

# Immobilier résidentiel Espagnol

**Plus attractive**

AEDAS Homes | OC 31.0 €

**Moins attractive**

Metrovacesa | OC 8.00 €

## Résidentiel espagnol : le bon moment pour y entrer !

Date publication: 01/07/2021 17:37

Date rédaction: 01/07/2021 17:31

Cours 30/06/21	Reco	Dev.	Cours	OC
AEDAS Homes	Surperformance	EUR	23.30	31.00
Metrovacesa	Neutre	EUR	6.66	8.00
Neinor Homes SA	Surperformance	EUR	11.36	13.90

Next Events		
22/08/2021	AEDAS Homes	Q1 Sales
28/08/2021	Neinor Homes SA	Q2 Results
03/11/2021	Neinor Homes SA	Q3 Results
24/11/2021	AEDAS Homes	Q2 Results
09/02/2022	AEDAS Homes	Q3 Results

*Dans un marché résidentiel espagnol qui présente de nouveau des perspectives favorables en sortie de crise, nous initions le secteur de la promotion résidentielle espagnole avec une opinion Surperformance pour AEDAS Homes et Neinor Homes et Neutre pour Metrovacesa.*

### Résidentiel espagnol : des fondamentaux solides en sortie de crise

Le résidentiel espagnol offre aujourd'hui des fondamentaux solides dans les régions les plus dynamiques où opèrent AEDAS Homes, Metrovacesa et Neinor Homes. 1/ La crise immobilière de 2007 – 2013 y a tout d'abord été apurée et l'industrie sort de la crise sanitaire dans des conditions qui sont saines. 2/ Le déséquilibre actuel entre l'offre insuffisante et la demande de logements dans les régions les plus denses pourrait être renforcé par la baisse du nombre de mises en chantiers en 2020 et les futurs besoins de logements ces 15 prochaines années. 3/ Enfin, la reprise économique espagnole, la bonne solvabilité des ménages ainsi que l'intérêt grandissant des investisseurs institutionnels pour cette classe d'actifs devraient favoriser une bonne dynamique en 2022-23.

### AEDAS Homes : accroître et consolider son leadership en Espagne

Nous initions le suivi d'AEDAS Homes avec une opinion Surperformance et un OC de 31.0 € (potentiel +32%). Le jeune promoteur résidentiel, véritable pure player, vient de présenter son nouveau business plan à 5 ans qui vise à accroître et consolider son leadership dans la promotion résidentielle espagnole. Nous estimons que ses nouveaux objectifs (en particulier 1.4 à 1.5 Md€ de revenus en 03/26, soit 3 500 à 3 700 logements livrés / an en cible selon nos estimations) sont atteignables du fait de son positionnement et des bons fondamentaux du résidentiel espagnol et lui permettront d'afficher une croissance bénéficiaire soutenue (TMVA 20/22 CF +34% vs +12% pour Neinor). Nous valorisons le titre entre 26 € (scénario pessimiste) et 36 € (scénario optimiste) et notre objectif de cours à 31 € suggère un PE 03/23e de 9.7x pour un rendement 03/23e de 6.2% et offre le plus fort potentiel de hausse au sein du secteur espagnol.

### Neinor Homes : un profil de croissance à MT intéressant & prudent

Nous initions le suivi de Neinor Homes avec une opinion Surperformance et un OC de 13.9 € (potentiel +24%). Nous estimons que son projet de construire une plateforme résidentielle à part entière avec une activité de promotion (75% de l'EBITDA 24e), de la gestion locative (20%) et des services (5%) présente un profil de croissance à MT intéressant et prudent. Le renouvellement du contrat avec Kutxabank, non pris en compte à ce stade, serait un catalyseur important. Nous valorisons le titre entre 13.0 € et 14.6 €. Dans notre scénario central, notre OC à 13.9 € suggère un PE 21e de 9.5x, pour un rendement 21e de 4.6% alors que le titre se paye 7.7x le BPA 21 pour un rendement de 5.6%.

### Metrovacesa : maximiser le retour aux actionnaires sur 2021e-2024e

Nous initions le suivi de Metrovacesa avec une opinion Neutre et un OC de 8.00 € (potentiel +18.5%). Le promoteur détenu à près de 70% par Santander et BBVA, a notamment pour priorité de monétiser ses abondantes réserves foncières en en cédant une partie (i.e. c. 2x celles de ses pairs) en vue de maximiser le retour de cash à ses actionnaires dans le cadre de la normalisation de son activité. Nous estimons que cette stratégie est intéressante mais mérite à gagner en visibilité / track record. Nous valorisons le titre entre 6.50 € et 8.70 €. Notre OC à 8.00 € suggère un potentiel de hausse de 19% inférieur aux autres promoteurs.

Devise	Capi.Boursiere (M)	Opinion		Objectif de cours		BPA		PE (x)	
		Nouvelle	Ancienne	Nouveau	Ancien	2021e	2022e	2021e	2022e
AEDAS Homes	€	1 118	Surperformance	31.0		1.78	2.18	10.2	10.7
Metrovacesa	€	1 010	Neutre	8.0		0.15	0.22	44.4	30.4
Neinor Homes SA	€	909	Surperformance	13.9		1.46	1.43	7.8	7.9

**Florent Laroche-Joubert (Analyste)**

+33 (0)1 55 35 42 66

florent.laroche-joubert@oddo-bhf.com

**Nadine El Ouni (Analyste Associate)**

+33 (0)1 44 94 56 07

nadine.el-ouni@oddo-bhf.com



## Sommaire

<b>Des potentiels de revalorisation différents</b>	<b>3</b>
Une performance globalement en ligne qui pourrait se transformer en surperformance	3
Des multiples de valorisation cohérents par rapport aux pairs européens	4
AEDAS Homes et Neinor Homes en Surperformance, Metrovacesa en Neutre	6
 <b>Résidentiel espagnol : des fondamentaux solides</b>	 <b>9</b>
Un marché immobilier résidentiel espagnol assaini depuis la grande crise	9
Des fondamentaux à MT renforcés par la pandémie	14
 <b>Fiches Sociétés</b>	 <b>18</b>
AEDAS Homes	18
Metrovacesa	28
Neinor Homes SA	39



## DES POTENTIELS DE REVALORISATION DIFFERENTS

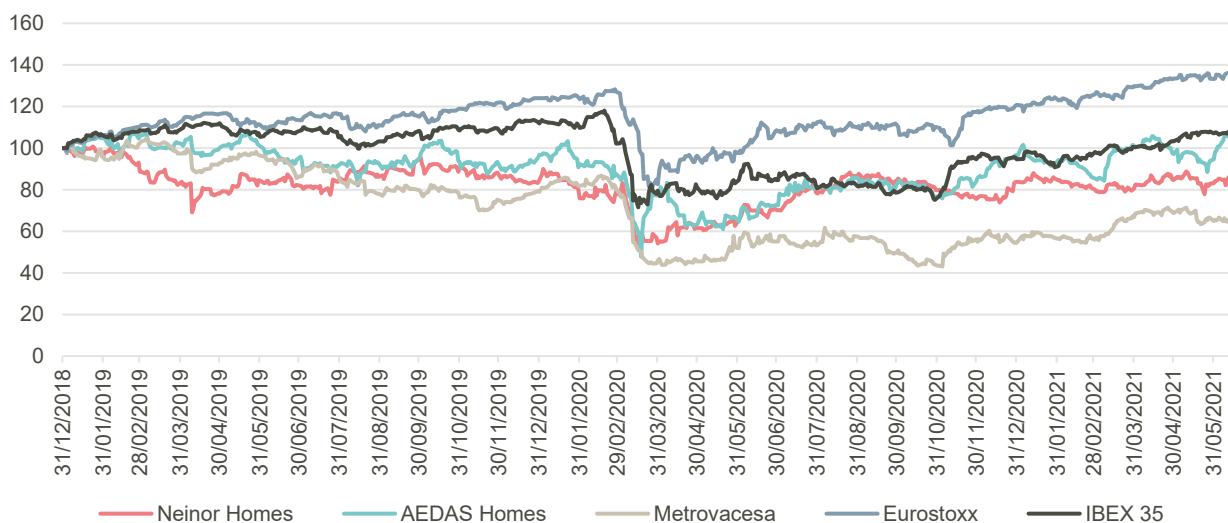
*Après une année 2020 perturbée par la pandémie, nous sommes attirés par le potentiel de reprise du résidentiel espagnol et ses perspectives de croissance qui sont confortées notamment par des indicateurs avancés bien orientés à fin mars.*

*Les sociétés de promotion résidentielle espagnoles offrent, selon nous des potentiels de revalorisation différents ainsi que des perspectives de croissance de CF qui diffèrent également. Nous initions AEDAS Homes et Neinor Homes avec une opinion Surperformance des objectifs de cours respectivement de 31 € et 13.9 € ainsi que Metrovacesa, avec une opinion Neutre et un objectif de cours de 8.0 €.*

### Une performance globalement en ligne qui pourrait se transformer en surperformance

Sur les périodes récentes (cf. tableau et graphe ci-dessous), les promoteurs résidentiels espagnols ont globalement connu des performances en ligne avec l'Ibex 35 mais de manière différente. Metrovacesa semble être la plus en retard depuis le début de la crise sanitaire mais elle devrait doublement profiter de la reprise du marché résidentiel que ce soit par son activité de promotion que par son activité de vente de réserves foncières. A l'opposé, AEDAS Homes a fait preuve d'une performance boursière beaucoup plus en ligne avec celle de l'Ibex 35.

**Performance boursière de Neinor Homes, AEDAS Homes et Metrovacesa vs EuroStoxx et Ibex 35 depuis 2019 (base 100)**



Graphique n°1 – Sources : FactSet, ODDO BHF Securities



**A noter les différences de performance entre les promoteurs résidentiels espagnols, français, allemands et britanniques.** Nous les expliquons par des contextes politiques, économiques et cycliques différentes. Ces différences nous confortent dans l'idée que le marché de la promotion résidentielle doit s'analyser localement en fonction de la croissance économique, les besoins de logements' appétit et la solvabilité des acheteurs (i.e. particuliers + investisseurs institutionnels) et les mesures politiques de soutien à la construction et/ou à l'accession à la propriété. Comme les investisseurs institutionnels qui y prêtent de plus en plus d'intérêt, **le résidentiel espagnol nous semble aujourd'hui à un niveau du cycle intéressant et un bon point d'entrée pour commencer à y investir.**

#### Performances boursières des promoteurs suivis et autres promoteurs européens de référence

En %	YTD	3 mois	6 mois	Depuis 19/02/20	2 ans	5 ans
<b>Promoteurs résidentiels espagnols</b>	<b>10.9</b>	<b>3.7</b>	<b>11.0</b>	<b>-0.2</b>	<b>-2.4</b>	<b>n.a</b>
Metrovacesa	17.8	-3.2	17.8	-25.5	-24.9	n.a
AEDAS Homes	11.6	5.6	11.1	15.4	12.7	n.a
Neinor Homes sA	3.1	8.7	4.1	9.4	5.0	n.a
<b>Promoteurs résidentiels français</b>	<b>11.0</b>	<b>2.0</b>	<b>10.5</b>	<b>-6.6</b>	<b>9.2</b>	<b>7.1</b>
Altea	6.8	3.7	5.5	-10.5	-1.7	11.7
Kaufman & Broad	13.1	1.2	13.0	-0.4	19.1	17.1
Nexity	13.1	1.2	13.0	-8.8	10.3	-7.6
<b>Promoteurs immobiliers allemands</b>	<b>23</b>	<b>9</b>	<b>20</b>	<b>2</b>	<b>38</b>	<b>n.a</b>
<b>Moyenne autres promoteurs résidentiels britanniques</b>	<b>11.2</b>	<b>1.7</b>	<b>9.8</b>	<b>-16.2</b>	<b>31.8</b>	<b>67.5</b>
<b>Ibex 35</b>	<b>10.4</b>	<b>5.0</b>	<b>9.1</b>	<b>-11.6</b>	<b>-3.1</b>	<b>10.0</b>
<b>Eurostoxx</b>	<b>14.8</b>	<b>6.4</b>	<b>13.9</b>	<b>8.3</b>	<b>21.4</b>	<b>50.6</b>

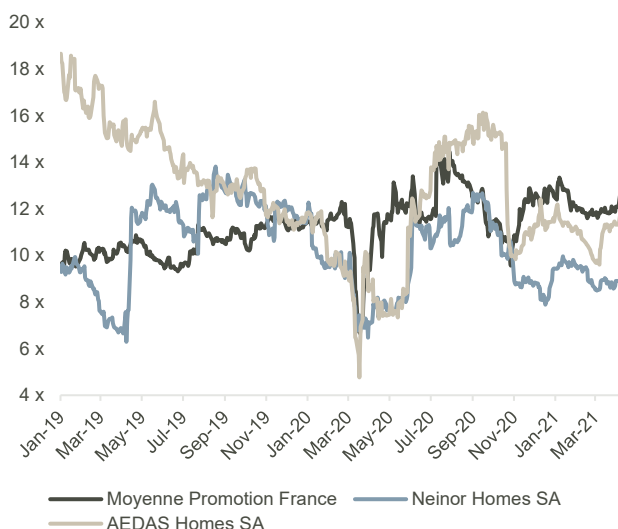
Tableau n°2 – Sources :FactSet, ODDO BHF Securities

## Des multiples de valorisation cohérents par rapport aux pairs européens

**AEDAS Homes, Neinor Homes nous semblent se traiter avec des multiples de valorisation PE et VE/EBITDA cohérents par rapport à leurs pairs européens :**

- Ils se traitent ainsi à 10.8x et 7.7x le PE 21e alors que ceux de Nexity et Kaufman & Broad s'établissent à 14.3x et 12.0x.
- Leurs ratios de VE/EBITDA 21e les valorisent respectivement à 8.3x et 8.7x alors que Nexity et Kaufman & Broad se traitent à 5.8x et 7.2x. Nous expliquons cet écart entre France et Espagne par le fait que les promoteurs espagnols détiennent davantage de réserves foncières que les français.

S'agissant de Metrovacesa, la lecture des multiples très élevés est faussée par le fait que le plus ancien des promoteurs espagnols détient presque deux fois plus de réserves foncières que les deux autres, dont il cherche à se séparer du surplus à CT-MT.


**PE historique de Neinor Homes et AEDAS Homes vs les autres promoteurs résidentiels français suivis**

**VE/ EBITDA historique de Neinor Homes et AEDAS Homes vs les autres promoteurs résidentiels français suivis**


Graphiques n°3 – Source : FactSet

**Les promoteurs résidentiels espagnols se payent globalement moins chers que les autres promoteurs résidentiels européens.** Nous expliquons cette différence par les disparités juridiques & réglementaires locales entre les pays (ex : les « options sur fonciers » possibles en France, ne fonctionnent pas ou sont compliquées en Espagne et au RU). En ce qui concerne l'Espagne, nous comprenons par exemple que les processus de développement de nouveaux logements sont plus longs qu'au RU et que la rotation du capital est donc légèrement plus lente.

**En Espagne, nos trois sociétés présentent des croissances de CF bien différentes sur 2020-2022e.** Nous les expliquons comme suit :

- **AEDAS Homes (TMVA CF 03-21/03-23e de +34%)** : forte croissance du nombre de livraisons sur la période : livraison de 3 000 logements en 03/23e vs 1 963 en 03/21.
- **Neinor Homes (TMVA CF 20/22e de + 12%)** : même si le nombre de livraisons devrait connaître une forte croissance (i.e. 2 500 unités livrées en 2022e hors Quabit vs 1 600 en 2020), nous ne prenons pas en compte le renouvellement du contrat avec Kutxabank à partir de mai 2022 et voyons un développement progressif de l'activité de gestion locative.
- **Metrovacesa (TMVA FCF ajusté 20/22e de + 161%)** : nous retenons le FCF ajusté tel que calculé par la société qui tient compte de nos projections de produit de cession des réserves foncières non-stratégiques et à partir duquel le management table sur un taux de distribution de 80%. La forte croissance du FCF ajusté s'explique par la sortie de crise sanitaire aussi bien en termes de hausse du nombre de livraisons (1 725 unités en 2022e vs 600 unités en 2020) qu'en termes de volume de cession de terrains (75 M€ en 2022e vs 16 M€ en 2020).

**Synthèse des comparaisons boursières de notre univers de couverture**

En %	TMVA du CF	VE/EBITDA (x)			P/CF (x)			TMVA ANR	Prime/ Décote vs ANR 2021e	Rendement div moyen	Tx distribution moyen
		20/22e	20	21e	22e	20	21e	22e			
<b>Moyenne AEDAS &amp; Neinor</b>	<b>23.0</b>	<b>12.5</b>	<b>8.5</b>	<b>9.1</b>	<b>10.7</b>	<b>9.25</b>	<b>7.62</b>	<b>4.7</b>	<b>-0.32</b>	<b>6.0</b>	<b>43.6</b>
AEDAS Homes	33.9	17.8	8.3	9.7	11.9	10.8	7.4	3.4	-30.1	6.9	43.3
Neinor Homes SA	12.1	7.2	8.7	8.5	9.6	7.7	7.8	6.0	-33.9	5.2	43.8
<b>Metrovacesa (*)</b>	<b>160.8</b>	<b>-127.5</b>	<b>37.0</b>	<b>29.1</b>	<b>33.0</b>	<b>7.2</b>	<b>5.4</b>	<b>-2.6</b>	<b>-57.1</b>	<b>10.6</b>	<b>126.1</b>
<b>Promoteurs résidentiels français suivis</b>	<b>22.5</b>	<b>9.4</b>	<b>8.4</b>	<b>7.8</b>	<b>14.6</b>	<b>12.65</b>	<b>12.00</b>	<b>1.1</b>	<b>16.5</b>	<b>3.3</b>	<b>78.5</b>
Altarea	8.2	11.8	12.1	11.3	10.6	11.6	11.4	1.1	16.5	5.7	69.2
Kaufman & Broad	34.2	11.4	7.2	6.5	18.1	12.0	12.0	n.a	n.a	2.2	91.4
Nexity	25.2	5.0	5.8	5.5	15.1	14.3	12.6	n.a	n.a	2.0	74.7

(\*) : le CF correspond au FCF ajusté pour Metrovacesa

Tableau n°4 – Source : ODDO BHF Securities



## Comparables boursiers Promotion en Europe

En x	VE/EBITDA		P/CF		Rendement div.	
	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e
<b>Moyenne AEDAS &amp; Neinor</b>	<b>8.1</b>	<b>7.5</b>	<b>10.4</b>	<b>9.9</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>
AEDAS Homes SA	9.7	8.5	11.9	10.2	5.4%	6.0%
Neinor Homes SA	6.5	6.5	8.9	9.6	6.9%	6.3%
<b>Metrovacesa SA</b>	<b>30.2</b>	<b>17.9</b>	<b>71.9</b>	<b>31.9</b>	<b>6.3%</b>	<b>8.1%</b>
<b>Promoteurs résidentiels français</b>	<b>6.5</b>	<b>5.9</b>	<b>13.1</b>	<b>10.8</b>	<b>5.7%</b>	<b>6.3%</b>
<b>Promoteurs immobiliers allemands</b>	<b>8.6</b>	<b>6.6</b>	<b>13.0</b>	<b>9.8</b>	<b>2.3%</b>	<b>3.4%</b>
<b>Promoteurs immobiliers anglais</b>	<b>8.1</b>	<b>7.4</b>	<b>11.1</b>	<b>10.0</b>	<b>4.5%</b>	<b>5.4%</b>
<b>Moyenne (hors Metrovacesa)</b>	<b>7.9</b>	<b>7.1</b>	<b>11.5</b>	<b>10.1</b>	<b>4.8%</b>	<b>5.5%</b>
<b>Médiane hors Metrovacesa)</b>	<b>7.7</b>	<b>6.7</b>	<b>11.2</b>	<b>9.7</b>	<b>4.9%</b>	<b>5.6%</b>
<b>Moyenne globale</b>	<b>9.8</b>	<b>8.1</b>	<b>16.4</b>	<b>11.9</b>	<b>4.8%</b>	<b>5.7%</b>
<b>Médiane globale</b>	<b>8.0</b>	<b>6.8</b>	<b>11.2</b>	<b>9.7</b>	<b>4.9%</b>	<b>5.8%</b>

Tableau n°5 – Source : FactSet

## AEDAS Homes et Neinor Homes en Surperformance, Metrovacesa en Neutre

Nous déterminons nos objectifs de cours à 12 mois via 3 méthodes complémentaires que nous pondérons en fonction de l'avancement dans le cycle immobilier et du profil de la société : DCF (pondéré à 40%), valorisation par l'ANR (20%) et DDM (40%).

Sur la base de nos travaux, AEDAS Homes et Neinor Homes offrent les plus importantes perspectives. En conséquence, nous initions ces deux titres à Surperformance tandis que nous initions Metrovacesa à Neutre.

## Synthèse de nos recommandations et nos valorisations

En €	Capitalisation boursière (M€)	Reco	Cours au 29/06/2021	OC à 12 mois	Potentiel	DCF (40%)	ANR (20%)	DDM (40%)	Rendement div. 2021e	Total Return sur 1 an
Metrovacesa	1 024	Neutre	6.75	8.0	19%	5.2	12.1	8.7	11%	30%
AEDAS Homes	1 130	Surperformance	23.55	31.0	32%	34.3	25.8	29.5	6%	38%
Neinor Homes sA	899	Surperformance	11.24	13.9	24%	14.1	14.0	13.5	6%	29%

Tableau n°6 – Source : ODDO BHF Securities

Nos trois méthodes de valorisation sont ici homogènes pour AEDAS Homes et Neinor Homes tandis que nous observons un écart sur la valorisation DCF de Metrovacesa que nous expliquons par rapport au fait que Metrovacesa dispose de réserves foncières abondantes par rapport à son niveau d'activité et table de maximiser le retour de cash aux actionnaires via le dividende.

