

# Promoteur Immobilier Z

---

Projet de financement de 10M€

**Avertissement : Ce document est un exemple d'une note de crédit de 35 pages réalisée par NotaBene Coporate**

# Table des matières

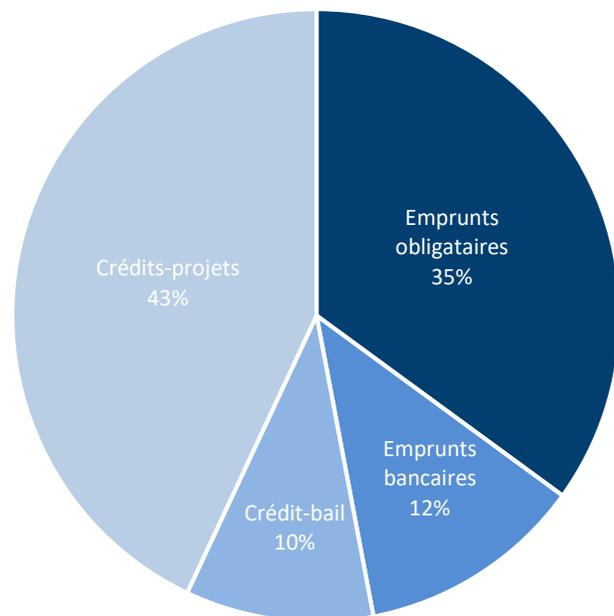
Détail du projet de financement .....	3
Objectif de l'opération .....	3
Détail de l'opération.....	4
Emissions récentes .....	5
Synthèse .....	6
Opinion de crédit dans le cadre d'une offre non publique (échelle S&P à titre d'information).....	7
Présentation synthétique.....	8
Métier et offres .....	10
Description de l'activité.....	10
Modèle économique .....	12
Ressources financières .....	14
Bilan économique.....	16
Perspectives et plan d'affaires .....	18
Carnet de commandes .....	18
Plan d'affaires de la direction.....	21
Plan d'affaires dégradé.....	23
Analyse des risques .....	25
Annexes.....	29
Ratios de solvabilité.....	29
Concurrence .....	30
Contact .....	35

## Détail du projet de financement

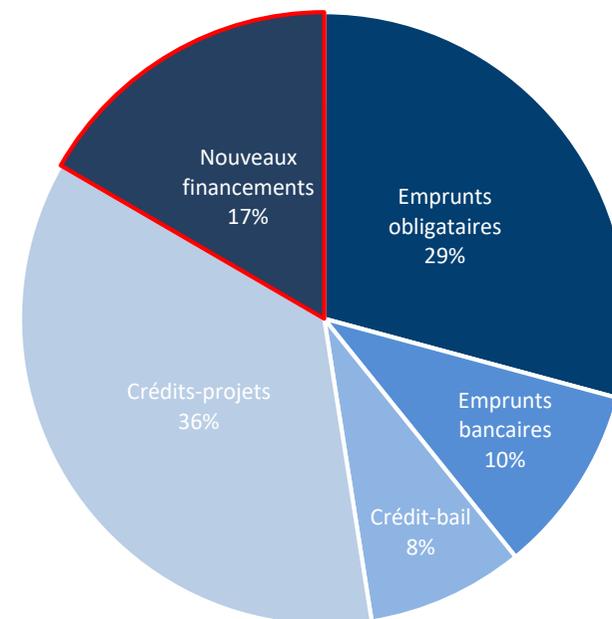
### OBJECTIF DE L'OPERATION

Le financement a pour objectif i/ de répondre au développement moyen terme du groupe Z qui a l'ambition d'accroître la taille et le nombre de ses programmes (Cf croissance forte de son carnet de commandes), ii/ de remplacer l'appel à la ressource « equity » mise à disposition par des tiers au niveau des SCCV et refinancer certains de ces intérêts minoritaires existants dans les sociétés de projet afin de maximiser la remontée de marges à la société mère et iii/ si recharge(s) possible(s) à 1 et/ou 2 ans, faciliter le refinancement de l'emprunt obligataire de 15M€ dont l'échéance est décembre 2018.

