, ce qui est un signal très positif pour le site. La CAF a décidé d'y implanter son siège, construit par CBo : les salariés seront tentés de se loger à proximité et plusieurs milliers de personnes prendront l'habitude de venir dans le quartier chaque mois. Les premiers commerces seront installés mi-2014 après des installations provisoires. CBo conservera les murs de commerces pour contrôler le merchandising.

- Cannes Mapou (Saint-Denis)

L'opération est développée sur un foncier de 18 hectares à la limite du parc technologique de Saint-Denis, qui concentre les plus beaux immeubles de bureaux de l'île. CBo n'intervient que pour un tiers dans le programme, qui associe notamment Quartier Français, l'autre groupe sucrier qui a hérité de terrains (mais dont les autres sont beaucoup moins bien situés que ceux de CBo). CBo construira une centaine de logements en 2012 et 2013 sur les 500 de l'ensemble, à commencer par un programme de 62 logements lancé au premier semestre 2012.

- Concession automobile CMM (Saint-Denis)

Bâtiment de 7.200 m² construit en 2007 par CBo pour l'un des principaux concessionnaires de l'île, la CMM, filiale du groupe CFAO. Le locataire est tenu par un bail à long terme, la concession multimarque limite les fluctuations d'activité et il s'agit d'un beau bâtiment sur un axe passant, très adapté à l'activité : l'acquisition ou la construction d'un site de remplacement serait très difficile. Mais il s'agit d'un local monovalent : salle d'exposition à hauteur de la rue et grands ateliers hauts en demi-sous-sol. Ce fut l'un des premiers développements de CBo, avec un rendement appréciable, qui a contribué à alimenter un cash-flow courant naissant et il reste le plus gros loyer de CBo. Dans les prochaines années, cette contribution ne sera plus

indispensable et l'actif ne sera plus cohérent avec le reste du patrimoine. Compte tenu du caractère monovalent, nous estimons qu'une cession à terme pourrait être pertinente.

- La Cocoteraie, ex-Poudrière (Saint-Paul)

Le site est constitué d'un terrain de 10 hectares en bout d'urbanisation mais avec un accès à l'Etang salé proche de la mer. De 2006 à 2010, CBo y a développé 300 logements (appartements privés et sociaux, maisons individuelles et mitoyennes). L'ensemble constitue un quartier neuf très réussi et qui est un bon démonstrateur pour CBo.

- Savanna (Saint-Paul)

La zone d'activité de Savanna est non loin du centre-ville de Saint-Paul, aggloméré à un axe commercial informel mais fréquenté. Le site développé par CBo est également une ancienne usine sucrière. Les premiers bureaux ont été logés dans le gabarit de l'ancienne usine (6.100 m²) puis CBo a livré en 2011 un grand bâtiment neuf (La Balance) de 5.300 m² abritant des bureaux et commerces et un vaste centre médical destiné à divers laboratoires, médecins spécialistes et pharmacie. Des 11.400 m², CBo a conservé 9.000 m², le solde étant vendu à des utilisateurs. Des négociations sont ouvertes de longue date pour développer des locaux d'activité sur des terrains mitoyens appartenant à une entité publique. L'opération supprimerait, en outre, des locaux vétustes qui dégradent la qualité du site.

- Marie-Caze (Saint-Paul)

Le site se développe au-dessus de Savanna, à l'écart des grands axes et se prête à la construction de logements plus que d'immobilier d'entreprise. CBo détenait 19 hectares et a acquis, moyennant 4,6 M€ et sous conditions suspensives, 11 hectares supplémentaires à proximité pour un potentiel total de 800 logements. Le PLU (plan local d'urbanisme) a été modifié et approuvé fin septembre et traverse actuellement la phase de contrôle de régularité par l'Etat. Un déroulement sans encombre de la suite des procédures permettrait de lancer les travaux avant la fin de 2013.

- Gonneau de Montbrun (Saint-Paul)

CBo avait présenté ce site comme pouvant faire l'objet d'un développement dans les prochaines années, mais la ZAC suppose des modifications du SAR et du PLU. Comme celui-ci vient d'être refondu sans effet, il suppose plutôt une demi-douzaine d'années avant de concrétiser ce projet.

- Projet touristique (Saint-Gilles)

CBo possède des dizaines d'hectares sur les pentes au-dessus de Saint-Gilles, essentiellement de nature agricole. Le golf du Bassin bleu, détenu et exploité par CBo, est implanté en haut de ses terrains. Il ne dégage pas de profit mais réalise un chiffre d'affaires de l'ordre de 2 M€, honorable compte tenu de l'accès médiocre. Avec le soutien de CBo, un consensus politique s'est dégagé pour réaliser à la Réunion un ou plusieurs *resorts* de qualité, qui puissent faire concurrence à l'île Maurice voisine. L'île souffre, à l'évidence, d'un sous-équipement pour le tourisme. La commune de Saint-Paul vient d'organiser le déclassement de 40 hectares de terrains agricoles de CBo en zone à urbaniser. C'est la partie basse de la pente qui est visée, juste au-dessus de la route côtière, à 15 mn à pied du bord de mer. CBo ne développerait pas seul l'opération, mais avec le soutien d'un exploitant (du type Club Méditerranée, Pierre et Vacances, etc.). Plusieurs autres phases sont envisagées mais sur plus de dix ans car le SAR (schéma d'aménagement régional) actuel ne permet pas de développer la pente appartenant à CBo entre cette zone touristique et le golf, en hauteur.

- Mont Roquefeuil (Saint-Gilles)

Site de première qualité par l'adresse à Saint-Gilles et une vue panoramique. La zone avait été initiée avec le soutien du Groupe Bourbon à la fin des années 1990, avant la création de CBo. CBo y possède la résidence Clairefontaine, sa première réalisation pour compte propre, qui est désormais en cours de vente à la découpe. Une modification en cours des règles d'urbanisme pourrait permettre de réaliser des logements sur deux terrains initialement destinés à des locaux d'activité, ce qui en faciliterait la commercialisation et augmenterait la valeur vénale.

- Vert Lagon (Saint-Gilles)

Sur ce terrain de 9 hectares, 300 logements ont été développés entre 2009 et 2012. L'emplacement proche du lagon, dans une zone où l'offre est rare a assuré une commercialisation relativement rapide des logements, d'où cette relativement brève durée de l'opération.