## Un calcul de CMPC spécifique au secteur de la promotion résidentielle en Espagne

Nos actualisations de dividendes et de cash-flows s'appuient sur un calcul de CMPC qui prend en compte la spécificité du risque d'endettement dans l'immobilier ainsi que la typologie des actifs / de l'activité.

Nous calculons le bêta de chaque société en fonction de deux critères également pondérés :

- Le niveau d'endettement : LTV pivot (i.e. bêta à 1) de 20% pour la promotion immobilière.
- La typologie des actifs / de l'activité : nous avons fixé une fourchette de bêta représentant le niveau de risque de chaque classe d'actif immobilier ou type d'activité.



#### Fourchette de bêta par type d'actifs

Bêta par type de segment immobilier	
Promotion résidentielle espagnole	1,00-2,00
Résidentiel espagnol	0,5-1,5
Résidentiel français	0,5-0,75
Bureaux France	0,75-1,5
QCA	0,75-1,0
Reste paris et Périphérie Ouest	0,9-1,2
Autres bureaux	1,2-1,5
Centres commerciaux	0-75-1,5
Centres commerciaux (CC) Prime et rues commerçantes	0,75-1,2
Services & Hotels	1,0-1,75
Logistique	0,8-1,25

Tableau n°7 – Source : ODDO BHF Securities

Au final, nos bêtas ressortent à 1.37 pour Metrovacesa , 1.66 pour AEDAS Homes et à 1.69 pour Neinor Homes.

#### Calcul du CMPC

En %	Metrovacesa	AEDAS Home	Neinor Homes SA
Taux sans risque	0.18	0.18	0.18
Bêta	1.37	1.66	1.69
Prime de risque du marché	7.8	7.8	7.8
Côût des capitaux propres	10.9	13.1	13.3
Côût de la dette	2.05	2.14	1.33
Taux d'impôt	17.0	25.0	22.0
CMPC	9.92	11.12	10.84
Taux de croissance à l'infini	1.5	1.5	1.5

Tableau n°8 – Source : ODDO BHF Securities

### Trois méthodes complémentaires

Notre valorisation des promoteurs résidentiel espagnols s'appuie sur trois méthodes :

#### Un DDM (40%)

Une actualisation des dividendes futurs avec une sortie à l'ANR à 10 ans (pondération à 40% en raison de l'importance attachée aux dividendes à ce moment du cycle). Nous calculons cet ANR en intégrant la croissance des résultats des sociétés sur les 10 prochaines années ainsi que l'évolution des valeurs métriques.

#### Synthèse rendement par action et de la valorisation par l'actualisation des dividendes

En €	Cours au 29/06/2021	DPA 2021e	Rendement div 2021e	Coût du capital	Valeur DDM / action	Potentiel d'appréciation
Metrovacesa	6.75	0.76	11.2%	10.9%	8.7	29%
AEDAS Homes	23.55	1.53	6.5%	13.1%	29.5	25%
Neinor Homes sA	11.24	0.64	5.7%	13.3%	13.5	20%

Tableau n°9 – Source : ODDO BHF Securities





## Un ANR (20%)

### Synthèse de nos valorisations par l'ANR 22e

En €	Cours au 29/06/2021	ANR 2022e	Création de valeur du pipeline	Objectif par la méthode de l'ANR	Potentiel
Metrovacesa	6.75	12.1	0.0	12.1	79.8%
AEDAS Homes	23.55	25.8	0.0	25.8	9.4%
Neinor Homes sA	11.24	14.0	0.0	14.0	24.6%

Tableau n°10 – Source : ODDO BHF Securities

## Un DCF (40%)

### Synthèse de nos valorisations par actualisation des cash-flows

En M€	Metrovacesa	AEDAS Homes	Neinor Homes sA
Somme des cash-flows disponibles	788.3	1 046.7	659.6
+Valeur terminale	289.5	872.8	874.8
=Valeur d'entreprise	<b>1 077.9</b>	<b>1 919.6</b>	<b>1 534.5</b>
-Dette financière nette 2021e	286.9	387.0	403.1
-Minoritaires	0.0	-1.8	-0.3
=Valeur des fonds propres part du groupe	<b>790.9</b>	<b>1 530.8</b>	<b>1 131.1</b>
En € / action	<b>5.2</b>	<b>34.3</b>	<b>14.1</b>

Tableau n°11 – Source : ODDO BHF Securities

## Des objectifs de cours qui diffèrent selon la dynamique dans le résidentiel espagnol

En prenant en compte différentes hypothèses en termes de nombre de livraisons, prix moyen de vente, de volume de cession de réserves foncières non-stratégiques, nous valorisons AEDAS Homes, Metrovacesa et Neinor Homes selon trois scénarios :

### AEDAS Homes : objectifs de cours selon nos trois scénarios

En €	Base 2020	Scénario pessimiste	Scénario central	Scénario optimiste
Nombre de livraisons annuelles sur 03/22e-03/25e	1963	2940	2983	3200
Prix moyen de vente des lots sur 03/22e-03/25e (K€)	340	333	350	373
Marge d'EBITDA moyenne sur 03/22e-03/25e	19.8%	18.3%	20.0%	21.0%
<b>Objectif de cours</b>		<b>26</b>	<b>31</b>	<b>36.2</b>
<b>Potentiel</b>		<b>+10.4%</b>	<b>+31.6%</b>	<b>+53.7%</b>

Tableau n°12 – Source : ODDO BHF Securities

### Metrovacesa : objectifs de cours selon nos trois scénarios

En €	Base 2020	Scénario pessimiste	Scénario central	Scénario optimiste
Nombre de livraisons annuelles sur 2021e-2024e	601	1310	1750	1920
Prix moyen de vente des lots	217	258	286	315
Volume de cession total sur 2021e-2024e	15.8	320	425	510
Marge d'EBITDA moyenne sur 2021e-2024e	-6%	5.8%	7.9%	8.6%
FCF cumulé sur 2021e-2024e	27.8	575	875	1081
<b>Objectif de cours</b>		<b>6.5</b>	<b>8.0</b>	<b>8.7</b>
<b>Potentiel</b>		<b>-3.7%</b>	<b>+18.5%</b>	<b>+28.9%</b>

Tableau n°13 – Source : ODDO BHF Securities

### Neinor Homes : objectifs de cours selon nos trois scénarios

En €	Base 2020	Scénario pessimiste	Scénario central	Scénario optimiste
Nombre de livraisons annuelles sur 2021e-2024e	1603	2880	2951	3019
+Prix moyen de vente des lots	334	280	288	295
Portefeuille locatif : nombre d'unités opérationnelles à fin 2024e	0	2270	2350	4850
Services : renouvellement du contrat Kutxabank	23.6	non	non	oui
Marge d'EBITDA moyenne sur 2021e-2024e	17.6%	17.5%	17.5%	18.2%
<b>Objectif de cours</b>		<b>13.0</b>	<b>13.9</b>	<b>14.6</b>
<b>Potentiel</b>		<b>+15.7%</b>	<b>+23.7%</b>	<b>+29.9%</b>

Tableau n°14 – Source : ODDO BHF Securities





## RESIDENTIEL ESPAGNOL : DES FONDAMENTAUX SOLIDES

---

*Le résidentiel espagnol offre aujourd'hui des fondamentaux solides dans les régions les plus dynamiques (i.e. principalement Madrid, Catalogne, Andalousie, Com. de Valence, Canaries, Murcie, Baléares) où opèrent AEDAS Homes, Metrovacesa et Neinor Homes.*

*La crise immobilière de 2007 – 2013 y a tout d'abord été apurée et l'industrie sort de la crise sanitaire dans des conditions qui sont saines : le nombre de transactions est revenu à la normale et devrait s'accroître encore au S2 21 avec l'atteinte de l'immunité collective. Les prix des logements sont restés stables à ce stade en 2020 – 2021 et certains professionnels n'excluent pas une hausse en 2022 dans un contexte où le déséquilibre actuel entre l'offre et la demande pourrait être davantage renforcé par la baisse du nombre de mises en chantiers en 2020. Ainsi, Deloitte table, en 2021, sur une augmentation des volumes de 15% et une stabilité des prix de 0% avant +3% en 2022e.*

*Enfin, la reprise économique espagnole, la bonne solvabilité des ménages ainsi que l'intérêt grandissant des investisseurs institutionnels pour le résidentiel espagnol devraient permettre au secteur de s'inscrire dans une bonne dynamique en 2022 / 2023.*

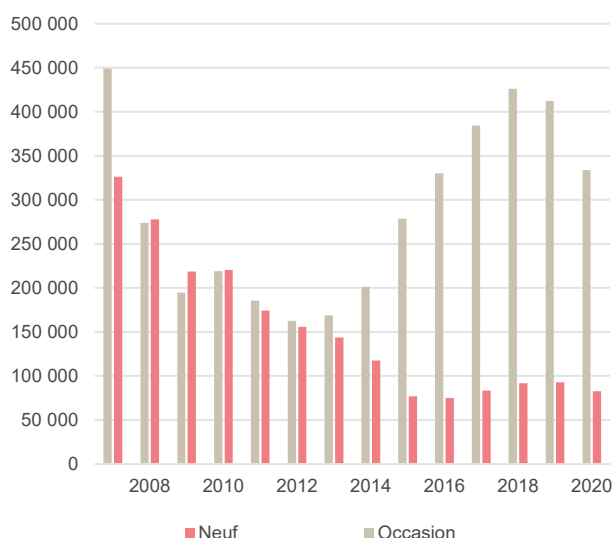
### Un marché immobilier résidentiel espagnol assaini depuis la grande crise

#### La crise immobilière de 2007 – 2013 a été apurée

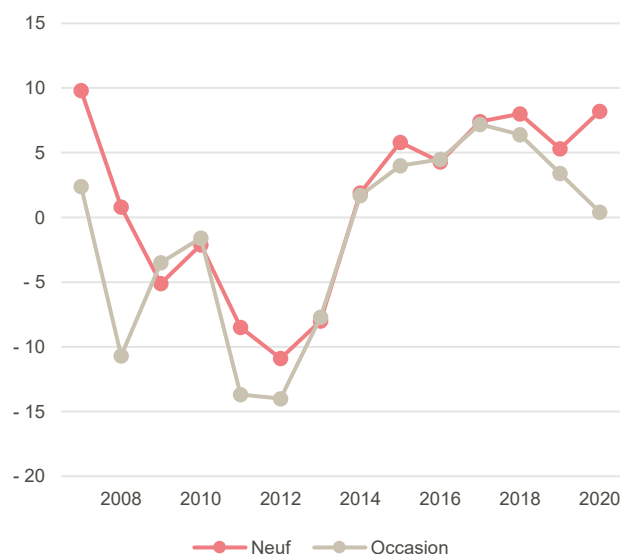
Au début des années 2000, l'Espagne a été une nouvelle fois victime du poids trop important qu'elle a laissé prendre à l'immobilier dans l'économie nationale. Déjà au milieu du XXe siècle, alors que le pays s'ouvre aux capitaux étrangers, le développement de l'économie espagnole s'appuie sur le bâtiment et le secteur du tourisme – lui-même fondé sur le bâtiment. En effet, les trois dernières périodes de forte expansion (1969-1974, 1986-1991 et 1998-2006), de l'économie espagnole sont systématiquement marquées par la prééminence du secteur immobilier, qui tire vers le haut les indicateurs nationaux. A l'inverse, durant les périodes de récession qui les suivent, ce secteur est à chaque fois l'un des plus sinistrés. Toujours est-il que les composantes de la crise actuelle sont parfaitement inédites et que le secteur immobilier a évolué ces dernières années. Pour ces raisons, les conséquences de la crise sur le secteur immobilier espagnol ne sont pas aussi évidentes à appréhender que par le passé.



**Nombre de ventes de logements sur 2007 - 2020**



**Variation annuelle des prix sur 2007 -2020**



Graphiques n°15 – Source : INE

## Années 2000 : toutes les conditions réunies pour l'apparition d'une bulle immobilière

Des projets ubuesques voient le jour en Espagne et les promoteurs immobiliers se lancent à un rythme effréné dans la construction d'ensembles résidentiels non seulement sur les côtes où les complexes immobiliers croissent de manière exponentielle mais également en plein désert. L'expansion immobilière apparaît jusque très loin des côtes et des grandes villes. Elles touchent les zones les moins dynamiques du pays. A titre d'exemple, on peut citer le parc thématique « Le règne de Don Quichotte » qui, au beau milieu de la Manche, s'annonçait-il comme le « plus grand resort d'Europe » ou encore le « Manhattan de Seseña » qui aurait dû à terme constituer 13 500 logements. Ce dernier avait été pensé par un promoteur immobilier multimillionnaire qui avait agi de concert avec des élus locaux corrompus. Personne ne s'était attardé sur les questions d'infrastructures et d'équipements nécessaires au bon fonctionnement d'une ville, à tel point qu'aucune réflexion sur la garantie de ressources en eau suffisantes pour la consommation des futurs habitants n'avait été engagée. Cela ne constitue qu'un exemple parmi tant d'autres (villes inhabitées, aéroports fantômes, etc)

## 2008 : éclatement de la bulle immobilière

A partir de 2008, le marché fait état d'une diminution continue du nombre des transaction immobilières à la fois sur le marché du neuf et de l'occasion (à l'exception de 2010). Cette chute ne prendra fin qu'en 2013. Ainsi, entre 2007 et 2008, le nombre de ventes sur le marché de l'ancien a diminué de 39% passant de 449 000 ventes en 2007 à 274 000 en 2008. Sur la même période sur le marché du neuf, le nombre de vente baissait de 15%, de 326 000 à 278 000 ventes. Au moment de la reprise en 2013, le nombre de ventes dans l'ancien était seulement de 169 000 ventes, soit une chute de 62% en 6 ans. Le constat est le même dans le neuf 144 000 ventes en 2013, soit plus de 2 fois moins qu'à l'aube de la crise.



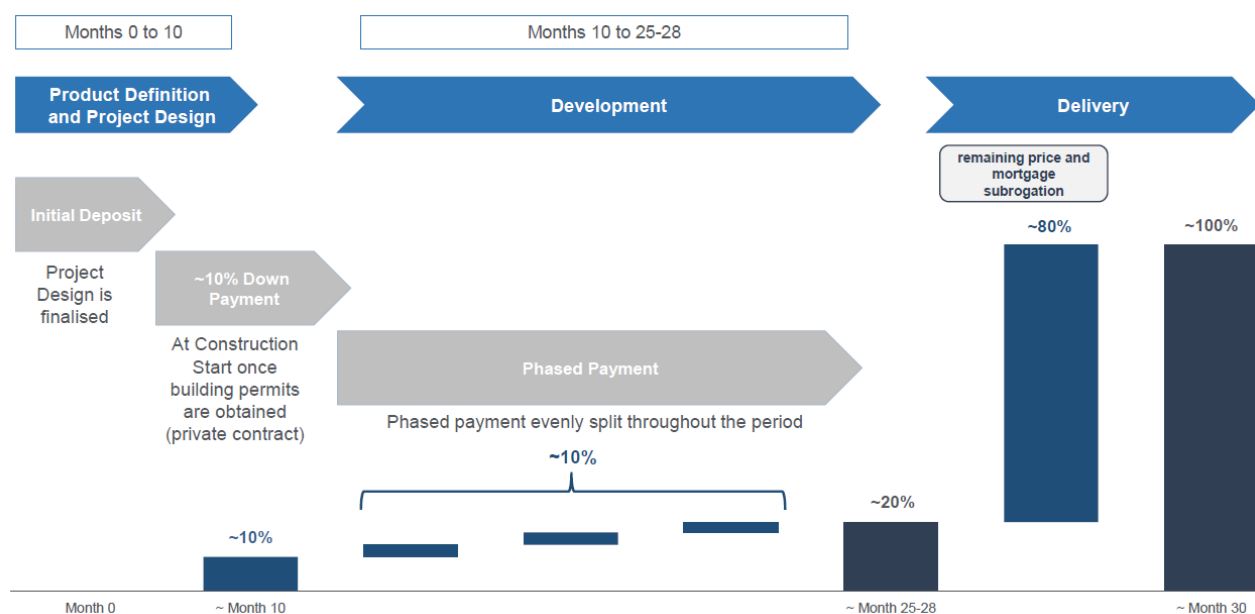
## 2014-2019 : le marché de l'ancien se redresse nettement tandis que celui du neuf repart timidement

Les transactions dans l'ancien ont affiché une croissance annuelle à 2 chiffres jusqu'en 2018 tandis que celles dans le neuf progressaient également mais plus timidement. L'évolution des prix s'est également nettement améliorée et l'indice n'a cessé d'être positif depuis 2014 à la fois sur le marché du neuf et de l'ancien qui ont tous deux suivis la même tendance. Cependant, on note un ralentissement de la hausse du prix, notamment sur le marché de l'ancien, à compter de 2017.

## Des process de promotion immobilière davantage muris et réfléchis

Depuis les scandales à répétition, le mode opératoire des promoteurs immobiliers s'est considérablement réformé. Les projets sont maintenant plus réfléchis et la réalisation prend entre 30 et 40 mois entre la phase d'analyse du marché, les business plans et la date de livraison. A titre d'exemple, la construction chez Metrovacesa ne démarre pas avant un délai de 9 à 14 mois suite à la décision en interne de lancer un projet. Cette période sert à préparer le design, le lancement du marketing ainsi que l'obtention du permis de construire qui n'est plus aujourd'hui pris à la légère par les autorités comme ce fut le cas dans les années 2000.

### Mode opératoire standard de la promotion résidentielle espagnole



Graphique n°16 – Source : AEDAS Homes

## Des conditions de marché qui restent saines en sortie de crise

La stabilisation amorcée en 2019 à la fois dans le neuf et dans l'ancien a été stoppée en 2020 avec la crise sanitaire. Si le début de l'année 2021 confirme cette diminution, on relève que les ventes et achats de logements en Espagne ont enregistré leur plus haut niveau depuis un an avec plus de 40 000 transactions en février, mars et avril 2021 avec des prix stables. **Ces chiffres encourageants devraient encore progresser notamment au cours du S2 2021 selon les professionnels de l'immobilier où un retour à la situation pré-COVID est attendu avec l'atteinte de l'immunité collective avant une normalisation en 2022.**



## 2020 : un 1<sup>er</sup> semestre très perturbé avant une amorce de reprise dès le 2<sup>nd</sup> semestre

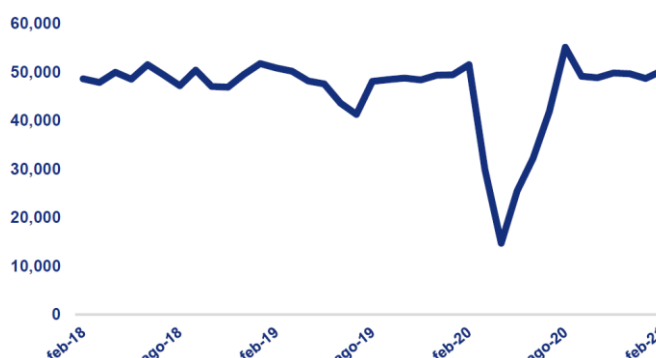
La crise sanitaire a fortement perturbé, comme attendu, la dynamique du marché résidentiel en Espagne sans véritablement la casser néanmoins. L'année 2020 peut d'ailleurs être scindée en deux avec tout d'abord une activité fortement perturbée au S1 20 par les 3 mois de confinement et des niveaux de préventes en baisse et des annulations en forte augmentation. Ensuite, les professionnels ont vu une reprise s'amorcer dès le S2 20 principalement via l'impulsion des investisseurs espagnols. Ainsi, plusieurs indicateurs montrent une résilience du marché résidentiel espagnol sur cette période comme 1/ les ventes de logements qui ont retrouvé leur niveau pre-COVID pour les résidences principales et 2/ une stabilisation des prix qu'on peut relier à l'ajustement de l'offre comme de la demande. Au final, les mises en construction ont diminué de 30% en raison de la prudence des promoteurs et des banques et la demande de nouveaux terrains a été vue en baisse durant toute l'année même si une amélioration a pu être notée par Metrovacesa au T4 2020.

## Une reprise des volumes de transactions qui se confirme au T1 21

La reprise des volumes de transaction amorcée au S2 2020 s'est confirmée au T1 2021 :

- **Une reprise plus soutenue dans le neuf vs ancien** : le nombre de transactions dans le neuf a été de +28,8% YTD sur les 4 1ers mois de l'année 2021, tandis que celles dans l'ancien n'ont augmenté que de +8,7%. Pour Metrovacesa, cette dynamique s'explique par la recherche des espagnols de logements plus spacieux, davantage en périphérie et avec plus de commodités qui correspond davantage à l'offre proposée dans le neuf par les promoteurs.
- **Une reprise soutenue essentiellement par la demande domestique** : les investisseurs étrangers représentent généralement une part importante des acheteurs dans le résidentiel espagnol (ex : 17% chez Metrovacesa, 10% chez AEDAS Homes). Toutefois la reprise constatée post-confinement est essentiellement portée par la demande domestique de résidences principales et en l'absence d'acheteurs étrangers ; ce qui peut être encourageant pour certains professionnels espagnols si on table sur le fait que le retour des étrangers permettra d'accentuer la reprise.

Nombre de transactions mensuelles de logements en Espagne



Graphique n°17 – Source : Notaries, Metrovacesa

La reprise du nombre de transactions est particulièrement marquée chez nos trois promoteurs :

- **AEDAS Homes poursuit sa montée en cadence** : le promoteur a vendu 617 unités au T1 2021 (i.e. BTS sales) dont 253 pour le seul mois de mars. Cela représente une hausse de +81% sur un an, +55% vs T4 2020 et +106% vs le T1 2019.



