

Aegide

Notation d'Emetteur

BBB-

Moyen et Long Terme
(BBB-, avec perspective stable)

Notation d'Emission

BBB-

Moyen et Long Terme
(BBB-, avec perspective stable)

(Détails en page 2)

Période Analysée

2009 à 2013 et prévisionnel pour 2014 à 2020

Méthodologie

Méthodologie d'ARC Ratings pour la notation d'entreprises non financières (www.arcratings.com)

Comité de Notation

Uwe Bott
Chief Rating Officer

Henrique Murteira
Directeur des Etudes
de Notation

Robson Sato
SR Rating
Directeur Technique

Isabel Fernandes
Analyste

Milly Leong Soek Lee
MARC
Directrice Technique

L'Equipe d'Analyse

Henrique Murteira
Directeur des Etudes
de Notation

Isabel Fernandes
Analyste

La Prochaine Notation

Cette notation est valide jusqu'à la date de son premier renouvellement, au plus tard le 18 juin 2015

Aegide, S.A. (Aegide)

Notation d'Emetteur

BBB-

Moyen et Long Terme
(BBB-, avec perspective stable)

Aegide

Notation d'Emission

Emetteur

Validité

BBB-

Moyen et Long Terme
(BBB-, avec perspective stable)

Emprunt obligataire - 12 à 20 M€

Aegide

Entre 5 et 7 ans

Notes:
M€ = Millions d'Euros

1. DESCRIPTION DES OPERATIONS SOUMISES À UNE NOTATION

Les opérations suivantes font l'objet d'une notation attribuée par ARC Ratings, S.A. (ARC Ratings):

1.1. Les engagements financiers à moyen et long terme d'Aegide S.A. (Aegide).

1.2. L'emprunt obligataire d'un montant nominal de 12 à 20 millions d'euros (M€) sous forme d'obligations de placement privé auprès d'investisseurs institutionnels à émettre en juillet 2014. Cet emprunt s'inscrit dans le cadre de la stratégie de croissance du Groupe analysée au point 4.. Le projet de prospectus de cet emprunt prévoit entre autres les dispositions suivantes pour ces obligations:

- remboursées au pair au bout d'une période non encore définie (objectif entre 5 et 7 ans);
- intérêt payable annuellement, à compter de la date d'émission, le taux d'intérêt fixe n'étant pas encore défini (objectif 5,0%);
- non subordonnés et (sous réserve des stipulations du maintien de l'emprunt à son rang) sans constitution de sûretés de la part d'Aegide, venant (sous réserve des exceptions impératives du droit français) au même rang que tous les autres engagements non subordonnés et non assortis de sûretés, présents ou futurs, d'Aegide;
- pari-passu; cette clause ne s'applique pas dans les deux cas suivant:
 - (i) dettes d'emprunt bénéficiant déjà de sûretés ni sûretés futures qui seraient à consentir dans le cadre d'un éventuel refinancement de ces dettes d'emprunt existantes si celles-ci sont déjà assorties de sûretés;
 - (ii) toute sûreté qui pourrait être accordée sur un actif donné (actif immobilier ou titres de société en garantie d'une dette d'emprunt contractée spécifiquement pour le financement ou le refinancement dudit actif) à l'occasion i) de l'acquisition de cet actif ou d'une opération de promotion ou ii) d'une co-promotion ou d'une opération de développement ou une opération patrimoniale relative à cet actif;
- Aegide s'engage à ne pas, sauf autorisation préalable de la Masse des créanciers, distribuer de dividendes pour un montant supérieur à 3 M€ par exercice social et à ne pas procéder à un rachat d'actions (à l'exception de rachat en vue d'une attribution gratuite d'actions à ses salariés), l'annulation d'actions ou l'amortissement du capital d'Aegide:
- Aegide s'engage à respecter les engagements financiers liés aux ratios suivants:
 - «Ratio de gearing»;
 - «Ratio de levier»;
 - Capitaux Propres Consolidés positifs;
 - EBITDA Consolidé positif;
- remboursement anticipé de tout ou partie des obligations pour changement de contrôle; et

– cross default.

Les notations attribuées par ARC Ratings à ces engagements financiers indiquent la capacité et la volonté d'Aegide de les honorer en temps voulu et intégralement, et sont valables jusqu'à leur échéance: elles feront l'objet de revues annuelles, la première devant donc avoir lieu au plus tard le 18 juin 2015. Les notations feront l'objet d'une mise sous surveillance si les conditions effectives de l'emprunt obligataire (indiquées au point 1.2.) présentent des différences substantielles par rapport à l'information initiale reçue ou en cas de changement significatif dans les activités du Groupe Aegide (Aegide et ses filiales) et / ou en cas de changement significatif de contexte avec impact sur les perspectives présentées au point 4. de ce rapport.

2. LE MARCHÉ DES RÉSIDENCES AVEC SERVICES

POSITIONNEMENT DU GROUPE AEGIDE

La société Aegide a été constituée le 18 mai 1995. Durant ses premières années Aegide a développé plusieurs activités autour de la valorisation d'actifs immobiliers: gestion hôtelière, restauration, maîtrise d'ouvrage et promotion immobilière. En 1998, une mission d'audit d'une résidence-service est confiée à Aegide. Parmi ses conclusions, Aegide signale l'absence de services adaptés aux seniors, le manque de formation adéquate du personnel, mais constate aussi l'existence d'un marché porteur et peu concurrentiel. Cette mission va être à l'origine de l'entrée d'Aegide sur ce marché via le développement d'un nouveau concept jugé plus proche des attentes de la clientèle potentielle, celui de Résidences Seniors avec services. Ce nouveau concept sera identifié sous ses initiales RSS et comme désignant les résidences de nouvelle génération. Ainsi est né le concept DOMITYS, avec l'ouverture de la première résidence près de La Rochelle.

Quelques années plus tard, Aegide fait entrer dans son capital un groupe financier, le groupe des Caisses d'Épargne dont la participation sera transmise ultérieurement au 1^{er} promoteur immobilier français, le groupe NEXITY. Ce dernier facilitera l'expansion accélérée que va connaître le groupe AEGIDE dans les années suivantes, expansion qui va faire bientôt du groupe le leader sur le marché des résidences-services pour seniors. Le groupe s'affirme dans deux métiers proches mais différents: la promotion immobilière d'une part, et d'autre part la gestion ou l'exploitation des résidences services ainsi construites. Promotion et exploitation créent des synergies que le groupe prendra soin de développer au maximum et qui lui conféreront la place de leader. Afin de ne pas alourdir son bilan, Aegide cédera les résidences construites à des investisseurs, tout en conservant au sein de celles-ci les seuls locaux d'exploitation.

LE LOGEMENT EN FRANCE

La France compte environ une population de 66,0 millions d'habitants (1^{er} janvier 2014). A la différence des autres pays d'Europe, la France n'a pas de problème de croissance démographique. Sa population métropolitaine a augmenté à un taux annuel de 0,6% entre 2004 et 2014 et les perspectives de croissance restent bien orientées pour les décennies à

venir: l'Institut National de la Statistique et des Études Économiques (INSEE) prévoit 73,6 millions d'habitants en 2060, équivalent à un taux de croissance annuelle de 0,3% et totale de 15,5%. Cette croissance envisagée se compare avec une croissance prévue par Eurostat pour l'Union Européenne (UE) de 3% entre 2013 et 2060 (avec un pic en 2040 suivie d'une tendance à la baisse). Cette tendance de fond positive en France est très importante pour nourrir une croissance soutenue du marché immobilier.

En France, comme dans les autres pays occidentaux, la population vieillit: l'espérance de vie augmente d'un an tous les 4 ans. Les seniors (plus de 60 ans) représentent aujourd'hui 24,2% de la population, mais les projections de l'INSEE tablent sur un pourcentage en hausse croissante pour les décennies à venir et les seniors devraient représenter en 2060 32,1% d'une population de 73,6 millions d'habitants en France Métropolitaine. Près de 24 millions de personnes auront ainsi dépassé 60 ans en 2060, (cf. Tableau 2.1.), ci-dessous. Les seniors se subdivisent eux-mêmes en plusieurs sous-catégories, en fonction de leur âge. Ainsi, le segment de marché des personnes âgées de plus de 75 ans (le principal segment cible du Groupe Aegide) connaîtra la plus forte croissance. Il devrait doubler d'ici 2060, pour atteindre 12 millions de personnes en 2060.

TABLEAU 2.1.
PROJECTION DE L'EVOLUTION DE LA POPULATION PAR GRANDS GROUPES D'AGE

	Population au 1 ^{er} janvier (en millions)	Moins de 20 ans	20 ans à 59 ans	60 ans à 74 ans	75 ans ou plus
		(en %)			
2015	64,5	24,2	51,0	15,5	9,3
2020	66,0	23,9	49,6	17,0	9,4
2025	67,3	23,5	48,4	17,2	10,9
2030	68,5	23,0	47,5	17,1	12,3
2035	69,7	22,6	46,7	17,1	13,6
2040	70,7	22,4	46,6	16,3	14,7
2050	72,3	22,3	45,9	15,9	16,0
2060	73,6	22,1	45,8	15,9	16,2

Note:
France métropolitaine.

Source:
INSEE, projections de population 2007-2060.

Suivant les projections d'Eurostat la croissance de la population française devrait atténuer l'effet de vieillissement de la population se traduisant par une croissance plus modérée du taux de dépendance des personnes âgées qu'ailleurs (défini comme le nombre estimé de personnes âgées de 65 ans et plus, exprimé en pourcentage du nombre prévu de personnes ayant entre 15 et 64 ans) – en France ce taux va croître de 27,5% en 2013 à 42,9% en 2060 tandis qu'en UE ce taux va croître de 27,5% en 2013 à 50,2% en 2060. Cela signifie que dans l'Union Européenne on va passer d'un ratio de quatre personnes actives pour une personne âgée de 65 ans et plus aujourd'hui à un ratio de deux personnes actives pour une personne de 65 ans et plus en 2060.

Les 63,9 millions de personnes résidents en France métropolitaine ont accès en 2013 à 33,5 millions de logements, le parc immobilier étant constitué dans une proportion de 83,3% par des résidences principales, de 9,4% par des résidences secondaires et de 7,3% par des logements vacants. La majorité des logements sont des logements

individuels.

Conjugée à l'évolution des modes de vie et à une certaine inadéquation entre le parc résidentiel existant et les besoins de la population, la croissance démographique crée en France un déficit de l'offre d'habitat résidentiel (plus particulièrement dans les grandes villes). Le besoin de logements nouveaux s'élève à 500 000 unités par an, bien au-dessus de ce que la construction neuve est capable de mettre sur le marché. Ainsi en 2013 le nombre de logements neufs mis en chantier s'élève à 331 900 unités, en baisse de 3,2% par rapport à 2012.

LES RESIDENCES AVEC SERVICES

Certains créneaux du marché immobilier accusent un déficit important de l'offre du fait des évolutions démographiques au cours de ces dernières décennies et ce phénomène devrait se poursuivre. La population française vieillissant, de nouveaux besoins parmi les seniors s'expriment en matière d'habitation que le marché ne parvient pas à satisfaire. Ils ont non seulement besoin d'un logement mais d'un logement adapté à leurs besoins, parmi lesquels la présence et la facilité de pouvoir recourir à des services qui les déchargent de certaines contraintes.

C'est ainsi qu'est né le concept de «résidence avec services», concept que la France partage d'ailleurs avec de nombreux autres pays. La formule a rencontré un réel succès depuis son lancement il y a quelques décennies en France, car:

- elle libère le «client» de nombreuses contraintes; et
- elle propose un cadre juridique et fiscal favorisant l'investissement privé (lois de défiscalisation édictées depuis environ vingt ans).

Ce concept est à l'origine de nouveaux marchés comme celui des personnes âgées. Il peut aussi s'imposer comme alternative à un marché déjà existant mais ne répondant pas parfaitement aux besoins actuels. Ainsi la résidence avec services pour personnes âgées peut remplacer la maison de retraite de jadis mais aussi le fait de résider dans un autre type de logement. Il apporte aussi à une autre catégorie de personnes, les investisseurs (essentiellement individuels) des solutions innovantes pour effectuer des placements dans la durée qui combinent statut juridique et fiscal pérenne (celui de loueur meublé) et sécurité de l'investissement immobilier proprement dit.

Ce concept lui-même a été précisé sur le plan fiscal. Un ensemble de mesures de défiscalisation détaillées ci-après va contribuer à créer une «définition fiscale» de la résidence avec services.

Une résidence avec services:

- est destinée à la location;
- est louée meublée, le bailleur pouvant se prévaloir dans certains cas du statut de loueur en meublé (professionnel sous le signe LMP, ou non professionnel sous celui de LMNP), statut avantageux du point de vue fiscal;
- comprend au moins trois prestations associées à l'hébergement, parmi les quatre retenues par l'Administration

fiscale:

- la fourniture du petit-déjeuner;
 - le nettoyage régulier des locaux;
 - la fourniture du linge de maison;
 - la présence d'un service de réception (régisseur par exemple);
- est confiée à un exploitant gestionnaire titulaire d'un bail commercial d'une durée d'au moins neuf ans signé avec le propriétaire (ou par les investisseurs-propriétaires).

La résidence avec services vise trois marchés principaux ou créneaux¹:

- résidence pour étudiants;
- résidence hôtelière ou de tourisme pour touristes ou hommes d'affaires; et
- résidence pour personnes âgées valides.

Le Groupe Aegide se concentre principalement sur le créneau des résidences pour personnes âgées valides. Accessoirement, le groupe exploite un ensemble hôtelier composé d'une résidence tourisme 4 étoiles et d'un hôtel de tourisme de 4 étoiles, situés à Tours.

LA RÉSIDENCE POUR PERSONNES ÂGÉES VALIDES

Une personne âgée peut être hébergée soit en logement traditionnel (habitat collectif ou individuel), soit en maison de retraite, soit dans une résidence avec services. Si le marché profite de l'allongement de la durée de vie, les personnes âgées ne vieillissent pas toutes de la même façon d'où la segmentation du marché à opérer selon qu'il s'adresse aux personnes valides ou autonomes ou, au contraire, aux personnes âgées dépendantes. Cette segmentation a amené le marché à faire appel à des opérateurs spécialisés (les acteurs présents sur l'un des deux secteurs, ne le sont généralement pas sur l'autre). D'un côté, le marché des EHPAD (Établissement d'Hébergement pour Personnes Âgées Dépendantes) s'adresse aux personnes dépendantes. C'est un marché très encadré, nécessitant des autorisations administratives et professionnelles, dont le potentiel de développement est aujourd'hui entravé dans certaines régions par un manque d'autorisations préalables de créations de lits (en raison des problèmes budgétaires en France). L'autre secteur est celui des résidences pour seniors valides, aussi appelé RPA (Résidences Personnes Âgées). Les RPA, doivent impérativement accueillir des personnes valides (pour éviter, en cas de contrôle de la Direction des Affaires Sanitaires et Sociales devenue récemment l'Agence Régionale de Santé, de subir une requalification comme EHPAD, requalification dont les conséquences seraient nombreuses et lourdes en termes d'augmentation des coûts et d'exigences si trop de pensionnaires venaient à être reconnus comme dépendants).

¹ Il y a aussi des résidences de tourisme mer et montagne.