- Le Portail (Saint-Leu)

La zone du Portail a été créée de toutes pièces par CBo en bordure de la route des Tamarins, qui a été ouverte en 2009. L'emplacement, jusqu'alors enclavé, a pris une nouvelle valeur par cette desserte, mais il a fallu procéder à des travaux de terrassement considérables pour transformer le rocher pentu en une vaste aire horizontale. Le terrain développé par CBo représente 30 hectares qui supporteront 63.000 m² de commerces, bureaux et activité, ainsi que 100 logements. Le coût du terrassement a représenté 20 M€, prise de risque significative à l'échelle de CBo. Des retards de procédure ont décalé le lancement des constructions. Les obstacles juridiques étant levés, le début des travaux de l'hypermarché Leclerc et de la galerie marchande est imminent, pour une livraison au 3^e trimestre 2014. Ce centre, avec 42 M€ de valeur vénale, est le plus gros projet locatif de CBo. Il comporte 18.000 m² SHON dont 8.000 m² de surface de vente (4.800 m² pour l'hypermarché et 3.000 m² pour la galerie). Déjà des parcelles ont été vendues (meubles Mohammed pour 9.000 m²), une jardinerie Gamm Vert de 2.500 m² est livrée depuis la fin de 2010 et 1.400 m² de bureaux pré-loués à 70 % sont en cours de construction.

- Roche Café (Saint-Leu)

Le site s'étend sur un terrain de 14 hectares et permettrait la construction de 300 logements et 1.000 m² SHON d'immobilier d'entreprise. L'obtention des autorisations administratives avait été annoncée en 2009, permettant d'envisager un démarrage des travaux au premier semestre 2010. Depuis, CBo ne dissimule pas que « *les travaux restent suspendus dans l'attente du dénouement de désaccords avec la commune* ».

- Supermarché (Saint-Louis)

Saint-Louis est une ville industrielle au pouvoir d'achat faible et dont les finances municipales sont réputées dégradées. CBo y a marginalement acquis un supermarché de 1.700 m² en 2011.

- Centre-ville (Saint-Pierre)

L'opération Epicea (3.400 m² de commerces) a été acquise par CBo pour 8,7 M€ et sera prochainement livrée. Bien que la commercialisation soit moins rapide que prévu, la société est confiante sur le remplissage de l'opération. CBo a, par ailleurs, acquis 1.200 m² de commerces loués (opération Jules Hermann) à Saint-Pierre. Un programme de 52 logements dans l'opération Jardins d'Ugo a vu ses travaux débiter au premier semestre 2012.

- Cap Austral à Grands-Bois (Saint-Pierre)

Le pouvoir d'achat décline au fur et à mesure que l'on passe du nord au sud et cela s'observe sensiblement au sud de Saint-Pierre. L'opération Cap Austral porte sur des terrains de 32 hectares et 500 logements résiduels. Elle comprend, pour le moment, deux parties distinctes. Séparée de la mer seulement par l'ancienne route côtière, une ancienne usine a été entièrement réhabilitée par CBo pour en faire des équipements collectifs destinés à la mairie. A proximité, deux immeubles de logements ont déjà été construits. Des commerces (1.500 m²) sont conservés par CBo et en cours de négociation à la location. Plus haut, sur un terrain très pentu mais qui offre une vue panoramique imprenable sur la mer, CBo a aménagé de petites parcelles vendues à l'unité à des particuliers qui font chacun construire à leur gré. La grande majorité du stock a été vendu et édifié, alors que l'environnement initial ne s'y prêtait guère. Entre les deux, en partie basse de la pente, d'autres développements sont attendus. Deux petits immeubles ont obtenu leur permis de construire mais l'achèvement du site est notamment soumis à la construction d'une nouvelle station d'épuration. Du coup, CBo annonce une programmation jusqu'en 2020.

Politique financière

Optimisation des fonds propres. CBo est née avec plus de 3.300 hectares en héritage et pas de dette. Afin d'optimiser la rentabilité des fonds propres en limitant les appels au marché, CBo vend des parcelles et grands terrains en début de développement de chaque zone afin de disposer des fonds destinés à l'aménagement. Les actifs sont donc essentiellement portés sur fonds propres jusqu'à ce qu'ils passent en phase de promotion. Les travaux sont financés soit par le client investisseur, soit, en attendant une vente totale, par un crédit promoteur. L'appel au marché boursier a été limité à 27 M€ en 2007 (à 3,80 €/action avec un avantage fiscal) et aux présentes Océanes. Le but est également de maintenir l'endettement à son niveau actuel.

Un important besoin en fonds de roulement foncier. Les actifs improductifs pèsent très lourd dans l'activité de CBo. Le bilan comporte quatre lignes de terrains et encours : terrains en opérations d'aménagement (33,2 M€ fin 2011), autres terrains (28,9 M€), terrains en stocks (39,6 M€) et opérations immobilières (14,4 M€) soit un total de 116,1 M€ à comparer à des fonds propres de 135 M€. Les seuls encours de construction pèsent peu car la construction dure moins d'un an. L'essentiel est formé de terrains, dont la durée de détention est incertaine et ne peut être financée par dette. En cas de dégradation économique, le BFR tendrait à se réduire car lesancements seraient réduits et les ventes de la promotion contiennent une composante de terrain qui ne fait pas apparaître de résultat mais qui est monétisée à cette occasion.

Une politique de faible distribution. CBo applique un taux de distribution de ses résultats modéré tant que la société dispose de fortes capacités à réinvestir les bénéfices avec une forte rentabilité. Le dividende a progressé d'un centime d'euro par an depuis cinq ans et a atteint 0,09 € au titre de l'exercice 2011 détaché le 12 juin 2012. Pour les prochaines années, la société évoque un maintien de cette politique. A plus long terme, l'épuisement de la constructibilité devrait réduire le besoin de financement et CBo se transformer en foncière locative affichant un taux de distribution plus élevé.

Le recours à la défiscalisation. CBo limite son impôt sur les sociétés par le recours à des opérations de type Girardin. L'économie d'impôt est égale à 30 % d'une assiette fixée par l'administration. Comme CBo construit sur ses propres terrains, le coût total est limité et l'assiette est donc proche de l'investissement. Le rendement locatif est supérieur à 5 % avant effet fiscal et bonifié par la plus-value à la revente. L'économie d'impôt ne réduit pas le prix de revient fiscal. L'inconvénient du procédé est de consommer une fraction de la capacité d'endettement. CBo n'envisage pas d'opter à court terme pour le régime SIIC.

Perspectives à plus long terme

Au-delà des développements figurant dans nos prévisions à l'horizon de 2017, il resterait encore plusieurs dizaines de milliers de mètres carrés à construire sur les sites déjà programmés. Le principal site qui ne figure pas dans le potentiel identifié annoncé par CBo est constitué de la zone touristique.