- **Neinor Homes a également repris sa dynamique de commercialisation** : l'opérateur immobilier talonne AEDAS Homes et a vendu 593 unités au T1 2021, soit des hausses de +68% yoy, +50% qoq et +94% vs T1 19.
- **Metrovacesa s'inscrit dans la même dynamique de reprise** : 407 unités ont été vendues sur le T1 21, soit des variations de +55% yoy, +68% qoq et -2.4% vs T1 19.

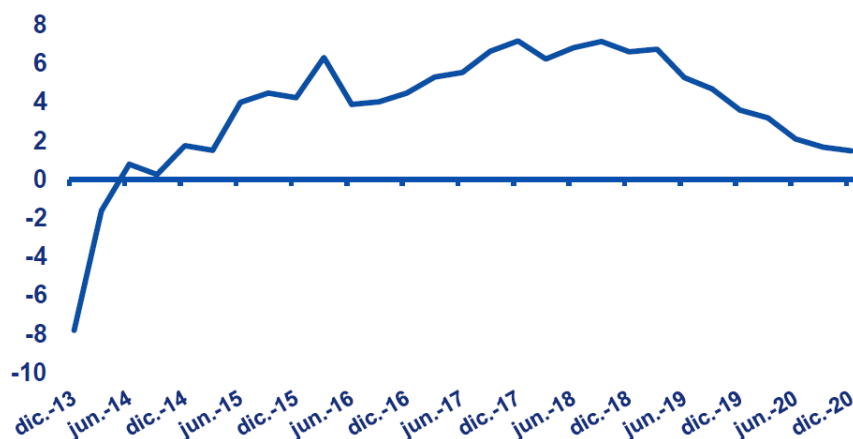
## Des prix qui restent stables début 2021

**En dépit de la situation sanitaire et économique du pays, l'évolution des prix dans le logement en Espagne demeure positive.** Selon l'INE, elle s'est élevée à +1.5% en 2020 au niveau national et s'inscrit dans une dynamique prometteuse en ce début 2021 à +0.5% à fin mars.

Selon les professionnels, cette stabilité des prix provient 1/ d'un ajustement de l'offre sur celle de la demande pendant la crise sanitaire, 2/ de conditions de financement qui restent attractives pour les particuliers (i.e. taux d'emprunts bas, épargne plus importante, solvabilité des ménages préservées par les mesures fiscales) 3/ un intérêt grandissant des investisseurs institutionnels pour le résidentiel.

**Selon le cabinet Deloitte, les prix pourraient rester stables en 2021 et augmenter de +3,3% en moyenne en 2022.**

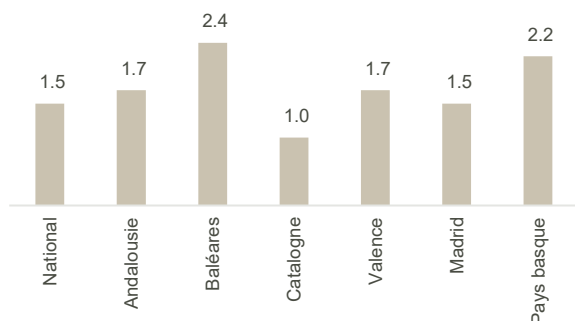
### Variation annuelle des prix résidentiels en Espagne (%)



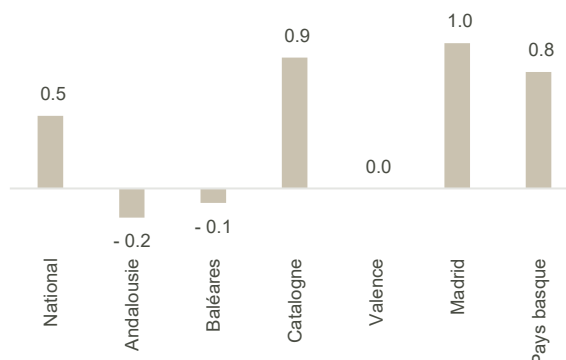
Graphique n°18 – Sources : INE, Metrovacesa

**L'évolution des prix par région montre une bonne résilience des régions les plus dynamiques où opèrent AEDAS Homes, Neinor Homes et Metrovacesa que ce soit sur 2020 ou le T1 2021 :**

### Variation des prix résidentiels par région en 2020 (%)



### Variation des prix résidentiels par région au T1 21 (%)



Graphiques n°19 – Source : INE



## Des fondamentaux à MT renforcés par la pandémie

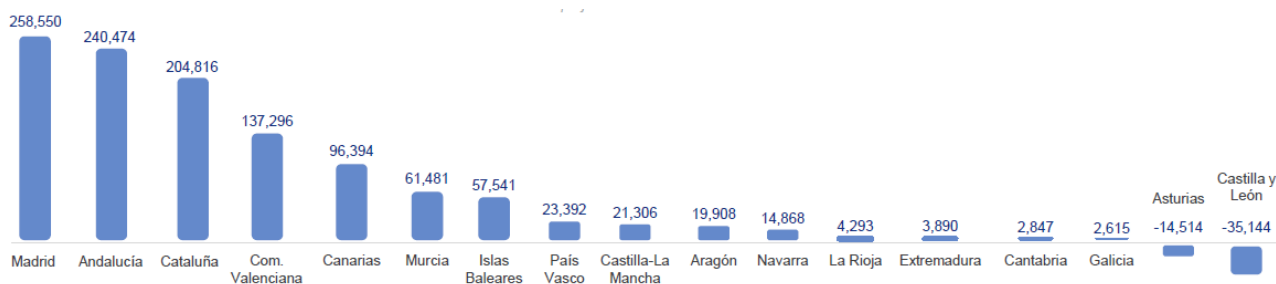
**Les fondamentaux du résidentiel espagnol se retrouvent renforcés par la pandémie.** L'industrie devrait tout d'abord continuer à bénéficier d'un environnement économique et démographique favorable où le besoin de logements va s'accroître au moins dans les 6 communautés espagnoles les plus dynamiques. Le déséquilibre entre l'offre disponible et la demande devrait donc se maintenir et peut-être même se renforcer en 2022 / 2023 avec la baisse de mises en chantiers pendant la crise sanitaire. La bonne solvabilité des ménages ainsi que l'intérêt grandissant des investisseurs institutionnels pour le résidentiel espagnol devraient être également des atouts pour AEDAS Homes, Neinor Homes et Metrovacesa pour atteindre leurs objectifs de développement / croissance.

### Une évolution économique & démographique favorable dans six des communautés autonomes d'Espagne

**Les acteurs de l'industrie résidentielle espagnole devraient bénéficier d'un environnement économique et démographique qui devrait continuer à leur être favorable ces 15 prochaines années :**

- **L'économie espagnole devrait surperformer les économies européennes** au cours des trois prochaines années (i.e. +4.6% en moyenne sur 2021-2024 vs +3.5% pour l'Union Européenne selon le FMI). En particulier, l'économie espagnole devrait créer 3 millions d'emplois d'ici 2023.
- **Une évolution démographique positive ces 20 dernières années** : la hausse de la population espagnole (47 millions d'habitants) a été régulière ces 20 dernières années et le nombre de ménages a augmenté encore plus vite (i.e. +27.5% pour 18.6 millions de ménages à fin 2019) faisant ainsi accroître le besoin de logements.
- **Des besoins futurs de logements concentrés dans quelques régions denses d'Espagne** : Les futurs besoins en logements se concentrent principalement dans les 6 communautés autonomes d'Espagne (sur un total de 17) qui sont parmi les plus denses et les plus dynamiques d'un point de vue économique. Ainsi, selon les projections de l'INE sur 2020-2035, l'augmentation du nombre de ménages devrait être particulièrement significative sur 2020 -2035 dans les régions de Madrid (+260 000 ménages attendus), en Andalousie (+240 000 ménages), en Catalogne (+ 200 000 ménages), Valence (+138 000 ménages), aux Canaries (+96 000 ménages), Murcie (+61 000 ménages) et dans les Iles Baléares (+57 000 ménages). **Ce sont spécifiquement où AEDAS Homes, Neinor Homes et Metrovacesa détiennent la majeure partie de leurs réserves foncières.**

#### Hausse attendue du nombre de ménages par région sur 2020 – 2035 selon l'INE



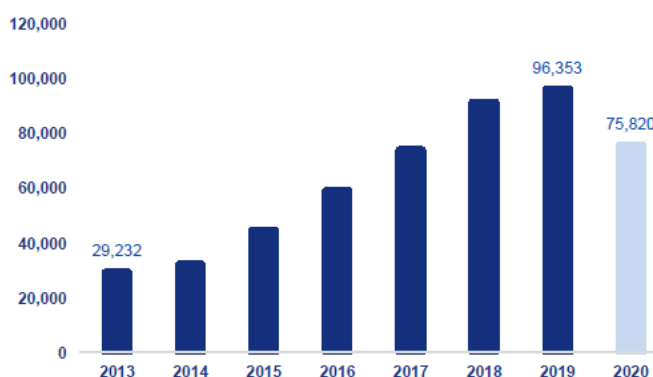
Graphique n°20 – Sources : INE; Metrovacesa



## Des mises en chantier plus faibles en 2020/2021 de nature à accentuer une sous-offre en 2022 / 23

La crise sanitaire est de nature à accentuer l'effet de sous-offre en logements dans les régions les plus denses. Neïnor Homes évaluait déjà à 117 000 le déficit de logements en Espagne à fin 2019 et à 64 000 dans les 6 régions à plus forte croissance. Or, la crise sanitaire a eu pour effet de ralentir les chantiers en cours mais également de faire baisser de 21% le nombre de mises en chantier en 2020 (i.e. 75 820 mises en chantier vs plus de 96 000 en 2019). Les professionnels immobiliers s'attendent ainsi à un déséquilibre encore plus fort de l'offre et la demande dans les régions les plus dynamiques ; ce qui devrait aider au moins à la stabilité des prix.

### Evolution du nombre de mises en chantier entre 2013 et 2020



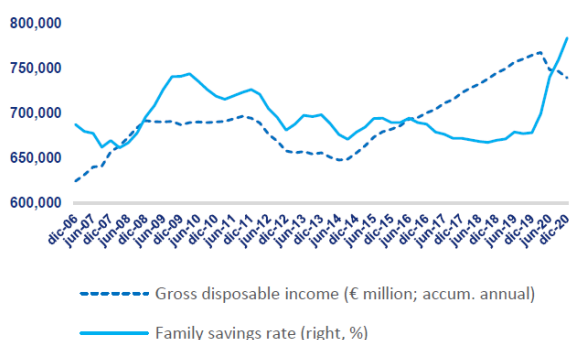
Graphique n°21 – Sources : MITMA, Metrovacesa

## Des conditions d'accès équilibrées avec des taux d'intérêt historiquement bas

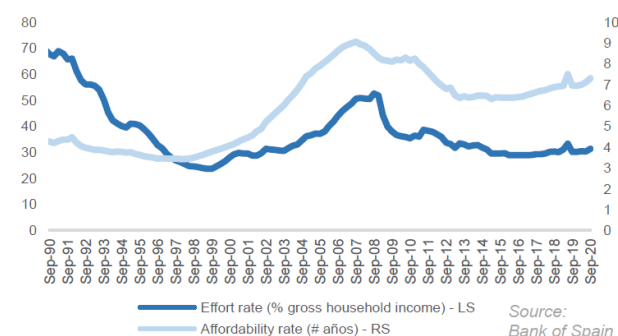
Les conditions d'accès à la propriété restent aujourd'hui équilibrées en Espagne grâce notamment à des taux d'intérêt historiquement bas :

- L'épargne des ménages espagnols a largement augmenté ces derniers mois avec la crise sanitaire ; ce qui renforce leur pouvoir d'achat et leur solvabilité pour leurs futurs projets immobiliers.
- Le taux d'effort des ménages espagnols s'est stabilisé à un niveau très raisonnable, autour de 30% depuis 2012. La très légère hausse ces dernières années est sans commune mesure avec les fluctuations des décennies précédentes durant lesquelles le poids de la dépense en logement sur le budget d'un ménage dépassait les 70% au début des années 1990 et les 50% en 2008.

### Taux d'épargne et revenus bruts disponibles en Espagne



### Taux d'effort et d'accessibilité



Source:  
Bank of Spain

Graphiques n°22 – Sources : INE, Banque d'Espagne, Metrovacesa





## Un intérêt grandissant des investisseurs institutionnels pour le résidentiel espagnol

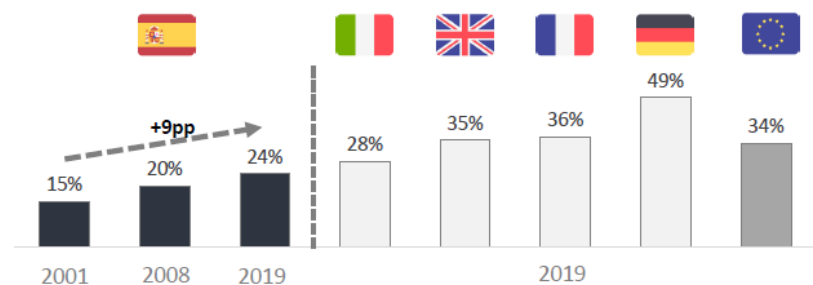
L'intérêt des investisseurs institutionnels pour le résidentiel locatif s'est accru ces deux dernières années en Espagne comme dans d'autres pays européens et ce mouvement devrait profiter aux promoteurs immobiliers espagnols.

D'une manière générale, les investisseurs institutionnels se montrent intéressés par les rendements dans le résidentiel lorsque les taux d'intérêt sont faibles mais également par les bénéfices qu'ils peuvent tirer de la gestion d'un grand parc locatif : la mutualisation des coûts est plus forte et les écarts types plus faibles lorsque le risque peut être diversifié sur un plus grand nombre de locataires.

S'agissant plus spécifiquement de l'Espagne, on peut estimer que le résidentiel espagnol présente de bons fondamentaux pour les investisseurs institutionnels :

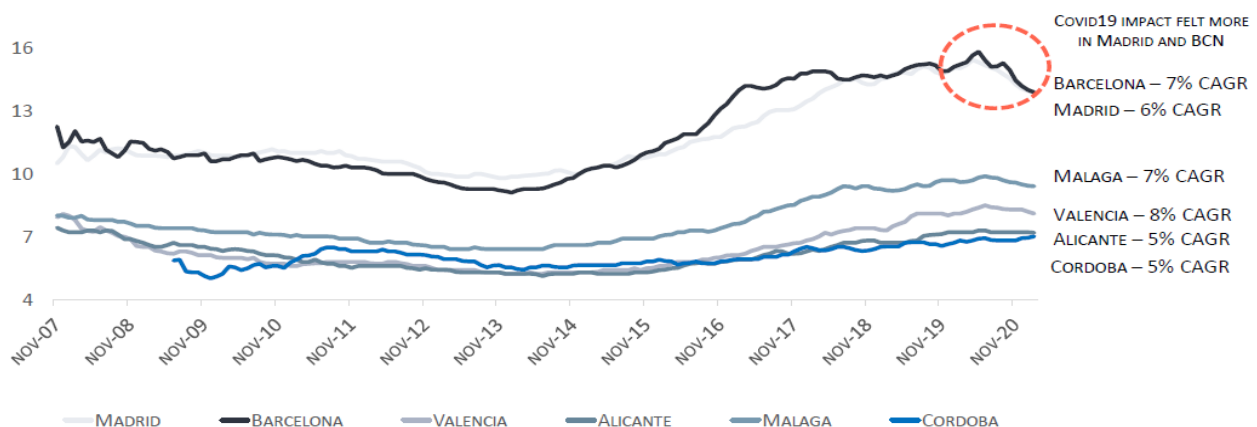
- L'Espagne dispose avec Madrid et Barcelone, de la 3<sup>ème</sup> et de la 5<sup>ème</sup> plus grande métropole européenne derrière Paris (1<sup>er</sup>), Londres (2<sup>e</sup>) et devant Berlin (4<sup>e</sup>).
- L'Espagne souffre d'un déséquilibre entre offre et demande de logements dans les régions les plus dynamiques et notamment celles de Madrid et Barcelone; ce qui favorise notamment une stabilité des prix actuellement malgré la pandémie.
- L'offre de logements locatifs en Espagne (i.e. 24% des logements) est une des plus sous-développée dans l'UE (34% des logements) alors que JLL estime que l'offre locative doit représenter au moins 35 à 40% de l'offre totale de logements (cf ci-dessous).
- Les loyers de marché ont augmenté de 43% en moyenne depuis 2014 sans distinction particulière entre les différentes grandes villes.

### Part des logements dédié à la location en Espagne vs UE en 2019



Graphique n°23 – Sources : Eurostat, INE, Neinor Homes

### Croissance des loyers dans les principales villes espagnoles



Graphique n°24 – Sources: INE, Idealista, Neinor Homes



## **L'intérêt pour le développement d'une offre locative résidentielle espagnole se confirme déjà au niveau de nos trois promoteurs immobiliers :**

- **AEDAS Homes** a livré en mars 2021 son premier projet clé en main de type « Build to Rent » (103 unités) et le promoteur a vendu près de 940 unités destinées à la location au cours du T1 2021. Pour le futur, AEDAS souhaite avoir une approche opportuniste vis-à-vis des investisseurs institutionnels tout en maintenant ses taux de marge.
- **Metrovacesa** se montre également opportuniste vis-à-vis des investisseurs institutionnels. Il dispose actuellement d'un portefeuille de 486 unités réparties sur 5 projets en cours de construction ou de livraison destinés à la location. Il a par ailleurs identifié des réserves foncières équivalentes à 550 unités qui pourraient être destinés à de futurs projets locatifs. A l'issue du T1 2021, le groupe indiquait avoir commencé la construction de 25% de ces surfaces et envisageait de porter ce taux à 50%. Le management estime que 15 à 20% de ses préventes sur 2021 devraient provenir de la part d'investisseurs institutionnels.
- **Neinor Homes** a décidé pour sa part de développer son propre modèle de plateforme résidentielle avec un portefeuille locatif pour compte propre de 5 000 unités d'ici 5 ans. Le groupe a déjà identifié près de 3 500 unités et vise un Yield on Cost de 6% (GRI based).

**Enfin, Deloitte estime que le résidentiel espagnol est prêt pour une nouvelle croissance après la crise sanitaire.** Le cabinet estime notamment que les volumes investis augmenteront de 15% en 2021 et la barre des 500 000 logements vendus sera dépassée. Il table sur une stabilité des prix en 2021 et une hausse de +3.3% en moyenne en 2022.



## AEDAS Homes

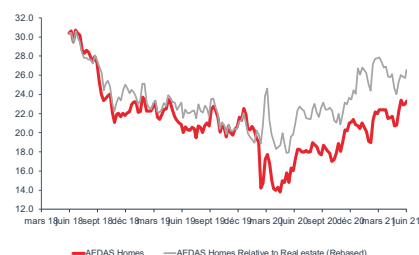
Surperformance → | Objectif 31.0 €

Cours (30/06/2021) : 23.30 € | Potentiel : 33 %

Révision	2022e	2023e
BPA	ns	ns

## Le nouveau promoteur résidentiel de référence dans les régions clés espagnoles

Jeudi 01 Juillet 2021



## Données produit

## AEDAS:SM | AEDAS:MC

Capitalisation boursière (M€)	1 118
VE (M€)	1 104
Extrêmes 12 mois (€)	16.04 - 23.85
Flottant (%)	20.4

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	11.2	4.0	44.4
Perf. rel. Indice Pays	9.7	-1.3	14.9
Perf. rel. Real estate	9.6	-6.1	33.2

Comptes	03/22e	03/23e	03/24e
Loyers nets (M€)	0.0	0.0	0.0
EBIT (M€)	147	211	229
RNpg (M€)	97.5	142	155

BPA corrigé (€)	2.18	3.19	3.47
FFO I par action (€)	2.18	3.19	3.47
Dividende (€)	1.53	1.91	2.26
ANR IFRS par action (€)	21.85	24.57	26.13
ANR EPRA par action (€)	34.35	36.01	37.57
P/E (x)	10.7	7.3	6.7
P/ANR IFRS (x)	1.07	0.95	0.89
P/ANR EPRA (x)	0.68	0.65	0.62
FFO I yield (%)	9.4	13.7	14.9
Rendement dividende (%)	6.6	8.2	9.7
FCF Yield (%)	neg	6.08	10.37
ROE (%)	9.7	13.4	13.7
LTV net (%)	18.3	17.6	16.0

## Next Events

22/08/2021	Q1 Sales
24/11/2021	Q2 Results
09/02/2022	Q3 Results

## Une croissance rapide post-crise immobilière

AEDAS Homes est un jeune promoteur résidentiel espagnol créé, en juillet 2016, à partir de réserves foncières idéalement localisées dans les régions espagnoles les plus dynamiques en termes de demande résidentielle. Ses réserves foncières s'élèvent à 1.9 Md€ à fin mars 2021, soit l'équivalent de 15 484 unités et près de 5 à 6 ans d'activité. Elles se situent à fin mars 2021 à 36% à Madrid et Barcelone en nombre d'unités et se répartissent sinon plus globalement au niveau des cinq régions d'Espagne d'AEDAS Homes (i.e. Centre 30%, Catalogne 12%, Est 21%, Costa del Sol 16%, Andalousie 21%).

La société a été introduite en bourse en octobre 2017 et a connu une croissance rapide ces cinq dernières années. En particulier, elle a livré 1 963 logements sur son dernier exercice clos le 31 mars 2021 malgré la pandémie, dépassant ainsi les attentes de son Business Plan initial et surperformant le marché de la promotion résidentielle espagnole. Cette bonne performance opérationnelle lui permet de verser pour la 1<sup>ère</sup> fois un dividende de 1.40 € sur 03/21, soit un taux de distribution de 78% pour un rendement dividende de 6.7%. Nous comprenons que le management souhaite par la suite maintenir une politique de rémunération des actionnaires attractive qui inclut notamment un taux de distribution d'au moins 50% jusque pour l'exercice 03/24.