Le modèle de développement de RPA développé par le Groupe Aegide est désigné par ce dernier sous l'appellation de «résidence services seniors de nouvelle génération» et il y a totale déconnection vis-à-vis de l'EHPAD, différence matérialisée par l'absence de soins, ce qui entraîne peu de risque de requalification. Ce modèle repose sur deux facteurs fondamentaux:

- la dissociation du statut de résident de celui de propriétaire; et
- la professionnalisation de la gestion des services.

Sommairement, dans une résidence services senior «nouvelle génération»;

- les appartements sont occupés par des résidents, qui sont locataires et qui choisissent en plus de la simple location une formule de services adaptée a leurs besoins;
- les propriétaires des appartements sont des investisseurs; et
- les services sont gérés par une société spécialisée.

Dans une résidence pour personnes âgées, le locataire va verser deux montants au gestionnaire: le loyer proprement dit et une seconde somme correspondant à la facturation des services qu'il aura consommés au cours du mois écoulé. Dans ce cas, deux locataires occupant la même surface, mais ne consommant pas les mêmes services, s'acquitteront de montants de dépenses différents. Ce système permet aussi à chacun de moduler sa dépense en fonction de ses besoins et de son budget.

L'objectif pour le gestionnaire est de trouver une population solvable apte à supporter les coûts de la résidence. Aujourd'hui, 70% des ménages de personnes âgées disposent de plus de 20 000 € de revenus annuels. De plus, un certain nombre de locataires âgés peuvent bénéficier d'aides. Le pourcentage des locataires des résidences avec services du Groupe Aegide bénéficiant d'aides n'est pas significatif (entre 2 et 5% selon le groupe).

Le cap des 75 ans est important. C'est à partir de cet âge que les personnes tendent à devenir moins autonomes et plus dépendantes. Même pour les personnes autonomes, une certaine fragilité se fait jour. Aegide vise ce segment des personnes autonomes, les autres relevant plutôt des Ehpad. Aujourd'hui, on compte 5,8 millions de personnes âgées de plus de 75 ans en France (15,3 millions ont plus de 60 ans), et 85% d'entre elles sont autonomes et elles vivent en très grande majorité à leur domicile. Cela, combiné avec une offre de logements «classiques» significative mais inappropriée, se traduit par un fort potentiel pour le secteur des résidences-services seniors.

La France recense en 2013 435 résidences-services seniors offrant environ 43 500 places et moins d'un pour cent seulement des seniors de plus de 60 ans y demeurent.

Il existe de nombreux opérateurs dans le segment de résidences pour personnes âgées valides, y compris les filiales de la plupart des plus grands groupes immobiliers français. Mais le concept regroupe des réalités diverses: villages seniors, résidences en ville.

Selon le Groupe les «Résidences» pour seniors avec services représentent plus de 60% de l'offre en habitat senior en

France. Le marché total se développe à un rythme accéléré car le marché n'est pas saturé.

LA RÉSIDENCE HÔTELIÈRE OU DE TOURISME (PARA-HÔTELLERIE)

On désigne sous cette appellation deux types de résidences: les résidences à vocation touristique en bordure de mer, en zone rurale ou en montagne; et les résidences s'adressant à une clientèle plus professionnelle, que l'on trouve dans les pôles économiques importants.

Dans le cadre d'un programme immobilier consistant en la construction d'une résidence services seniors, d'une résidence de tourisme et la réhabilitation d'un hôtel de tourisme, situé en centre-ville de Tours (au sein d'un parc arboré classé), le Groupe est aussi présent sur ce créneau para-hôtelier depuis avril 2011. Cette présence repose plus sur un phénomène d'opportunité que d'une volonté de diversification.

FISCALITÉ

La fiscalité des revenus provenant des résidences services a longtemps bénéficié des mesures dites de «défiscalisation» qui ont créé un «effet d'aubaine» et ont permis au marché des résidences-services de prendre son essor. Les lois de défiscalisation visent à accroître l'attractivité de l'investissement immobilier locatif loué meublé, compte tenu de son rôle économique et social. Le dernier dispositif en vigueur aujourd'hui est le «Censi-Bouvard» qui a beaucoup varié dans le temps, notamment au titre de la réduction fiscale à laquelle il donnait droit. Il repose sur trois piliers principaux:

- remboursement à l'investisseur de la Taxe sur la Valeur Ajoutée (TVA) de l'investissement (Article 261-D-4° du Code Général des Impôts), sous réserve de conserver le bien pendant 20 ans afin que ce remboursement ne puisse pas être remis en cause par l'Administration. Plus récemment l'Administration a considéré que le remboursement n'avait pas lieu d'être à deux conditions: que le nouvel acquéreur reprenne le bail commercial en l'état sans modification et que les loyers encaissés par le nouvel investisseur soient soumis à TVA. Ainsi la revente est-elle facilitée;
- bénéfice du dispositif Censi Bouvard - système offrant des avantages fiscaux - qui diminuent toutefois au fil des ans, car l'on ne retient plus aujourd'hui qu'une réduction fiscale de 11% du prix d'achat hors taxes, frais de notaire inclus, dans la limite de 300 000 € par investissement (soit 33 000 € maximum de réduction à étaler par tranches de même montant pendant 9 ans). Il y a eu une modification récente qui a affecté ce dispositif: on a introduit un plafond de défiscalisation de 10 000 € par an depuis 2013. Il convient de rappeler que le Censi-Bouvard, ne s'applique qu'au seul logement acheté neuf, et par ailleurs cesse de s'appliquer fin décembre 2016 (sauf modification législative d'ici là). Toutefois, on ne peut exclure la mise en place éventuelle d'un nouveau dispositif incitatif après cette date;
- régime d'imposition dit de location meublée - laquelle pouvant être qualifiée de professionnelle (LMP) s'il y a (en principe) inscription au Registre du Commerce, si les recettes locatives sont supérieures à 23 000 € toutes taxes comprises (TTC) et si elles représentent plus de 50% des revenus du foyer de l'investisseur. A défaut de respecter ces règles (seuil de 23 000 € TTC et 50%), on reste éligible au régime de la location meublée non professionnelle

(LMNP), régime encore attractif, mais dans une proportion moindre. Ce régime s'applique également en cas de revente.

Le Groupe présente d'emblée ses produits à l'investisseur comme des investissements éligibles au statut de Loueur Meublé Professionnel ou Non Professionnel, ce statut ayant l'avantage d'être pérenne (contrairement aux lois de défiscalisation qui peuvent être et qui sont régulièrement modifiées).

Le Groupe cherche à déconnecter la vente de ses seuls aspects fiscaux: ainsi dans le cas d'une vente, qui se fait sous forme de Vente en État Futur d'Achèvement (VEFA), il est précisé dans le contrat que «à titre de condition essentielle et déterminante (.) le réservant (le Groupe) ne garantit nullement et en aucune façon un quelconque régime fiscal lié à la location, ni d'éventuels avantages fiscaux pouvant en être attendus par le réservataire (l'investisseur) qui entend soumettre son bien au régime du LMP/LMNP et/ou au dispositif dit Censi-Bouvard». Dans la pratique, c'est le statut du LMNP qui est mis en avant par le vendeur. C'est en effet ce statut auquel vont recourir la majorité des investisseurs individuels.

Les locations de logements à usage d'habitation sont exonérées de TVA. L'article 261-D-4° du Code Général des Impôts, lequel prévoit toutefois quatre exceptions à cette exonération:

- a) les prestations d'hébergement fournies dans les hôtels de tourisme classés, les villages de vacances classés ou agréés et les résidences de tourisme classées lorsque ces dernières sont destinées à l'hébergement des touristes et qu'elles sont louées en vertu d'un contrat d'une durée d'au moins neuf ans à un exploitant qui a souscrit un engagement de promotion touristique à l'étranger dans les conditions fixées par un décret en Conseil d'Etat;
- b) les prestations de mise à disposition d'un local meublé ou garni effectuées à titre onéreux et de manière habituelle, comportant en sus de l'hébergement au moins trois des prestations suivantes, rendues dans les conditions similaires à celles proposées par les établissements d'hébergement à caractère hôtelier exploités de manière professionnelle: le petit déjeuner, le nettoyage régulier des locaux, la fourniture du linge de maison et la réception, même non personnalisée, de la clientèle;
- c) les locations de locaux nus, meublés ou garnis, consenties à l'exploitant d'un établissement d'hébergement qui remplit les conditions fixées aux paragraphes a) ou b), à l'exclusion de celles consenties à l'exploitant d'un établissement mentionné à l'article L. 633-1 du Code de la construction et de l'habitation dont l'activité n'ouvre pas droit à déduction; et
- d) les prestations d'hébergement fournies dans les villages résidentiels de tourisme, lorsque ces derniers sont destinés à l'hébergement des touristes et qu'ils sont loués dans le cadre d'un bail commercial de neuf ans au moins à un exploitant; ces villages résidentiels de tourisme s'inscrivent dans une opération de réhabilitation de l'immobilier de loisir définie par l'article L. 318-5 du Code de l'Urbanisme.

La récupération de la TVA sur l'investissement est un des arguments de vente majeurs présentés aux investisseurs dans une résidence avec services. Dans ce cas, au début de l'opération (lors de l'acquisition), l'investisseur dispose d'un

crédit de TVA (celle grevant l'achat), crédit dont il peut demander le remboursement au Trésor, et qu'il récupérera au bout de quelques mois. Certains promoteurs avancent ce remboursement à l'acquéreur, qui ne déboursa alors que le montant hors taxes, ce qui favorisera l'acte d'achat, mais ce n'est pas le cas du Groupe Aegide. A noter que ce remboursement n'est définitivement acquis qu'au bout de 20 ans. Ce qui veut dire que si l'investisseur revend son bien dans un délai inférieur à 20 ans, il devra rembourser le Trésor d'un prorata fonction du nombre d'années restant à courir (5% par année restante), sauf si le nouvel acquéreur reprend le bail commercial en l'état sans modification et s'il soumet ses loyers à la TVA.

En effet, pour bénéficier de ce remboursement, il est nécessaire de formaliser un bail commercial avec un exploitant et ce bail aura une durée minimum de 9 ans (minimum légal). L'exploitant garantit pendant toute la durée du bail un montant de loyer (indexé) à l'investisseur. Le Groupe pratique des baux avec une durée de 11 ans ferme.

Normalement, dans un bail (d'habitation ou commercial), les coûts d'entretien sont répartis entre le propriétaire (gros travaux) et le gestionnaire (ou l'occupant, donc le locataire, en cas de bail d'habitation) pour le reste (entretien courant). Dans les baux «triple net», les gros travaux sont réputés être à la charge de l'exploitant (l'article 606 du Code Civil, qui est à la charge du gestionnaire). Il en va de même pour la taxe foncière, qui normalement devrait relever de l'investisseur, sauf en cas de «triple net». Enfin, quasiment aucune charge n'est payée par le propriétaire, et le loyer perçu donne ainsi lieu à une rentabilité nette. Le Groupe ne pratique pas les baux en «triple net» pour les investisseurs individuels, mais seulement pour les investisseurs en bloc ou institutionnels, car ceux-ci les réclament systématiquement. Mais pour faciliter la vente et simplifier la vie aux investisseurs individuels, le Groupe commence à faire des baux en «double net», dans lesquels l'investisseur individuel réglera la taxe foncière et le «606», en sus de quelques frais de copropriété (quote-part de charges locatives).

Si aux dates de renouvellement du bail les propriétaires ne veulent pas le renouveler, ils devront verser à l'exploitant une indemnité d'éviction compensatrice, au titre du fonds de commerce que le gestionnaire aura créé. Il est en pratique très difficile de se séparer de l'exploitant à la fin du bail. C'est un avantage pour celui-ci. Le Groupe a procédé à une évaluation de la valeur de ses fonds de commerce par un cabinet indépendant: le total sur les résidences en croisière s'élève à environ 7 M€. La valeur totale de fonds de commerce devrait être supérieure parce qu'il y a un nombre considérable de résidences en phase de remplissage.

3. GROUPE AEGIDE

ACTIONNARIAT ET MANAGEMENT

Fin 2013, le capital social d'Aegide était de 6,0 M€. Le capital a été porté à 6,0 M€ à la suite de l'augmentation de 0,5 M€ effectuée en octobre 2013 (entièrement souscrite par les actionnaires actuels). Cette augmentation de capital a été accompagnée d'une prime d'émission de 5,5 M€, ceci afin de poursuivre le développement du Groupe. Les actionnaires de la société ont toujours participé aux augmentations de capital du groupe pour favoriser à la fois son

financement et son expansion. Depuis 2010 ils auront ainsi souscrit pour 12,3 M€ à des augmentations de capital de la société (capital social plus prime d'émission).

La structure de l'actionariat était la suivante à la fin 2013:

- les trois dirigeants fondateurs, détiennent ensemble 61,85% du capital dont 51,0% au travers de JMF CONSEIL SAS (autocontrôlée à 100%) avec une répartition entre les trois fondateurs inchangée depuis l'origine;
- Nexity, S.A., qui devient actionnaire d'Aegide en 2007 (et qui détient 38,15% de la société). Notons que Nexity a augmenté sa participation au capital d'Aegide en 2011, passant de 33,62% initialement à 38,15%, suite à la conversion en actions des obligations détenues dans le cadre d'une opération d'augmentation de capital en numéraire réservée, ce qui montre son intérêt pour le groupe mais aussi son souhait de monter en puissance au sein de celui-ci et donc d'accroître cette participation.

Les membres de la Direction Générale étaient tous les trois dans le Groupe Immobilier PIERRE 1^{er}, quand la branche immobilière de ce groupe a été scindée en deux, scission dont est née Aegide. Ceci confère à la Direction Générale d'Aegide une grande expérience dans le secteur immobilier.

Les trois dirigeants fondateurs sont:

- Monsieur Jean-Marie Fournet, Président Directeur Général, qui détient 24,74% du capital d'Aegide;
- Monsieur Didier Jaloux, Directeur Général en charge de la Promotion Immobilière, qui détient 18,55% du capital de la société; et
- Monsieur Frédéric Walther, Directeur Général en charge de l'Exploitation, Finances et Gestion, qui détient 18,55% du capital d'Aegide.

Le Conseil d'administration d'Aegide est composé de ces trois dirigeants fondateurs et de Monsieur Julien Carmona, Directeur General Adjoint Finances et Stratégie, représentant Nexity.

Pour accompagner l'augmentation de capital de 2013 les fondateurs dirigeants du Groupe ont contracté un emprunt auprès de la banque Palatine qui sera remboursé d'ici 5 ans, ce qui nécessite une remontée de "cash" à raison d'un dividende global de 1,6 M€ pendant deux ans puis de 2,2 M€.

Nexity est le premier acteur dans le secteur immobilier en France détenant un savoir-faire et des métiers qui incluent, notamment, conception, promotion, et construction. Nexity est présent notamment sur le marché des résidences services pour étudiants, où il est leader avec plus de 17 000 logements, et où il opère sous l'enseigne «Studea». Pour les seniors, Nexity a envisagé il y a quelques années de mettre en place un accord avec le groupe EMERA, spécialisé dans la dépendance (Ehpad). Plus récemment, début 2014, Nexity a aussi annoncé qu'elle entrait directement sur le marché de la résidence-services pour seniors en lançant ses propres résidences et en proposant un nouveau concept baptisé EDENEA (notamment en diminuant la taille des résidences et les services proposés).