La société n'indique pas quelle est la proportion de ses réserves qui pourrait être urbanisable à long terme. L'essentiel des 1.900 hectares à usage agricole de CBo est destiné à la canne à sucre, puisque ces terrains sont issus des Sucreries de Bourbon. La canne exige des terrains à faible pente, irrigables et bénéficiant du climat côtier. D'un simple point de vue pratique, nous estimons qu'une large part de ces 1.900 hectares serait donc urbanisables. L'obstacle essentiel est la résistance politique au déclassement de ces terrains. La résistance des cultivateurs a aussi un fondement technique : l'île se doit de conserver ses deux dernières grandes sucreries, chacune pour un versant, pour assurer la transformation de la canne. Or chaque usine est soumise à une taille critique des récoltes pour demeurer rentable. Une amputation des surfaces cultivées pourrait faire franchir ce seuil à la baisse et mettre en péril l'ensemble de la filière. On ne peut donc espérer que les 1.900 hectares soient déclassés, mais il suffirait que 5 % soient concernés pour assurer quasiment une décennie supplémentaire de développement.

Avant de transformer le mètre de terre agricole, évalué à 1 ou 2 euros, en mètre carré de parcelle vendu de 200 à 500 €, et en supposant levés les obstacles juridiques, l'investisseur doit prendre garde à retraiter :

- des parties inutilisables (pente forte, proximité d'une ravine inondable, etc.),
- des parties communes, essentiellement circulations,
- des terrains remis aux collectivités en échange de la constructibilité pour les équipements publics
- des coûts d'aménagement : terrassements importants sur un sol toujours pentu et roche volcanique parfois à faible profondeur, pose des réseaux divers (adduction d'eau, évacuation d'eau, électricité, gaz),
- de l'exigence posée par les collectivités d'une forte proportion de logements sociaux, à faible prix.

Enfin, dans la durée, CBo ne s'interdit pas de développer une activité classique de promoteur sur terrains acquis, bénéficiant de sa taille pour obtenir des coûts plus faibles et de sa réputation pour négocier avec plus d'efficacité avec les collectivités. Les dirigeants évoquent l'éventualité d'activités en dehors de la Réunion, mais il ne semble pas que cette idée soit d'application prochaine.

Emission d'Océanes

Modalités. L'émission porte sur 6 403 765 Océanes (obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes) émises au nominal de 3,60 € chacune. Le remboursement se fait au pair à une date qui est, au gré du porteur, le 1^{er} janvier 2018, 2019 ou 2020. L'intérêt annuel est de 6 %, payable chaque 1^{er} janvier. La conversion pourra s'exercer à raison d'une action pour une Océane. Le produit brut est donc de 23 M€ et pourra être porté à 26,5 M€ par extension à 7 364 329 obligations. Les actionnaires bénéficient d'un délai de priorité pour souscrire à raison d'une obligation pour cinq actions détenues. Le capital potentiel est ainsi augmenté de 20 % à 23 % selon le nombre de titres souscrits.

L'émission du point de vue de CBo et de l'actionnaire. Nous évoquerons en fin d'étude l'intérêt à souscrire aux Océanes de CBo. Du côté de CBo, nous considérons que la levée de fonds tient pour partie à la recherche d'une diversification des ressources de financement plus que de la nécessité absolue de fonds propres supplémentaires. Une spécificité de CBo est que, avec 160 M€ de dette brute et encore de nombreux projets, l'entreprise peut saturer les capacités de crédit du système bancaire insulaire, tenu à des ratios de diversification. Dans le principe, nous sommes réticents aux émissions d'actions par des sociétés dont l'action décote significativement sur l'ANR et dont la levée de fonds ne permet pas d'améliorer la rentabilité par action. En l'espèce, il s'agit d'une obligation convertible émise 20 % au-dessus du cours de bourse et 18 % au-dessous du dernier ANR liquidatif publié (4,40 € au 30 juin 2012). La dilution de l'ANR par action est de 3 % pour les actionnaires et ceux-ci peuvent bénéficier d'un titre obligataire à rendement élevé qui contribue à la pérennité du financement, de sorte que le sort des actionnaires est pris en compte. Néanmoins, l'espérance de rentabilité sur l'Océane est élevée (voir conclusion) et son coupon est durablement supérieur à celui de l'action. Notre réticence à l'émission de titres est également prononcée lorsqu'elle permet à l'actionnaire dominant de se renforcer à bon prix, comme on l'a vu récemment avec Peref ou Affiparis. En l'espèce, la holding de Jacques de Chateauevieux, Jaccar, premier actionnaire, a annoncé ne pas suivre l'opération. On sait que cette entreprise, qui investit dans des secteurs variés à forte rentabilité, a récemment levé des capitaux via une obligation convertible à 9 %. On peut comprendre que la souscription à une convertible moins risquée mais moins rentable ne soit pas cohérent avec cette stratégie sans pour autant interpréter cette abstention comme une marque de défiance.

Capital et actionariat

Etat des stock options au 30 juin 2012

Date du plan	28/06/2006	06/06/2008	12/06/2009	09/09/2010	Total
Options existantes	213 500	245 500	151 000	502 500	1 112 500
Expiration	28/06/2018	06/06/2018	12/06/2019	09/09/2020	
Prix de souscription (€)	2,94	3,17	2,38	3,92	
Actions souscrites	0	0	0	0	0
Actions potentielles	213 500	245 500	151 000	502 500	1 112 500
Levée de fonds (M€)	0,63	0,78	0,36	1,97	3,74

Etat des actions gratuites au 30 juin 2012

Date du plan	09/09/2010
Date d'attribution	09/09/2012
Date d'expiration	09/09/2014
Actions potentielles	8 500

Le capital est composé fin septembre 2012 de 32 018 825 actions. Les actions sont dépourvues de droits de vote doubles. Hormis l'obligation convertible (Océane) en cours d'émission, les titres donnant accès au capital sont limités aux stock options et actions gratuites indiquées ci-dessous. Cette dilution potentielle ne représenterait que 3 % du capital et les deux-tiers des options ont un prix d'exercice inférieur à l'actuel cours de bourse.

Un actionariat éparé. CBo Territoria étant né en 2005 d'une scission du groupe Bourbon, son actionariat est issu de celui, diffus, du groupe d'origine réunionnaise. La famille de Jacques de Chateaufieux, via son holding Jaccar, est le seul actionnaire déclaré, avec 19,4 % du capital. Jacques de Chateaufieux est simple censeur au conseil d'administration de CBo. CBo a su développer un fort actionariat de particuliers réunionnais, sensibles à l'ampleur du développement et au privilège qu'ils ont de pouvoir observer eux-mêmes les réalisations et de suivre l'actualité économique et politique. A l'assemblée générale de 2012, 500 actionnaires représentaient 37,5 % des droits de vote, dont 120 dans la salle.

Actionariat en septembre 2012

	Nb d'actions	%	DDV
Jaccar Holdings (famille Chateaufieux)	6 211 082	19,4%	19,4%
Flottant	25 799 243	80,6%	80,6%
Total	32 010 325		

Comptabilité

- Les comptes de CBo Territoria sont présentés selon les normes IFRS avec application de la juste valeur pour les actifs proposée par l'IAS 40.