AEDAS Homes poursuit la structuration de son organisation. Encore détenue à près de 60% par ses actionnaires fondateurs (i.e. Castlake), elle s'est entourée d'une équipe dirigeante expérimentée, d'un conseil d'administration largement indépendant et s'est doté d'un plan stratégique ESG 2021-2023 dans lequel elle s'engage à développer davantage sa politique en la matière afin de pouvoir se conformer d'ici 2030 aux objectifs de développement durable fixés par les Nations Unies (ONU).

## Nouvelle phase de croissance à venir (TMVA 03/21–03/24e BPA +22%)

AEDAS Homes a renouvelé sa confiance lors de son Investor Day du 29 juin dans sa capacité à poursuivre sa croissance et à consolider son leadership en tant que pure player espagnol dans la promotion résidentielle. S'appuyant sur les bons fondamentaux du résidentiel espagnol et la qualité de son offre, le management vise ainsi un revenu de 1.4 à 1.5 Md€ en 03/26 (vs 672 M€ en 03/21) pour un EBITDA compris entre 300 et 350 M€ (vs 133 M€ en 03/21) et une marge d'EBITDA légèrement relevée à 21-23% (vs 20% en 03/21).

Nous estimons de notre côté que ses objectifs sont raisonnablement atteignables dans le cadre d'un environnement porteur et tablons sur un TMVA 03/21 – 03/24e du BPA de +22% pour un BPA 03/24e à 3.47 €. Nos hypothèses à 5 ans, en ligne avec la fourchette basse de la guidance, incluent notamment une livraison de près de 3 700 logements en 03/26e (+14%/an en moyenne sur 5 ans) pour un prix moyen de vente de 377 K€ (+2.1% / an en moyenne sur la période) et une marge d'EBITDA stable à 20%.

## Initiation à Surperformance avec un OC de 31.0 € (potentiel : +32%)

Nous initions le suivi d'AEDAS Homes avec une opinion Surperformance. Nous estimons en particulier que la société a un bon track record et devrait bénéficier d'un environnement favorable pour atteindre les objectifs de son business plan à 5 ans qui nous semblent raisonnables. Nous valorisons le titre entre 26 € (scénario pessimiste) et 36 € (scénario optimiste). Dans notre scénario central, notre objectif de cours à 31 € résulte de la moyenne pondérée à 40% d'un DCF (34.6 €), à 20% d'une valorisation par l'ANR (25.8 €) et à 40% d'un DDM (29.8 €). Il suggère notamment un PE 03/23e de 9.7x pour un rendement 03/23e de 6.2% alors que le titre se traite actuellement avec un P/E 03/22e de 10.5x et un rendement 03/21 de 6.1%.

Florent Laroche-Joubert (Analyste)  
+33 (0)1 55 35 42 66  
florent.laroche-joubert@oddo-bhf.com

Nadine El Ouni (Analyste Associate)  
+33 (0)1 44 94 56 07  
nadine.el-ouni@oddo-bhf.com



## AEDAS Homes, le nouveau promoteur espagnol de référence

### Historique : un développement et une croissance très rapide en 5 ans

**AEDAS Homes est un jeune promoteur résidentiel espagnol créé en juillet 2016 et qui s'est développé rapidement à partir de réserves foncières idéalement localisées et acquises entre 2013 et 2015 par un groupe de fonds d'investissement privés.**

**Un an seulement après sa création, en octobre 2017, AEDAS Homes fait son entrée à la bourse de Madrid et poursuit son développement rapide.** Ainsi dès décembre 2019, soit trois ans seulement après sa création, la valeur des actifs d'AEDAS Homes atteint une valeur plateau de 1.9 Md€ pour une réserve foncière de plus de 15 000 unités. Elle se structure autour d'une organisation décentralisée et est aujourd'hui particulièrement présente dans six régions espagnoles, reconnues selon la société pour être parmi les plus dynamiques en termes de constructions et ventes de logements neufs: 1/ Madrid (Région Centre), 2/ Barcelone et Tarragone (Catalogne), 3/ Valence, Alicante, et Majorque (Région Est), 4/ Malaga (Costa del Sol / Cote du Soleil), 5/ Séville, Grenade et Murcie (Région Sud / Andalousie) et 6/ Pays-Basque, Navarre, Vigo, et Valladolid (Nord et Nord-Ouest).

**Malgré la pandémie, la société a battu des records en Espagne avec la livraison de 1 963 logements en 2020, dépassant ainsi les attentes de son Business Plan.** Elle vise la livraison de plus de 3 000 logements par an à partir de l'exercice clos en mars 2023 pour environ 1 Md€ de revenus vs 672 M€ pour l'exercice clos en mars 2021. Lors de son Investor Day du 29 juin 2021, le management a renouvelé son intention de poursuivre le développement d'AEDAS Homes en annonçant notamment un objectif de 1.4 à 1.5 Md€ de revenus pour les exercices qui clôtureront en mars 2025 et 2026.

### Une équipe managériale expérimentée et un conseil d'administration largement indépendant

**Le conseil d'administration d'AEDAS Homes est largement indépendant avec la présence de 6 administrateurs qualifiés d'indépendants parmi les 9 membres qui le composent.** Il est présidé par Santiago Fernández Valbuena (indépendant) qui a notamment occupé différentes fonctions de direction générale chez Telefonica.

#### Composition du conseil d'administration

	Fonction	Membre du board	Actionnaire représenté
Santiago Fernández Valbuena	Président	27/09/2017	Indépendant
David Martínez Montero	CEO	27/09/2017	Exécutif
Cristina Álvarez Álvarez	Conseiller	04/10/2017	Indépendant
Evan Andrew Carruthers	Conseiller	27/09/2017	Hipoteka 43 LUX SARL
Eduardo Edmundo D'Alessandro Cisek	Conseiller	27/09/2017	Hipoteka 43 LUX SARL
Javier Martínez-Piqueras Barceló	Conseiller	21/10/2020	Indépendant
Javier Lapastora Turpín	Conseiller	27/09/2017	Indépendant
Milagros Mendez Ureña	Conseiller	09/05/2019	Indépendant
Miguel Temboury Redondo	Conseiller	27/09/2017	Indépendant

Source : ODDO BHF Securities



**L'équipe de management d'AEDAS Homes dispose d'une solide expérience dans l'immobilier.** Comme le CEO David Martínez Montero (en poste depuis la création de la société en 2016), la quasi-totalité des autres membres de l'équipe managériale dispose d'une expérience dans le secteur de près de 20 ans. On notera également que David Martínez Montero a été Managing Director chez Distrito Castellana Norte de 2013 à 2016 (i.e. la société en charge du projet Madrid Nuevo Norte, soit un des plus grands projets urbains) et il est également membre du Comité « Urban Land Institute » de Madrid.

#### Composition de l'équipe de management

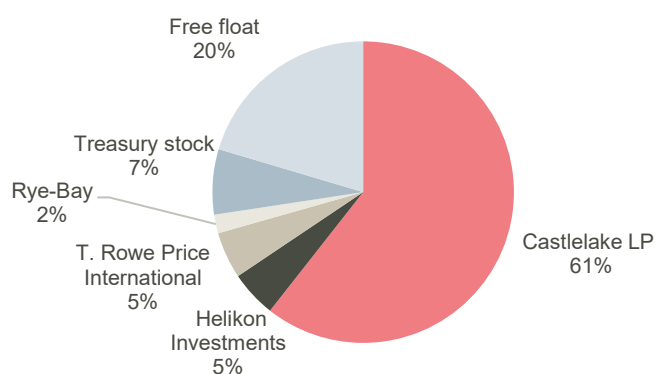
	Fonction	Ancienneté chez AEDAS	Années d'expérience dans le secteur immobilier
David Martínez Montero	CEO	4 ans	20 ans
María José Leal	CFO	2 ans	20 ans
Sergio Gálvez	CSIO	4 ans	19 ans
Alberto Delgado	COO	4 ans	16 ans
Luis Vega	CLO	1 an	20 ans
Esther Duarte	Director of Corporate Resources	4 ans	20 ans
Javier Sánchez	CIBO	4 ans	5 ans

Source : ODDO BHF Securities

#### Un actionnariat encore concentré autour de ses fondateurs

**L'actionnariat d'AEDAS Homes est encore largement entre les mains de son actionnaire fondateur.** Elle appartient indirectement, à un groupe de fonds d'investissement privés contrôlés et gérés par la société internationale de capital-investissement Castlake LP, qui représente 60,6 % du capital. Le reste du capital est largement flottant, même si le fonds britannique Helikon Investment a dépassé en mai 2021 le seuil de 5%.

#### Actionnariat d'AEDAS Homes



Sources : Société, ODDO BHF Securities



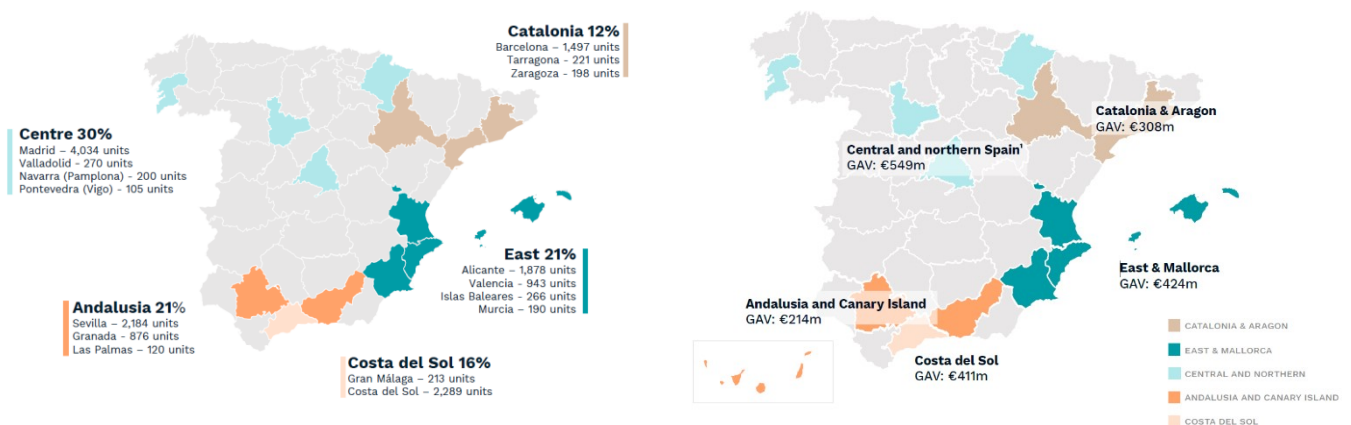
## Un développement rapide lié à un positionnement géographique sur les régions les plus dynamiques

Après s'être développé rapidement, AEDAS Homes compte aujourd'hui consolider son leadership dans la promotion résidentielle espagnole et cherche également à être reconnu pour la **qualité et la rentabilité de ses projets** que ce soit en termes de localisation, de qualité de construction mais aussi en termes de satisfaction client. Pour y parvenir, le management compte s'appuyer en particulier sur ses réserves foncières idéalement placées, une organisation décentralisée, évolutive et agile dans les régions espagnoles les plus dynamiques ainsi que la mise en place de sa stratégie ESG.

### Des réserves foncières bien placées et bien acquises : le fruit d'une politique d'investissement stricte mais pas que....

AEDAS Homes dispose au 31 mars 2021 de réserves foncières évaluées à 1 907 M€, équivalentes à 15 484 unités (-0.4% yoy) et dont la **marge nette de développement implicite serait supérieure à 20% selon le management**. Sur la base de la production annuelle 03/21, elles représentent près de 8 années de construction. Elles se situent dans les cinq régions les plus dynamiques d'Espagne en matière de besoins de logements en sachant que les deux principales métropoles du pays, Madrid et Barcelone, en représentent 36% en nombre d'unités.

#### Les réserves foncières d'AEDAS Homes par région en nombre et en valeur



Sources : Société, ODDO BHF Securities

**Le maintien d'un niveau de réserves foncières solide est le fruit d'une politique d'investissement stricte.** En effet, même si AEDAS Homes bénéficie du stock initial idéalement situé et bien acquis par ses fondateurs, le management s'est donné des critères très strictes pour conserver un niveau de réserves confortable pour les années futures :

- **Les meilleures localisations uniquement** : AEDAS Homes se concentre uniquement sur les zones les plus dynamiques en termes de demande de logement et cela dans les cinq régions clefs espagnoles où le promoteur est déjà présent.
- **Une approche locale** : La recherche de nouveaux terrains est réalisée par les équipes régionales (Madrid, Catalogne, Séville, Costa del Sol, Levante & Baléares) qui ont une connaissance fine de leurs marchés et des problématiques locales ; ce qui leur permet notamment de trouver des transactions hors marché.
- **Des prises de décision centralisées** : les due diligences, négociations et finalisation des transactions sont centralisées au niveau de la direction générale à Madrid.
- **Un forte capacité d'investissement** : AEDAS Homes dispose d'une forte capacité d'investissement grâce à sa structure capitalistique ; ce qui lui permet de s'intéresser aussi bien à des petites qu'à des grandes acquisitions.



**AEDAS Homes est ainsi parvenu à reconstituer sur le dernier exercice ses réserves foncières** avec l'acquisition de terrains pour 1 945 unités supplémentaires alors que 1 965 logements ont été livrés sur la même période. Pour le management, les conditions de marché ont été particulièrement attractives sur la 2<sup>nd</sup>e partie de l'année 2020 et AEDAS Homes a même pu accroître le potentiel futur de création de valeur de la société.

**Sur la période à venir, AEDAS Homes compte profiter d'une bonne dynamique du marché de l'investissement pour consolider ses réserves foncières** en vue d'atteindre les objectifs fixés dans son business plan à 5 ans :

- L'entreprise pense rencontrer une concurrence limitée face à une offre de terrains constructibles qui devrait être relativement abondante sur le marché suite à une période de 4 à 5 ans au cours de laquelle les propriétaires ont réalisé les procédures nécessaires pour rendre constructible leurs terrains.
- Le management devrait investir entre 200 et 300 M€ cette année dans l'acquisition de terrains vs 132 M€ l'année dernière en sachant que 60 M€ (i.e. 5 deals) sont déjà sous promesse, 140 M€ (i.e. 30 deals) sont en négociation exclusive / due diligence et que le pipeline des autres transactions potentielles s'établit à 600 M€.
- En ce qui concerne ses besoins pour les trois prochaines années, AEDAS a déjà sécurisé 50% des terrains, 15% font déjà parti du pipeline et il ne lui reste qu'à identifier et acquérir 35% des terrains nécessaires.
- Les réserves foncières devraient représenter entre 3.9x et 5.5x les besoins annuels d'ici 2024 / 2025 en fonction de là où en sera le cycle.

### **...une organisation décentralisée qui se veut évolutive et agile...**

**AEDAS Homes a opté pour une stratégie globale mais exécutée autour d'une organisation décentralisée et évolutive afin d'être plus agile mais également en vue de limiter la base de coûts fixes :**

- **Une organisation décentralisée** : les équipes d'AEDAS Homes sont organisées autour d'un siège social à Madrid et de 6 bureaux régionaux (Madrid, Catalogne, Séville, Costa del Sol, Levante & Baléares, Nord) afin d'être au plus proche des problématiques locales ; qu'elles soient de nature juridique ou opérationnelle.
- **Une organisation qui se veut agile & flexible** : les fonctions clefs restent internalisées et les décisions finales sont prises au niveau du siège tandis que les équipes sont renforcées par des ressources externes à chaque phase des projets (design, construction, marketing).

### **...pour une production cible de plus de 3 200 logements par an !**

**Après une phase de croissance rapide, AEDAS Homes vise un volume à MT de livraisons annuelles de plus de 3 200 logements par an vs 1 963 livraisons sur 03/21 (+108% yoy).** Alors qu'il a donné une guidance pour un volume de livraisons 03/22 de 2 200 à 2 300 unités, le management vise ensuite la production de 3 000 logements par an (2 900 à 3 000 livraisons visées en 03/23 et 3 000 livraisons visées en 03/24).

**S'appuyant ensuite par les bons fondamentaux à MT du résidentiel espagnol et la qualité de son offre, le management a fait part lors de son Investor Day du 29 juin 2021 de sa confiance à mettre en œuvre un nouveau cycle de croissance de la société sur les 5 ans à venir :**





- **Des revenus toujours en hausse** : AEDAS vise des revenus de 1.4 à 1.5 Md€ sur les exercices 03/25 et 03/26 vs 672 M€ en 03/21 et un objectif de 1 Md€ de revenus 03/23 et 03/24. Alors que le management s'attend à une hausse dans 5 ans de c. 20% du prix de vente moyen (ASP) de ses nouveaux logements, nous estimons qu'il est en mesure d'atteindre la fourchette basse de sa guidance (i.e. revenus de 1.4 Md€ en 03/26e) via une augmentation annuelle de 7.4% du nombre de livraisons par an et une hausse du prix de vente moyen de +3% entre 03/23e et 03/26e. Nous tablons ainsi en 03/26e sur un volume de livraisons d'environ 3 700 unités en ligne avec la capacité de production attendue par le management pour un prix moyen de 377 K€ vs 340 K€ en 03/21. Cette hausse du prix moyen de vente peut se rationaliser par l'inflation, la raréfaction de l'offre dans les zones les plus demandées et le positionnement d'AEDAS encore davantage sur une offre milieu - haut de gamme.
- **Une marge d'EBITDA préservée malgré la hausse des coûts de construction** : AEDAS pense pouvoir préserver ses marges de développement sur la période à venir malgré la hausse des coûts de construction. En effet, pour le management et toutes choses étant égales par ailleurs, une hausse de 1% du prix moyen de vente permet de compenser chez AEDAS une hausse de des coûts de construction de 4%. Nous faisons le choix dans notre scénario central d'être plus conservateur qu'AEDAS et retenons une relative stabilité de la marge d'EBITDA à 20% en 03/26e alors que le management s'attend à une hausse de sa marge EBITDA en 03/26 à c. 21- 23%.
- **Un TMVA de l'EBITDA de +16 à 20% sur 03/21 – 03/26** : nous nous attendons en conséquence à un TMVA de l'EBITDA de +16% sur 03/21 – 03/26e pour un EBITDA de 280 M€ en 03/26e vs 133 M€ en 03/21 alors que le management s'attend à un TMVA de l'EBITDA de +20% sur la même période en prenant en compte une plus forte hausse du prix moyen de vente que dans nos estimations. En conséquence, nous voyons AEDAS afficher un ROE en 03/26e à près de 15% vs 18% visé par le management.

#### Nos attentes sur la top line par rapport aux objectifs visés par AEDAS Homes sur les 5 ans à venir

€ m	03/22e	03/23e	03/24e	03/25e	03/26e
<b>Guided number of deliveries</b>	<b>2 200 - 2 300</b>	<b>3 000</b>	<b>&gt; 3 200</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>
Estimated number of deliveries	2 250	3 000	3 222	3 460	3 716
yoy change	14.6%	33.3%	7.4%	7.4%	7.4%
Estimated ASP (K€)	335	345	355	366	377
yoy change	-1.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
<b>Guided revenue</b>	<b>&gt; 750</b>	<b>c. 1 000</b>	<b>c. 1 000</b>	<b>c. 1 400 - 1 500</b>	<b>c. 1 400 - 1 500</b>
Estimated revenue	754	1 035	1 145	1 267	1 401
yoy change	12.9%	37.3%	10.6%	10.6%	10.6%
<b>Guided EBITDA</b>	<b>&gt; 140</b>	<b>c. 190 - 200</b>	<b>c. 190 - 200</b>	<b>c. 300 - 350</b>	<b>c. 300 - 350</b>
Estimated EBITDA	148	212	230	250	280
yoy change	11.5%	42.9%	8.7%	8.6%	11.9%
<b>Guided EBITDA Margin</b>	<b>c. 20%</b>	<b>c. 20%</b>	<b>c. 20%</b>	<b>21 - 23%</b>	<b>21 - 23%</b>
Estimated margin	19.7%	20.5%	20.1%	19.8%	20.0%
<b>Guided implied ROE</b>	<b>8 - 10%</b>	<b>c. 12%</b>	<b>c. 12%</b>	<b>c. 18%</b>	<b>c. 18%</b>
Estimated ROE	9.5%	13.0%	13.3%	13.8%	14.8%

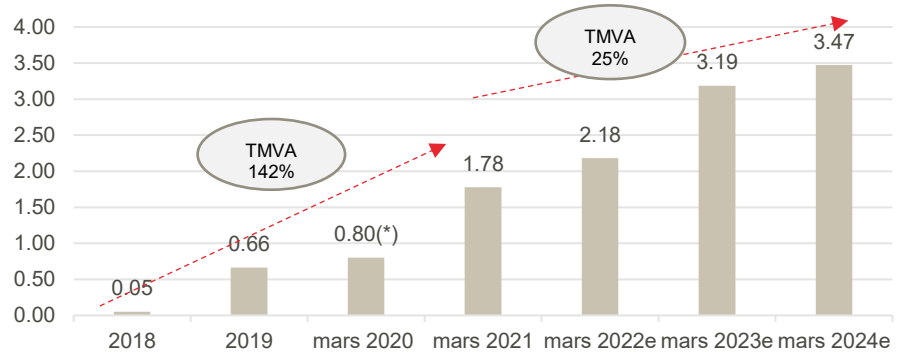
Sources : ODDO BHF Securities, AEDAS Homes



## Un TMVA 03/21 - 03/24e du BPA récurrent de +22%

Nous voyons le BPA d'AEDAS Homes croître de +22% par an sur la période 03/21 – 03/24e, en ligne globalement avec notre trajectoire du business plan à 5 ans (cf. détails ci-dessus) :

### Evolution du BPA d'AEDAS Homes sur 2018 – 03/24e (€)



(\*) BPA 03/20 sur 12 mois.