Nexity bénéficie d'une présence internationale en Europe. L'année dernière le chiffre d'affaires consolidé de Nexity

s'est élevé à 2 737,2 M€, son résultat opérationnel courant à 182 M€ et le résultat net part du groupe à 100 M€. Le principal actionnaire, avec 40,5%, est le groupe Caisse d'Epargne Participations S.A..

Afin d'assurer la stabilité de l'actionnariat du Groupe, un pacte d'actionnaires a été signé en novembre 2006, entre les trois fondateurs du Groupe et GCE Immobilier (filiale du groupe Caisse d'Epargne, S.A) qui était entré dans le groupe en 2006. Ce pacte prévoit un droit de préemption en faveur de chacun des associés en cas de cession libre des titres; contient une clause anti-dilution ainsi qu'un droit de sortie conjointe totale en faveur de l'investisseur GCE Immobilier; mentionne de plus l'existence d'une garantie d'actif et de passif contractée par les actionnaires historiques en faveur de GCE Immobilier; et que chaque nouvel actionnaire admis devra souscrire aux dispositions de celui-ci. GCE Immobilier a été apporté à Nexity qui a souscrit à ces dispositions.

Le management a institué une division des tâches suivant trois domaines d'activité: promotion, exploitation, services centraux. Le management est assuré dans chacun de ces domaines d'activités par des directions aux fonctions bien délimitées. Pour assurer la continuité du Management, le Management intermédiaire est déjà en place. Les équipes ont été renforcées au fil des ans pour accompagner la croissance du groupe.

LE MODÈLE D'ENTREPRISE DU GROUPE AEGIDE

Le modèle d'entreprise développé par le Groupe pendant plus de 12 ans repose sur les fondamentaux suivants:

- le développement d'un modèle de résidences services seniors dit de «nouvelle génération», qui s'est avéré être particulièrement adapté aux besoins des clients et qui renouvelle et améliore le concept autrefois en vigueur des résidences services «première génération». Les Résidences DOMITYS disposent donc d'une expertise très forte dans les services spécifiques pour sa clientèle senior;
- une connaissance approfondie du marché tant en termes d'offre que de demande et une grande rigueur dans le choix des emplacements;
- une bonne maîtrise du produit et de ses composantes promotion/commercialisation immobilière d'une part, exploitation de l'autre. Le groupe bénéficie d'un «retour d'expérience» particulièrement utile du fait de son ancienneté sur le marché qui fait de lui un acteur reconnu;
- deux forces commerciales intégrées, intervenant en amont (investisseurs) comme en aval (locataires); présentant des synergies;
- une maîtrise du marché secondaire (revente des lots), pour assurer liquidité aux investisseurs;
- une maîtrise totale du cadre juridique et fiscal applicable aux résidences-services et aux investisseurs;
- un «effet de levier» assez original dans le secteur immobilier et consistant à augmenter le nombre de résidences gérées en pratiquant une forme très active de co-promotions avec des tiers (Nexity ou d'autres groupes). L'inconvénient lié à la taille du groupe comparée à celle des grands promoteurs nationaux est ainsi corrigé par cette

stratégie et

- plus le concept se développe, plus le nombre de résidences augmente, plus le socle de résidences en exploitation dites «en croisière» s'affirme. Conséquence: la part du chiffre d'affaires récurrent, donc captif s'accroît ce qui valide le modèle stratégique et limite le risque d'entreprise.

Les Résidences DOMITYS se caractérisent par:

- des appartements occupés par des résidents, qui sont locataires et qui choisissent une formule de services adaptée à leur besoins;
- des investisseurs qui sont propriétaires des appartements;
- des services gérés par Domitys SAS (Domitys) via ses filiales régionales sachant que les locaux d'exploitation restent propriété du Groupe; et
- un chiffre d'affaires résidents provenant de deux sources: abonnement, d'une part, donnant accès à une large palette de services (avec un socle de services minimum obligatoire), loyer de l'autre sachant que le Groupe rétrocède une grande part de celui-ci aux investisseurs. Ces loyers sont indexés, donc susceptibles d'augmenter avec le temps, mais les revenus le sont aussi d'une certaine manière: en effet, après le départ du 1er résident (délai moyen: 6 ans), le loyer a tendance à augmenter; de plus, avec le temps, les résidents augmentent leur consommation de services.

Le Groupe applique un modèle intégré de promotion immobilière et d'exploitation des résidences services seniors (tout en sous-traitant la partie construction). Ceci permet de créer des biens immobiliers adaptés aux besoins du segment «résidences avec services» tout en captant les marges de l'activité de promotion immobilière. L'objectif reste bien entendu de conserver la partie «gestion» des résidences comme source de flux récurrents de trésorerie.

Le modèle de développement du Groupe vise à produire des résidences économiques en optimisant les coûts de construction. Le concept repose sur le fait de parvenir à proposer à la clientèle un niveau de prestations (services) haut de gamme moyennant un prix (loyer) raisonnable.

Il s'agit d'une activité de long terme qui se déroule sur un cycle en deux phases:

- promotion qui peut s'étendre sur cinq ans, incluant deux ans pour la construction de la résidence (lorsque 50% des lots sont réservés) et un délai de commercialisation en moyenne de 18 mois à 2 ans; et
- exploitation des logements laquelle porte sur des durées en principe très longues, le Groupe renouvelant les baux des investisseurs. La période initiale de remplissage peut varier d'une à trois années selon les caractéristiques des résidences à exploiter.

Le Groupe bénéficie comme on l'a signalé d'importantes synergies avec Nexity pour l'activité de promotion (incluant la commercialisation), ce qui permet d'avoir accès à plus de terrains et des terrains plus grands pour construire des résidences plus grandes aussi et plus rentables. Le Groupe est mieux à même de mener un développement soutenu de

leader sur un marché en croissance. Ce positionnement se traduit par un nombre élevé de résidences construites en co-promotion avec Nexity - partenaire privilégié - auquel Aegide a réussi à imposer son cahier des charges. Ce partenariat n'est pas exclusif cependant, et le Groupe s'autorise à travailler avec d'autres co-promoteurs.

Le modèle d'entreprise du Groupe repose sur une double commercialisation, en amont et en aval:

- en amont, il convient de démarcher les investisseurs (individuels ou institutionnels) afin de leur vendre les lots;
- en aval, une fois la résidence vendue, il s'agit de la remplir et donc de trouver des locataires.

Il apparaît que le groupe maîtrise bien ces deux phases, même si certaines résidences peuvent être plus ou moins difficiles à vendre ou à remplir que d'autres. Mais, là encore, le retour d'expérience se révèle bénéfique.

Aujourd'hui, Le Groupe bénéficie non seulement d'une notoriété croissante, comme l'attestent des études marketing régulières, mais aussi d'une bonne réputation sur le marché.

Le Groupe cible en premier lieu les investisseurs individuels mais s'intéresse depuis 2012 aux ventes en bloc aux investisseurs institutionnels. Ces derniers se révèlent être une alternative aux investisseurs individuels, dont les motivations ont pu être affectées par les mauvaises performances récentes de l'économie, par les difficultés de trouver aisément des financements bancaires et peut-être aussi par la baisse d'attractivité du dispositif Bouvard. L'objectif du Groupe est d'atteindre 1 200 à 1 500 lots par an, dont 1 000 à 1 200 lots en découpe et le reste sous forme de ventes en bloc.

La commercialisation des programmes immobiliers du Groupe s'effectue en suivant quatre canaux:

- la force commerciale interne: 20 conseillers commerciaux salariés du Groupe;
- le partenariat exclusif avec Groupe Financière du Palais (GFP Invest), dont Aegide détient 35% du capital, structure qui anime un réseau d'environ 500 Conseillers de Gestion en Patrimoine Indépendants (CGPI) et qui ne commercialise que les résidences DOMITYS;
- les forces de vente des co-promoteurs le cas échéant (c'est le cas de Nexity depuis trois ans); et
- les partenariats locaux ou nationaux avec d'autres réseaux (bancaires par exemple).

Le Groupe utilise chacun de ces 4 canaux de distribution pour les clients individuels. Pour la vente en bloc, la démarche commerciale consiste à approcher directement des investisseurs importants, institutionnels, caisses de retraite, foncières, OPCI.

L'activité DOMITYS de commercialisation locative des résidences (gestion commerciale) s'appuie sur 93 conseillers commerciaux (1 à 2 conseillers par résidence en croisière, 2 à 4 conseillers par résidence en ouverture et 5 conseillers itinérants). Le Groupe s'est aussi doté d'un call-center en propre animé par une équipe de 6 téléconseillers.

La commercialisation des résidences peut démarrer une fois les recours des tiers purgés. Cette commercialisation commence par un contrat préliminaire de réservation puis se poursuit par une VEFA. Les conditions particulières du

contrat préliminaire de réservation et du contrat de VEFA relèvent entre autres des dispositions de l'article L261-15 et suivants et R 261-25 et suivants du Code de la construction et de l'habitation. Ces dispositions prévoient notamment:

- Article R261-28: un dépôt de garantie (qui ne peut excéder 5% du prix prévisionnel si le délai de réalisation de la vente n'excède pas un an ou 2% si le délai n'excède pas deux ans);
- Article R261-31: l'indisponibilité des fonds déposés en garantie jusqu'à la conclusion du contrat de vente et leur restitution sans retenue ni pénalité pour l'investisseur si:
 - le contrat de vente n'est pas conclu du fait du vendeur dans un délai prévu au contrat préliminaire;
 - le prix de vente excède de plus de 5% le prix prévisionnel, révisé le cas échéant, conformément aux dispositions du contrat préliminaire;
 - le ou les prêts visés au contrat préliminaire ne sont pas obtenus ou transmis ou si leur montant est inférieur à 10% aux prévisions dudit contrat;
 - l'un des éléments de l'équipement prévu au contrat préliminaire ne peut pas être réalisé;
 - l'immeuble ou la partie d'immeuble ayant fait l'objet du contrat présente une perte de valeur supérieure à 10%;
- en application de l'article R261-14 du Code de la construction et de l'habitation, un calendrier des versements est établi pour l'investisseur; il est fonction de l'état d'avancement de la construction.
- le bail commercial signé entre l'investisseur et Domitys doit respecter une durée de 9 ans minimum, et est conclu le plus souvent pour une durée de 11 ans (le bail commercial constitue l'une des conditions nécessaires à la récupération de la TVA);
- Domitys s'engage à payer à l'investisseur bailleur un loyer mensuel (fixe révisé annuellement et de plein droit indexé sur l'indice de référence des loyers publié trimestriellement par l'INSEE).

Afin d'assurer une certaine liquidité aux investisseurs souhaitant revendre leur bien le groupe a mis en place un service dédié à la revente.

S'agissant des contrats signés avec les résidents, ceux-ci sont à court terme (un an) et se renouvellent par tacite reconduction. Les conditions de renouvellement de ces contrats tiennent compte de l'indexation sur l'indice trimestriel de référence des loyers publié par l'INSEE, le locataire ayant le droit de résilier le contrat moyennant un préavis d'un mois et étant soumis à l'obligation de souscrire à sa propre assurance habitation. A la signature du contrat, le résident locataire verse au bailleur un dépôt de garantie égal à un mois de loyer. Dans certaines conditions les résidents ont la possibilité d'essayer de «tester» la résidence avant de s'y installer plus longuement, au travers d'une formule dite de «court séjour».

LA STRUCTURE DU GROUPE

L'organisation du groupe Aegide a deux pôles principaux que sont la promotion et l'exploitation.

Le pôle promotion est composé de deux entités principales:

- Aegide Promotion S.A.R.L., qui concentre les participations du Groupe dans les 44 SCI de construction et de commercialisation des Résidences DOMITYS réalisées en co-promotion. Le nombre des SCI est bien entendu susceptible de varier puisque chaque résidence en cours de construction dispose de sa propre SCI (principe de séparation des risques: une SCI par résidence);
- Aegide Promotion Investissement, S.A.R.L., qui concentre les participations du Groupe dans 25 SCI de construction et commercialisation de Résidences DOMITYS réalisées en propre et la participation dans G&G Immo, S.P.R.L., société de droit Belge (une co-promotion avec Nexity). Là aussi, on compte une SCI par opération.

Pour mieux répondre à son développement le Groupe a restructuré le pôle d'exploitation autour d'une holding (Domitys) et de 6 filiales régionales (en plus de Château Belmont SA). Ces filiales sont totalement intégrées et bénéficient de l'ensemble des services support du siège.

Fin 2013 le Groupe comptait un effectif de 843 personnes, en forte croissance ces dernières années. Fin 2009, le Groupe comptait "seulement" 160 collaborateurs. Dans une activité centrée dans les services pour personnes âgées les ressources humaines sont au cœur de la stratégie du Groupe.

Chacune des résidences dispose d'un effectif d'environ une vingtaine de personnes. En février 2014, en excluant les employés qui relèvent directement de l'exploitation ou de l'activité de commercialisation, les services centraux au Siège totalisaient à 159 personnes (soit environ 19% de l'effectif total du groupe).

Ces effectifs devraient permettre de faire face au développement prévisible de l'activité dans les prochaines années.

Pour garantir la qualité du service à la clientèle et pour anticiper les besoins futurs du groupe, celui-ci a créé il y a 2 ans l'Ecole Domitys qui assure la formation des différents collaborateurs selon leur spécialisation de métier.

Le Groupe a mis en place un schéma directeur des systèmes d'information afin de l'accompagner dans sa stratégie de croissance.

IMPLANTATIONS ET ENSEIGNES ET CONCURRENCE

L'activité du Groupe Aegide est concentrée dans le segment des résidences avec services pour personnes âgées valides qui constitue son «core business». Accessoirement, il dispose aussi d'une résidence hôtelière, qui exploite son activité sous l'enseigne Clarion (Choice Hotels). En 2012 l'hôtel Clarion Château Belmont a reçu le prix du meilleur hôtel Clarion d'Europe de l'Ouest.

Fin 2013 le Groupe compte au total 36 résidences avec services pour personnes âgées valides en exploitation, représentant 4 214 logements. Ces résidences sont toutes commercialisées sous l'enseigne DOMITYS.

En termes géographiques, le développement du Groupe s'est fait à partir de l'ouest vendéen et breton et de Tours, avant de s'étendre au centre de la France. Les synergies avec Nexity ont été importantes dans ce développement.

Les Résidences DOMITYS sont présentes dans toute la France, surtout dans les villes de taille moyenne. Le maillage du territoire n'est donc pas achevé, et il reste encore un grand nombre d'opportunités géographiques, notamment dans la moitié sud-est.

Après avoir ciblé dans un premier temps les villes moyennes, le groupe a saisi des opportunités d'installation dans de plus grandes villes avec une ouverture à Lyon en 2013. A chaque fois, le choix du site doit satisfaire à un certain nombre d'exigences dont les principales sont un emplacement proche du centre-ville et la proximité des commerces et des transports.