- La comptabilisation de ces gains latents à l'actif entraîne celle, au passif, d'un important impôt potentiel correspondant, au taux de droit commun (34 %), sous le nom d'impôt différé passif (30,3 M€ fin juin 2012).

- La lecture des comptes est troublée par la superposition des métiers, des cycles et des marges. Le chiffre d'affaires comprend essentiellement les loyers du patrimoine construit et les ventes de la promotion immobilière, mais aussi l'activité du golf exploité en direct (2 M€/an) et les revenus des terres agricoles (0,6 M€). Le golf dégage un résultat négatif peu significatif mais il augmente les effectifs groupe de 25 personnes sur 84.

- A la marge CBo a également une activité de prestation de services (assistance à maîtrise d'ouvrage, administration de biens pour compte de tiers). Dans la communication financière, ces flux mineurs sont déduits des frais généraux présentés par CBo.

- L'application des règles comptable conduit à une dissociation dans la prise en compte de l'augmentation de valeur des terrains au cours d'une opération de construction. Les terrains portant des actifs destinés être conservés en immeubles de

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

7

Invest Securities 73 boulevard Haussmann 75008 PARIS, France

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

placement sont réévalués tout au long du processus. Ceux destinés à la promotion voient leur valeur gelée au moment où ils entrent définitivement dans cette catégorie et le gain de valeur apparaît dans la marge de promotion finale.

- Les logements destinés à la défiscalisation pour compte propre restent en coût amorti bien qu'il s'agisse d'immeubles de placement. Ils recèlent une plus-value (5,6 M€) qui n'apparaît qu'en annexe des comptes.

- A ses débuts, CBo a vendu à des investisseurs des logements dans le cadre des lois de défiscalisation, comportant des engagements de rachat. Bien que les actifs soient encore propriété des investisseurs, ces opérations ont été consolidées.

- Les frais financiers sont passés en charge, à l'exception de ceux relatifs à une dette de l'ordre de 35 M€, qui sont agrégés à la valeur des actifs en construction destinés tant au patrimoine locatif qu'aux ventes de promotion immobilière.

Prévisions

La difficulté de prévision est surtout liée à la promotion privée, elle-même fortement tributaire de règles fiscales en pleine mutation. Les autres paramètres sont sensiblement plus prévisibles.

Ensemble du potentiel : des projets réalistes. CBo Territoria présente un plan de développement sur ses cinq principaux sites, pour un total de plus de 3.000 logements et 130.000 m² SHON d'immobilier d'entreprise locatif. CBo contrôle l'ensemble des terrains : ils sont tous hérités du groupe Bourbon sauf un tènement à Marie-Caze, acquis. Les PLU et les mises en ZAC sont obtenues ou en voie de l'être, sauf pour Roche-Café, qui représente 300 logements, où le processus semble enlisé pour le moment. A Cap Austral (Grands-Bois à Saint-Pierre), seule une partie du projet pourra être réalisée avec les équipements publics actuels (notamment une station d'épuration). L'ensemble des produits ne paraît pas présenter de risque technique particulier. En trois voyages successifs, nous avons visité tous les sites significatifs énumérés plus haut. La demande finale, pour l'occupation des actifs, semble en phase avec cette offre. Nous estimons que les immeubles projetés ont des emplacements qui assurent leur occupation à terme. Le site le moins recherché est Cap Austral, dans une zone peu favorisée.

Une question de rythme de réalisation. L'incertitude de réalisation de ce pipeline porte essentiellement, à nos yeux, sur le rythme de commercialisation des logements privés auprès d'investisseurs et de pré-location des bureaux. En d'autres termes, la question est surtout de savoir si ces sites seront développés en cinq ans ou huit ans. Une large part de la réponse est politique, selon la puissance de l'incitation fiscale qui pourrait être donnée aux investisseurs, mais un système peu incitatif serait en partie compensé par plus de logements sociaux. Dans son business plan de 2005, CBo programmait exactement 1.841 logements livrés fin 2011. Ce chiffre sera atteint au premier semestre 2013 : le plan aura été exécuté en huit ans au lieu de six, mais nous jugeons cet exercice de projection plutôt concluant, tant la société et son équipe partaient d'une feuille complètement blanche, sans expérience comparable.

Potentiel de développement

Opérations d'aménagement	Superficie (Hectares)	Durée de développement	Etat d'avancement en surfaces aménagées	Dominante	Potentiel restant estimé, Logts et m ² Shon Activité
Le Portail à Saint-Leu	30 ha	2008-2015	80 %	Professionnel	100 logts + 63 000 m ² shon
Beauséjour à Sainte-Marie	65 ha	2010-2018	25 %	Résidentiel	1 600 logts/lots + 50 000 m ² shon
Cap Austral à Saint-Pierre	32 ha	2009-2020	20 %	Résidentiel	500 logts/lots
Roche Café à Saint-Leu	14 ha	2010-2015	5 %	Résidentiel	300 logts/lots + 1 000 m ² shon
Marie-Caze à Saint-Paul	30 ha	2012-2022	0 %	Résidentiel	800 logts + 2 000 m ² shon
Autres opérations (reliquat)	9 ha		100 %	Professionnel	100 logements + 20 000 m ² shon
TOTAL Op. Aménagement en cours	180 ha				> 3 000 logts + > 130 000 m² shon

Phasage. Le potentiel de 3.000 logements envisagés comprend environ 300 logements qui seront conservés par CBo pour sa propre défiscalisation et environ 300 parcelles. Restent 2.400 logements, dont la moitié à vocation sociale et l'autre à destination privée. De la fin de 2004 à la fin de 2011, CBo Territoria a réalisé ou entrepris 1577 logements, à la fois en promotion pour des tiers et pour son patrimoine, y compris les 639 en chantier à la fin de 2011. Cette période a compris une montée en puissance, puisque la société n'avait quasiment aucune activité en 2004 et n'avait livré que 36 logements fin 2005. En excluant les réalisations de 2005, ce sont 1541 logements qui ont été entrepris en six ans, soit une moyenne de 256 par an, privé et social compris. Le rythme en 2011 et 2012 est beaucoup plus soutenu puisque la seule offre privée pour 2012 atteint 240 logements, mais le résultat des ventes n'est pas encore connu et est, comme toujours tributaire de décisions prises *in extremis* par les investisseurs. Du côté des logements sociaux, l'accord-cadre signé en 2009 avec la SHLMR porte sur 1.300 logements sociaux en cinq ans et sa réalisation représenterait une belle performance commerciale avec 260 logements par an. Le besoin démographique est estimé à 4.000 logements sociaux par an, dont la moitié réalisée par des promoteurs privés, soit 2.000. Avec 260 logements, CBo aurait une part de marché de 13 %.