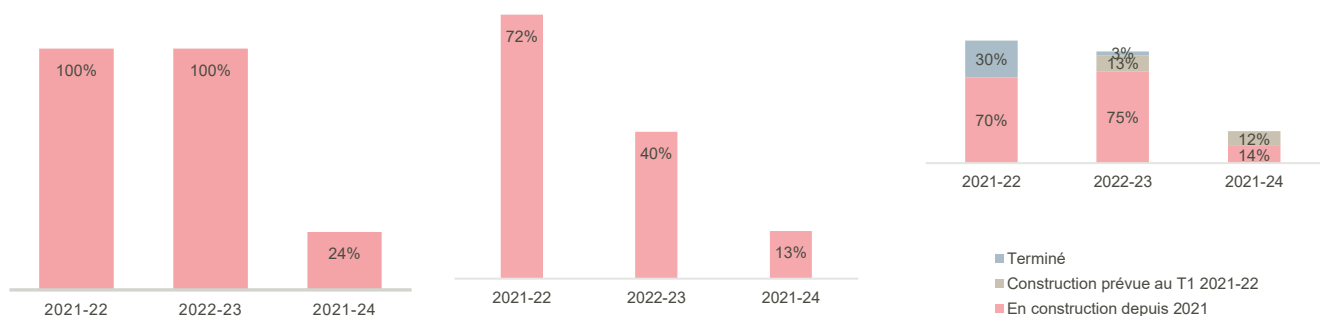
Sources : Société, ODDO BHF Securities

## Une bonne visibilité sur les livraisons et le chiffre d'affaires

La hausse attendue des revenus d'AEDAS Homes (TMVA +19% sur 03/21 -03/24e) bénéficie, selon nous, d'une bonne visibilité sur au moins les 24 prochains mois :

- **Des ventes aux particuliers à nouveau dynamiques** : le management ressent un regain d'intérêt des particuliers pour les logements neufs depuis le début de l'année calendaire. AEDAS Homes a ainsi vendu plus de 270 lots par mois depuis avril (respectivement 274 en avril, 272 en mai) en ligne avec un rythme annualisé de plus de 3 200 unités par an vs 128 lots vendus mensuellement en moyenne aux particuliers sur l'exercice 03/21 et 169 lots vendus en février 2019.
- **Un taux d'annulation au plus bas** : le taux d'annulation des promesses d'achat est en ligne avec les moyennes historiques à 1.4%.
- **Des indicateurs d'activité avancés bien orientés** : le niveau de vente des livraisons 03/22 s'établit notamment à 72% et celui des livraisons 03/23 à 40%.

### Des indicateurs d'activité avancés bien orientés



Sources : Société, ODDO BHF Securities



## Une marge d'EBITDA attendue autour de 20%

Nous nous attendons à ce qu'AEDAS Homes préserve son niveau de marge d'EBITDA autour de 20% sur la période 03/21 – 03/24e en ligne avec les hypothèses du management qui ont été reconfirmées lors de l'Investor Day du 29 juin et période pour laquelle AEDAS estime avoir une grande visibilité sur sa performance financière :

### Evolution de l'EBITDA d'AEDAS Homes sur 2019 – 03/24e

€ m	2019	03/2020	03/2021	03/2022e	03/2023e	03/2024e
<b>Revenue</b>	311.7	70.1	671.9	753.7	1035.1	1145.1
Costs of goods sold	-209.7	-50.1	-483.0	-550.2	-760.8	-847.4
<b>Gross Margin</b>	102.0	102.0	102.0	102.0	102.0	102.0
<b>Gross Margin</b>	33%	29%	28%	27%	27%	26%
<b>Operating expenses</b>						
Sales & marketing costs	-18.3	-4.5	-20.4	-18.7	-22.0	-24.3
Other operating costs	-3.0	-0.9	-8.4	-7.7	-9.1	-10.0
<b>Net development margin</b>	80.7	14.6	160.1	177.1	243.3	263.4
<b>Net development margin</b>	26%	21%	24%	24%	24%	23%
Overheads	-25.2	-6.8	-29.4	-31.2	-33.7	-35.3
Other income and expenses	0.4	0.3	2.4	2.4	2.4	2.4
<b>EBITDA</b>	<b>55.9</b>	<b>8.1</b>	<b>133.1</b>	<b>148.4</b>	<b>212.0</b>	<b>230.4</b>
<b>Yoy change</b>	<i>ns</i>	-85%	1542%	11%	43%	9%
<b>EBITDA Margin</b>	18%	12%	20%	20%	20%	20%

Sources : ODDO BHF Securities, société

## Un faible niveau d'endettement qui traduit une bonne capacité d'investissement

La dette financière et les indicateurs de dette d'AEDAS Homes illustrent le faible niveau d'endettement du promoteur à fin mars 2021 et sa capacité à poursuivre sa croissance tout en maintenant un niveau d'endettement raisonnable sur la période à venir. Nous comprenons notamment que la dette nette pourrait s'élever à 380 M€ en mars 2022. A MT, le management vise un ratio LTV qui reste inférieur à 20% et un ratio dette nette / EBITDA qui devienne inférieur à 2.0x à partir de mars 2023.

### Synthèse des indicateurs de dette d'AEDAS Homes

€ m	2019	03/2020	03/2021	03/2022e	03/2023e	03/2024e
Dette nette financière	213.9	265.7	230.8	387.0	392.0	369.4
<b>LTC</b>	<b>17.0%</b>	<b>19.7%</b>	<b>16.4%</b>	<b>25%</b>	<b>24%</b>	<b>22%</b>
<b>LTV</b>	<b>11%</b>	<b>13%</b>	<b>12%</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>16%</b>
Dette nette/ EBITDA récurrent	3.9x	4.0x	1.7x	2.6x	1.8x	1.6x
<b>Coût moyen de la dette nette</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.9%</b>
ICR	5.7x	1.7x	9x	8.4x	9.8x	10x

Sources : ODDO BHF Securities, société



## Une politique de dividendes attractive

**La politique de rémunération des actionnaires établie par le management se veut attractive.** Elle se définit par :

- La distribution d'un dividende annuel ordinaire correspondant à au moins 50% du bénéfice net jusqu'à l'exercice 2025/26.
- La possibilité de compléter les dividendes ordinaires par des dividendes extraordinaires qui peuvent être approuvés en fonction des liquidités générées par la vente de terrains au cours de l'exercice et des performances commerciales de la société. Nous comprenons que le dividende supplémentaire pourrait être de 9.40 € en cumulé sur les 5 exercices à venir (i.e. jusqu'à l'exercice qui clôture en mars 2026). Nous prenons en compte à ce stade dans nos estimations que le dividende exceptionnel cumulé sur cette période s'établit à 2.80 €.
- Le fait de s'assurer que la distribution des dividendes permet de faire en sorte que le ratio LTV reste bien en-dessous du seuil limite fixé à 20%.

Le dividende de 1,40 € validé à l'AGM du 18 juin 2021 pour un paiement prévu début juillet, représente ainsi un rendement dividende de 6.1% pour un taux de distribution de 78%. Il se décompose en un dividende ordinaire de 0,90 € (i.e. taux de distribution de 50%) et un dividende extraordinaire de 0,50 €.

## Une démarche ESG en progrès et qui cherche à se démarquer

**AEDAS Homes est une jeune société qui cherche maintenant à progresser et à se démarquer à MT sur le plan ESG.** Elle vient ainsi de s'engager sur un **nouveau plan stratégique ESG 2021 – 2023** qui se veut être plus ambitieux que par le passé et qui vise à s'aligner sur la trajectoire des objectifs de développement durable fixés par les Nations unies (ONU) pour 2030. Il se décline en 8 grandes initiatives et 27 actions spécifiques parmi lesquelles :

- **Gouvernance** : la société cherche à définir et à faire approuver une véritable politique ESG incluant le modèle de gouvernance ainsi qu'une cartographie des parties prenantes. Le management souhaite également obtenir la certification du système de conformité à la norme UNE 19601 d'ici fin 2021. En matière de transparence et de notoriété, AEDAS Homes souhaite mettre en œuvre un véritable reporting ESG et se positionner parmi les trois premiers promoteurs espagnols à travers un ou plusieurs ratings ESG externes.
- **Environnement** : les objectifs incluent notamment 1/ la réalisation d'une analyse du cycle de vie pour 100 % des futurs projets, 2/ l'obtention d'un classement énergétique "A" pour plus de 60 % des développements qui seront livrés sur la période et 3/ la certification de 100% des développements par AEDAS Homes Green Book ou une autre certification externe reconnue. 4/ Par ailleurs, AEDAS s'engage à ce qu'au moins 25 % des unités livrées intègrent des méthodes modernes de construction moins consommatrices de gaz à effet de serre.
- **Responsabilité sociale** : le promoteur vise entre autres à occuper une place de leader dans l'indice « Great Place to Work » dans la catégorie « secteur immobilier espagnol ». Le management souhaite également promouvoir une culture d'innovation en matière d'ESG.

**AEDAS Homes s'est fixé, par ailleurs, trois grandes ambitions à l'horizon 2030** que le management compte réaliser grâce notamment au plan stratégique ESG 2021 – 2023 :

- **Gouvernance** : 75% des parties prenantes de la société doivent considérer AEDAS Homes comme un promoteur de référence dans le domaine ESG ;
- **Environnement** : les émissions de gaz à effet de serre doivent être neutralisées à 50% sur les nouveaux projets;
- **Social** : AEDAS Homes vise à bénéficier d'une position remarquable dans le classement Great Place to Work des acteurs de l'immobilier en Espagne.


**AEDAS.MC | AEDAS:SM**  
**Immobilier | Espagne**
**Surperformance**

Cours actuel 23.30EUR

Upside 33.05%

OC 31.00EUR

DONNEES PAR ACTION (€)	12/17	12/18	12/19	03/20	03/21	03/22e	03/23e	03/24e
ANR EPRA par action	31.30	33.70	34.78	34.80	33.67	34.35	36.01	37.57
ANR IFRS par action	19.49	19.46	19.52	19.46	20.69	21.85	24.57	26.13
FFO I par action	-0.19	0.05	0.66	0.07	1.78	2.18	3.19	3.47
BPA publié	-0.84	0.05	0.66	0.07	1.78	2.18	3.19	3.47
Dividende net par action	0.00	0.00	0.00	0.00	1.40	1.53	1.91	2.26
FCF par action	-2.88	-3.40	-2.62	-1.22	-1.23	-1.99	1.42	2.42
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	47.97	47.97	47.97	47.97	47.97	46.81	44.64	44.64
Nombre d'actions moyen dilué (M)	47.97	47.97	47.97	47.97	47.97	44.64	44.64	44.64
VALORISATION (M€)	12/17	12/18	12/19	03/20	03/21	03/22e	03/23e	03/24e
Cours le plus haut (€)	32.1	32.7	24.1	22.9	23.9			
Cours le plus bas (€)	28.1	20.7	18.2	10.6	18.7			
(*) Cours de référence (€)	29.8	28.2	21.5	19.2	18.2	23.3	23.3	23.3
Capitalisation	1 431	1 355	1 030	921	873	1 091	1 040	1 040
P/E (x)	ns	541.8	32.4	278.5	10.2	10.7	7.3	6.7
P/FFO I (x)	neg	541.8	32.4	278.5	10.2	10.7	7.3	6.7
FFO I yield (%)	-0.6	0.2	3.1	0.4	9.8	9.4	13.7	14.9
Rendement dividende (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	7.7	6.6	8.2	9.7
Taux de distribution (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	78.8	70.0	60.0	65.0
FCF Yield (%)	neg	neg	neg	neg	neg	neg	6.1	10.4
P/ANR IFRS (x)	1.53	1.45	1.10	0.99	0.88	1.07	0.95	0.89
P/ANR EPRA (x)	0.95	0.84	0.62	0.55	0.54	0.68	0.65	0.62
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/17	12/18	12/19	03/20	03/21	03/22e	03/23e	03/24e
Loyers bruts	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Loyers nets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Revenus totaux	38.6	80	312	70	672	754	1 035	1 145
Variation de valeur du patrimoine	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	-4.9	-4.4	56	8.1	133	148	212	230
EBITDA ajusté	-4.9	-4.4	56	8.1	133	148	212	230
EBIT	-5.1	-4.8	54	7.6	128	147	211	229
Résultat financier net	-40.9	-3.3	-9.6	-4.4	-14.2	-17.5	-21.5	-22.9
Impôts sur les résultats	5.6	12.0	-10.5	0.3	-28.4	-32.5	-47.4	-51.7
Résultat activités cédées ou en cours	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intérêts minoritaires	0.2	-1.4	-2.5	-0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
RNpg	-40.2	2.5	31.8	3.3	85	97	142	155
FFO I	-9.0	2.5	31.8	3.3	85	97	142	155
BILAN (M€)	12/17	12/18	12/19	03/20	03/21	03/22e	03/23e	03/24e
Immobilisations incorporelles	0.3	0.4	1.3	1.2	1.5	1.5	1.5	1.5
Immeubles de placement nets	0.0	0.0	0.0	0.0	1.7	1.7	1.7	1.7
Stocks	881	1 076	1 275	1 344	1 394	1 577	1 657	1 704
Actifs disponibles à la vente	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Actifs financiers	172	103	149	136	186	186	219	271
Capitaux propres pg	935	933	936	934	992	1 023	1 097	1 166
Capitaux propres minoritaires	2.2	2.0	2.5	2.4	1.9	1.8	1.6	1.4
Capitaux propres	937	935	939	936	994	1 025	1 098	1 168
Endettement net	-110.9	93.0	214	266	231	387	392	369
Impôts différés passif	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
TABLEAU DE FINANCEMENT (M€)	12/17	12/18	12/19	03/20	03/21	03/22e	03/23e	03/24e
RNpg	-40.2	2.5	31.8	3.3	85.2	97.5	142	155
Variation de valeur du patrimoine	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Impôts et taxes	9.5	-2.2	14.1	2.3	13.4	-32.5	-47.4	-51.7
Autres	-6.0	-11.0	11.5	-0.6	22.9	31.4	46.3	50.5
Operating cash flow	-159.8	-157.2	-113.7	-58.4	-54.5	-89.0	63.2	108
Cash-flow lié aux activités d'investissement	21.6	-5.9	-12.0	-0.2	-4.3	0.0	0.0	0.0
Cash-flow lié aux activités de financement	297	93.7	171	46.2	109	89.0	-30.8	-55.6
Free cash flow	-138.2	-163.2	-125.7	-58.6	-58.8	-89.0	63.2	108
CROISSANCE MARGES RENTABILITE	12/17	12/18	12/19	03/20	03/21	03/22e	03/23e	03/24e
Croissance des revenus locatifs bruts								
Croissance du FFO I	280%	-128%	ns	-89.6%	ns	14.4%	46.0%	9.0%
Croissance du BPA	-76.2%	-128%	ns	-89.6%	ns	22.9%	46.0%	9.0%
Marge des revenus locatifs nets	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Marge d'EBITDA	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Marge d'EBITDA ajusté	-12.7%	-5.5%	17.9%	11.6%	19.8%	19.7%	20.5%	20.1%
Taux d'imposition	12.2%	148%	23.5%	-9.4%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Charges d'expl. / Revenus locatifs nets	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FFO I / Total patrimoine	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FFO I / Revenus totaux	-23.3%	3.1%	10.2%	4.7%	12.7%	12.9%	13.7%	13.5%
Variation de la valeur du patrimoine / Patrimoine d'investissement	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROA	-0.8%	0.2%	2.1%	0.2%	5.1%	5.2%	7.2%	7.4%
ROE	-1.9%	0.3%	3.4%	0.4%	8.8%	9.7%	13.4%	13.7%
RATIOS D'ENDETTEMENT	12/17	12/18	12/19	03/20	03/21	03/22e	03/23e	03/24e
Capitaux propres / Total actifs	83%	74%	61%	59%	59%	55%	55%	56%
LTV net	-8%	5%	11%	14%	12%	18%	18%	16%
Gearing	-12%	10%	23%	28%	23%	38%	36%	32%
Dette nette / EBITDA ajusté (x)	22.6	-21.1	3.8	32.8	1.7	2.6	1.8	1.6
EBITDA ajusté / Frais financiers nets (x)	0.3	1.3	-5.8	-1.8	-9.4	-8.5	-9.9	-10.1

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



# Metrovacesa

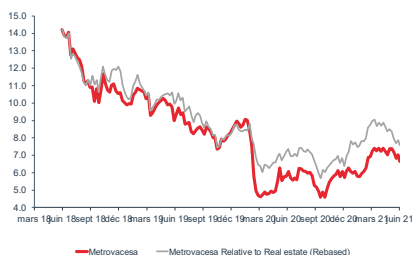
Neutre → | Objectif 8.00 €

Cours (30/06/2021) : 6.66 € | Potentiel : 20 %

Révision	2021e	2022e
BPA	ns	ns

## Une stratégie de monétisation des actifs avant tout !

Jeudi 01 Juillet 2021



## Données produit

## MVC SM | MVC.MC

Capitalisation boursière (M€)	1 010
VE (M€)	1 297
Extrêmes 12 mois (€)	4.53 - 7.51
Flottant (%)	17.1

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-9.6	-5.1	14.9
Perf. rel. Indice Pays	-10.8	-10.0	-8.6
Perf. rel. Real estate	-10.9	-14.4	6.1

Comptes	12/21e	12/22e	12/23e
Loyers nets (M€)	0.0	0.0	0.0
EBIT (M€)	49.1	61.0	70.2
RNpg (M€)	22.8	33.2	41.5

BPA corrigé (€)	0.15	0.22	0.27
FFO I par action (€)	0.15	0.22	0.27
Dividende (€)	0.76	1.00	1.43
ANR IFRS par action (€)	14.11	13.54	12.75
ANR EPRA par action (€)	15.74	15.17	14.38

P/E (x)	44.4	30.4	24.4
P/ANR IFRS (x)	0.47	0.49	0.52
P/ANR EPRA (x)	0.42	0.44	0.46
FFO I yield (%)	2.3	3.3	4.1
Rendement dividende (%)	11.3	15.0	21.4
FCF Yield (%)	0.31	3.96	16.77
ROE (%)	1.1	1.6	2.1
LTV net (%)	10.9	14.3	14.6

## Next Events

## De grandes réserves foncières et des signes encourageants de reprise

**Metrovacesa est le promoteur immobilier espagnol historique de référence qui dispose des plus grandes réserves foncières.** Créé il y a plus de 100 ans, le groupe a traversé différentes périodes de l'histoire espagnole et a été notamment réintroduit à la Bourse de Madrid en février 2018 avec un cours initial à 16.50 € après avoir été recapitalisé par ses créanciers bancaires pendant la crise immobilière. Encore détenu à près de 49% par Santander et 21% par BBVA, Metrovacesa se distingue aujourd'hui de ses pairs par ses abondantes réserves foncières (i.e. GAV 2.7 Md€ pour l'équivalent de 34 000 unités dont 70% dans le top 6 des régions espagnoles).

**Après des années difficiles liées à la crise immobilière et à la crise sanitaire, Metrovacesa montre des signes encourageants de reprise sur le plan opérationnel.** Dans un environnement dorénavant plus favorable à la promotion résidentielle (i.e. particuliers + investisseurs institutionnels), le management se montre confiant en 2021 pour 1/ livrer 1 300 à 1 700 logements (85% des livraisons attendues déjà vendues) vs c. 600 unités en 2020 avec une marge brute de c. 20% et 2/ céder pour plus de 50 M€ de terrains constructibles à une valeur proche de la valeur de marché. 3/ S'agissant de son activité de promotion tertiaire, le management la juge non-stratégique aujourd'hui et souhaite s'en séparer à MT sans perte de capital.

**Nous tablons sur une normalisation de l'activité opérationnelle de Metrovacesa avec un EBITDA 2021e à +36 M€ et un BPA 2021e récurrent à 0.15 € (vs cons 0.10 €) vs un EBITDA 2020 de -9 M€ et un BPA récurrent de -1.08 €.** Nos estimations 2021e intègrent notamment 1 500 livraisons de logements avec un prix moyen de vente de 280 K€. **Nous tablons ensuite sur un TMVA 21/23e du BPA récurrent de +35% avec un BPA 2023 à 0.27 €.**

Sur le plan ESG, les efforts de Metrovacesa en matière de RSE ont été récompensés à de nombreuses reprises (cf. partie détaillée).

## Objectif : maximiser le retour de cash aux actionnaires sur 2021/2024e

Avec l'appui de ses actionnaires bancaires ex-crédanciers (> 70% du capital), **Metrovacesa a pour stratégie principale de maximiser le retour de cash à ses actionnaires sur 2021/2024e.** L'exécution de cette stratégie devrait s'opérer via une **politique de distribution généreuse sur la base d'un FCF ajusté maximal** : le management vise un FCF ajusté cumulé sur 2021/2024 supérieur à la capitalisation boursière actuelle de Metrovacesa et de distribuer 80% de ce FCF ajusté sous forme de dividendes. En retenant déjà un montant total de cession de terrains de 425 M€ (i.e. moyenne de 105 M€ de cessions / an) et 1 750 logements livrés par an sur 2021/ 2024e, nous nous attendons à un FCF ajusté cumulé de 875 M€ vs une capitalisation boursière de 1 035 M€.

A noter que les actions rachetées dans le cadre d'un equity swap (18.6 M€ au 4 mai, soit 1.98% des actions avec un prix moyen de 6.2 € / action, sur un programme de rachat de 50 M€) arrivant à échéance en juin 2023, pourraient constituer une rémunération supplémentaire si les actions étaient annulées mais nous comprenons que l'éventuelle annulation de ces dernières a peu de chance d'être décidée dans un horizon de 12 mois.