Dette brute au 31/12/2017



Dette brute proforma post opération



Source : Société Z

## DETAIL DE L'OPERATION

Après étude de la situation d'exploitation de la société Z, de sa solidité financière, de la composition de son passif financier, de ses actifs et filiales, de l'environnement concurrentiel et légal, et de l'actualité sur les dernières levées de fonds (en dette) dans le secteur nous préconisons la structuration suivante avec les commentaires particuliers suivants :

- ▶ Format : L'émetteur est ouvert à tous formats, bancaire ou obligataire.
- ▶ Garantie : XXXX

	Société Z
Type	Prêt bancaire
Montant	10 M€
Recharge(s)	+5 M€ mi-2018 et +5 M€ mi-2019 subordonné à CA 2017 > 150 M€ et CA 2018 > 170 M€ et évolution des capitaux propres conforme (cf covenants)
Durée	7 ans
Taux	Fixe / 6%
Paiement des intérêts	Semestriel
Remboursement	In fine
Rang	Senior pari passu avec dettes existantes Senior sur endettement futur si recharges opérées par le même financeur
Call émetteur	Aucun
Call porteur	En cas de changement de contrôle de la Société Z
Remboursement anticipé volontaire	« Non call » de 6 ans
Garanties	XXX
Covenants	i/ Ratio Dette nette / EBITDA < 3 ii/ Ratio Dette nette / Fonds propres < 2
Engagements	Maintenir la communication financière au niveau de celui exigé aujourd'hui par Euronext pour la cote de l'action Société Z (en cas de retrait de la cote ou de changement de place de cotation).

## EMISSIONS RECENTES DES PROMOTEURS IMMOBILIERS

<b>Société A</b>			
<b>Date</b>	<b>mars-14</b>	<b>mai-17</b>	<b>mai-17</b>
Type	Obligation	Obligation	Obligation
Durée (années)	5	7	8
Montant (MEUR)	370	50	100
Taux	7.00%	2.88%	3.20%
Prime émission			

<b>Société B</b>			
<b>Date</b>	<b>juil-13</b>	<b>mars-15</b>	<b>déc-17</b>
Type	Obligation	Obligation	Obligation
Durée (années)	6	4.3	6
Montant (MEUR)	7.3	7.6	7.8
Taux	9.00%	9.00%	6.00%
Prime émission			

<b>Société C</b>					
<b>Date</b>	<b>janv-13</b>	<b>juin-14</b>	<b>mai-16</b>	<b>juin-17</b>	<b>juin-17</b>
Type	Obligation	OCEANE	OCEANE	Obligation	Obligation
Durée (années)	6	5.5	6.6	6.5	8
Montant (MEUR)	200	180	270	30	121
Taux	3.75%	0.63%	0.13%	2.05%	2.60%
Prime émission		35%	35%		

<b>Société D</b>						
<b>Date</b>	<b>nov-12</b>	<b>oct-14</b>	<b>déc-15</b>	<b>déc-15</b>	<b>mai-17</b>	<b>mai-17</b>
Type	Obligation	Obligation	Obligation	Obligation	TSSDI	Obligation
Durée (années)	5	5	4.5	6	Perpétuelle	5
Montant (MEUR)	11.7	6.8	7.2	7	12.3	22.1
Taux	7.00%	7.00%	6.75%	7.20%	9.75%	6.25%
Prime émission						

## Synthèse

- ▶ **Le risque de crédit au niveau des programmes immobiliers en portefeuille est limité en raison du mode opératoire qui implique notamment un niveau de réservation de plus de 45% avant le lancement du programme et la prise en compte de marge de manœuvre par rapport à l'objectif de rentabilité cible moyen pour les projets**
- ▶ **Les principaux risques pouvant avoir un impact sur la capacité du groupe à honorer ses engagements financiers concernent la rotation des stocks (nombre de lots vendus) qui doit être suffisante pour amortir les charges de structure.**
- ▶ **Si le développement du groupe Z est consommateur de BFR, un ralentissement de la croissance s'accompagne rapidement d'une amélioration de la trésorerie. Dans notre scénario (hors croissance importante ultérieure), le groupe devrait être en mesure de dégager un FCF positif à compter de 2020.**
- ▶ **Le groupe dispose d'un endettement hors dettes projets relativement limité de 7M€ à fin 2016, correspondant à un gearing de 38%. En intégrant la dette projets, le gearing monte à 85% mais le risque sur ces emprunts est limité dans la mesure où : i/ ils sont couverts par les biens en construction ; et ii/ ils sont émis pour une durée de 24 mois maximum et par conséquent subissent peu le risque de taux.**
- ▶ **Au global, nous estimons que compte tenu de la sensibilité modérée/moyenne de l'entreprise à l'environnement économique, financier et réglementaire et sa taille (CA<250M€), le risque de crédit est « fair MM4 » (voir échelle d'opinion dans le cadre d'une offre non publique en page suivante).**