Promotion : choix de prudence pour les volumes. Nous retenons un écoulement annuel à raison de 180 logements privés et, après 2013, 180 logements sociaux, soit 360 logements par an. L'écoulement pourrait peut-être être plus rapide pour les logements sociaux, mais le seuil des 200 logements privés est, pour le moment, difficile à dépasser. Or, il convient de maintenir un équilibre sur chaque site entre les catégories de logement, même si CBo veille à ne ce qu'il n'y ait pas de différence visible entre les immeubles sociaux et privés. En matière d'immobilier d'entreprise, CBo Territoria a réalisé ou entrepris 81.000 m² de la fin de 2004 à la fin de 2011, tant pour son patrimoine que pour la promotion. La production est ici conditionnée par la demande des entreprises. Compte tenu de la quasi-absence de grand opérateur spécialisé, il n'est pas besoin d'imaginer une croissance économique marquée pour que CBo reçoive de l'intérêt de la part d'entreprises cherchant des locaux plus efficaces et valorisant mieux leur image. Nous retenons un volume de vente de 12 à 13 M€ par an (soit 4 à 6.000 m²/an). En termes d'offre, ce volume doit être ajouté à celui que CBo offrira à la location.

Chiffre d'affaires de la promotion. Le prix moyen d'un logement privé chez CBo est de l'ordre de 220.000 € hors taxes, soit un logement type de 65 m² clos plus une varangue (terrasse couverte) de 14 m² au prix moyen d'environ 3.000 €/m² hors taxes. Côté social, les 1.300 logements livrés à la SHLMR doivent représenter un chiffre d'affaires de 200 M€, soit 156.000 € hors taxes par logement. L'écart tient à un moindre coût, par des prestations un peu moindres, à une surface moyenne à

peine plus faible, à des frais commerciaux très inférieurs et à une marge compressée. Rappelons que ces logements sont des conditions *sine qua non* pour obtenir les autorisations politiques. Là où la métropole se déchire pour savoir si le logement social doit représenter 20 ou 25 % du parc et des programmes neufs, CBo pratique un taux proche de 50 %. Ne serait-ce que pour assurer une mixité sociale suffisante, cette proportion apparaît comme un maximum.

Marges de promotion. Pour des raisons commerciales évidentes, CBo souhaite rester discret sur la marge qu'elle réalise pour chaque objet. Du plan Horizon publié à la fin de 2010, on pouvait déduire que les hypothèses retenues par la société étaient les marges avant frais de structure par secteur suivantes :

Logement privé	15%
Logement social	7%
Parcelles lotissement habitat	29%
Immob. d'entreprise	16%
Autres terrains	38%.

A cela s'ajoutent les ajustements de valeur constatés au cours du cycle d'aménagement, préalablement à l'entrée dans les stocks de promotion.

Chiffre d'affaires promotion	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012-2017
Logement privé	39,0	40,0	39,6	39,6	39,6	39,6	237,4
Logement social	41,0	34,0	28,8	28,8	28,8	28,8	190,2
Parcelles lotissement habitat	7,0	8,0	9,0	10,0	10,0	10,0	54,0
Immob. d'entreprise	12,0	13,0	12,5	12,5	12,5	12,5	75,0
Autres terrains	3,0	5,0	6,0	7,0	7,0	7,0	35,0
Total chiffre d'affaires promotion	102,0	100,0	95,9	97,9	97,9	97,9	591,6

Marge de promotion	Marge normative	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012-2017
Logement privé	15%	5,9	6,0	5,9	5,9	5,9	5,9	35,6
Logement social	7%	2,8	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0	13,0
Parcelles lotissement habitat	29%	2,0	2,3	2,6	2,9	2,9	2,9	15,5
Immob. d'entreprise	16%	1,9	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	12,1
Autres terrains	38%	1,1	1,9	2,3	2,6	2,6	2,6	13,1
Total RO promotion avant frais gén.		13,7	14,6	14,8	15,4	15,4	15,4	89,3

Les réalisations pour compte propre

Le programme de développements d'immobilier d'entreprise pour compte propre envisagé par CBo pour la période 2012-2015 représente 130 M€ en valeur vénale, permettant de faire passer le patrimoine de 100 M€ fin 2011 à 230 M€ environ fin 2015. Ce plan de 130 M€ est bâti sur des projets précis et avancés pour 115 M€ et pour 15 M€ seulement sur l'hypothèse de deux opérations de bureaux non identifiées de 3.000 m² pour 7,5 M€ chacune, sur l'un ou l'autre site de la société. La moitié du programme identifié est constitué par la partie commerciale de la zone du Portail, au bord de la route des Tamarins (56 M€). Le centre commercial (42 M€), déjà loué, a désormais obtenu ses autorisations purgées des recours et ses travaux devraient prochainement débiter. Le solde des projets avancés est constitué (toujours en valeur finale), du parc commercial du Portail (12 M€), d'un bâtiment de bureaux de 1.500 m² en construction au Portail (réservé à 70 % par Pôle emploi), de commerces en voie d'achèvement au centre-ville de Saint-Pierre (pré-loués à 60 %) et d'une jardinerie en négociation à Beauséjour, de bureaux (21 M€), des commerces de Beauséjour et Grand-Bois (12 M€) et de locaux d'activité et logistiques au Portail (12 M€). Ces 130 M€ d'actifs devraient avoir un coût de revient de 120 M€, en retenant pour les terrains et aménagements la valeur au bilan à fin 2011, qui intègre déjà une réévaluation. Ces terrains et dépenses en cours sont au bilan pour 40 M€ environ : il reste environ 80 M€ à décaisser et 10 M€ de juste valeur à comptabiliser. Sur la base de loyers de 10,4 M€, le rendement moyen ressortirait à 8 % (affaibli par le centre commercial, dont la valorisation est plus élevée et dont les loyers sont progressifs. Le supplément de dette portant intérêt serait limité aux débours, soit 80 M€ et 4 M€ de frais financiers par an, de sorte que le supplément de cash-flow courant serait de 6,4 M€ par an, soit plus de 40 % du cash-flow courant de 2011.

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

10

Invest Securities 73 boulevard Haussmann 75008 PARIS, France

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

Investissement Girardin pour compte propre et imposition. CBo recourt à la loi Girardin pour réduire son imposition. Construisant elle-même les logements en question, la rentabilité de l'investissement est certaine. Toutefois, CBo ne vise pas une annulation complète de son impôt sur les sociétés. Nous retenons un investissement annuel de 16 M€, dont une valeur de 30 % est déduite de l'impôt dû. Celui-ci est estimé à partir du résultat récurrent tel que ressortant de la comptabilité IFRS, réduit d'un amortissement des constructions estimé sommairement à 1/50^e du patrimoine, dont 75 % de constructions. Nous ne supposons pas de marge de promotion sur ces actifs ni la marge entre vente au détail libre et en bloc occupé (qui peut ajouter 10 points supplémentaires).