Selon le Groupe il reste encore de nombreuses zones peu ou pas couvertes sur le territoire. Le groupe étudie pour chaque site potentiel les critères démographiques et socio-économiques, la présence éventuelle de concurrents, le pouvoir d'achat ou le niveau de revenus des retraités locaux. Enfin, chaque projet doit recevoir l'aval de la Mairie, une formalité le plus souvent facile à obtenir car les villes réservent presque toujours un bon accueil à l'arrivée d'une résidence-services pour seniors.

Il existe de nombreux opérateurs dans le segment de résidences pour personnes âgées valides, y compris les filiales de la plupart des plus grands groupes immobiliers français.

Les opérateurs plus importants dans le segment des résidences services senior «nouvelle génération» sont:

- le Groupe Aegide, qui est le leader du marché; la dispersion de ce marché est bien illustrée par le fait que dans un marché d'environ 435 résidences à la fin de 2013 le leader a moins de 10% du marché (36) mais avec un objectif de dépasser ce taux si le business-plan se réalise;
- le Groupe Acapace, sous l'enseigne «Jardins d'Arcadie», qui détient 25 résidences réparties dans des villes de taille très variable; ces résidences comptent 70 à 110 logements; la stratégie du groupe vise à atteindre rapidement un rythme de croisière de 10 ouvertures de résidences de 80 à 90 lots chaque année; et
- le Groupe Réside Études, sous l'enseigne «La Girandière», qui compte 13 résidences ouvertes aujourd'hui (chacune étant constituée de 90 à 100 logements); sont prévues, 3 ouvertures cette année et 8 sont en commercialisation; géographiquement, la présence est plutôt concentrée dans la moitié nord de la France.

Le nombre de résidences exploitées par le Groupe est passée de 9 fin 2009 à 36 à fin 2013, avec un taux de croissance annuel moyen de 41,4% (+11,1% en 2010, 50% en 2011, +66,7% en 2012, +44,0% en 2013). Actuellement, le parc comprend 39 résidences. La valeur de ce parc à fin mai 2014 est estimée à environ 700 M€.

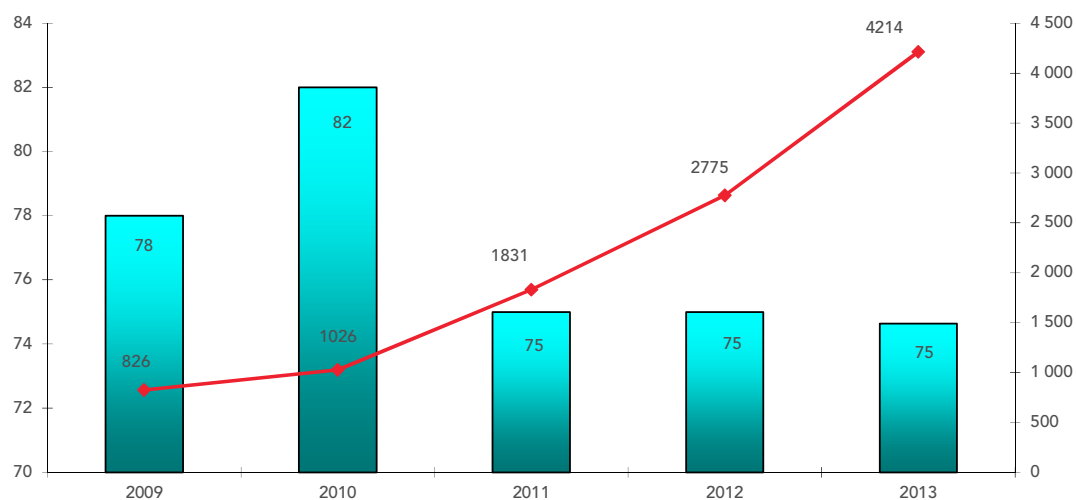
TABEAU 3.1.
ÉVOLUTION DU NOMBRE DES RÉSIDENCES EN EXPLOITATION

	2009	2010	2011	2012	2013
Nombre de Résidences	9	10	15	25	36
Résidences en Croisière	6	6	8	10	11
Résidences en Lancement (- de 2 ans a -1 an)	2	2	2	4	15
Résidences en Lancement (- de 1 an)	1	2	5	11	10

Sources:
Rapports Annuels Aegide.

Le nombre de logements exploités par le Groupe a progressé encore plus rapidement (taux de croissance annuelle moyen de 50,3%). De 826 logements à la fin de 2009 on est passé à 4 214 à la fin de l'année 2013. Durant cette période, on a constaté aussi une augmentation de la taille moyenne des nouvelles résidences ce qui explique la différence de taux de croissance annuelle moyen du nombre de logements. La taille moyenne des résidences du Groupe est aujourd'hui de 120 lots. Elle peut monter à 140 lots dans le cas des grandes villes, mais le groupe voulant des résidences à «taille humaine» ne souhaite pas dépasser ce seuil.

GRAPHIQUE 3.1.
ÉVOLUTION DU NOMBRE DE LOTS EXPLOITÉS ET DU TAUX D'OCCUPATION



Source:
Rapports Annuels Aegide.

■ Taux d'Occupation (%)

—●— Nombre de Lots Exploités

L'accélération du rythme d'ouverture de résidences en 2011 a généré un taux d'occupation (TO) en baisse de 7 pour cent par rapport à son niveau de 2010. Il atteint actuellement 75% et devrait se maintenir à ce niveau malgré un programme d'ouvertures assez élevé dans les prochaines années. Pour une résidence donnée, l'objectif du groupe est d'arriver à 95% (taux idéal) sous deux ans. La résidence change alors de statut, et de «résidence en cours de remplissage» devient «résidence en état de croisière». Cet objectif a presque toujours été atteint et aujourd'hui les «résidences en croisière» ont un taux d'occupation d'environ 97% (TO constaté en 2013) contre 96% en 2009. Avec l'accélération de la mise sur le marché de nouvelles résidences, le nombre de résidences en croisière a tendance à

diminuer en valeur relative (tout en augmentant en valeur absolue). Le pourcentage est ainsi passé de 66% il y a quelques années à 53,3% en 2011, 40% en 2012 et 30,6% en 2013. A fin mars 2014 ce taux s'est redressé à 39,5% 15 unités sur un total de 38 étant concernées. Le taux d'occupation général était à 74%.

Les résidences DOMITYS sont utilisées surtout comme résidence permanente par l'occupant. A fin 2013 il y avait près de 3 000 résidents permanents, 3 301 en mars et près de 3 500 aujourd'hui. La proximité constitue le facteur plus important du choix de résidence. La durée moyenne de séjour permanent est de 6 ans.

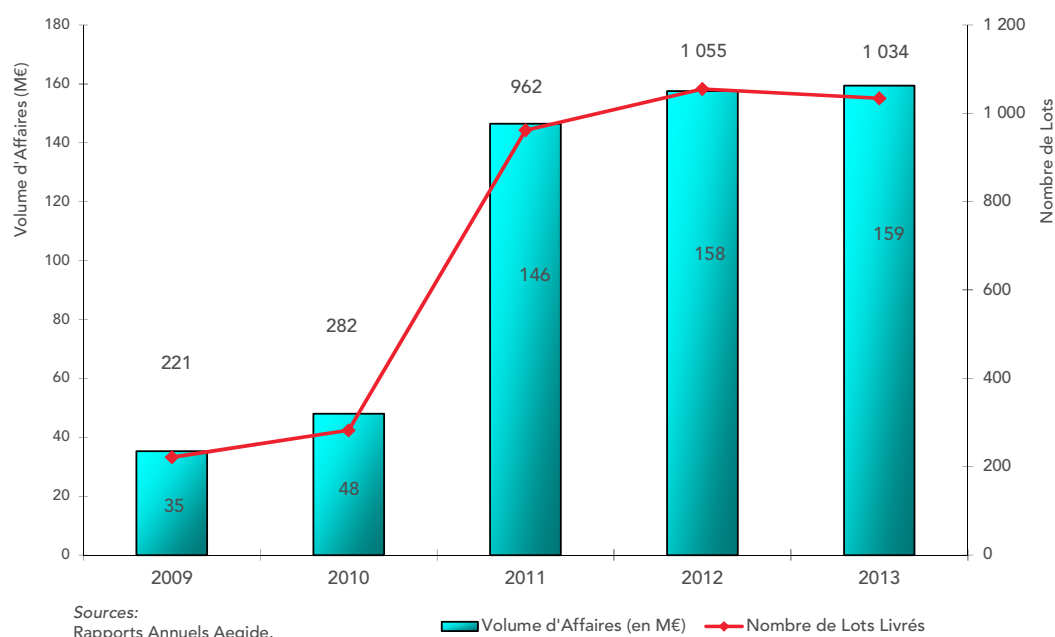
Le Groupe exploite également le segment des séjours temporaires. Les séjours temporaires permettent de capter aussi de nouveaux résidents.

Tous les résidents permanents signent un contrat d'abonnement avec Domitys afin de bénéficier d'une large palette des services en résidence. On note que la valeur de services payés par les résidents a représenté 63% du chiffre d'affaires des résidences entre 2010 et 2013.

PROMOTION / COMMERCIALISATION

L'activité de promotion du Groupe a enregistré une croissance très significative depuis 2009 – le nombre de lots livrés est passé de 221 en 2009 à 1 034 en 2013 (2011 a été une année de transition avec 282 lots livrés en 2010 pour 962 lots livrés en 2011).

GRAPHIQUE 3.2.
EVOLUTION DU NOMBRE DE LOTS LIVRÉS ET DU CORRESPONDANT VOLUME D'AFFAIRES



Les 1 034 lots livrés en 2013 ont représenté un chiffre d'affaires de 159,5 M€ (ce montant est réparti entre le Groupe et ses partenaires de promotion, surtout Nexity). Environ 60% de ces 159,5 M€ reviennent aux partenaires extérieurs du

groupe. Au cours du premier trimestre de 2014 le Groupe a livré 145 lots.

L'activité de promotion immobilière est caractérisée par un cycle long et le Groupe commence la commercialisation ses résidences deux à trois ans avant la date prévisionnelle d'ouverture:

- 829 lots ont été réservés en 2009 et environ 1 200 en 2010, 2011 et 2012 (en 2013 le niveau de réservations a diminué à 827); et
- 472 lots vendus en 2009, 1 245 en 2010 et une baisse dans les années suivantes avec 605 lots vendus en 2013.

2013 a été une année électorale et économiquement morose en France, soit deux raisons susceptibles d'expliquer la baisse du nombre de réservations et de ventes aux investisseurs individuels. Compte tenu de la réduction de l'intérêt des investisseurs individuels, le Groupe a commencé à explorer en 2012 une nouvelle piste, celle de la vente en bloc auprès d'institutionnels ou biens de fonds d'investissement. Il a concrétisé la première vente (avec 108 lots) suivie par deux autres en 2013 (soit 220 lots au total en 2013) à un fonds dédié d'investisseurs institutionnels. Les ventes en bloc pour le Groupe se traduisent par un prix de vente inférieur d'environ 20% par rapport à celui qui aurait été fait auprès d'investisseurs individuels. Mais elles permettent de dégager certaines économies, au niveau notamment des frais de commercialisation ou de la publicité. Au final, la marge dégagée sur ces opérations reste cependant inférieure d'environ un tiers par rapport aux ventes réalisées «à la découpe» (environ 6% contre 9%). Selon le Groupe le taux marge moyen de la promotion dégagée en 2011 à 2013 était de 11,1%.

TABLEAU 3.2.
ÉVOLUTION DES RÉSERVATIONS ET VENTES DE LOTS

	2009	2010	2011	2012	2013
Réservations de Lots	829	1 272	1 195	1 220	827
Investisseurs Individuels	829	1 272	1 195	894	827
Force de Vente Interne	-	-	-	234	277
GFP Invest	-	-	-	249	287
Autres	-	-	-	116	53
Nexity	-	-	-	295	210
Reservations en Bloc	0	0	0	326	0
Ventes de Lots	472	1 245	1 156	970	825
Investisseurs Individuels	472	1 245	1 156	862	605
Force de Vente Interne	-	-	-	144	184
GFP Invest	-	-	-	232	188
Autres	-	-	-	142	23
Nexity	-	-	-	344	210
Ventes en Bloc	0	0	0	108	220

Sources:
Rapports Annuels Aegide.

Comme indiqué, le Groupe dispose de quatre canaux de commercialisation pour atteindre les investisseurs individuels et présente un bon équilibre en matière de commercialisation des lots. Le Groupe réalise une part élevée des ventes de lots avant l'ouverture effective des résidences ce qui là aussi limite le risque commercial ultérieur.

À la base de toute cette activité de promotion immobilière se trouve une activité de développement et construction

très importante et en croissance. Au 31 mars 2014 le Groupe a 19 résidences en cours de construction, représentant 2 224 lots et un chiffre d'affaires prévisionnel de 394 M€. Ces 19 résidences ayant leur livraison prévue pour 2014 (huit), 2015 (dix) et 2016 (une). 95% des lots restant à livrer en 2014 et 70% des lots à livrer en 2015 ont été déjà commercialisés. Aujourd'hui le Groupe commercialise les lots à livrer en 2016 et voire en 2017. Selon le Groupe, il n'y a pas de stock de lots achevés non vendus aujourd'hui.

Le nombre de lots en construction a été toujours supérieur à 2 000 au 31 mars des dernières trois années. La plupart de ces lots proviennent de co-promotions avec Nexity (69% en moyenne ces dernières années).

TABLEAU 3.3.
ÉVOLUTION DU NOMBRE DE RÉSIDENCES ET DE LOTS EN COURS DE CONSTRUCTION (au 31 Mars)

	2010	2011	2012	2013	2014
Résidences en Cours de Construction	6	13	18	17	19
en Prope	-	9	7	4	7
en Co-promotion NEXITY	-	4	11	13	12
Lots de Résidences en Cours de Construction	797	1 584	2 235	2 036	2 224
Chiffre d'Affaires Prévisionnel (M€)	122	240	350	345	394

Sources:
 Rapports Annuels Aegide.

Le Groupe exerce des missions de maîtrise d'ouvrage déléguée (MOD) ou d'assistance à maîtrise d'ouvrage (AMO) mais jamais de maîtrise d'œuvre laquelle est toujours sous-traitée. Ainsi Aegide apparaît comme étant un promoteur et non un promoteur-constructeur (ce qu'est Nexity en revanche). Selon le Groupe la qualité et la rigueur du cahier des charges ont créé un socle de procédures qui est solide.

TABLEAU 3.4.
ÉVOLUTION DU NOMBRE DE RÉSIDENCES ET LOTS EN COMMERCIALISATION (au 31 Mars)

	2011	2012	2013	2014
Résidences en Commercialisation	27	28	8	9
en Prope	-	-	4	4
en Co-promotion NEXITY	-	-	4	5
Lots de Résidences en Cours de Construction	-	3 483	978	1 104
Chiffre d'Affaires Prévisionnel (k€)	-	-	154 246	187 926

Sources:
 Rapports Annuels Aegide.

En plus des 19 résidences en cours de construction, le Groupe a neuf autres programmes supplémentaires en cours de commercialisation dont les travaux n'ont pas commencé au 28 février 2014.

STRATEGIE

La stratégie de développement du Groupe est essentiellement centrée sur de la croissance organique en France, sans exclure toutefois de faire des opérations de développement à l'étranger. Au niveau des marchés extérieurs, plusieurs pays cibles ont déjà été identifiés: Italie, Belgique, Maroc et île Maurice.