## Initiation à Neutre avec un OC de 8.00 € (potentiel : +19%)

**Nous initions le suivi de Metrovacesa avec une opinion Neutre.** Nous estimons que la stratégie de monétisation est pertinente et intéressante sur le papier pour l'actionnaire mais qu'elle mériterait à ce stade à gagner en visibilité / track record. Notre objectif de cours résulte de la moyenne pondérée à 40% d'un DCF (5.2 €), à 20% d'une valorisation par l'ANR (12.1 €) et à 40% d'un DDM (8.7 €). Cet objectif suggère un potentiel de hausse de 19%, un OC / FCF ajusté 21e de 8.5x, et 0.51x l'ANR 21e pour un rendement de 11.2% alors que le titre se paye 7.4x le FCF ajusté 21e et 0.44x l'ANR 21e.

**Florent Laroche-Joubert (Analyste)**  
+33 (0)1 55 35 42 66  
florent.laroche-joubert@oddo-bhf.com

**Nadine El Ouni (Analyste Associate)**  
+33 (0)1 44 94 56 07  
nadine.el-ouni@oddo-bhf.com





## Metrovacesa, promoteur résidentiel espagnol détenu par des banques

### Bref historique : un patrimoine de 100 ans d'histoire

**L'histoire de Metrovacesa débute il y a plus d'un siècle à Madrid avec la création de la Compañía Urbanizadora Metropolitana (CUM) et de la Compañía Inmobiliaria Metropolitana (CIM) en 1918.** Rapidement, dès 1941, la société fait son entrée à la bourse de Madrid. Durant la décennie suivante, deux gratte-ciels, l'Immeuble Espagne et la Tour de Madrid, sont construits par la société.

La première opération de croissance externe a lieu en 1989 avec la fusion des deux entités CUM et CIM avec la société de courtage immobilier Vacesa. La société s'appellera désormais Metrovacesa. Fort de cet accroissement, Metrovacesa décide en 2005 de se lancer à l'international. Outre l'environnement particulièrement compétitif à la suite de cette décision, la crise immobilière de 2008 bouleverse l'équilibre et les ambitions de la société.

La crise de 2008 entraîne un effondrement du marché immobilier espagnol et Metrovacesa n'est pas épargnée. En 2009, à l'instar d'autres acteurs de l'immobilier espagnol, Metrovacesa passe sous le contrôle de 6 banques ibériques : Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, Banco Espanol de Credito SA, Banco Sabadell SA, Banco Santander, Banco Popular Espanol SA et Caja Madrid. Jusqu'alors, près de 85% du capital de Metrovacesa était détenu par la famille Sanahuja. Cette dernière accepte de céder 54% du capital aux banques susvisées contre une remise de dette de 2.09 Md€.

En 2013, les actionnaires majoritaires décident de retirer Metrovacesa de la cote via une offre publique d'achat ~~pour racheter toutes les actions en circulation~~ au prix de 2.28 € par action.

Il faudra attendre février 2018 pour que Metrovacesa réintègre la Bourse avec un cours initial proposé à 16.50 €. La société renoue ensuite avec le paiement d'un 1<sup>er</sup> dividende post-crise de 50 M€ en 2019.

**En ce milieu d'année 2021 et en sortie de crise sanitaire 2020/2021, Metrovacesa montre des signes encourageants de normalisation de son activité** avec notamment un objectif de livraison de 1 300 - 1700 lots en 2021, un backlog de près de 2 678 unités et une GAV de l'ordre de 2.7 Md€.

### Un conseil et une équipe de management expérimentés mais avec des mandats d'administrateurs à renouveler d'ici 2023

**Le conseil d'administration présente un niveau d'expérience élevé dans l'immobilier de plus de 20 ans en moyenne et 4 ans dans la société.** Il est composé de 12 personnes au total dont 4 administrateurs indépendants en sachant que l'ensemble des mandats arrivent à terme d'ici mi-2023. Le CA est présidé par Ignacio Moreno Martínez, qui dirige par ailleurs Telefonica et Roadis Transportation Holding. Jusqu'en octobre 2016, il était directeur général de Metrovacesa, S.A. Il a également été directeur général du bureau du président (i.e. CEO of the Chairperson's Office) de BBVA, directeur général de N+1 Private Equity et directeur général de Vista Capital Expansión, S.A., SGEER (Private Equity).





## Composition du conseil d'administration de Metrovacesa

	Fonction	Membre du board	Fin du mandat	Actionnaire représenté
Ignacio Moreno Martínez	Président	20/10/2016	20/10/2022	Externe
Mariano Olmeda Sarrión	Vice-président	27/04/2017	27/04/2023	Santander
Jorge Pérez de Leza Eguiguren	CEO	22/11/2016	22/11/2022	Exécutif
Javier García-Carranza Benjumea	Conseiller	06/04/2016	06/04/2022	Santander
Carlos Manzano Cuesta	Conseiller	19/09/2017	19/09/2023	Santander
Ana Bolado Valle	Conseiller	30/06/2017	30/06/2023	Santander
Cesáreo Rey-Baltar Oramas	Conseiller	28/03/2017	28/03/2023	BBVA
José Ferris Monera	Conseiller	30/06/2017	30/06/2023	BBVA
Beatriz Puente Ferreras	Conseiller	16/01/2018	16/01/2022	Indépendant
Emma Fernández Alonso	Conseiller	16/01/2018	16/01/2022	Indépendant
Vicente Moreno García-Mansilla	Conseiller	16/01/2018	16/01/2022	Indépendant
Juan Béjar Ochoa	Conseiller	16/01/2018	16/01/2022	Indépendant

Source : Metrovacesa

**Le management est supervisé par Jorge Pérez de Leza Eguiguren qui occupe la fonction de CEO depuis novembre 2016.** Auparavant, ce diplômé d'Harvard qui a commencé sa carrière au sein du Boston Consulting Group, a également été directeur général Europe du Groupe Lar pendant plus de 10 ans. Il travaille dans le secteur immobilier depuis 17 ans. Il est entouré d'une équipe de 9 personnes dont Borja Tejada qui, fort de ses 15 ans d'expérience dans le secteur, occupe le poste de CFO.

Par ailleurs, il y a 5 bureaux en région qui sont tous dirigés par des personnes qui ont entre 18 et 25 années d'expérience dans l'immobilier.

## Composition de l'équipe de management

	Fonction	Ancienneté chez MVC	Années d'expérience dans le secteur immobilier
Jorge Pérez de Leza Eguiguren	CEO	5 ans	17 ans
Borja Tejada	CFO	5 ans	15 ans
Eduardo Carreño	COO	< 1 an	18 ans
Raquel Bueno	Head of Corporate Development	13 ans	13 ans
Pilar Martín Bolea	Head of Legal	8 ans	26 ans
Miguel Angel Melero	Head of Corporate Resources	4 ans	19 ans
Miguel Díaz	Head of Land	16 ans	19 ans
Enrique Gracia	Head of Tertiary	< 1 an	20 ans
Carmen Chicharro	Head of Commercial, marketing and innovation	3 ans	6 ans
Juan Carlos Calvo	Head of Strategy and Investor Relations	2 ans	16 ans

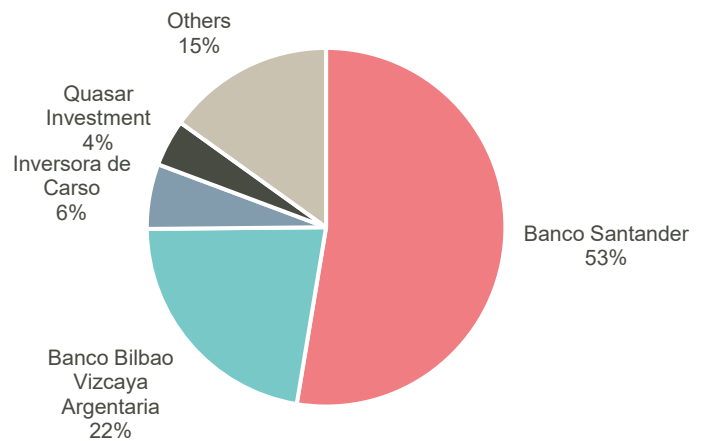
Source : Metrovacesa

## Actionnariat : un capital encore aux mains des banques

**Les principaux actionnaires de Metrovacesa sont des banques espagnoles** notamment Banco Santander qui représente à elle seule près de la moitié des droits de vote (49,4%) et Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) qui dispose d'environ 20.8% des droits de vote.



### Actionnariat : un capital largement entre les mains de Santander et BBVA



Sources : Metrovacesa, ODDO BHF Securities

## Stratégie : priorité à la monétisation des actifs

Après des années difficiles et la crise sanitaire, Metrovacesa ambitionne de retrouver un niveau d'activité normal en se donnant comme objectif principal de monétiser de manière optimale ses actifs en vue de procéder à des versements exceptionnels à ses actionnaires.

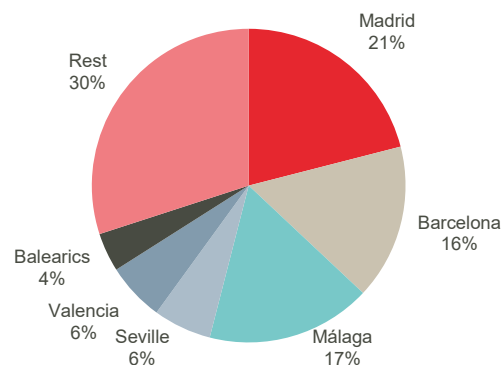
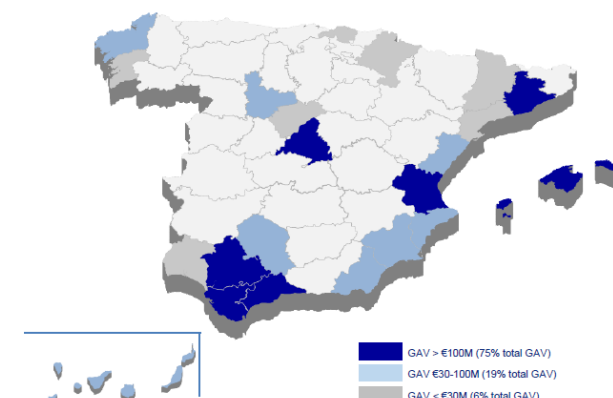
Le management vise ainsi un FCF ajusté cumulé sur 2021-2024 supérieur à la capitalisation boursière actuelle de Metrovacesa et d'en distribuer au moins 80% sous forme de dividendes à ses actionnaires. Pour parvenir à ses fins, le management entend 1/ accroître le nombre de livraisons de logements dans le cadre de son activité de promotion résidentielle et 2/ accélérer les ventes de terrains à une valeur proche en moyenne de leurs valeurs comptables, la priorité étant de céder et monétiser les terrains non stratégiques que de réaliser une plus-value en les vendant.

### Un avantage compétitif avec des réserves foncières importantes à construire ...ou à monétiser

Metrovacesa dispose aujourd'hui, des plus grandes réserves foncières en comparaison aux autres promoteurs résidentiels espagnols cotés (i.e. 1.5 à 2.0x celles d'AEDAS Homes et Neinor Homes). Celles-ci, situées à 66% à Madrid, Barcelone, Valence, Malaga et Séville, s'établissent à environ 34 400 unités et sont évaluées à 2.7 Md€ à fin 2020. Aujourd'hui, 83% d'entre elles (i.e. eq 23 000 unités) sont constructibles tandis que 17% font l'objet de demandes en cours (i.e. eq 12 000 unités).



## Localisation de la GAV des réserves foncières & répartition de la GAV des réserves foncières par région



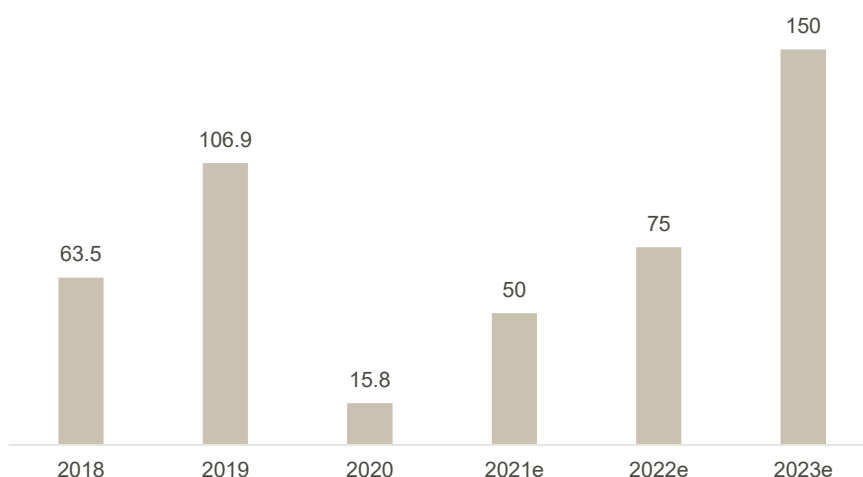
Seule une partie de ces réserves contribue directement à CT à l'activité de promotion de la société. Une autre partie a vocation à être conservée en attendant de futurs programmes résidentiels tandis qu'une partie significative de ces réserves doit être vendue à CT/MT dans une optique de monétisation des actifs pour les actionnaires de MVC :

- **MVC vise un volume de ventes supérieur à 50 M€ sur 2021.** Le management souhaite en effet accélérer ses cessions après avoir vendu seulement pour 15.8 M€ de terrains pendant la pandémie en 2020. Il note des signes encourageants de reprise sur le marché de l'investissement mais juge que le marché n'est pas encore suffisamment liquide pour que MVC soit en mesure de se fixer un objectif de 150 M€ de cessions / an comme c'était le cas avant la crise.
- **Le management se fixe pour objectif de maximiser la monétisation de ces terrains plutôt que de réaliser des plus-values lors de leur cession.** Nous comprenons ainsi que la cession de ces terrains devrait se faire en moyenne à une valeur proche de leur valeur comptable en sachant que MVC pourrait dégager certains trimestres des plus-values ou des moins-values de cessions.
- **Les cessions permettent également de limiter le risque de développement.** Au-delà de renforcer ses cash-flows, ces cessions permettent aussi à la société de développer l'offre de logements dans des quartiers sur lesquels elle est déjà présente, en vendant des parcelles de terrains à d'autres promoteurs qui contribueront à l'augmentation de cette offre tout en assumant le risque commercial et les charges du développement.
- **Le management vise de conserver à MT un niveau de réserves foncières correspondant à 4-5 ans d'activité.** Metrovacesa dispose environ du double de réserves foncières en volume par rapport à ses pairs et cette politique de monétisation est temporaire le temps d'ajuster ses réserves foncières à un niveau cible.

**Nous tablons au final pour la période 2022-2024 sur des cessions de 375 M€ (75 M€ en 2022e, 150 M€ en 2023e et 2024e dans le cadre d'une reprise anticipée du marché résidentiel en Espagne).** Notons qu'à fin mars, MVC avait déjà réalisé / sécurisé 16 M€ de cessions de terrains avec une prime de 4% sur leur valeur comptable, soit 32% de son volume annuel cible.



### Nos hypothèses de cession de terrains sur 2018 – 2024e (M€)



Sources : ODDO BHF Securities, Metrovacesa

### ...pour maximiser le retour aux actionnaires !

**Détenu majoritairement par les banques, Metrovacesa place la rémunération de ses actionnaires au cœur de sa stratégie.** La monétisation de ses actifs lui permet en effet de maximiser le retour de cash-flows à ses actionnaires :

- **Un FCF ajusté cumulé sur 2021e-2024e supérieur à la capitalisation boursière de la société :** Nous tablons à ce stade sur un FCF cumulé sur 2021e-2024e de 875 M€ pour une capitalisation boursière de 1 035 M€.
- **Un taux de distribution calculé sur la base du FCF ajusté :** la politique de dividende de MVC porte sur la distribution de 80% de ses FCF ajustés. C'est ainsi que la société avait repris en 2020 le versement d'un dividende à 0.4 € avec un rendement de 5.2% et nous nous attendons conformément à cette politique à un dividende de 0.78 € au titre de l'exercice 2021.
- **Un programme de rachat d'actions de 50 M€ (8 millions d'actions) :** la société a déjà investi de manière opportuniste près de 18.6 M€ (soit 1.98% des actions avec un prix moyen de 6.2 €) à la date du 4 mai 2021 dans le cadre d'un programme de rachat d'actions réalisé via un equity swap avec Goldman Sachs qui arrive à échéance en juin 2023. Nous comprenons qu'aucune décision n'a été prise, à ce stade, en ce qui concerne l'issue de ces rachats.

### Promotion résidentielle : vers une normalisation de l'activité avec des développements de qualité

**En ligne avec sa stratégie de monétisation, MVC compte également développer son activité de promotion résidentielle pour maximiser ses cash-flows futurs.** Pour ce faire, la société s'est fixé un objectif de livraisons annuelles cible à 2000 unités à partir de 2025 (vs 600 logements livrés en 2020), en se basant sur deux piliers stratégiques :

- **L'augmentation des volumes des livraisons futures** destinées aux clients individuels, avec son offre « Built-to-sell ».
- **Le développement d'une offre « 'Built-To-Rent » réservée aux investisseurs institutionnels** qui montrent aujourd'hui un intérêt croissant pour le résidentiel espagnol.



### Principaux agrégats pour la construction de l'EBITDA dans la Promotion résidentielle

En M€	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Revenus dans la Promotion résidentielle	109.5	63.2	130.3	420	490.2	534.9	558.1
<i>Variation annuelle</i>	<i>360.1%</i>	<i>-42.3%</i>	<i>106.2%</i>	<i>222.3%</i>	<i>16.7%</i>	<i>9.1%</i>	<i>4.3%</i>
Nombre de livraisons sur la période	520	289	601	1500	1725	1854	1910.0
Prix moyen de vente (K€)	210.6	218.7	216.8	280.0	284.2	288.5	292.2
Coûts liés aux développements	-81.3	-51.5	-107.5	-336.0	-392.2	-427.9	-446.5
Marge brute	28.2	11.7	22.8	84.0	98.0	107.0	111.6
<i>Marge brute</i>	<i>26%</i>	<i>19%</i>	<i>17%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>
Coûts commerciaux	-6.8	-11.3	-10.9	-23.1	-27.0	-29.4	-30.7
Frais de personnel	-14.0	-15.0	-14.7	-17.6	-17.9	-18.2	-18.4
Frais généraux	-9.0	-8.0	-6.5	-7.8	-7.9	-8.0	-8.2
<b>EBITDA</b>	<b>-1.6</b>	<b>-22.6</b>	<b>-9.3</b>	<b>35.5</b>	<b>45.3</b>	<b>51.4</b>	<b>54.3</b>
<i>Marge d'EBITDA</i>	<i>-1.5%</i>	<i>-35.8%</i>	<i>-7.1%</i>	<i>8.4%</i>	<i>9.2%</i>	<i>9.6%</i>	<i>9.7%</i>

Sources : ODDO BHF Securities, Metrovacesa

### Des livraisons attendues significativement en hausse en 2021 (+150 % yoy)

Nous tablons sur un volume de livraisons de 1 500 logements en 2021, en ligne avec la guidance fournie par le management qui vise la livraison entre 1 300 et 1 700 unités (vs 601 unités livrées en 2020), avec une marge brute de 20%, pour un EBITDA récurrent 2021e de 36 M€ (vs -9 M€ en 2020). Nous sommes confortés dans notre approche par les éléments suivants :

- **Les livraisons au T1 2021 en ligne avec l'objectif annuel** : MVC a livré un volume de 296 unités (soit 23% du bas de fourchette de la guidance) contre 263 unités livrées au T1 2020. Le taux d'avancement de la construction des logements devant être livrés en 2021, est déjà à 55% en mars et devrait atteindre 100% dès le mois d'août.
- **Un prix moyen de vente 2021e à 280 K€ (+29% yoy)** : nous comprenons que si le prix de vente moyen s'est établi à 229 K€ / unité pour les livraisons du T1 2021 (vs 217 K€ pour les livraisons de l'année 2020), celui-ci devrait continuer d'augmenter graduellement durant les trimestres à venir avec la livraison des projets tels que Nereidas et Costa del Sol qui sont généralement vendus avec des prix moyens beaucoup plus élevés.
- **Des indicateurs d'activité avancés bien orientés** : le backlog a augmenté de 7% à fin mars 2021 vs fin décembre 2020, à 798 M€ et de 4% en volume sur la même période à 2 678 unités et couvre notamment 85% des livraisons 2021.

Nous tablons ensuite pour les années 2022e à 2024e sur un volume moyen de livraisons de près de 1 830 logements par an, en ligne avec l'ambition de la société d'accélérer le rythme de ses livraisons futures et d'atteindre un volume annuel cible d'au moins 2 000 unités à partir de 2025. En termes de prix de vente, nous nous basons sur le backlog actuel qui affiche un prix moyen de 298 K€ / logements et sur des livraisons futures 2021e-2024e avec des prix entre 280 et 290 K€ / unité.

### Le développement d'une offre "Built-to Rent" pour profiter de la tendance actuelle du marché

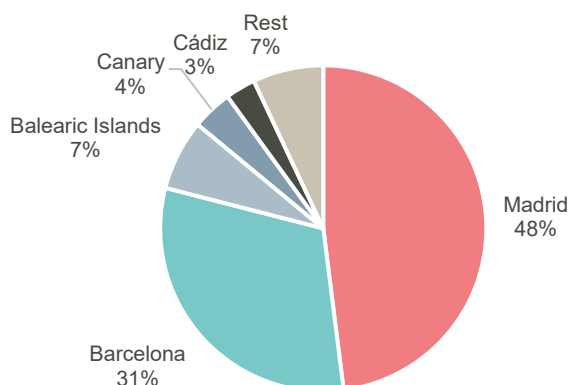
Tout en préservant ses marges de promotion, Metrovacesa s'attend à ce que les ventes de logements aux investisseurs institutionnels représentent entre 15% et 20% des ventes totales en 2021. Avec l'amélioration du cadre juridique de l'activité de location résidentielle en Espagne, MVC compte se renforcer davantage sur ce segment. Le promoteur a déjà identifié 550 unités situés à Valence, Séville et Alicante, des marchés que les investisseurs institutionnels jugent comme étant très intéressants. Confiant dans son approche, le management a même lancé à fin mars la construction de 25% de ces unités et prévoit d'en avoir lancé jusqu'à 50% d'ici la fin du T2.