Activité locative. Nous supposons des valeurs locatives progressant de 1 % par an, moins vite que l'inflation, tant pour le logement que pour l'immobilier d'entreprise. Le taux d'occupation financier était au premier semestre 2012 de 92 % pour les logements et 90 % pour l'immobilier d'entreprise. Ces taux sont un peu pénalisés par la livraison de nouveaux immeubles. De plus, les prochaines livraisons, et notamment le centre commercial du Portail, qui pèse lourd (20 % du patrimoine actuel), comprendront des clés-en-mains loués à 100 %. C'est pourquoi nous retenons un taux normatif légèrement supérieur, de 92 % en moyenne pour les deux secteurs.

Valeurs vénales. Les prix du logement neuf ont reculé à la Réunion depuis leur pic de 2007 et sont restés à l'écart de la reprise francilienne des trois dernières années. Les valeurs vénales des logements sont supposées stables (+ 0,5 %/an). Les entreprises locataires sont supposées pouvoir subir une indexation des loyers de 1 % par an qui, à taux de capitalisation constant, se répercute à même proportion dans la valeur vénale. Les terrains devraient connaître une évolution positive de valeur à marché stable, par l'activité d'aménageur et par le déclassement très progressif, notamment de zone agricole en zone à urbaniser. L'année 2012 sera favorable et nous tablons sur 1 M€ en moyenne de revalorisation, chiffre qui peut être dépassé en fonction des décisions politiques.

Après cinq ans de détention, les immeubles passent du régime de la TVA (1,8 % de droits) à celui des droits d'enregistrement (6,2 %), de sorte que pour une valeur de marché droits compris stable, la valeur hors droits se dégrade. Cette évolution a été prise en compte dans nos prévisions à partir de l'historique de constitution du patrimoine d'immobilier d'entreprise. Les logements ont toujours été retenus sous le régime des droits car ils ne pouvaient, dès l'origine, être vendus avant cinq ans.

Investissement compte propre	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012-2017
Immobilier d'entreprise - y c. terrains - VV	12,0	49,0	36,0	32,0	10,0	10,0	149,0
Débours marginal	10,0	29,0	22,0	19,0	8,0	8,0	96,0
Rendement	8,5%	7,0%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	
Juste valeur dégagée	4,0	3,0	2,0	1,0	1,0	1,0	12,0
Girardin compte propre	16,0	16,0	16,0	17,0	17,0	17,0	99,0
Débours marginal	14,4	14,4	14,4	15,3	15,3	15,3	89,1
Rendement	5%	5%	5%	5%	5%	5%	
Juste valeur dégagée	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total investissement	28,0	65,0	52,0	49,0	27,0	27,0	248,0
Total capex	24,4	43,4	36,4	34,3	23,3	23,3	185,1
Total loyers année pleine	1,8	4,2	3,9	3,6	1,7	1,7	17,1
Rendement moyen / invest.	6,5%	6,5%	7,6%	7,4%	6,4%	6,4%	6,9%
Total juste valeur dégagée avant IS	4,0	3,0	2,0	1,0	1,0	1,0	12,0
Impôt différé sur JV	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
JV net d'IDP	2,6	3,0	2,0	1,0	1,0	1,0	12,0

Besoin en fonds de roulement et financement. Par simplicité, nous avons supposé un BFR stable. Il est, en fait, possible que ce BFR diminue légèrement car les prochaines années vont voir l'avancement rapide des sites du Portail et de Beauséjour, qui ont demandé des investissements initiaux importants, non seulement en termes d'étude mais aussi de terrassement, qui ne seront plus à faire à proportion du chiffre d'affaires. Néanmoins, faute de pouvoir chiffrer les coûts d'aménagement des sites futurs en étant hors de l'entreprise, nous maintenons une consommation nette d'encours de terrains nulle et donc un BFR stable. Le financement de l'immobilier d'entreprise est supposé assuré en partie par renouvellement de la dette et les échéances relatives au logement devraient être en partie assurées par les reventes au détail à l'échéance.

Arbitrages. Les seules cessions prévues par CBo portent sur des logements arrivés au terme de leur période de détention obligatoire liée à la défiscalisation, soit 14 M€ pour la période 2012-2015. Les cessions ultérieures devraient accélérer, à

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

11

Invest Securities 73 boulevard Haussmann 75008 PARIS, France

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

l'image des encours de logement six années plus tôt. Nous n'avons pas retenu de cession d'immobilier d'entreprise car les autres hypothèses permettent de maintenir le ratio d'endettement sous contrôle. Il s'agirait d'une variable d'ajustement pour la gestion du passif, au prix d'une perte de profit récurrent (à la différence des ventes de logement, dont le rendement net ne dépasse pas le coût de la dette, hors impact fiscal).

Autres paramètres. Le golf réalise 2 M€ de chiffre d'affaires et fait apparaître une perte inférieure à 0,1 M€. Sa contribution consolidée est quasi nulle et risque de le rester tant que la zone touristique à proximité n'est pas développée, mais sa conservation par CBo est nécessaire à la maîtrise foncière et commerciale de l'ensemble. Les autres revenus comprennent notamment les fermages tirés des terres agricoles (0,5 M€/an). L'administration de biens hors groupe (70 lots) est également négligée en termes de rentabilité.

Actif net réévalué

Les fonds propres comptables représentent, en principe, l'équivalent de l'actif net réévalué de liquidation puisque l'application de la norme IAS 40 conduit à la réévaluation des actifs de placements en valeur hors droits. Les logements construits pour compte propre et permettant la défiscalisation sous régime Girardin ne sont toutefois pas réévalués dans les comptes. L'expertise de juin 2012 fait ressortir un gain potentiel de 5,6 M€.

La réévaluation des actifs entraîne la comptabilisation des impôts sur la plus-value qui devraient être acquittés en cas de vente (impôts différés passifs). Une éventuelle option pour régime SIIC (qui n'est pas à l'ordre du jour) transformerait le taux de cet impôt de 34 % virtuel à 19 % à décaisser. Ces impôts différés (32 M€) expliquent l'écart considérable entre ANR remplacement et liquidation, sans commune mesure avec ce qui est observé chez les SIIC. Par ailleurs, nous maintenons dans l'ANR de remplacement les logements pour leur valeur hors droits dans la mesure où ils ont vocation à être cédés.

Deux gains latents ne sont pas ici pris en compte :

- la marge latente sur les encours de promotion, puisque les actifs restent en coût historique dès qu'ils entrent dans le métier de la promotion. Cette marge est difficile à appréhender de l'extérieur. On suppose qu'elle apparaît dans l'ANR prospectif par la prise en compte des profits futurs (marge de promotion).