En France le marché des résidences seniors est loin d'être saturé, et les professionnels tablent sur environ 400 ouvertures de nouvelles résidences entre 2016 et 2020. Compte-tenu de son expérience et de son savoir-faire, le Groupe compte non seulement conserver son leadership mais le conforter au travers d'une augmentation de ses parts de marché.

Mais pour pouvoir renforcer le parc ultérieurement, il convient d'abord de renforcer l'activité de promotion. La stratégie du Groupe, largement fondée sur une répartition des risques et une optimisation des apports financiers, passera donc par une politique soutenue de co-promotions, avec notamment Nexity en tant que partenaire privilégié. Ainsi la finalité de l'émission obligataire de 2014 répond parfaitement à cet objectif de développement, puisqu'il facilitera le lancement de nouvelles opérations de promotion ou de co-promotions.

CONSIDERATIONS GÉNÉRALES SUR LES ETATS FINANCIERS HISTORIQUES

Les états financiers du Groupe Aegide ont été étudiés sur la période 2009 à 2013. Les comptes consolidés ont été audités par KPMG Audit.

Les principales méthodes comptables retenues ont été appliquées de façon permanente pendant cette période et reposent sur le principe de continuité d'exploitation. La méthode de base retenue pour l'évaluation des éléments inscrits en comptabilité est la méthode des coûts historiques. Néanmoins les rapports des commissaires aux comptes sur les années 2011 et 2013, sans remettre en cause leur opinion, attirent notre attention sur des changements d'estimations dans l'application de certaines méthodes de présentation et d'évaluation de ces comptes.

Ainsi pourra-t-on signaler les points suivants:

- jusqu'en 2013 le Groupe a toujours provisionné sous forme d'une «garantie locative» le risque de non couverture des loyers investisseurs par des loyers locataires pendant la période de remplissage des résidences. Cette garantie locative faisant intervenir des minoritaires n'était pas totalement éliminée dans les comptes consolidés. Mais compte tenu de la réorganisation juridique des filiales de Domitys, de la montée en puissance de l'activité d'exploitation et de prise à bail (conduisant à répartir l'éventuel risque de vide locatif) ainsi que du caractère récurrent de l'activité du Groupe (avec une très bonne visibilité des ouvertures de résidences au cours des trois années à venir), la convention de garantie interne a été résiliée en décembre de 2013. Le résultat consolidé de l'exercice 2013 a ainsi été impacté favorablement de la reprise de la provision antérieure, mais cet impact s'est trouvé partiellement compensé par des charges liées aux loyers versés pour des logements encore inoccupés;
- en 2013, certaines méthodes comptables initialement retenues ont donné lieu à modification, notamment Aegide Management SARL comptabilise désormais au compte de résultat ses honoraires commerciaux dès la notification de la vente par le notaire, et non plus seulement lorsque les ventes sont actées. L'impact sur le chiffre d'affaires ressort à +3,3 M€ et sur les charges d'exploitation à 1,8 M€; et
- en 2011, le Groupe a procédé à des changements d'estimation dans l'application de certaines méthodes de

présentation et d'évaluation des comptes consolidés afin de mieux traduire l'évolution de son activité. Ces changements ont impacté positivement le résultat net consolidé de 2,1 M€.

RENTABILITE ET CAPACITE A GENERER DES FONDS

La croissance du chiffre d'affaires est assez irrégulière au fil des ans. D'abord soutenue (on passe de 48 M€ en 2009 à 132,3 M€ en 2011, soit presque un triplement (+175%). Puis on assiste à un recul d'environ 10% en 2012 et une quasi stabilité en 2013.

Les différentes composantes de l'activité ont concouru à cette évolution, mais on note des évolutions divergentes à partir de 2012:

- l'activité de promotion se met à fléchir: après avoir culminé à 85,2 M€ en 2011, elle diminue très fortement en deux exercices et est plus que divisé par deux (elle tombe à 41,9 M€ en 2013);
- les autres activités accentuent leur progression, avec une poussée très forte des prestations d'exploitation des résidences qui, de 2009 à 2013, passent de 9 M€ à 52,4 M€.

En 2012 le chiffre d'affaires consolidé du Groupe a été ramené à 121,0 M€, en diminution de 8,6%, baisse imputable à des livraisons de programmes moins nombreuses (elles passent de 85,2 M€ en 2011 à 55,9 M€ en 2012). Sans doute s'agit-il là d'une conséquence indirecte d'un climat attentiste lié aux élections. En 2013 le chiffre d'affaires provenant des livraisons de programme a de nouveau baissé de presque 25% pour être ramené à 41,9 M€.

Le modèle d'entreprise du Groupe passe par un développement important de l'activité «gestion». Ces dernières années l'activité d'exploitation des résidences (incluant les ventes de marchandises), a cru significativement de +42,0% en 2010, doublant en 2011, de +21,6% en 2012, et de +66,0% en 2013. Ainsi, les montants passent de 9,0 M€ en 2009 à 26,0 M€ en 2011, et à 52,4 M€ en 2013. En 2013, l'activité gestion devient la première source d'activité du groupe.

Dans l'activité de gestion de résidences avec services, la composante «services» devient essentielle avec notamment l'arrivée des résidences au stade dit de «croisière» (qui correspond à un taux d'occupation de 95% au moins). Elle augmente aussi avec l'âge et l'ancienneté du résident (plus les années passent, plus on consomme de services).

Les autres produits d'exploitation du Groupe ont représenté 6,2 M€ en 2011 et presque 10,0 M€ en 2013. Ces produits incluent, depuis de 2010, de la production immobilisée (parties communes vendues par les SCI à Dominvest) pour 4,0 M€ en 2011, 3,2 M€ en 2012 et 1,3 M€ en 2013. Les garanties locatives (marquée par des reprises de provision) ont permis d'enregistrer en «autres produits d'exploitation» 4,6 M€ en 2012 et 7,1 M€ en 2013.

Parmi les coûts variables du Groupe on notera les achats consommés qui augmentent avec le développement de la promotion, puis régressent quand celle-ci fléchit. Les charges opérationnelles courantes, en hausse, atteignent 49,1 M€ en 2013. Les loyers versés aux investisseurs suivent la croissance du parc: 2,4 M€ en 2009, 6,1 M€ en 2011 et 21,8 M€ en 2013.

TABLEAU 3.5.
COMPTE DE RÉSULTAT CONSOLIDÉ D'ÆGIDE (EN MILLIERS D'EUROS)

	2009	2010	2011	2012	2013
CHIFFRE D'AFFAIRES	47 998	75 085	132 318	120 996	124 536
Charges Variables	37 371	54 523	107 185	93 386	97 216
Achats Consommés	30 263	43 440	84 279	58 624	48 148
Charges Opérationnelles Courantes	7 108	11 083	22 906	34 762	49 068
MARGE DE CONTRIB. BRUT	10 627	20 562	25 133	27 610	27 320
Produits Opérationnels Divers	841	1 027	6 251	9 033	9 974
Subventions d'exploitation	24	57	17	31	53
Autres Produits et Profits Opérationnels	817	970	6 234	9 002	9 921
MARGE DE CONT. OPÉRATIONNELLE	11 468	21 589	31 384	36 643	37 294
Charges Opérationnelles Fixes	6 577	10 847	15 073	22 234	30 044
Charges de Personnel	6 323	10 361	14 364	20 907	28 158
Impôts et Taxes	249	469	656	1 144	1 710
Autres Charges Opérationnelles	5	17	53	183	176
EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBITDA (a))	4 891	10 742	16 311	14 409	7 250
Dotations aux Amortissements	487	751	1 339	2 406	2 750
Dotations aux Provisions	790	1 133	4 686	7 514	1 041
Dotations aux Amortissements des Écarts d'Acquisition	51	145	240	239	239
Quote-part de Résultat des Sociétés Mises en Équivalence	189	1 043	3 265	3 487	4 076
RESULTAT OPÉRATIONNEL (EBIT (b))	3 752	9 756	13 311	7 737	7 296
RÉSULTAT FINANCIER	(305)	(262)	(629)	(595)	(1 209)
Produits Financiers	(20)	115	34	295	25
Charges Financières	285	377	663	890	1 234
RÉSULTAT COURANT	3 447	9 494	12 682	7 142	6 087
RÉSULTATS NON COURANTS	1 062	440	(188)	648	(13)
Produits Non Courants	1 309	557	383	940	133
Charges Non Courantes	247	117	571	292	146
RESULTAT AVANT IMPÔTS	4 509	9 934	12 494	7 790	6 074
Charges d'Impôt sur le Résultat de l'Exercice	972	2 474	2 942	1 880	1 439
Intérêts Minoritaires	1 273	1 972	3 915	2 465	1 053
RÉSULTAT NET DE L'EXERCICE	2 264	5 488	5 637	3 445	3 582
Distribution de Résultats	0	1 003	1 401	2 003	1 800
RÉSULTAT NET RETENU	2 264	4 485	4 236	1 442	1 782

Notes:

Montants arrondis.

Comptes avec des reclassements faits par ARC Ratings pour l'analyse.

(a) Le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement.

(b) Le bénéfice avant intérêts et impôts.

Sources:

Les Rapports et les Comptes Consolidé d'Ægide.

Ces loyers dégagent un solde positif, les résidents payant logiquement des loyers supérieurs aux rétrocessions faites aux investisseurs. Cette marge a d'ailleurs tendance à augmenter (15% en 2010, 19% en 2013), malgré un contexte où l'augmentation des ouvertures de résidences devrait entraîner mécaniquement une augmentation en valeur absolue des lots vides.

Dans un modèle économique où les prestations de services sont au cœur de l'activité, les charges de personnel augmentent nécessairement avec la croissance du parc. Ces dernières années, le développement du nombre de résidences s'est traduit par des charges globales de personnel, formation incluse de 28,2 M€. L'excédent brut

d'exploitation du Groupe (EBITDA) a plus que doublé en 2010, par rapport à 2009, pour atteindre une valeur de 10,7 M€, et a encore augmenté d'environ 52% pour atteindre 16,3 M€ en 2011. Mais le mouvement s'est inversé au cours des années suivantes avec 14,4 M€ en 2012 et 7,3 M€ en 2013. Cette évolution s'explique par la contraction de l'activité de promotion et par des coûts d'ouverture de résidences en 2013.

TABLEAU 3.6.
FLUX DE TRÉSORERIE CONSOLIDÉ D'AEGIDE (EN MILLIERS D'EUROS)

	2009	2010	2011	2012	2013
A) Résultat Net Avant Impôts	4 509	9 934	12 493	7 790	6 074
B) Impôt sur les Sociétés Versé	(574)	(1 229)	(3 468)	2 094	(1 923)
C) Résultat Net de l'Ensemble Consolidé (A + B)	3 935	8 705	9 025	9 884	4 151
D) Dotation Nette aux Amortissements, incluant des Écarts d'Acquisition	974	1 321	5 328	5 654	(3 113)
E) Élimination de la Quote part de Résultat des Sociétés Mises en Équivalence et Variation des Titres mis en Équivalence	(189)	(1 043)	(3 265)	(3 487)	(4 076)
F) Élimination des Plus ou Moins Values de Cession	50	4	199	(1)	36
G) Autres Éléments	33	253	(653)	(1 089)	(1 299)
H) Marge Brute d'Autofinancement (C + D + E + F + G)	4 803	9 240	10 634	10 961	(4 301)
I) Variation du BFR sans la Variation des Autres Créances / Dettes d'Exploitation	(5 739)	(12 852)	24 871	(11 746)	(17 703)
Variation de Stock	(5 228)	(8 769)	20 934	(15 217)	(14 382)
Variation des Clients	(1 831)	(15 081)	2 177	776	3 497
Variation des Fournisseurs	1 320	10 998	1 760	2 695	(6 818)
J) Variation du BFR Total	(784)	631	12 244	(21 924)	(13 237)
dont Variation des Autres Créances / Dettes d'Exploitation	4 955	13 483	(12 627)	(10 178)	4 466
dont Variation de TVA	3 953	8 655	(6 230)	(4 897)	(2 104)
K) Flux de Trésorerie Liés à l'Activité (H + J)	4 019	9 871	22 878	(10 963)	(17 538)
L) Flux de Trésorerie Liés aux Investissements	(1 421)	(3 068)	(9 912)	(8 877)	(8 037)
Acquisition Nettes de Cessions d'Immobilisations Corporelles et Incorporelles	(1 425)	(1 156)	(9 662)	(8 889)	(11 072)
Variation des Immobilisations Financières	2	(23)	(248)	66	84
Incidence des Variations de Périmètre	2	(1 889)	(2)	(54)	2 951
M) Dividendes Versés aux Actionnaires	0	0	(1 003)	(1 401)	(2 003)
N) Dividendes Versés aux Minoritaires	(846)	(985)	(2 047)	(2 444)	(4 959)
O) Flux de Trésorerie Liés au Financement (K + L + M + N)	1 752	5 818	9 916	(23 685)	(32 537)
P) Augmentation de Capital	0	4 972	0	362	5 999
Q) Variation des Dettes Financières	650	2 744	10 201	9 241	8 770
R) Variation de Trésorerie (O + P + Q)	2 402	13 534	20 117	(14 082)	(17 768)
Résumé:					
Trésorerie Active en Début d'Exercice	(5 617)	(3 219)	10 315	30 433	16 351
Variation de Trésorerie	2 398	13 534	20 118	(14 082)	(17 768)
Trésorerie Active en Fin d'Exercice	(3 219)	10 315	30 433	16 351	(1 417)

Notes:
 Montants arrondis.
 Comptes avec des reclassements faits par ARC Ratings pour l'analyse.

Sources:
 Les Rapports et les Comptes Consolidé d'Aegide.

Si on analyse l'indicateur d'EBITDAR, qui mesure l'EBITDA avant prise en compte des loyers versés aux investisseurs, rapporté au chiffre d'affaires on constate en revanche une amélioration en 2012 et en 2013. Ce solde intermédiaire de gestion passe de 16,9% en 2011 à 23,3% l'année dernière.

La quote-part de résultat des sociétés mises en équivalence a été chaque année plus importante. Elle est passée de

1,0 M€ en 2010 à 3,3 M€ en 2011 et à 4,1 M€ en 2013.

Le changement de politique concernant la provision pour garantie locative a été déterminant dans la variation du résultat opérationnel du Groupe en 2013: 7,3 M€ (contre 13,3 M€ en 2011).

On note que la société Château Belmont a présenté un résultat opérationnel positif en 2013.

Les dotations aux amortissements ont augmenté pendant toute la période sous revue, malgré une modification de la durée d'amortissement en 2013. Elles atteignent 2,8 M€ cette année. Néanmoins, elles ne représentent que 2,2% du chiffre d'affaires consolidé de 2013.

Le Groupe immobilise ses frais financiers liés à l'activité de promotion, ce qui signifie que le compte de résultat ne retient que les frais financiers imputables à l'activité d'exploitation. Ces frais financiers sont en hausse moyenne annuelle de 44,3% entre 2009 (0,3 M€) et 2013 (1,2 M€). Les produits financiers ont été plus significatifs en 2012 (0,3 M€). Les charges financières nettes sont passées de 0,3 M€ en 2009 à 1,2 M€ en 2013. La couverture des charges financières nettes par l'EBITDA est importante sur la période analysée. Le ratio était à 6 x fois en 2013.