## Promotion bureaux : une activité devenue non- stratégique à liquider sans perte de valeur

La promotion tertiaire représente, à ce jour, 22% des réserves foncières de la société, avec une valeur de 595 M€ à fin 2020 (dont 79% sont situées à Madrid & Barcelone). Sur le plan opérationnel, MVC opère basiquement au cas par cas : 1/ le management peut vendre directement les terrains ou 2/ il réalise des projets clés en main pour les acheteurs finaux, ou 3/ il développe le projet dans le cadre d'une JV pour en réduire le risque commercial. Nous comprenons finalement qu'il ne s'agit plus d'une activité stratégique. **MVC a donc pour objectif de trouver des acheteurs pour les projets en cours et d'arriver à MT/LT à se désinvestir totalement de ce segment sans perte de capital.**

### Répartition de la réserve foncière à usage commerciale



Source : Metrovacesa

Nous tablons sur le fait que la société aura réussi à vendre ses deux projets actuellement en développement d'ici fin 2023e, après avoir trouvé des locataires. Nous estimons que le 1<sup>er</sup> projet générera un produit de vente de c. 16 M€ d'ici fin 2022e tandis que le 2<sup>nd</sup> sera vendu pour 39 M€ d'ici fin 2023e. Nous estimons néanmoins que ces deux réalisations contribueront faiblement à la performance opérationnelle globale de Metrovacesa.

### Pipeline des projets tertiaires de MVC

Name	Location	Sqm	Progress	Completion	Comments
Puerto Somport office project (phase I)	Madrid Las Tablas	18955	66%	Q3 2021	MVC 24% / Tishman 76%
Monteburgos II Catalana Occidente	Madrid Las Tablas	11250	1%	H2 2022	Turnkey for Catalana Occidente

Source : Metrovacesa

## TMVA 2020/2023e du FCF ajusté de 113%

Nous tablons finalement sur une croissance TMVA 2020/23e du FCF ajusté de 113% sur 2020/2023e pour un FCF ajusté 2023e de 270 M€ vs 28 M€ en 2020. Cette forte croissance repose sur une normalisation du marché de l'investissement résidentiel en Espagne et provient à la fois de la normalisation de l'activité de promotion résidentielle ainsi que d'une forte reprise des ventes de terrains :

- Nous prévoyons une contribution de l'activité de promotion résidentielle de 60-70% à la génération du FCF ajusté sur 2021/2024e vs 50% en 2020. Nous nous attendons en particulier à ce que l'EBITDA et le BPA récurrent se normalisent à des niveaux respectivement de 58 M€ et 0.31 € en 2023e vs -9.0 M€ et -0.09 € en 2020 grâce principalement à l'augmentation du nombre de livraisons (c. 2 000 livraisons en 2023e vs 600 livraisons en 2020) tout en maintenant un niveau de marge brute de 15 à 18% et une marge consolidée EBITDA de 7 à 8% mais légèrement supérieure à 10% dans la Promotion résidentielle.



- Les ventes de terrains constructibles devraient contribuer à hauteur de 30 à 40% de la génération du FCF ajusté sur la période 2021e-2024e. Cette hypothèse repose notamment sur la cession annuelle de terrains pour 50 à 150 M€ / an à la valeur comptable.

#### Principaux agrégats du P&L récurrent et FCF ajusté sur 2018 – 2024e

En M€	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Total revenus</b>	200.9	170.1	146.1	471.5	582.5	725.4	709.6
<i>Variation annuelle</i>	612.4%	-15.3%	-14.1%	222.7%	23.5%	24.5%	-2.2%
Coûts liés aux développements	-165.7	-146.1	-123.0	-387.2	-481.7	-612.1	-597.7
Marge brute	35.2	24.0	23.1	84.3	100.8	113.2	111.9
<i>Marge brute</i>	17.5%	14.1%	15.8%	17.9%	17.3%	15.6%	15.8%
Frais commerciaux	-7.4	-11.3	-10.9	-23.1	-27.0	-29.4	-30.7
Frais de personnel	-13.4	-15.0	-14.7	-17.7	-17.9	-18.2	-18.5
Frais administratifs	-9.0	-8.0	-6.5	-7.8	-8.0	-8.1	-8.2
<b>EBITDA récurrent</b>	<b>5.4</b>	<b>-10.3</b>	<b>-9.0</b>	<b>35.7</b>	<b>47.9</b>	<b>57.5</b>	<b>54.6</b>
<i>Variation annuelle</i>	19.7%	ns	-12.6%	ns	34.2%	20.1%	-5.2%
Marge EBITDA	2.7%	-6.1%	-6.2%	7.6%	8.2%	7.9%	7.7%
Résultat financier	-6.6	-4.8	-7.1	-8.9	-8.9	-8.7	-9.0
Impôt sur les sociétés	0.4	2.3	2.5	-4.0	-5.9	-7.3	-6.8
Résultat net récurrent	-2.3	-13.2	-14.1	22.8	33.2	41.5	38.7
<b>Résultat net récurrent par action (€)</b>	<b>-0.01</b>	<b>-0.09</b>	<b>-0.09</b>	<b>0.15</b>	<b>0.22</b>	<b>0.27</b>	<b>0.26</b>
<i>Variation annuelle</i>	-80.5%	481.3%	7.1%	-ns	45.9%	24.9%	-6.7%
<b>FCF ajusté</b>	<b>43.0</b>	<b>27.8</b>	<b>143.2</b>	<b>189.1</b>	<b>270.4</b>	<b>271.3</b>	<b>271.3</b>
<b>FCF ajusté par action (€)</b>	<b>0.28</b>	<b>0.18</b>	<b>0.94</b>	<b>1.25</b>	<b>1.78</b>	<b>1.79</b>	<b>1.79</b>
<i>Variation annuelle</i>			-35.3%	415.1%	32.0%	43.0%	0.3%

Sources : ODDO BHF Securities, société

## Des indicateurs de dette sains

Metrovacesa affiche des indicateurs de dette, en ligne avec le secteur, qui témoignent d'un bilan solide. On notera en particulier un ratio LTV en baisse à 8.1% (vs 8.5% à fin décembre 2020) et une dette nette également en baisse à 217 M€ (vs 228.4 M€ à fin 2020).

#### Evolution des indicateurs de dette

En M€	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Dette nette financière	-41.1	78.0	229.3	286.9	361.4	343.3
LTV	-1.5%	2.9%	8.6%	10.9%	14.3%	14.6%
Dette nette/ EBITDA récurrent (x)	-7.6	-7.6	-25.5	8.0	7.5	6.0
Coût moyen de la dette nette	10.3%	4.2%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
ICR (x)	0.6x	-2.2x	-1.3x	4x	5.4x	6.6x

Sources : ODDO BHF Securities, Metrovacesa

## Un groupe proactif récompensé pour ses efforts sur la RSE

Metrovacesa a établi un **plan stratégique de développement durable** qui poursuit 4 principaux objectifs

- Contribuer au renforcement des mécanismes de bonne gouvernance et de transparence et progresser dans le respect des principales recommandations et exigences applicables en la matière.
- Garantir l'identification correcte des risques et des opportunités en matière d'ESG et définir des mesures spécifiques pour les gérer.
- Promouvoir la culture ESG en interne, en étendant les engagements et les progrès de l'entreprise à tous les employés à travers des formations et en alignant la stratégie de l'entreprise sur les principes adoptés en tant qu'entreprise durable et respectueuse de notre environnement.
- Anticiper les futures demandes du monde de l'investissement.





En outre, dans le cadre de ce plan, Metrovacesa a pris les engagements suivants :

- **L'amélioration continue** – Metrovacesa s'engage à identifier, évaluer et réviser périodiquement ses processus, à évaluer ses performances, à implémenter des mécanismes de contrôle des risques et à anticiper les conditions changeantes de notre environnement.
- **Environnement** – Metrovacesa s'engage à concevoir des projets qui permettent d'atténuer la contribution au changement climatique et de s'adapter aux effets possibles de ce changement, au moyen de technologies propres et écologiquement durables.
- **L'innovation** – Metrovacesa s'engage en faveur de l'innovation technologique, à travers une collaboration directe avec des start-ups avec lesquelles de nouvelles opportunités commerciales et de nouveaux canaux de distribution seront créés.
- **Transparence et comportement éthique** – Metrovacesa s'engage à ce que les relations avec les tiers soient régies par un comportement honnête, droit et transparent et au respect des exigences légales ou bonne pratique auxquelles le groupe a souscrit, en signalant dans tous les cas les éventuels comportements illicites par le biais du canal prévu à cet effet.

On note ainsi que les efforts de Metrovacesa en matière de RSE ont été **récompensés** à nombreuses reprises :

- Metrovacesa a obtenu en novembre 2020 la certification de qualité ISO 9001-2015, auditée par AENOR et les initiatives durables seront consolidées par la certification ISO 14001 fin 2021.
- Metrovacesa a été incluse parmi les 100 meilleures entreprises où travailler en Espagne.
- En juin 2020, la distinction " Égalité dans l'entreprise " a été décernée à Metrovacesa, pour son plan d'égalité des chances entre les femmes et les hommes, en évitant les risques de discrimination fondée sur le sexe et en définissant des protocoles pour identifier ces situations.
- Le projet DE CONFIANZA de Metrovacesa a remporté le prix ASPRIMA-SIMA de la meilleure initiative d'innovation, en reconnaissance de son utilisation novatrice de la technologie blockchain dans le secteur.



## MVC.MC | MVC SM Immobilier | Espagne

### Neutre

Cours actuel 6.66EUR

Upside 20.12%

OC 8.00EUR

DONNEES PAR ACTION (€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
ANR EPRA par action	6.59	17.38	17.72	17.23	16.00	15.74	15.17	14.38
ANR IFRS par action	6.59	15.80	15.77	15.43	14.37	14.11	13.54	12.75
FFO I par action	-0.01	-0.08	-0.01	-0.09	-0.09	0.15	0.22	0.27
BPA publié	-0.14	-0.26	-0.06	-0.03	-1.08	0.15	0.18	0.21
Dividende net par action	0.00	0.00	0.33	0.00	0.40	0.76	1.00	1.43
FCF par action	0.13	-0.19	0.30	-0.13	-0.59	0.02	0.26	1.12
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	151.70	151.70	151.70	151.70	151.70	151.70	151.70	151.70
Nombre d'actions moyen dilué (M)	151.70	151.70	151.70	151.70	151.70	151.70	151.70	151.70
VALORISATION (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Cours le plus haut (€)			15.5	11.0	9.1	7.5		
Cours le plus bas (€)			10.0	7.4	4.5	5.7		
(*) Cours de référence (€)			12.8	9.3	6.1	6.7	6.7	6.7
Capitalisation			1 948	1 406	919	1 010	1 010	1 010
P/E (x)			ns	ns	ns	44.4	30.4	24.4
P/FFO I (x)			1neg	neg	neg	44.4	30.4	24.4
FFO I yield (%)			-0.1	-0.9	-1.5	2.3	3.3	4.1
Rendement dividende (%)			2.6	0.0	6.6	11.3	15.0	21.4
Taux de distribution (%)	0.0	0.0	-2205.9	0.0	-429.3	503.4	455.8	521.8
FCF Yield (%)			2.4	neg	neg	0.3	4.0	16.8
P/ANR IFRS (x)			0.81	0.60	0.42	0.47	0.49	0.52
P/ANR EPRA (x)			0.72	0.54	0.38	0.42	0.44	0.46
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Loyers bruts	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Loyers nets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Revenus totaux	21.0	28.2	201	170	146	472	582	725
Variation de valeur du patrimoine	8.4	1.4	4.8	7.0	-12.4	13.4	13.1	12.7
EBITDA	-19.6	-73.0	7.3	2.6	-143.5	49.1	61	70
EBITDA ajusté	-2.4	-8.6	5.4	-10.3	-9.0	35.7	47.9	58
EBIT	-19.6	-73.0	7.1	2.3	-144.0	49.1	61	70
Résultat financier net	0.2	-5.2	-6.6	-4.8	-7.1	-8.9	-8.9	-8.7
Impôts sur les résultats	-0.8	39.2	-9.5	-2.1	-6.1	-18.1	-24.8	-30.0
Résultat activités cédées ou en cours	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intérêts minoritaires	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
RNpg	-20.5	-38.9	-9.1	-4.8	-163.5	22.1	27.4	31.4
FFO I	-1.9	-11.6	-2.3	-13.2	-14.1	22.8	33.2	41.5
BILAN (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Immobilisations incorporelles	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Immeubles de placement nets	110	371	340	334	321	354	361	245
Stocks	814	1 906	1 841	1 902	1 983	1 983	1 983	1 983
Actifs disponibles à la vente	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Actifs financiers	32.5	50.3	147	140	334	134	132	133
Capitaux propres pg	999	2 397	2 393	2 341	2 180	2 141	2 054	1 934
Capitaux propres minoritaires	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Capitaux propres	999	2 397	2 393	2 341	2 180	2 141	2 054	1 934
Endettement net	-32.1	10.3	-41.1	78.0	229	287	361	343
Impôts différés passif	1.0	5.4	8.5	9.5	6.5	20.5	39.4	62.1
TABEAU DE FINANCEMENT (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
RNpg	-20.5	-38.9	-9.1	-4.8	-163.5	22.1	27.4	31.4
Variation de valeur du patrimoine	-8.4	-1.4	-4.8	-7.0	12.4	-13.4	-13.1	-12.7
Impôts et taxes	0.7	-39.2	16.2	6.9	13.2	27.0	33.6	38.7
Autres	-0.2	-0.1	-19.8	-11.0	-7.6	-14.1	-13.9	-13.8
Operating cash flow	20.9	-26.6	34.5	-28.0	-78.5	17.6	18.1	30.5
Cash-flow lié aux activités d'investissement	-0.5	-2.7	11.4	7.8	-10.7	-14.5	22.0	139
Cash-flow lié aux activités de financement	0.1	47.2	51.2	13.0	283	-203.2	-41.6	-168.6
Free cash flow	20.4	-29.3	45.9	-20.3	-89.1	3.1	40.0	169
CROISSANCE MARGES RENTABILITE	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Croissance des revenus locatifs bruts								
Croissance du FFO I		ns	-80.5%	481%	7.1%	-261%	45.9%	24.9%
Croissance du BPA		ns	-80.5%	481%	7.1%	-261%	45.8%	24.9%
Marge des revenus locatifs nets	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Marge d'EBITDA	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Marge d'EBITDA ajusté	-11.6%	-30.5%	2.7%	-6.1%	-6.2%	7.6%	8.2%	7.9%
Taux d'imposition	-4.3%	50.1%	1992%	-79.7%	-4.0%	45.0%	47.4%	48.8%
Charges d'expl. / Revenus locatifs nets	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FFO I / Total patrimoine	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FFO I / Revenus totaux	-8.9%	-41.2%	-1.1%	-7.8%	-9.7%	4.8%	5.7%	5.7%
Variation de la valeur du patrimoine / Patrimoine d'investissement	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROA	-0.2%	-0.5%	-0.1%	-0.5%	-0.5%	0.8%	1.2%	1.6%
ROE		-0.7%	-0.1%	-0.6%	-0.6%	1.1%	1.6%	2.1%
RATIOS D'ENDETTEMENT	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Capitaux propres / Total actifs	92%	94%	92%	87%	74%	78%	74%	73%
LTV net	-3%	0%	-2%	3%	9%	11%	14%	15%
Gearing	-3%	0%	-2%	3%	11%	13%	18%	18%
Dette nette / EBITDA ajusté (x)	13.1	-1.2	-7.6	-7.6	-25.5	8.0	7.5	6.0
EBITDA ajusté / Frais financiers nets (x)	-47.9	1.6	-0.7	1.4	0.8	-2.5	-3.4	-4.2

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



# Neinor Homes SA

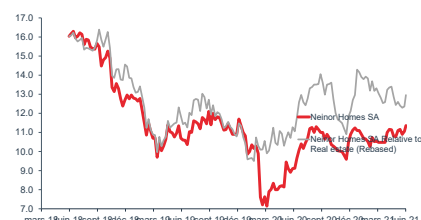
**Surperformance → | Objectif 13.9 €**

Cours (30/06/2021) : 11.36 € | Potentiel : 22 %

Révision	2021e	2022e
BPA	ns	ns

## Vers la constitution d'une plateforme résidentielle à part entière

Jeudi 01 Juillet 2021



### Données produit

#### HOME SM | HOME.MC

Capitalisation boursière (M€)	909
VE (M€)	1 312
Extrêmes 12 mois (€)	9.12 - 11.54
Flottant (%)	47.4

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	5.2	8.4	24.6
Perf. rel. Indice Pays	3.8	2.8	-0.9
Perf. rel. Real estate	3.7	-2.2	15.0

Comptes	12/21e	12/22e	12/23e
Loyers nets (M€)	2.5	4.5	8.5
EBIT (M€)	158	161	224
RNpg (M€)	114	115	110
BPA corrigé (€)	1.46	1.43	1.38
FFO I par action (€)	1.46	1.43	1.38
Dividende (€)	0.64	0.63	0.63
ANR IFRS par action (€)	12.54	13.47	15.17
ANR EPRA par action (€)	17.00	17.93	19.63

P/E (x)	7.8	7.9	8.2
P/ANR IFRS (x)	0.91	0.84	0.75
P/ANR EPRA (x)	0.67	0.63	0.58
FFO I yield (%)	12.8	12.6	12.1
Rendement dividende (%)	5.6	5.5	5.5
FCF Yield (%)	neg	7.41	neg
ROE (%)	12.2	11.0	9.6
LTV net (%)	20.9	20.5	25.3

### Next Events

28/08/2021	Q2 Results
03/11/2021	Q3 Results

## Une accélération de la diversification du groupe sur 2020 / 2021

Neinor Homes a officiellement vu le jour en mai 2015, à la suite de l'acquisition du promoteur immobilier de Kutxabank S.A., Neinor, qui avait alors 26 ans d'expérience dans la construction de maisons. Après avoir été introduit en Bourse en mars 2017, la société s'est rapidement spécialisée dans la promotion résidentielle moyenne et haut de gamme (90% de l'EBITDA 2020) dans les régions les plus sous-offreuses en logements. Elle a également hérité d'un contrat de service de 7 ans pour la gestion du patrimoine immobilier de Kutxabank (10% de l'EBITDA 2020). Elle est détenue à près de 54% par des actionnaires de référence (dont Cohen & Steers pour 3% qui est rentré très récemment au capital) et a versé pour la 1<sup>ère</sup> fois un dividende de 0.5 € en février 2021, soit un rendement actuel de 4.5%.

Le management a accéléré la diversification de son groupe ces 15 derniers mois pour en faire à MT une plateforme résidentielle multi-métiers à part entière qui maîtrise l'ensemble de la chaîne de valeurs du secteur immobilier espagnol. Ainsi, après ces différentes opérations dont la fusion-absorption opportuniste de Quabit finalisée en mai 2021, Neinor Homes peut se définir aujourd'hui comme un opérateur immobilier multi-métiers dont l'activité de promotion résidentielle a vocation à rester le 1<sup>er</sup> métier du groupe (84% de l'EBITDA 24e) avec la livraison annuelle cible hors Quabit de 2 500 logements par an à partir de 2021 comme attendu par le management et en s'appuyant sur des réserves foncières estimées à date à c. 2 Md€, soit l'équivalent de 16 000 unités situées notamment à près de 35% dans l'agglomération de Madrid.

Sur le plan ESG, Neinor Homes se distingue de la moyenne du secteur en ayant notamment réalisé 76% de son chiffre d'affaires 2020 à partir de livraisons de logements certifiées BREEAM et en se classant dans le top 4% des entreprises du secteur immobilier.

## Diversification activités locatives + services : des catalyseurs potentiels

Neinor Homes s'attend à ce que son EBITDA 2024 provienne à 75% de la promotion résidentielle, 20% des revenus locatifs de son portefeuille en construction et 5% des services. Nous estimons de notre côté que le développement du portefeuille résidentiel locatif et des services résidentiels doit encore être confirmé avec des étapes complémentaires qui pourraient constituer des catalyseurs positifs sur le titre :

- **Portefeuille résidentiel locatif -une montée en cadence à confirmer** : seules 540 unités seront opérationnelles à fin 2021 et le management dispose des réserves foncières pour développer jusqu'à 3 500 unités alors qu'il vise un portefeuille cible de 5 000 unités d'ici 5 ans. Une accélération des acquisitions pourrait être perçue positivement.
- **Services résidentiels – la pérennité de l'activité à confirmer** : le contrat de services pour Kutxabank (97% des revenus 2020 des services) arrive à échéance en mai 2021 et une décision sur son renouvellement ou non pourrait être prise d'ici la fin du T3 2022. Dans l'attente, nous ne tenons pas compte du renouvellement comme le consensus.

Nous tablons au final sur un TMVA de 6.5% du BPA récurrent sur 2020 / 2023e pour un BPA récurrent 2023e de 1.38 € en retenant notamment 1/ la livraison de 3 017 logements / an sur 21/23e en incluant Quabit, 2/ la montée en cadence progressive du portefeuille résidentiel locatif selon le plan de développement actuel des différents projets déjà identifiés et 3/ le non-renouvellement du contrat de services Kutxabank.

## Initiation à Surperformance avec un OC de 13.9 € (potentiel : +24%)

Nous initions le suivi de Neinor Homes avec une opinion Surperformance. La société présente un profil de croissance à MT prudent et intéressant tourné autour de la constitution d'un groupe diversifié dans le résidentiel. Le titre que nous valorisons entre 13.0 € et 14.6 € dans nos scénarios pessimistes et optimistes, présente pour nous un potentiel de revalorisation. Dans notre scénario central, notre objectif de cours à 13.9 € résulte de la moyenne pondérée à 40% d'un DCF (14.1 €), à 20% d'une valorisation par l'ANR (14.0 €) et à 40% d'un DDM (13.5 €). Il suggère un OC / BPA 21e de 9.5x, pour un rendement 21e de 4.6% alors que le titre se paye 7.7x le BPA 21e pour un rendement de 4.5%.