- le supplément de prix lors des cessions des logements conservés par CBo pour sa défiscalisation. La vente libre au détail permet d'espérer un supplément par rapport à la valeur d'expertise (en bloc et occupé) qui pourrait dépasser 3 M€ pour 2012-2015.

Actif net réévalué	31/12/2011	30/06/2012
Fonds propres part du groupe	135,2	137,0
Plus-values latentes sur logement	5,2	5,6
Prix d'exercice des stock-options	3,8	3,8
Impôt latent sur PV sur logement	-1,8	-1,9
ANR de liquidation	142,5	144,5
par action (€)	4,30	4,36
Impôt latent sur PV au bilan	29,0	30,6
Impôt latent sur PV sur logement	1,8	1,9
Droits de mutation imm. entrepr. (est.)	2,9	3,0
ANR de remplacement	176,2	180,0
par action (€)	5,50	5,62
Levée de fonds Océanes		23,1
ANR de liquidation après conversion		167,6
par action (€)		4,24
impact		-3%
ANR de remplacement après conversion		203,1
par action (€)		5,13
impact		-9%

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

12

Invest Securities 73 boulevard Haussmann 75008 PARIS, France

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

Appréciation du risque

Point forts

- puissantes réserves foncières et pas de compétiteur avec une telle capacité
- peu de compétiteurs pour des gérer des projets d'envergure et de longue durée
- marque forte auprès des utilisateurs et investisseurs et réputation de fiabilité auprès des collectivités
- forte rentabilité des fonds propres
- poids croissant du locatif qui rend l'entreprise rentable à travers les cycles de la promotion
- bourse : flottant de 80 %

Points faibles

- sensibilité à une économie très subventionnée alors que les budgets publics vont devoir fléchir
- incertitude sur les modes de défiscalisation (le nouveau Duflot-DOM s'annonce avantageux avec 29 % de réduction)
- important BFR lié aux terrains et risque de saturation des financements locaux
- liquidité des actifs diminuée par l'absence de marché institutionnel ; barrière à l'entrée de la familiarité
- incertitude à terme sur la propre fiscalité de CBo
- bourse : faible dividende

Valorisation et recommandations

L'action. Nous retenons, comme toujours depuis sept ans, une valorisation par méthode de Bates, c'est-à-dire actualisation d'une valeur à terme. Le temps passant, le degré d'incertitude s'est réduit (le patrimoine s'édifie, les fonds propres gonflent des profits, la courbe d'expérience de l'équipe progresse, la marque gagne en force) et le taux d'actualisation peut donc s'adoucir. Nous retenons une valorisation à la fin de 2017, correspondant à la première période de convertibilité des Océanes et à une durée pendant laquelle l'essentiel de l'activité sera réalisée à partir de sites déjà en cours de travail.

Objectif de cours instantané en fonction du TRI sur la valeur finale et de la décote fin 2017

(les dividendes intercalaires sont actualisés à 8 %)

Décote	TRI				
	8,0%	9,0%	10,0%	11,0%	12,0%
15%	4,51	4,32	4,15	3,98	3,83
20%	4,27	4,10	3,93	3,78	3,63
25%	4,04	3,87	3,72	3,57	3,44
30%	3,80	3,65	3,50	3,37	3,24

Un objectif de cours de 3,70 € fait ressortir un TRI supérieur à 10 % en supposant que le cours fin 2017 décote de plus de 25 % sur l'ANR de liquidation.

L'Océane. Le TRI offert par l'Océane figure dans le tableau ci-dessous. Si l'on retient nos prévisions pour l'actif net réévalué, le TRI est très élevé, entre 11,6 % et 16,6 % selon la décote sur l'ANR à l'horizon de 2017. Si l'on retient une décote de 25 % cohérente avec notre recommandation sur l'action, le TRI ressort à 12,9 %. Par ailleurs, soulignons que le coupon de 0,216 €/obligation ne devrait être dépassé qu'à l'échéance de 2019 par le dividende servi aux actionnaires.

Décote ANR fin 2017	10%	15%	20%	25%	30%
Cours fin 2017	6,30	5,95	5,60	5,25	4,90
TRI Océane	16,6%	15,4%	14,2%	12,9%	11,6%

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

13

Invest Securities 73 boulevard Haussmann 75008 PARIS, France

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

Nous recommandons aux actionnaires de CBo Territoria d'user de leur délai de priorité, quitte à céder ensuite des actions pour ramener leur pondération sur l'entreprise au niveau souhaité. A court terme, et après l'émission, cet arbitrage risque d'être observé et de peser sur le cours.

Valorisation

Cours (€) : 3,04

Capitalisation boursière (M€) : 97,3

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
P/ANR de remplacement non dilué	0,56	0,51	0,47	0,43	0,39	0,36	0,34
P/ANR de liquidation non dilué	0,70	0,63	0,56	0,51	0,46	0,42	0,39
P/ ANR de remplacement dilué	0,57	0,56	0,51	0,47	0,44	0,41	0,38
P/ ANR de liquidation dilué	0,71	0,66	0,60	0,55	0,51	0,47	0,43
P/Résultat net récurrent	7,8	6,9	6,3	5,7	5,1	4,9	4,8
Loyers/VE	4,8%	5,3%	6,1%	7,1%	8,1%	8,9%	9,6%
VE/EBE	11,2	11,8	10,7	9,9	9,0	8,5	8,1
EBE/VE	8,95%	8,49%	9,31%	10,12%	11,11%	11,76%	12,35%
Rendement	2,88%	3,19%	3,49%	3,90%	4,42%	5,14%	5,86%