OPINION DE CREDIT DANS LE CADRE D'UNE OFFRE NON PUBLIQUE (ECHELLE S&P A TITRE D'INFORMATION)

	S&P	S&P	NotaBene Corporate
Excellent	MM1	The company has a very strong capacity to meet its financial commitments relative to other mid-market companies. Companies rated at this level are less susceptible to the adverse effects of changes in circumstances and economic conditions than other mid-market companies.	Risque de crédit minime. La société a une très forte capacité à respecter ses engagements financiers.
Strong	MM2	The company has a strong capacity to meet its financial commitments relative to other mid-market companies. However, the company is somewhat more susceptible to the adverse effects of changes in circumstances and economic conditions than entities in higher category.	Faible risque de crédit. La société a une forte capacité à respecter ses engagements financiers.
Satisfactory	MM3	The company has a good capacity to meet its financial commitments relative to other mid-market companies. However, adverse economic conditions or changing circumstances are more likely to lead to a weakened capacity of the entity to meet its financial commitments.	Risque de crédit limité. La société a une bonne capacité à respecter ses engagements financiers, atténuée par une sensibilité aux changements de l'environnement économique, financier et réglementaire.
Fair	MM4	The company has an adequate capacity to meet its financial commitments relative to other mid-market companies. However, it is more exposed to adverse economic conditions or changing circumstances than companies with a higher MME.	Risque de crédit modéré. La société présente une sensibilité accrue à l'environnement économique, financier et réglementaire.
Fair	MM5	The company has reasonably adequate capacity to meet its financial commitments relative to other mid-market companies. It faces ongoing uncertainties or exposure to adverse business, financial, or economic conditions, which could result in an inadequate capacity on the part of the entity to meet its financial commitments.	Risque de crédit moyen. La société présente une sensibilité forte à l'environnement économique, financier et réglementaire.
Weak	MM6	The company has a weak capacity to meet its financial commitments, although it is less vulnerable than mid-market companies with a lower MME. Adverse business, financial or economic conditions are likely to impair the entity's capacity or willingness to meet its financial commitments.	Risque de crédit élevé. La société présente une sensibilité très forte à l'environnement économique, financier et réglementaire, mais une capacité à respecter ses engagements à court terme.
Vulnerable	MM7/MM8	MM7. The company is currently vulnerable to defaulting and is dependent upon favorable business and financial conditions to meet its financial commitments. In the event of adverse business, financial or economic conditions, the obligor is not likely to have the capacity to meet its financial commitments. MM8. The company is currently highly vulnerable to nonpayment of its financial commitments. We expect default to be a virtual certainty, either through a missed payment, a distressed exchange, or a similar debt restructuring, or a bankruptcy filing.	Spéculatif. Société vulnérable dépendante d'un environnement économique, financier et réglementaire favorable pour respecter ses engagements.
Vulnerable	MMD	The company has either failed to pay one or more of its financial obligations when due, or it has been placed into bankruptcy, or it has completed a distressed exchange or similar debt restructuring.	Risque très élevé de défaut de paiement, ou en situation de défaut de paiement.

## SYNTHESE MARCHE DE LA CONSTRUCTION EN FRANCE

Les tendances du marché du logement neuf sont influencées à la fois par des données structurelles (besoins de logements, réserve foncière, coût de la construction) et des éléments plus conjoncturels comme la situation économique du pays (croissance du PIB, taux de chômage) et l'évolution des taux d'intérêt. A cela s'ajoutent les mesures d'incitation fiscale qui depuis 2010 ont été nombreuses avec des impacts plus ou moins marqués.