Le Groupe est intégré fiscalement. On note que l'intégration fiscale lui a permis de générer des économies d'impôt (de 0,9 M€ en 2013). Le taux effectif d'imposition était relativement constant (de 23,7% en 2013).

Le résultat net du Groupe a augmenté jusqu'à 2011, pour atteindre 5,6 M€. L'abaissement du résultat opérationnel a conduit à la baisse de résultat net du Groupe à 3,6 M€ en 2013 (amélioration cependant de 4,0% par rapport à 2012). Dans une phase de croissance significative et de renforcement des fonds propres le retour sur capitaux propres (hors intérêts minoritaires) revient à un niveau 11,7% en 2013 (il était à 35,2% en 2009).

POLITIQUE FINANCIERE

Fin 2013, le Groupe affichait 138,3 M€ de valeurs d'actifs, la part la plus importante étant imputable aux actifs liés à la production immobilière et qui atteignent 77,0 M€ (55,7% du total). Viennent ensuite les actifs immobiliers fixes pour 46,8 M€ (33,9% du total) et la trésorerie disponible (14,5 M€ soit 10,5%). Le volume d'actifs du Groupe a augmenté de 173,7% pendant la période analysée, avec deux pics en 2010 (+89,5%) et en 2012 (+16,8%).

On note d'importants changements de répartition d'actifs pendant ce période.

La proportion des immobilisations a augmenté de 13,9% en 2009 à 24,9% en 2011 et de 33,9% en 2013. Cette augmentation provient de la croissance des immobilisations corporelles nettes, qui atteignaient 36,7 M€ à la fin de 2013, et des augmentations des titres mis en équivalence (dont les co-promotions Nexity). Il est à noter que les investissements de Dominvest en locaux d'exploitation sont passés de 13,2 M€ en 2011 à 26,0 M€ à la fin de 2013 pour un total de 33 000 m² de patrimoine immobilier grâce auxquels le Groupe conserve l'entière maîtrise de l'exploitation de ses résidences.

TABLEAU 3.7.
BILAN CONSOLIDÉ D'AEGIDE (EN MILLIERS D'EUROS)

	2009	2010	2011	2012	2013
Immobilisations Incorporelles Nettes	657	2 394	2 448	2 158	1 741
Immobilisations Corporelles Nettes	5 865	7 523	17 931	27 650	36 711
Participations et Autres Actifs Financiers	275	1 092	4 643	6 178	8 385
Actifs d'Impôts Différés	227	220	1 931	0	0
ACTIF NON COURANT	7 024	11 229	26 953	35 986	46 837
Stocks Matières Premières et Marchandises	51	76	184	222	309
Stocks Produits Finis et Intermédiaires	29 267	36 769	11 745	23 970	38 453
Créances Clients Nettes	4 923	19 906	17 732	17 072	12 768
Acomptes Fournisseurs	10	155	581	68	139
Creances Sociales et Fiscales et Actifs d'Impôts Recevable	2 715	6 077	7 733	8 103	9 093
Comptes de Régularisation et Divers d'Exploitation	1 166	441	1 931	6 938	6 275
Créances Promotion Immobilière	1 030	5 191	9 539	10 376	9 952
ACTIF CYCLIQUE	39 162	68 615	49 445	66 749	76 989
Trésorerie Disponible et Equivalents	4 352	15 909	32 043	23 968	14 510
TRÉSORERIE ACTIVE BRUTE	4 352	15 909	32 043	23 968	14 510
TOTAL DE L'ACTIF	50 537	95 753	108 441	126 703	138 336
Capital Social	3 408	8 380	8 380	9 741	15 740
Autres Réserves	759	3 024	7 509	11 745	13 187
Résultat Net Retenu	2 264	4 485	4 236	1 442	1 782
CAPITAUX PROPRES	6 431	15 889	20 125	22 928	30 709
INTÉRÊTS MINORITAIRES	1 771	2 761	4 634	4 655	2 480
Provisions et Avantage du Personnel	833	1 061	4 219	6 674	68
Passifs d'Impôts Différés	831	1 137	5 766	4 754	4 221
Dettes Financières à Moyen et Long Terme	5 665	8 110	14 432	22 852	28 224
PASSIF STABLE	7 329	10 308	24 417	34 280	32 513
CAPITAUX PERMANENTS	15 531	28 958	49 176	61 863	65 702
Dettes Fournisseurs	3 269	9 517	11 923	13 709	9 400
Acomptes Clients	1 168	6 563	3 758	2 755	1 761
Dettes Sociales et Fiscales et Passif d'Impôts Exigibles	8 625	21 595	13 864	12 304	10 972
Comptes de Régularisation et Divers d'Exploitation	2 683	5 729	7 139	9 986	10 640
PASSIF CYCLIQUE	15 745	43 404	36 684	38 754	32 773
Dettes Promotion Immobilière	10 179	8 629	4 271	5 193	14 418
Autres Dettes Financières à Court Terme	1 659	1 584	5 380	6 452	12 544
Distribution de Résultats	0	1 003	1 401	2 003	1 800
Fournisseurs d'Investissements	7 423	12 175	11 529	12 438	11 099
TRÉSORERIE PASSIVE	19 261	23 391	22 581	26 086	39 861
PASSIF TOTAL	42 335	77 103	83 682	99 120	105 147
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES + PASSIF	50 537	95 753	108 441	126 703	138 336

Notes:
Montants arrondis.
Comptes avec des reclassements faits par ARC Ratings pour l'analyse.

Sources:
Les Rapports et les Comptes Consolidé d'Aegide.

Les actifs liés à l'exploitation (notamment stocks et en-cours) voient leur part relative diminuer régulièrement au sein des actifs totaux (77,5% en 2009, 45,6% en 2011 puis reprise les années suivantes). Ces stocks de promotion immobilière évoluent de façon assez erratique: 36,6 M€ à la fin de 2010, 11,7 M€ (-68,8%) en 2011 puis 24,0 M€ en 2012 et 38,3 M€ à la fin de 2013 (+60,3%). Les créances clients ont connu une phase de croissance en 2010 avant de

chuter en 2013, où l'encours se trouve ramené à 12,8 M€. Les créances de promotion immobilière, correspondent aux mises de fonds propres du Groupe dans des opérations de co-promotion qui donnent lieu à mise en équivalence, elles se sont accrues en 2010 (5,2 M€) et en 2011 (+83,8%) avant retour à la stabilité (10,0 M€) en 2013.

Les capitaux propres du Groupe progressent eux aussi rapidement et passent de 6,4 M€ à la fin de 2009 à 30,7 M€ à la fin de 2013. Cette augmentation a été possible grâce à la mise en réserve d'une partie des résultats des exercices passés; à l'exception de 2009, le groupe a toujours distribué une part de son résultat : 18,3% de celui de 2010, 24,9% en 2011, 58,1% en 2012 et sans doute autour de 50% du résultat au titre de 2013. Le solde non distribué rejoint les capitaux propres auxquels se sont ajoutés 12,3 M€ de produits d'augmentation de capital dont 5,0 M€ en 2010, 1,4 M€ en 2012 (1,2 M€ sur les 1,4 M€ provenant de la conversion d'obligations convertibles) et 6,0 M€ en 2013. Ces augmentations ont été effectuées pour accompagner l'expansion du groupe.

Le ratio «capitaux propres + intérêts minoritaires / actif» du Groupe s'élève ainsi à 24,0% à la fin 2013. Etant donné l'importance de la trésorerie dans le bilan du Groupe, on peut retenir aussi le ratio «capitaux propres + intérêts minoritaires / actifs corrigés», lequel serait de 26,8% en 2013 à comparer aux 17,8% en 2009 et aux 32,4% en 2011.

Au cours de la période sous revue le passif stable du Groupe est passé de 7,3 M€ (14,5% du total en 2009) à 32,5 M€ (23,5% en 2013).

Le passif stable du Groupe englobe à fin 2013:

- 28,2 M€ de dettes à long et moyen terme (22,9 M€ en 2012 et 5,7 M€ en 2009);
- 4,2 M€ d'impôts différés - passif, nets des impôts différés - actif, du fait principalement du retraitement de la marge à l'avancement et de la constatation d'impôts différés liés aux honoraires commerciaux. Ce montant s'élevait à 4,8 M€ en 2012 (0,6 M€ en 2009).

Il convient de souligner qu'à fin 2013 la dette moyen et long terme du Groupe Aegide provenait du Groupe BPCE, à raison de 55,9%, de la Société Générale, avec 21,5%, et du Groupe Crédit Agricole (12,7%). Le Groupe BPCE détient une participation dans Nexity.

En 2013, les ressources à long terme (capitaux permanents) couvrent 47,5% des actifs (30,7% en 2009). Pendant la période étudiée l'augmentation des ressources à long terme aura suffi pour accompagner le financement de la croissance des actifs non courants et pour augmenter le fonds de roulement net de 10,4 M€, ce fonds de roulement s'élevant à 18,9 M€ au fin 2013.

De 2009 à 2013 le fonds de roulement net a permis de financer une partie du besoin en fonds de roulement (le BFR). La trésorerie nette (actif moins passif) est déficitaire sauf en 2011. A la fin de 2013 ce solde s'élève à 25,4 M€, montant le plus élevé de la période analysée.

L'évolution du fonds de roulement net reflète le double impact du métier de promotion et de gestion, nécessitant plus de ressources à long terme dans le second cas. A l'inverse la promotion va de pair avec une proportion plus élevée de dette financière à court terme. Sur la période 2009 à 2013, la dette financière augmente de 37,7 M€ (total de 55,2 M€)

et la fraction à «moyen long terme» passe de 32,4% en 2009 à 51,1% en 2013, donc en phase avec le mix métier du groupe. L'échéancier de la dette du Groupe était le suivant à fin 2013: 27,0 M€ (48,9% du total) exigibles ou pouvant l'être en 2014, dont 14,4 M€ d'engagement de promotion immobilière; 15,2 M€ en 2015 jusqu'à 2019 et 13,0 M€ en 2020 et au-delà.

TABLEAU 3.8.
INDICATEURS CONSOLIDÉS DE FLUX ET DE BILAN D'ÆGIDE

	2009	2010	2011	2012	2013
Structure des Flux					
EBITDAR en % du Chiffre d'Affaires	15,1%	19,1%	16,9%	22,2%	23,3%
Taux de Distribution de Résultats	0	18,3%	24,9%	58,1%	50,3%
Couverture des Charges Fin. des Emprunts Nettes par l'EBITDA	16,0	41,0	25,9	24,2	6,0
Couverture des Charges Fin. des Emprunts Nettes par l'EBIT	12,3	37,2	21,2	13,0	6,0
Emprunts Fin. / (Rés. Net Retenu + Amort.)	6,4	3,5	4,3	9,0	12,2
Emprunts / Chiffre d'Affaires	0,4	0,2	0,2	0,3	0,4
Structure du Bilan					
Autonomie Financière	12,7%	16,6%	18,6%	18,1%	22,2%
Intérêts Minoritaires / Actif	3,5%	2,9%	4,3%	3,7%	1,8%
Passif Total / Total de l'Actif	83,8%	80,5%	77,2%	78,2%	76,0%
Dettes Financières / Total de l'Actif	34,6%	19,1%	22,2%	27,2%	39,9%
Dettes Financières à Moyen et Long Terme / Actif Non Courant	80,7%	72,2%	53,5%	63,5%	60,3%
Bilan Fonctionnel (en Milliers d'Euros)					
Capitaux Permanents	15 531	28 958	49 176	61 863	65 702
Actif Non Courant	7 024	11 229	26 953	35 986	46 837
FONDS DE ROULEMENT NET (FRN)	8 508	17 729	22 223	25 877	18 865
Besoins Cycliques	39 162	68 615	49 445	66 749	76 989
Ressources Cycliques	15 745	43 404	36 684	38 754	32 773
BESOINS EN FONDS DE ROULEMENT (BFR)	23 416	25 211	12 761	27 995	44 216
Trésorerie Active Brute	4 352	15 909	32 043	23 968	14 510
Trésorerie Passive	19 261	23 391	22 581	26 086	39 861
TRÉSORERIE NETTE (TRN)	(14 909)	(7 482)	9 462	(2 118)	(25 351)
En % du Chiffre d'Affaires	(31,1%)	(10,0%)	7,2%	(1,8%)	(20,4%)
Variation du FRN	5 666	9 222	4 494	3 654	(7 012)
Variation des BFR	8 579	1 794	(12 450)	15 234	16 222
Variation de la TRN	(2 914)	7 427	16 944	(11 580)	(23 234)
En % du Chiffre d'Affaires	(0)	9,9%	12,8%	(9,6%)	(18,7%)

Notes:
 Montants arrondis.
 Comptes avec des reclassements faits par ARC Ratings pour l'analyse.

Sources:
 Les Rapports et les Comptes Consolidé d'Aegide.

La trésorerie disponible du Groupe a augmenté jusqu'à 2011 (pour atteindre 32,0 M€) avant d'être ramenée à 8,1 M€ en 2012 et à 9,5 M€ en 2013. Ces mouvements suivent l'augmentation des programmes en cours de travaux et celle du nombre de résidences ouvertes. Les besoins financiers, liés à la promotion immobilière découle de l'importance relative de cette activité dans le Groupe mais aussi de l'état d'avancement des programmes immobiliers en cours (voir section «Modèle d'entreprise»). On retiendra que l'enjeu pour le Groupe est d'attirer les investisseurs (le plus souvent des individuels) dès le processus de construction des programmes engagé.

Le financement de la promotion immobilière s'effectue par découvert bancaire, généralement d'une durée de deux ans. Les banques des sociétés de promotion immobilière du Groupe posent d'ailleurs, comme condition préalable à la mise en force de leurs concours financiers, un niveau de «pré commercialisation» d'au moins 50% et un niveau de fonds propres à apporter aux nouveaux projets de 8% à 12% du prix de revient selon les programmes. Au titre de ces concours, les SCI de promotion affectent à titre de gage et de nantissement toutes les sommes à recevoir au titre de l'opération. De même, les banques bénéficient pour chaque programme d'une hypothèque sur les immeubles faisant l'objet de ces concours.

La réussite de la stratégie du Groupe repose aussi sur sa bonne image chez ses partenaires bancaires. Un large pool bancaire participe au financement de l'activité de promotion.

A noter que les dettes de promotion immobilière incluant en plus des découverts bancaires, les comptes courants créditeurs des minoritaires et les montants mis en équivalence totalisent fin 2013, 5,5 M€ dont 3,6 M€ correspondent aux avances de marge distribuées par anticipation par les programmes mis en équivalence.

La dette à taux fixe ou assimilable (convertissable en taux fixe) représente 53% du total fin 2013.

Pour son activité de promotion immobilière, le Groupe Aegide dispose des polices d'assurances suivantes: responsabilité décennale; dommage ouvrages. Ces deux assurances obligatoires sont complétées par une assurance dommages-ouvrage en cours de travaux avec une option non obligatoire souscrite en plus pour tout risque chantier. Il existe enfin une police responsabilité civile promoteur.