Achévé de rédiger le 17 novembre 2012

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	e
Total loyers	11,3	12,9	15,4	19,1	22,6	24,9	26,4
- Loyers patrimoine n-1 loué 100%		12,9	14,8	18,9	22,8	26,4	28,0
- 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	11,7	14,0	17,4	20,5	22,7	24,0
CA promotion	104,0	102,0	100,0	95,9	97,9	97,9	97,9
Autres revenus nets	0,0	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7
Rés. op. promotion (y c. frais fin. et autres revenus)	16,0	13,7	14,6	14,8	15,4	15,4	15,4
Frais généraux	-5,2	-5,4	-5,5	-5,7	-5,8	-6,0	-6,1
EBE	20,9	20,6	23,7	27,1	30,8	32,8	34,0
Dot. Amortissement (fiscale)	0,0	2,7	3,1	4,0	4,7	5,4	5,7
Résultat opérationnel courant	20,9	20,6	23,7	27,1	30,8	32,8	34,0
Rés. Financier	-5,3	-5,1	-5,8	-6,7	-7,3	-7,8	-7,8
Résultat courant hors DAA	15,6	15,6	17,9	20,4	23,5	25,0	26,2
Taux IS courant	-20,5%	-9,1%	-13,1%	-17,1%	-19,1%	-21,0%	-22,0%
Impôt sur les sociétés courant	-3,2	-1,4	-2,3	-3,5	-4,5	-5,2	-5,8
Résultat net récurrent non dilué	12,4	14,1	15,6	16,9	19,0	19,8	20,4
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	14,2	17,0	18,4	20,5	21,2	21,9
Variation de juste valeur actifs locatifs	4,9	1,5	1,7	2,1	2,5	2,9	3,1
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	-1,5	-0,9	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4
Résultat après variation de juste valeur	16,0	17,2	18,8	20,4	22,8	23,8	24,6
Résultat exceptionnel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net publié (JV)	16,0	17,2	18,8	20,4	22,8	23,8	24,6
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	213,4	274,1	324,3	371,9	394,8	417,0
Patrimoine val. vénale HD	182,2	207,5	266,6	315,1	361,6	383,2	404,8
Evolution des val. d'expertises du patrimoine	1,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Droits sur patrimoine d'entreprise	2,7	5,8	7,4	9,2	10,2	11,7	12,2
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	28,0	65,0	52,0	49,0	27,0	27,0
Rdt des développements livrés	6,7%	6,5%	6,5%	7,6%	7,4%	6,4%	6,4%
Investissements dans les encours		24,4	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	4,3	9,9	8,0	7,5	4,1	4,1
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	114,0	95,4	81,8	68,1	65,4	62,7
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	149,8	164,8	175,7	183,3	180,0	175,8
Dette financière moyenne	136,3	146,0	157,5	170,4	179,7	181,7	178,0

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

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	189,3	208,0	227,0	247,0	267,5	288,1
ANR de liquidation non dilué	138,7	155,2	172,6	190,7	209,8	229,8	249,9
Impact de dilution	3,7	26,8	26,8	26,8	26,8	26,8	26,8
ANR de remplacement dilué	176,1	216,1	234,8	253,8	273,8	294,3	314,8
ANR de liquidation dilué	142,4	181,9	199,4	217,5	236,6	256,6	276,7
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)	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
Résultat net récurrent non dilué	0,39	0,44	0,49	0,53	0,59	0,62	0,64
Résultat net récurrent dilué	0,38	0,43	0,43	0,46	0,52	0,54	0,55
Dividende	0,09	0,10	0,11	0,12	0,13	0,16	0,18
ANR de remplacement non dilué	5,38	5,91	6,50	7,09	7,72	8,36	9,00
ANR de liquidation non dilué	4,33	4,85	5,39	5,96	6,56	7,18	7,81
ANR de remplacement dilué	5,31	5,47	5,94	6,42	6,93	7,44	7,96
ANR de liquidation dilué	4,30	4,60	5,04	5,50	5,99	6,49	7,00
EBE	0,65	0,65	0,74	0,85	0,96	1,03	1,06
Loyers	0,35	0,40	0,48	0,60	0,71	0,78	0,83
Dette financière nette moyenne	4,26	4,57	4,92	5,33	5,62	5,68	5,57
Ratios	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
Endettement (LTV)	47,8%	46,6%	45,5%	44,3%	42,7%	40,1%	37,6%
Endettement (LTV) hors dette sur en-cours	58,7%	55,3%	48,7%	46,2%	43,8%	41,8%	38,5%
Endettement (dette/ANR-L)	102,4%	96,5%	95,5%	92,1%	87,4%	78,3%	70,3%
Taux d'intérêt sur dette	4,7%	4,6%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
EBE locatif / loyers	89,4%	91,0%	91,0%	91,0%	91,0%	91,0%	91,0%
EBE/frais financiers (ICR)	3,9	4,1	4,1	4,1	4,2	4,2	4,4
EBE/dette nette moyenne	15,3%	14,1%	15,1%	15,9%	17,1%	18,1%	19,1%
Frais généraux / loyers	-46,0%	-41,9%	-35,9%	-29,7%	-25,8%	-23,9%	-23,2%
RNR N / ANR N-1 avant dilution	8,5%	8,2%	8,2%	8,1%	8,4%	8,0%	7,6%
RNR N / ANR N-1 après dilution	8,4%	8,1%	7,9%	7,8%	8,1%	7,7%	7,4%
Div/RNR/action avant dilution	22,6%	21,9%	21,8%	22,4%	22,6%	25,3%	27,9%
Div/RNR/action après dilution	23,2%	22,5%	24,7%	25,6%	26,0%	29,1%	32,2%
Div/patrimoine HD	0,9%	1,0%	0,9%	1,0%	1,0%	1,1%	1,2%
Div/ANR-R N-1	1,92%	1,80%	1,80%	1,83%	1,89%	2,02%	2,13%
Div/ANR-L N-1	2,31%	2,24%	2,19%	2,20%	2,25%	2,38%	2,48%

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 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.

La lecture par la société n'a porté que sur les prévisions.

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

16

Invest Securities 73 boulevard Haussmann 75008 PARIS, France

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

SALLE DES MARCHES

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

Cleantech - Energies renouvelables

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

Cleantech - Energies renouvelables

33 1 44 88 77 97

lwilk@invest-securities.com

Nailin Zhang

Valeurs chinoises - Stock picking

33 1 73 73 90 27

nzhang@invest-securities.com

CHINE

Christine Lambert Goue

Directeur

86 10 65 87 69 70

clambert-goue@invest-securities.com

Valérie Van Kerckhove

Chef de projet

86 10 65 87 69 05

vkkerckhove@invest-securities.com

Eric d'Aillières

Directeur

33 1 55 35 55 62 / 33 1 44 88 77 99

edaillieres@invest-securities.com

Claude Bouyer

Responsable relations investisseurs institutionnels

33 1 44 88 88 02 / 33 1 44 88 77 99

clbouyer@invest-securities.com

Jean-Michel Thomas

Directeur du développement institutionnel

33 1 44 88 77 91 / 33 1 44 88 77 99

jmthomas@invest-securities.com

Pascal Hadjedj

Vendeur actions

33 1 55 35 55 61 / 33 1 44 88 77 99

phadjedj@invest-securities.com

Thierry Roussilhe

Vendeur actions

33 1 55 35 55 66 / 33 1 44 88 77 99

troussilhe@invest-securities.com

Kaspar Stuart

Vendeur actions

33 1 55 35 55 65 / 33 1 44 88 77 99

kstuart@invest-securities.com

Frédéric Micaelli

Négociateur

33 1 55 35 55 68 / 33 1 44 88 77 99

fmicaelli@invest-securities.com

René Reymond

Négociateur

33 1 55 35 55 63 / 33 1 44 88 77 99

rreymond@invest-securities.com

Dominique Humbert

Négociateur

33 1 55 35 55 64 / 33 1 44 88 77 99

dhumbert@invest-securities.com

Bruno Guillemet

Négociateur

33 1 55 35 55 60 / 33 1 44 88 77 99

bguillemet@invest-securities.com