### 📍 ACCROISSEMENT DU BESOIN DE LOGEMENTS

Fondamentalement, la demande existe en France. Premièrement, pour des raisons de démographie, puisque la population française augmente (73,6 millions d'habitants estimés en 2060 par l'INSEE contre 65 millions en 2011) sous les effets conjugués d'un taux de fécondité proche de 2, d'un allongement de l'espérance de vie et un solde d'immigration positif. Parallèlement la taille moyenne des ménages diminuant (2,9 personnes en 1975 à 2,3 en 2010), le nombre de ménages en France devrait poursuivre sur un rythme de croissance annuelle moyenne de 1,3% d'ici 2030 selon différentes sources regroupées par Nexity (de 21,5 millions en 1990 à 31,9 millions en 2030<sup>e</sup>).

Autre facteur positif, la part des ménages propriétaires est de seulement 58% en France à comparer à 82% en Espagne, 66% aux Etats-Unis ou 65% au Royaume-Uni.

### 📍 TAUX DES CREDITS IMMOBILIERS AU PLUS BAS

Selon les données de l'Observatoire du Crédit Logement, au deuxième trimestre 2017, les taux des prêts du secteur concurrentiel (hors assurance et coût des sûretés) se sont établis à 1,56% en moyenne (1,59% dans le neuf et 1,58% dans l'ancien). Depuis décembre 2016, les taux ont augmenté et termine à un niveau comparable de celui de l'été 2016. L'observatoire constate que si leur niveau reste sur un point bas, la demande a du mal augmenter compte tenu de prix d'immobilier qui sont devenus élevés. Cette baisse des taux permet également aux emprunteurs de réduire leur durée d'emprunts qui se situe en moyenne à 215 mois.

### 📍 HAUSSE COÛT DES LOGEMENTS NEUFS

Après avoir progressé à un rythme soutenu en 2016 (+ 4.4 %), le coût des opérations réalisées par les ménages augmente toujours rapidement (+ 6.1 % sur le 1er semestre, en glissement annuel). Le coût relatif s'établit alors à 4.08 années de revenus au 2ème trimestre 2017 (contre 3.90 années de revenus il y a un an, à la même époque). Le coût relatif s'établit donc à son niveau le plus élevé constaté depuis le début des années 2000. En effet, les revenus des ménages qui réalisent ces opérations ne progressent toujours que modérément, à un rythme très inférieur à celui auquel le coût des opérations s'accroît. Sur le marché du neuf, la hausse des coûts des opérations réalisées qui est maintenant de près de 7 fois plus rapide que celle des revenus pèse sur les capacités de réalisation des projets immobiliers des ménages. Sur le marché de l'ancien, la hausse des coûts des opérations réalisées est aussi maintenant de 4 fois plus rapide que celle des revenus affecte les capacités de réalisation des projets immobiliers des ménages, et notamment les plus modestes.

**SITUATION ECONOMIQUE**

Nous ne reviendrons pas sur la faible hausse du PIB français ces dernières années, ni le niveau record du chômage depuis 10 ans. Dans ce contexte, les banques réclament un apport personnel minium et de solides garantis en termes d'emplois. Ces éléments, conjugués à des prix des logements qui ne baissent pas, se traduisent par une désolvabilisations de nombreux ménages.

**REDUCTION DES INCITATIONS FISCALES**

La croissance du marché du logement neuf en particulier collectif entre 2003 et 2008 a largement résulté de l'effet des lois de Robien puis Borloo pour l'investissement locatif. De même, la reprise au cours de l'année 2010 est venue non seulement de la baisse des taux des crédits immobiliers, mais aussi du soutien public destiné aux particuliers avec les aides à l'accession (PTZ, Pass Foncier) et l'incitation à l'investissement locatif à travers le régime Scellier-Carrez. A partir de 2011, le taux de réduction d'impôt lié à ce dispositif (25% en 2009 et 2010) a été lié aux performances énergétiques du logement : pour les logements répondant aux critères BBC 2005, le taux est passé à 22% en 2011, 13% en 2012 puis 13% en 2013, alors que les logements non BBC ont vu leur taux passé à 13% dès 2011 puis disparaître en 2012.

En 2013, l'avantage Duflot a pris la suite du Scellier. Mais, entre instabilité sur ses plafonds de loyers et impact psychologique négatif de la loi Alur (encadrement des loyers notamment), le dispositif fiscal n'a pas rencontré son public malgré ses 18% de réduction d'impôts. Lors de la création, début 2013, la ministre du Logement tablait sur 40.000 ventes aux investisseurs sur l'année. Ce sont finalement moins de 30.000 logements qui ont été achetés sous ce régime. Il a été remplacé

Historique des dispositifs fiscaux