Pour son activité de sous-location et de fourniture de services, le Groupe Aegide dispose d'une assurance multirisque professionnelle, qui comprend les pertes d'exploitation pour le montant réel de la perte de marge brute et frais supplémentaires d'exploitation par période de 24 mois à la suite d'un sinistre pris en charge au titre de l'une des garanties suivantes: incendie et risques annexes; tempêtes, grêle, poids de la neige sur les toitures; attentats et risques annexes; dégâts des eaux ou autres liquides; vandalisme; effondrement partiel ou total des bâtiments; catastrophes naturelles. En outre chaque résidence dispose de sa propre assurance multirisques.

4. LES PERSPECTIVES

CADRE GÉNÉRAL

Le Fonds Monétaire International (FMI) (World Economic Outlook d'avril 2014) prévoit pour 2014 la poursuite de la (très modeste) reprise économique en France avec une prévision de croissance du Produit Intérieur Brut (PIB) de 1,0% succédant à une croissance de 0,3% en 2013 et à une stabilisation en 2012. Ce rythme de croissance devrait s'accroître dans les années à venir, avec des prévisions à +1,5% en 2015 et à +1,9% en 2019. Pour la zone Euro, le FMI table sur 1,2% de croissance en 2014, 1,5% en 2015 et 1,5% en 2019.

Le déficit public français a été de 4,2% du PIB en 2013, une amélioration de 0,6% sur 2012 (les recettes publiques ont

augmenté de 1,1 point et les dépenses de 0,5 point). Cette contraction du déficit s'est poursuivie au cours des quatre années écoulées. Le déficit public français reste cependant excessif au regard des règles du Traité de Maastricht. Le taux des prélèvements obligatoires s'établissait à 44,7% du PIB en 2013, soit une hausse de 1,0 point par rapport à 2012. La dette publique progresse de 3,1 points par rapport au PIB et atteint 91,8%.

Les sept plus grandes banques commerciales françaises sont BNP Paribas, Groupe Crédit Agricole, Société Générale, Groupe Crédit Mutuel, Groupe BPCE, HSBC France, et La Banque Postale. À l'exclusion des banques étrangères établies en France (comme HSBC France) et celles liées à l'Etat (Caisse des Dépôts et Consignations, Banque Postale), les notations attribuées aux grandes banques françaises vont de A+, avec perspective stable, à A, avec perspective stable, selon l'information publique des Credit Rating Agencies.

GROUPE AEGIDE

Le Groupe Aegide présente pour la période 2014 – 2022 un business plan qui traduit en chiffres une stratégie de groupe fondée pour l'essentiel sur une croissance organique de celui-ci. L'internationalisation devant tendre progressivement vers un objectif de 10 à 15% du total des résidences situées à l'étranger.

ARC Ratings a procédé à l'analyse de ces chiffres pour la période entre janvier 2014 et juin 2020, correspondant à la durée de l'emprunt. Le business plan sur lequel a travaillé ARC Ratings prévoit un nombre élevé de livraisons de résidence seniors: 11 livraisons programmées en 2014, 10 en 2015, 13 en 2016, 16 en 2017, 18 en 2018 et en 2019 et 20 en 2020. La plupart de ces résidences sont déjà identifiées. Le principe de co-promotion sera maintenu même si le groupe ambitionne d'augmenter la part des promotions qu'il mène ou en tant qu'opérateur majoritaire.

Le parc des résidences en activité devrait passer de 36 unités fin 2013 à 136 fin 2020 (croissance moyenne annuelle d'environ 21,0%). Le Groupe table sur un nombre de résidences en phase de croisière en augmentation de 30,6% en 2013, de 36,6% en 2014, proche de 60% en 2015 et 2016, de 52,5% en 2017 et 2018 puis de 60% en 2020. Durant cette période, la part des services dans le chiffre d'affaire total devrait se maintenir autour de 58%. Le montant des loyers - occupants continuera de s'ajuster sur celui des investisseurs après application d'un coefficient multiplicateur moyen de 1,20x.

Le Groupe prévoit d'augmenter significativement son chiffre d'affaires consolidé pour atteindre 236,5 M€ en 2015, 477,6 M€ en 2018 et 550,3 M€ en 2020 (soit plus de quatre fois le chiffre de 2013). En tenant compte du développement de la promotion sur les prochaines années, la contribution de cette branche au chiffre d'affaires consolidé va s'accroître jusqu'en 2016 avant d'amorcer une baisse. L'activité d'exploitation devrait passer à son tour à 52,2% en 2019 et à 57,8% en 2020.

Le Groupe retient une hypothèse de marge de 9% pour son activité de promotion immobilière. Cette marge est inférieure aux marges dégagées entre 2011 et 2013. Compte-tenu de leur moindre contribution, le groupe prévoit d'ailleurs que la vente en bloc ne porte que sur une seule résidence en 2014, sur deux en 2015, puis sur un rythme de 3 par an à partir de 2018.

La partie «exploitation» devrait voir le ratio EBITDA/ chiffre d'affaires s'améliorer pour passer de 2% en 2013 à 9% en 2015 puis à 12% en 2016 (après cette date il devrait diminuer à 11% puis retrouver le niveau de 12% en 2020).

Le Groupe prévoit, grâce i) à l'amélioration de sa rentabilité, ii) à l'augmentation du nombre de résidences en phase de croisière, iii) à des économies d'échelle, de faire passer son EBITDA consolidée de 7,3 M€ en 2013 à 25,8 M€ en 2015, puis à 54,9 M€ en 2019 et à 62,5 M€ en 2020. Pour la branche «exploitation», l'EBITDA atteindrait 1,4 M€ en 2014, 9,9 M€ en 2015, 16,3 M€ en 2016, 18,8 M€ en 2017, 23,3 M€ en 2018, 28,2 M€ en 2019 et 37,5 M€ en 2020.

La quote-part de résultat des «mises en équivalence» se situera entre 3,8 M€ (2018) et 5,8 M€ (2020).

S'agissant de la dette consolidée, le business plan intègre l'émission de l'emprunt obligataire de 20,0 M€ en juillet 2014 avec remboursement «bullet» (in fine) en juillet 2020. Cette nouvelle source de financement permettra de faire face aux besoins de fonds propres des nouveaux programmes de résidences seniors avec services. Le business plan ne prévoit aucune augmentation de capital et une distribution de 40% du résultat net consolidé du Groupe. L'application de ce pourcentage permettrait au Groupe de verser environ 40 M€ de dividendes aux actionnaires (montant supérieur de 22,7 M€ au maximum autorisé dans les conditions de l'emprunt obligataire).

Dans le scénario de base retenu pour la période entre janvier 2014 et juin 2020, le résultat net avant impôt passerait de 8,9 M€ en 2014 à 49,0 M€ en 2020 soit un cumul de 207,5 M€ sur toute la période du business plan. Ce montant proviendra de l'activité de promotion à hauteur de 57,6% et de l'activité d'exploitation à hauteur de 34,3%.

Une analyse plus détaillée de ce scénario montre des flux de trésorerie liés au financement de -2,9 M€ en 2014, -10,3 M€ en 2015 et -8,9 M€ en 2017. Cette situation s'inversera à partir de 2016 avec l'apparition d'excédents de 5,3 M€ en 2016, 14,9 M€ en 2018, 14,8 M€ en 2019 et 4,1 M€ en 2020. Après avoir pris en compte l'augmentation, nette des remboursements, des dettes financières (67,1 M€), la trésorerie augmentera pour atteindre 96,7 M€ à fin de juin de 2020 (en supposant une répartition linéaire des variations de trésorerie sur l'année, hormis le remboursement de l'emprunt obligataire). Si ces hypothèses se vérifient, on devrait obtenir une trésorerie suffisante pour laisser une marge de sécurité au remboursement de l'emprunt obligataire.

S'agissant de la structure du capital, le scénario de base aboutit à une forte croissance des capitaux propres, l'hypothèse retenue étant de maintenir en réserve 60% des résultats nets futurs. Il en découlerait un renforcement progressif et modéré des ratios «capitaux propres - incluant les intérêts minoritaires - sur actifs»; ce ratio passerait de 22,6% à fin de 2014 à 35,4% à fin 2020. A noter que la limitation des distributions des dividendes conduira aussi au renforcement des capitaux propres.

L'augmentation de la marge brute d'autofinancement permettra l'amélioration en parallèle du ratio de couverture de la dette financière du Groupe.

ANALYSE DE SENSIBILITE EFFECTUEE PAR ARC RATINGS SUR LA CAPACITE DU GROUPE AEGIDE A GENERER DES CASH FLOWS

La marge brute d'autofinancement du Groupe est conditionnée par plusieurs facteurs ayant une incidence sur son niveau d'activité et sur sa rentabilité.

Parmi ces facteurs, figurent:

- la poursuite de la demande de la clientèle pour le produit «RSS» de Domitys, malgré une forte concurrence, même si le Groupe se différencie avec un niveau de prestations de services haut de gamme proposés à des tarifs raisonnables;
- la consommation d'une large palette de services disponibles par les résidents;
- la capacité à attirer de nouveaux investisseurs et à les fidéliser; et
- des éventuels changements de réglementation, légale ou fiscale dans un contexte de difficultés économiques et budgétaires en France, surtout après 2016.

Il est à noter que presque 70% du total des résidents des résidences du Groupe sont des femmes. Ce pourcentage devrait se maintenir. Or, le marché du travail s'est durant ces dernières décennies ouvert de plus en plus aux femmes qui ont de ce fait eu des carrières complètes, ou en tout cas plus longues qu'autrefois, ce qui entraîne des montants de retraite plus significatifs. Le niveau de vie dans cette catégorie de clientèle devrait donc croître avec le temps. Ce point est positif pour le Groupe et peut contrebalancer la baisse éventuelle du niveau général des retraites en France.

En période de crise, les opérateurs comme Aegide peuvent être confrontés à un double problème:

- rythme de commercialisation plus lent auprès des investisseurs, dû en partie à des difficultés pour trouver des financements bancaires; et
- délai de remplissage plus long, reflet de la dégradation de la conjoncture économique.

Il faut aussi noter que le cycle complet du produit «résidences seniors avec services» est particulièrement long. Dans un monde en perpétuel mouvement cela signifie que, si à un moment donné il faut freiner l'expansion pour des raisons diverses, le délai de réponse sera assez long.

Afin d'évaluer l'impact sur le Groupe d'une capacité d'autofinancement plus réduite, ARC Ratings a élaboré un scénario de stress.

Partant du scénario de base, nous avons envisagé la survenance simultanée - toutes choses étant égales par ailleurs:

- d'une réduction de 25,0% des marges de l'activité de promotion accompagnée d'un retard de 9 mois dans la construction et commercialisation des lots; et
- d'une réduction de 50,0% de l'EBITDA de l'activité d'exploitation pendant toutes les années.

L'impact de cette réduction et des changements sur le résultat annuel avant impôts serait de -0,7 M€ en 2014, de -8,4 M€ en 2015, de -13,2 M€ en 2016, de -19,3 M€ en 2017, de -29,8 M€ en 2018, de -17,1 M€ en 2019 et de -22,5 M€ en 2020.

Même dans un scénario de stress, le Groupe semble à même de générer une marge brute d'autofinancement de l'ordre de 64% du montant inscrit dans le scénario de base. En maintenant le même taux de distribution que dans le scénario de base, il découlerait une dégradation de la trésorerie du Groupe (-52,4 M€ tout au long de la période de 2014 à juin 2020 avec des dégradations annuelles comprises entre -4,2 M€ et -29,6 M€). Même dans ces circonstances, la trésorerie brute serait de 44,3 M€ avant le remboursement de l'emprunt obligataire en juin 2020. L'application de la limitation des distributions de dividendes prévue dans les conditions de l'emprunt obligataire permettrait de dégager un supplément de trésorerie de 3,8 M€ à cette date, situation encore compatible avec le remboursement de la dette.

Le Groupe pourrait aussi et en tout dernier recours céder une partie de ses actifs parmi lesquels i) un patrimoine de bâtiments entièrement refaits à neuf en centre-ville de Tours qui, sur la base de 3 000 € / m² vaudrait 7,9 M€; ii) un patrimoine près de 33 000 m² correspondant aux locaux d'exploitation des diverses résidences DOMITYS en exploitation qui, sur la base d'un rendement entre 6% et 7% permettrait de dégager une valorisation - retraitement fait de la dette - de 6 M€ à 10 M€; une solution intermédiaire pour le Groupe pourrait être d'ouvrir le capital de Dominvest à des partenaires; l'hôtel 4* sous enseigne Clarion (Choice Hotels) détenu en propre avec une valorisation moyenne de 6,8 M€ équivalant à 5,2 M€ déduction faite du solde de la dette à fin 2013. Par ailleurs, 6,6 M€ de marge de promotion immobilière sont aujourd'hui sécurisés (car correspondant à des programmes sur lesquels la commercialisation est suffisamment avancée pour couvrir le prix de revient de l'opération et constater une partie de la marge de promotion).

5. CONCLUSION

Aegide a été créé en 1995 et a développé en France un concept de résidences seniors avec services en phase avec les nouvelles attentes de la clientèle. Ce concept de nouvelle génération s'appelle DOMITYS et il a pris corps avec l'ouverture de la première résidence près de La Rochelle. Aegide qui exploite cette enseigne est devenue leader sur ce segment de marché.

Au bout d'une dizaine d'années d'activité sur ce marché, les fondateurs d'Aegide ont pris la décision, en 2006, d'ouvrir le capital à un actionnaire de référence, le groupe GCE Immobilier, pour accélérer le développement. Cette participation est détenue depuis 2007 par Nexity qui est devenu partenaire privilégié. Fin 2013, les trois dirigeants fondateurs détiennent ensemble 61,85% du capital et Nexity 38,15%. On retiendra la stabilité de l'actionnariat laquelle est renforcée par un pacte d'actionnaires prévoyant droit de préemption et clause anti dilution.

Le Conseil d'administration d'Aegide est composé des trois dirigeants-fondateurs et d'un représentant de Nexity (Directeur Général Adjoint Finances et Stratégie). Nexity est le premier acteur du secteur immobilier en France et détient un savoir-faire dans les métiers de l'immobilier, notamment dans la conception, la promotion et la construction.

Nexity est présent aussi sur le marché des résidences services pour étudiants (il en est même le leader). Le principal actionnaire de Nexity, avec 40,5%, est Caisse d'Epargne Participations S.A. (Groupe BPCE noté A, avec perspective stable, par Fitch Ratings; A, avec perspective négative, par Standards & Poors; et A2 avec perspective négative, par Moodys Investors Service).

Le savoir-faire du Groupe Aegide est reconnu dans ses métiers de la promotion immobilière et de la gestion - exploitation des résidences services. Promotion et exploitation créent des synergies que le Groupe prend soin de développer. Le groupe s'est fixé des objectifs ambitieux et il s'en donne les moyens malgré des apports limités en fonds propres et ce, grâce à ses initiatives de co-promotion, notamment avec Nexity.

Le concept des résidences seniors avec services contribue à apporter une réponse aux questions posées par le vieillissement de la société française. Ce concept repose donc sur une demande solide.

Le marché des seniors où opère le groupe présente lui-même un fort potentiel de développement, ce qui, naturellement, attire des nouveaux entrants, dont certains disposent même d'une assise financière importante.

Le modèle économique du Groupe Aegide tire néanmoins son originalité de sa capacité à transformer une activité à forte intensité capitalistique en une activité moins gourmande en capitaux, grâce au mécanisme des co-promotions, grâce aussi aux ventes des résidences aux investisseurs, pour la plupart des personnes physiques qui confieront ensuite et pour au moins 11 ans au groupe la gestion de leurs biens. La valeur de ces actifs immobiliers sous gestion se chiffre à 700 M€. Cette démarche a bien entendu été facilitée par des mesures successives de défiscalisation qui ont perduré en France, même dans les périodes budgétaires difficiles. Pour appliquer ce modèle d'entreprise le Groupe s'appuie sur un savoir-éprouvé et sur un management expérimenté.

Les résidents signent dans la plupart des cas avec AEGIDE des baux d'un an. L'exploitation des résidences doit aussi compter avec le risque de non renouvellement au bout de cette période des contrats avec les résidents même si ces contrats sont renouvelables par tacite reconduction et que les séjours en résidence durent 6 ans en moyenne.

Le parc géré par le Groupe Aegide est passé de 10 résidences en 2010, à 15 en 2011, à 25 en 2012 et à 36 en 2013. Aujourd'hui, le parc atteint 39 résidences. L'accélération du rythme des ouvertures de résidences en 2011 a généré un taux d'occupation (TO) en baisse de 7% par rapport à celui de 2010. Il est actuellement à 75% et devrait se maintenir à ce niveau malgré la poursuite d'un programme d'ouvertures assez élevé pour les prochaines années.

Fin 2013, le Groupe affichait 138,3 M€ de valeurs d'actifs, la part la plus importante étant imputable aux actifs liés à la production immobilière lesquels atteignent 77,0 M€. En outre, le Groupe possède en propre les espaces d'exploitation (26,0 M€ en 2013). Le ratio «capitaux propres + intérêts minoritaires / actif» du Groupe s'élève à 24,0% à la fin 2013. Dans une phase de croissance significative et de renforcement des fonds propres le retour sur capitaux propres (hors intérêts minoritaires) ressort à 11,7% en 2013.

Le Groupe Aegide présente pour la période 2014 - 2020 un business plan (scénario de base) où le parc des résidences gérées devrait bénéficier d'une croissance moyenne annuelle d'environ 21,0%. Fin 2020 le total de l'actif du Groupe

atteindra 366,5 M€ et, son ratio «capitaux propres + intérêts minoritaires / actif», 35,4%. Cette stratégie passe aussi par le développement d'une activité de promotion immobilière non dénuée de risques. La matérialisation de ces risques peut impacter sa capacité à honorer les engagements financiers à moyen et long terme qui sont l'objet de la notation. La qualité de gestion du Groupe et sa capacité à absorber les pertes éventuelles résultant de la matérialisation de ces risques seront donc déterminantes.

Dans les scénarios retenus pour la période 2014 - juin 2020, l'emprunt obligataire de 20 M€ à moyen terme fait écho aux besoins de financement à long terme nés d'une stratégie de développement sur un marché porteur. Le business plan du Groupe a été soumis par ARC Ratings à des stress et, même dans cette configuration, le Groupe conserverait une capacité à honorer intégralement l'emprunt obligataire de 20 M€.

ARC Ratings estime qu'Aegide pourra honorer à bonne date ses engagements financiers à moyen et long terme - emprunt obligataire d'un montant maximum de 20 millions d'euros (M€) inclus. La notation attribuée par ARC Ratings à ces engagements est BBB- avec perspective stable.

Dans la mesure où ils sont susceptibles d'influencer, directement ou indirectement, les cash-flows du groupe et, par conséquent, la capacité d'Aegide à honorer intégralement et en temps voulu ses engagements financiers à moyen et long terme, les facteurs suivants feront plus particulièrement l'objet d'un suivi attentif de la part d'ARC Ratings:

- Facteurs économiques pouvant avoir un impact significatif sur le chiffre d'affaires des résidences avec services et, du fait de leur nature, exogènes à la volonté et à la capacité du Groupe: situations budgétaires de la plupart des pays d'Europe, y compris la France, pouvant influencer i) le revenu moyen des personnes âgées et l'attribution des allocations logement aux personnes âgées (impact sur la demande de résidences et surtout sur la demande en services liés), ii) le revenu des investisseurs individuels ainsi que leur niveau d'imposition sur le patrimoine (impact sur les taux de rentabilité investisseur);
- Facteurs réglementaires susceptibles de gonfler les coûts d'entretien, d'amélioration et d'exploitation des résidences (nouvelles normes par exemple);
- Changement de politique et/ou de stratégie au sein de Nexity;
- Capacité et disponibilité des banques partenaires pour accompagner le développement du Groupe et variations, si défavorables, des taux d'intérêt;
- Intensification de la concurrence avec certains nouveaux acteurs qui voudraient entrer sur le marché et avec certains acteurs existants et désireux de capter de nouvelles parts de marché ;
- Facteurs inhérents au Groupe, incluant i) sa capacité à attirer les investisseurs et à les fidéliser (renouvellement des contrats avec ces mêmes investisseurs), ii) sa capacité à bien gérer les risques d'exploitation des résidences pour personnes âgées dans la phase actuelle de forte expansion de cette activité, iii) sa maîtrise du développement d'une activité de promotion immobilière non dénuée de risques, et, iv) sa capacité à absorber les pertes résultant de la matérialisation éventuelle de ces risques.

EMETTEURS À MOYEN ET LONG TERME

Risque Faible

AAA

Un émetteur noté «AAA» a la meilleure notation possible de Crédit Emetteur attribuée par d'ARC Ratings. Il est non seulement capable de démontrer une capacité extrêmement forte à satisfaire à ses obligations financières mais il bénéficie en outre d'un ensemble complet de circonstances qui font de la possibilité d'une défaillance un événement extrêmement improbable.

AA

Un émetteur noté «AA» a également une très grande capacité de satisfaire à ses obligations financières. Il présente très peu de différences par rapport aux émetteurs ayant la notation la plus élevée.

A

Un émetteur noté «A» a une assez forte capacité de satisfaire à ses obligations financières, mais il présente dans une certaine mesure plus de vulnérabilité aux changements d'environnement et de conditions économiques que les émetteurs mieux notés.

Risque Modéré

BBB

Un émetteur noté «BBB» présente une capacité adéquate de satisfaire à ses obligations financières. Cependant, des conditions économiques défavorables ou des changements subits dans son environnement sont plus susceptibles de mener à une capacité affaiblie de cet émetteur à satisfaire à ses obligations financières.

BB

Un émetteur noté «BB» présente une capacité raisonnable de satisfaire à ses obligations financières. Cependant, il est soumis à des incertitudes ou il est soumis à des conditions commerciales financières ou économiques défavorables susceptibles de provoquer une détérioration inattendue de sa capacité à respecter ses obligations financières.

Risque Élevé

B

Un émetteur noté «B» est plus vulnérable encore que les émetteurs notés «BB», en ce sens que sa capacité de satisfaire à ses engagements financiers risque fortement de se trouver entravée dans une conjoncture commerciale, financière ou économique défavorable ainsi d'ailleurs que sa volonté d'assurer le service de sa dette.

CCC

Un émetteur noté «CCC» se trouve dans une situation très fragile, et il devient ainsi très dépendant d'une conjoncture commerciale, financière ou économique favorable pour continuer de satisfaire à ses obligations financières.

Défaillance Imminente ou Effective

CC

Un émetteur noté «CC» est extrêmement vulnérable et risque très fortement de ne pas être capable de satisfaire à ses obligations futures, même s'il n'a pas encore eu des retards de paiements.

C

Le défaut de paiement apparaît imminent. Une procédure de restructuration de la dette peut être déjà enclenchée soit par voie amiable soit par voie judiciaire.

D

Une notation «D» est attribuée quand l'émetteur est en défaut de paiement.

Les notes de «AA» à «CCC» peuvent être modifiées par l'ajout d'un signe plus «(+)» ou d'un signe moins «(-)» pour établir le classement relatif au sein des principales catégories de notes. La mention d'une perspective (**positive**, **stable**, **négative** ou **en développement**) soulignent l'orientation potentielle d'une notation pendant la période de validité. Une perspective n'est pas nécessairement un prédicteur de changement de la notation ou un suivi futur avancé sur le calendrier.

* ARC Ratings a mis à jour ses définitions de notation le 18 juin 2013, le maintien de l'équivalence entre les notations avant et après la mise à jour.

EMISSIONS À MOYEN ET LONG TERME

Risque Faible

AAA

Une émission notée «AAA» a la meilleure notation possible attribuée par par d' ARC Ratings. La capacité de l'émetteur à générer dans le futur les cash flows nécessaires à la satisfaction des engagements liés à l'émission est considérée comme extrêmement forte. Il faudrait donc un concours hautement improbable de circonstances pour que les engagements liés à l'émission ne puissent pas être réglés en totalité et à bonne date.

AA

Une émission notée «AA» présente très peu de différences par rapport aux émissions les mieux notées. La capacité de l'émetteur à satisfaire aux engagements financiers découlant de son émission demeure très grande.

A

Une émission notée «A» est, dans une certaine mesure, plus vulnérable aux effets négatifs d'un changement de contexte ou de conditions économiques si on la compare aux émissions présentant une notation meilleure. La capacité de l'émetteur à satisfaire aux engagements financiers découlant de son émission demeure assez forte.

Risque Modéré

BBB

Une émission notée «BBB» présente nécessairement un ensemble adéquat de facteurs de protection. Des conditions économiques défavorables ou des changements subits dans l'environnement peuvent conduire à une capacité affaiblie de l'émetteur à satisfaire aux engagements financiers découlant de son émission.

BB

Une émission notée «BB» présente un ensemble relativement raisonnable de facteurs de protection. L'émetteur présente néanmoins le risque d'une détérioration de sa capacité de remboursement dans le futur en cas de retournement des conditions de son activité, du contexte économique ou financier. Il pourrait en découler une détérioration inattendue de sa capacité à honorer à bonne date les engagements liés à l'émission.

Risque Elevé

B

Une émission notée «B» est plus vulnérable qu'une émission notée «BB», en ce sens que l'émetteur qui, déjà, présente une capacité limitée pour satisfaire à ses engagements financiers risque bien, en cas de retournement des conditions de son activité, du contexte économique ou financier, de ne plus avoir cette capacité ni même la volonté d'assurer les engagements liés à l'émission.

CCC

Une émission notée «CCC» est très vulnérable et dépend donc totalement de conditions favorables à l'activité et d'une conjoncture commerciale, financière ou économique favorable pour faire face aux engagements liés à l'émission. En cas de survenance d'événement négatif touchant l'activité, le contexte économique ou financier il est très probable que l'émetteur perde toute capacité à satisfaire aux engagements financiers découlant de son émission.

Défaillance Imminente ou Effective

CC

Une émission notée «CC» est extrêmement vulnérable avec des délais de remboursement pouvant aller jusqu'à défaut partiel même si aucun retard de remboursement n'a été observé jusque là du fait par exemple de restrictions voulues par l'émetteur lui-même et, ceci, indépendamment des circonstances externes.

C

Une émission notée «C» se trouve confrontée à l'imminence d'une défaillance. La note «C» peut être utilisée pour désigner une procédure judiciaire ou assimilée déjà engagée pour autant que l'émission soit encore à jour des engagements liés à l'émission.

D

Une émission notée «D» est en défaillance de paiement.

Les notes de «AA» à «CCC» peuvent être modifiées par l'ajout d'un signe plus «(+)» ou d'un signe moins «(-)» pour établir le classement relatif au sein des principales catégories de notes. La mention d'une perspective (**positive**, **stable**, **négative** ou **en développement**) soulignent l'orientation potentielle d'une notation pendant la période de validité. Une perspective n'est pas nécessairement un prédicteur de changement de la notation ou un suivi futur avancé sur le calendrier.

* ARC Ratings a mis à jour ses définitions de notation le 18 juin 2013, le maintien de l'équivalence entre les notations avant et après la mise à jour.

ARC Ratings, S.A.

Rua Luciano Cordeiro, 123 – R/C Esq.

1050-139 Lisbonne

PORTUGAL

Phone: +351 213 041 110

Fax: +351 213 041 111

E-mail: arcratings@arcratings.com

Site: www.arcratings.com



Enregistrée comme agence de notation de crédit (Credit Rating Agency (CRA)) par l'ESMA - European Securities and Markets Authority, conformément au règlement (CE) n° 1060/2009 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 16 septembre, et reconnue comme External Credit Assessment Institution (ECAI) pour entreprises par le Banco de Portugal.

Les notations de crédit attribuées par ARC Ratings sont des opinions sur la capacité et la volonté d'une entité d'honorer en temps voulu et intégralement ses engagements financiers (capital et intérêts) objet de notation.

La(les) notation(s) attribuée(s) par ARC Ratings dans ce rapport a (ont) été demandée(s) par l'entité dont les engagements sont objet de notation.

Préalablement à l'attribution d'une notation de crédit, ARC Ratings fournit à l'entité dont les engagements sont objet de notation, de la documentation supportant la notation à attribuer (le rapport préliminaire pour discussion) lui donnant ainsi l'opportunité de clarifier ou de corriger quelque information inexacte afin que la notation attribuée soit la plus correcte possible. Les commentaires de l'entité dont les engagements financiers sont objet de notation sont pris en compte par ARC Ratings dans l'attribution de la notation.

Les taux de défaut historiques d'ARC Ratings sont disponibles sur le site public de European Securities and Markets Authority Central Repository (CEREP), site consultable via le site web cerp.esma.europa.eu / Cerep-web/. Suivant la définition donnée par ARC Ratings, le taux de défaut désigne la probabilité d'une défaillance sur tout ou partie du principal et de l'intérêt d'instrument de dette ou de survenance d'un événement remettant explicitement en cause la capacité d'une entreprise à honorer intégralement et à bonne date ses engagements financiers (cas d'insolvabilité par exemple).

Les notations ne constituent aucune recommandation d'achat ou vente, étant simplement un des éléments offerts aux investisseurs pour leur considération.

Au long de toute la période pendant laquelle les notations demeurent valables, ARC Ratings suit continuellement l'évolution de l'émetteur, pouvant même anticiper la date de réalisation du suivi. Ainsi, préalablement à l'utilisation de la notation par l'investisseur, ARC Ratings recommande sa confirmation, notamment en consultant la liste de notations divulguée sur son site www.arcratings.com.

Les notations sont appuyées sur des informations recueillies auprès d'un ensemble élargi de sources d'information, en particulier celle fournie par l'entité dont les engagements financiers sont l'objet de notation, cette information étant utilisée et travaillée soigneusement par ARC Ratings. Malgré le soin mis dans l'obtention, dans le croisement et dans le traitement de l'information aux fins de l'analyse de notation, ARC Ratings ne peut pas être tenue responsable de sa véracité, bien qu'il soit exigible de la part d'ARC Ratings un niveau minimum de qualité de l'information pour procéder à l'attribution des notations.

Dans le processus de notation, ARC Ratings adopte des procédures et des méthodologies en vue d'assurer la transparence, la crédibilité, l'indépendance et que l'attribution des notations ne soit pas influencée par des situations de conflit d'intérêt. Les exceptions à ces principes sont divulguées par ARC Ratings en même temps que la notation sur l'engagement financier.