Florent Laroche-Joubert (Analyste)  
+33 (0)1 55 35 42 66  
florent.laroche-joubert@oddo-bhf.com

Nadine El Ouni (Analyste Associate)  
+33 (0)1 44 94 56 07  
nadine.el-ouni@oddo-bhf.com



## Un développement d'abord autour de la promotion résidentielle

### Bref historique : une société récente au développement ambitieux

**Neinor Homes a officiellement vu le jour en mai 2015, à la suite de l'acquisition par des fonds gérés par Lone Star en décembre 2014 du promoteur immobilier de Kutxabank, S.A., Neinor**, fort de 26 ans d'expérience dans la construction de maisons et d'une équipe expérimentée d'environ 80 personnes. Dans le cadre de cette transaction, Neinor Homes a hérité de la gestion d'une réserve foncière prime entièrement constructible, un portefeuille d'actifs immobiliers et un contrat de service de sept ans pour la gestion du patrimoine immobilier de Kutxabank.

**En mars 2017, le groupe a été introduit en Bourse**, réalisant la première IPO du secteur de la construction résidentielle en Espagne depuis la crise financière de 2008. **La société a ensuite réalisé plusieurs opérations particulièrement structurantes :**

- **En février 2020, elle franchit tout d'abord une 1<sup>ère</sup> étape dans sa transformation en plateforme résidentielle** en décidant de développer une **activité de foncière résidentielle**. Elle acquiert, le 23 septembre 2020, 75% du capital Renta Grantizada, une société de gestion d'actifs résidentiels (EBITDA 0.5 M€), lui permettant de maîtriser toute la chaîne de valeur sur le résidentiel espagnol.
- **En février 2021, Neinor Homes acquiert le portefeuille résidentiel « Sardes »** pour 58 M€ (vs une valorisation experts de 70 M€) pour un YoC stabilisé de c. 5%. Ce portefeuille comprend au moment de son acquisition, 391 logements loués avec un taux d'occupation de 70% et un potentiel de réversion de près de 20% selon le management.
- **Sur le S1 2021, Neinor Homes double la taille de sa réserve foncière (16 000 unités vs 9 000 à fin 2020) suite à la fusion-absorption de Quabit (+7 000 unités) et l'acquisition ciblée de terrains situés à 89% à Madrid et Barcelone pour 235 M€ (équivalent à 2 500 unités)**. Quabit, promoteur résidentiel espagnol, était en difficulté et excessivement endetté avec la crise et Neinor Homes a saisi l'opportunité de le racheter pour un prix très attractif équivalent avec une décote de 75% sur l'ANR. L'opération a été finalisée en mai 2021 et a permis à Neinor Homes d'augmenter la taille de ses réserves foncières de 7 000 unités pour un montant total de 350 M€. Le management s'attend par ailleurs à réaliser un profit de 200 M€ sur 5 ans grâce à cette opération dont un crédit d'impôt de près de 50 M€. Notons par ailleurs, que Neinor Homes avait procédé à l'annulation de ses actions propres pour limiter la dilution pour ses actionnaires à un peu moins de 1% à l'occasion de cette transaction.

**Aujourd'hui, Neinor Homes s'identifie comme une plateforme résidentielle multiservices avec pour activité principale, la promotion résidentielle.** Spécialisé dans la promotion des résidences principales et secondaires, il opère principalement sur les marchés où la demande est forte et le stock faible pour la satisfaire, avec une présence particulière à Madrid, au Pays basque, en Catalogne, en Andalousie, aux Baléares et à Levante avec des bureaux à Bilbao, Barcelone, Madrid, Cordoue, Valence et Malaga. **Après avoir livré près de 1 600 logements en 2020, le groupe vise en 2021 un volume de livraisons de près de 2 500 unités et un portefeuille opérationnel pour son activité locative de près de 537 logements.**

### Une équipe expérimentée et stable depuis la création de la société

**Neinor Homes est dirigée par Borja Garcia-Egotxeaga Vergara qui possède une vaste expérience dans le domaine du développement résidentiel, de la gestion de projets dans le secteur immobilier et industriel et de la planification stratégique des affaires.** Il a rejoint Neinor Homes en juin 2016 en tant que directeur technique de la zone Nord avant d'être nommé Directeur des Opérations en 2018 et CEO en avril 2019 au moment de l'annonce du nouveau plan stratégique 2019-2023. Il est entouré d'une équipe de direction composée de 8 personnes ainsi que de 4 directeurs régionaux dont Jordi Argemí en tant que nouveau directeur général adjoint et directeur financier (ancien directeur financier).



## Composition du Directoire

	Fonction	Ancienneté chez Neinor Homes	Années d'expérience dans le secteur immobilier
Borja Garcia-Egotxeaga Vergara	CEO	5 ans	18 ans
Jordi Argemí García	CFO	6 ans	6 ans
Jorge Pepa	Executive VP	3 ans	6 ans
Mario Lapiedra Vivanco	CIO	6 ans	10 ans
Gabriel Sánchez Cassinello	CBO	6 ans	10 ans
Fernando Hernanz de Dueñas	COO	6 ans	23 ans
Julio Egusquiza González-Gil	CSO	6 ans	15 ans
Álvaro Conde Herranz	Governance, Risk & Compliance and Internal Audit Director	6 ans	6 ans
José Cravo	Chief Investor Relations Officer	< 1 an	< 1an

Sources : ODDO BHF Securities, société

**Le conseil d'administration est présidé par Ricardo Martí Fluxá, administrateur indépendant de Neinor Homes depuis septembre 2017.** Ce dernier est, par ailleurs, président de l'association espagnole des sociétés de conseil en immobilier (ACI), de l'association espagnole de défense, de sécurité, de technologies aéronautiques et spatiales (TEDAE) et directeur de Liteyca. Il a été secrétaire d'État à la sécurité de 1996 à 2000 et a occupé différents postes à l'étranger jusqu'à ce qu'il soit nommé chef du protocole et des activités de la Maison de Sa Majesté le Roi d'Espagne. Dans le secteur privé, il a été, entre autres, président d'Industria de Turbo Propulsores, S.A. (ITP) et président de Marco Polo Investments. Au total, le conseil est composé de 9 membres dont le CEO et 5 administrateurs indépendants.

## Composition du conseil d'administration

	Fonction	Membre du board	Actionnaire représenté
Ricardo Martí Fluxá	Président	08/03/2017	Indépendant
Borja Garcia-Egotxeaga Vergara	CEO	08/04/2019	Exécutif
Anna M. Birulés Bertrán	Conseiller	08/03/2017	Indépendant
Alfonso Rodés Vilá	Conseiller	27/09/2017	Indépendant
Jorge Pepa	Executive VP	18/04/2018	Exécutif
Andreas Segal	Conseiller	27/02/2019	Indépendant
Van J. Stults	Conseiller	22/10/2019	Dominical
Felipe Mornés Botín Sanz-de Sautuola	Conseiller	14/05/2015	Indépendant
Aref H. Lahham	Conseiller	12/12/2019	Dominical

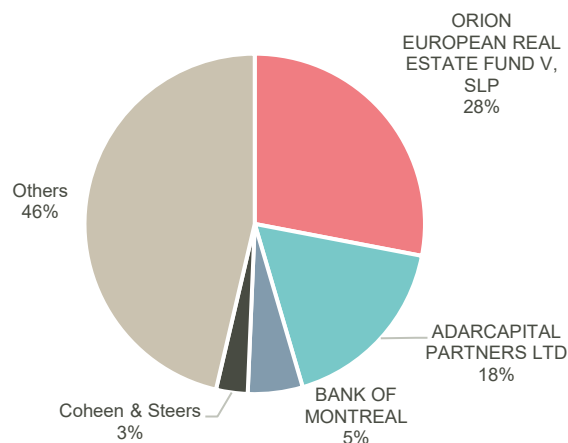
Sources : ODDO BHF Securities, société

## Actionnariat : deux grands actionnaires de référence

Les deux principaux actionnaires de Neinor Homes représentent à eux seuls 47% des droits de vote. Il s'agit des fonds Orion European Real Estate (28%) et Adar Capital Partners (17,4%). Le 3ème plus grand actionnaire est Bank of Montreal avec (5.2%), suivi par Coheen & Steers, qui est entré récemment au capital de la société avec une participation de 3%.



### Répartition du capital de Neinor Homes



Sources : ODDO BHF Securities, société

## Ambition à CT-MT : construire une plateforme résidentielle multi-métiers à part entière

Après s'être imposé rapidement comme un acteur de référence dans la promotion résidentielle espagnole, Neinor Homes a pour ambition de construire une véritable plateforme résidentielle à part entière. Les récentes opérations de croissance externe réalisées au S1 2021 (ex : Quabit) s'inscrivent dans le cadre de cette stratégie et visent à **faire de Neinor Homes, un opérateur immobilier maîtrisant toute la chaîne de valeur dans l'immobilier espagnol en regroupant 1/ un promoteur résidentiel capable de livrer 2 500 logements par an, 2/ une foncière résidentielle gérant 5 000 logements dans 5 ans et 3/ une activité de services dans l'immobilier.**

### Evolution attendue par Neinor Homes de son EBITDA sur 2020 - 2024



Source : Neinor Homes



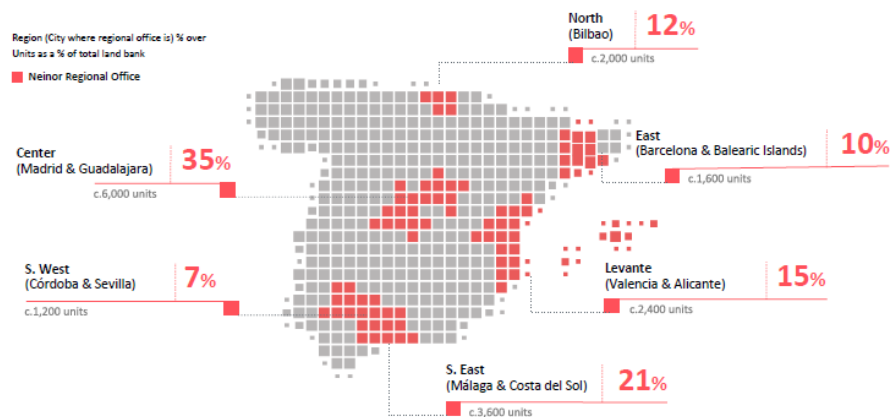
## Promotion résidentielle : le 1<sup>er</sup> métier du groupe dans les régions les plus sous-offreuses en logements

L'activité de promotion résidentielle est aujourd'hui l'activité principale de Neinor Homes (90% EBITDA en 2020) et a vocation à le rester à MT (75% EBITDA en 2024). Après avoir livré 1 600 logements en 2020, nous voyons le promoteur atteindre son rythme de croisière avec une livraison annuelle de 2 500 logements par an dès 2022 dans les régions où la demande de logements multifamiliaux est la plus forte.

## Des réserves foncières conséquentes dans les régions les plus dynamiques

Les réserves foncières de Neinor Homes post-fusion Quabit s'établissent à environ 16 000 unités et se valorisent à c. 2 000 M€. Elles se situent, selon le management, dans les régions les plus dynamiques en termes de logements dont près de 35% dans l'agglomération de Madrid :

### Répartition géographique de la réserve foncière de Neinor



Source : Neinor Homes

Ces réserves foncières abondantes (16 000 unités vs 9 000 à fin 2020) sont aujourd'hui le fruit d'une politique d'investissement rigoureuse et opportuniste :

- **Une stratégie d'investissement rigoureuse** : Neinor Homes s'est fixé comme règle d'or d'acquérir des terrains qu'à partir du moment où ils permettront de dégager une marge nette de développement d'au moins 20%. C'est ainsi que Neinor Homes a été acheteur net de 2015 à 2018 dans les 6 principales régions de l'Espagne, le marché offrant à cette époque des marges attractives, en ligne avec les marges cibles du groupe alors qu'il a été vendeur net de 2018 à 2020 dans la mesure où les prix proposés ne représentaient que des marges de 12% à 13% sur les futures livraisons.
- **Des acquisitions sélectives au S1 2021** : le management s'est montré plus agressif depuis le début de l'année avec la reprise du marché résidentiel espagnol et a ainsi réalisé des acquisitions sélectives de terrains, soit l'équivalent de 2 500 unités pour c. 235 M€ situées à 89% à Madrid et Barcelone pour un prix au m<sup>2</sup> de 750 €.
- **Quabit – une transaction opportuniste** : la fusion-absorption de Quabit finalisée en mai 2021, permet à Neinor Homes d'élargir sa réserve foncière de près de 7 500 unités situées à 88% à Madrid, Malaga et Valence pour c. 365 M€. A noter également que les permis de construire pourraient être accordés pour l'équivalent de 4 400 unités et que le management considère que cette opération va lui permettre d'avoir plus de visibilité sur la génération des cash-flows de promotion sur les 4 ans à venir.





## Une production cible de 2 500 logements par an (hors Quabit)

Nous tablons dans notre scénario central sur le fait que Neinor Homes atteindra son objectif de livraison annuelle de 2 500 logements (hors Quabit) dès 2021 (vs 1 600 unités livrées en 2020). En prenant en compte les livraisons attendues par Quabit sur 2021-2022 (1 300 au total sur 2 ans), nous voyons l'EBITDA récurrent Promotion 2021e croître de 29.5% yoy à 127.9 M€. Nous sommes confortés dans notre approche par les éléments suivants :

- **Les livraisons au T1 2021 sont en ligne avec l'objectif annuel** : Neinor Homes a livré un volume record de 345 unités en tenant compte de la fusion-absorption de Quabit (245 unités livrées pour Neinor Homes stand alone). Ce chiffre est à comparer aux 106 unités livrées au T1 2020 et les 119 unités livrées au T1 2019.
- **Un prix moyen de vente 2021e à 289 K€ (-13.4% yoy)** : nous tablons sur le fait que les futures livraisons proviendront en moyenne à 70% du pipeline de Neinor Homes (prix moyen par unité compris entre 320 K€ et 350 K€ pour une offre moyen haut de gamme) et à 30% du pipeline de Quabit (prix moyen de 200 K€ / unité pour une offre entrée de gamme).
- **Des indicateurs d'activité avancés bien orientés** : le backlog à 1.08 Md€ à fin mars reste sain et couvre notamment 85% des livraisons 2021 et 55% des livraisons 2022 dans un marché résidentiel espagnol dynamique.

Nous tablons ensuite pour les années 2022e à 2024e sur un volume moyen de livraisons de 2 670 logements hors Quabit conformément aux attentes du management qui reste prudent par rapport à la capacité du marché espagnol sur les implantations géographiques de Neinor Homes à absorber davantage de nouvelles constructions. On notera néanmoins un fort niveau de visibilité sur ces objectifs de livraisons étant donné que la construction de 6 600 unités est soit en cours, soit finalisée.

### Atterrissage de l'EBITDA Promotion autour de 130 – 140 M€ par an

En M€	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Revenus Promotion résidentielle</b>	<b>312.2</b>	<b>425.7</b>	<b>534.7</b>	<b>923.9</b>	<b>902.2</b>	<b>769.4</b>	800.5
Variation annuelle	308%	36%	26%	73%	-2%	-15%	4%
Nombre d'unités livrées	1036	1269	1603	3200	3150	2700	2754
Prix moyen de vente (k €)	301	349	334	289	286	285	291
Revenus nets des coûts de construction & vente	90	128	135	166	180	177	184
Marge brute	29%	30%	25%	18%	20%	23%	23%
<b>EBITDA</b>	<b>49.1</b>	<b>85.2</b>	<b>98.7</b>	<b>127.9</b>	<b>139.3</b>	<b>136.1</b>	141.7
Variation annuelle	ns	73.3%	16.0%	29.5%	8.9%	-2.3%	4.1%
Marge d'EBITDA	15.7%	20.0%	18.5%	13.8%	15.4%	17.7%	17.7%

Sources : Société, ODDO BHF Securities

## Portefeuille locatif résidentiel : une nouvelle activité en pleine structuration / croissance

Dans le cadre de son ambition de devenir une plateforme résidentielle à part entière, Neinor Homes a déjà commencé à construire / structurer sa nouvelle activité de gestion locative résidentielle. La société a déjà réalisé plusieurs acquisitions structurantes (ex : 75% du capital Renta Grantizada + portefeuille Sardes + Quabit) et commencé à développer plusieurs complexes résidentiels qui viendront enrichir son portefeuille (i.e. 1 200 logements en cours). **L'objectif final est de disposer d'un portefeuille locatif de 5 000 logements d'ici 5 ans (vs 537 à fin 2021) qui doit contribuer à hauteur de 20% de l'EBITDA d'ici 2024.**

## Trois critères clefs pour construire la foncière résidentielle

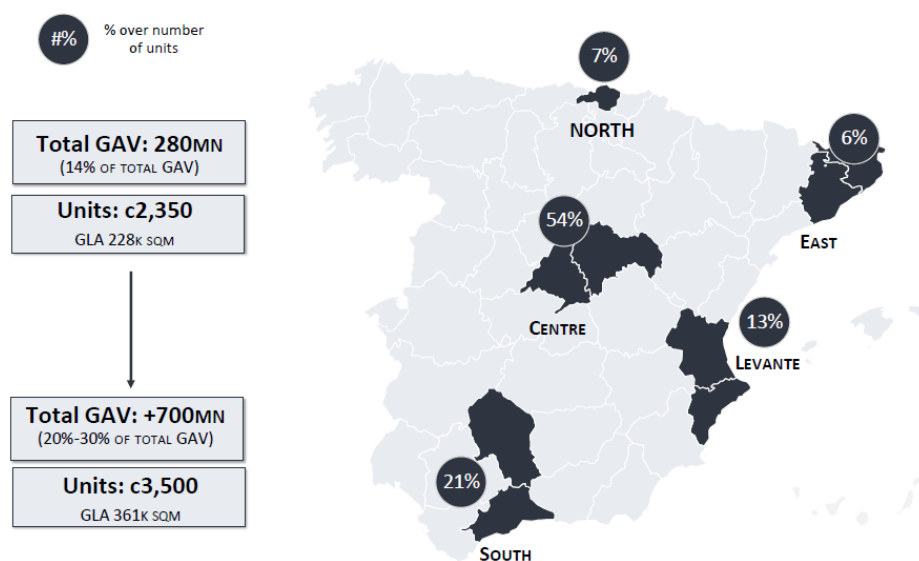
Le management a décidé de développer sa nouvelle activité de foncière résidentielle autour de 3 critères clefs :

- **Une exposition importante au centre de l'Espagne** : Neinor ambitionne de porter l'exposition de son portefeuille locatif à Madrid à plus de 70% (vs 54% à fin mars). Le Centre de l'Espagne se définit en effet comme un marché caractérisé par une demande importante et une offre adaptée très limitée.



- **La maîtrise de toute la chaîne de valeur de l'activité de location**, pour pouvoir contrôler et optimiser les rendements. C'est la raison pour laquelle Neinor est notamment entré à hauteur de 75% dans le capital de Renta Grantizada. Celle-ci est une société de gestion locative espagnole de premier plan (>2500 logements sous gestion) qui permet à Neinor de couvrir l'ensemble de la chaîne de valeur, de l'acquisition des terrains à la gestion des biens et des actifs.
- **Un programme de croissance basé sur un pipeline de développement créateur de valeur** : Neinor Homes prévoit de construire son portefeuille de 5 000 logements en partie via des acquisitions mais également et surtout en exploitant ses réserves foncières pour au moins 3 000 unités. D'un point de vue pratique, le management prévoit de financer les travaux par endettement et de dégager une création de valeur supérieure à 30%.

#### Répartition actuelle du portefeuille locatif de Neinor Homes



Source : Neinor Homes










#### Une bonne visibilité déjà sur la future constitution du portefeuille

Les opérations déjà réalisées par Neinor Homes permettent déjà d'identifier près de 3 500 unités sur l'objectif de 5 000 unités à 5 ans, pour un revenu locatif brut annualisé à 100% de 36.5 M€ :

- **391 unités déjà opérationnelles** : ces unités proviennent du portefeuille Sardes acquis en février 2021, sont occupées à 70% pour un revenu locatif brut annualisé à 100% de 3.5 M€. Neinor Homes s'attend à un potentiel de réversion de +20% (durée résiduelle des baux c. 2 ans) : les renouvellements des contrats depuis le début de l'année ont d'ailleurs été renouvelés avec une réversion de +16% (loyer de marché à 10 €/m²/ mois vs un loyer moyen actuel sur le portefeuille de 8€/m²/mois).



## Portefeuille SARDES acquis en février 2021

OPERATING PORTFOLIO - SARDES									
									
LOCATION	MÁLAGA	MADRID	MADRID	VALENCIA	ALICANTE	BADALONA	SABADELL	TARRASA	GERONA
UNITS (#)	28	24	129	59	36	21	26	36	32
GLA (SQM)	2,311	1,829	6,778	4,742	3,430	2,243	3,213	2,701	4,668
OCCUPANCY <sup>1</sup> (%)	77.3%	87.5%	94.1%	81.4%	83.4%	87.4%	92%	83.2%	76.7%
	UNITS	OCCUPANCY <sup>2</sup>	GROSS RENTAL INCOME <sup>2</sup>	NET OPERATING INCOME <sup>2</sup>	GAV <sup>3</sup>	NET YIELD ON COST			
	<b>391#</b>	<b>95%</b>	<b>€3.5mn</b>	<b>€2.8mn</b>	<b>€70mn</b>	<b>c5%</b>			

1. Target for 2021. 2. Stabilized target for 2025. 3. Savills as of Dec20.

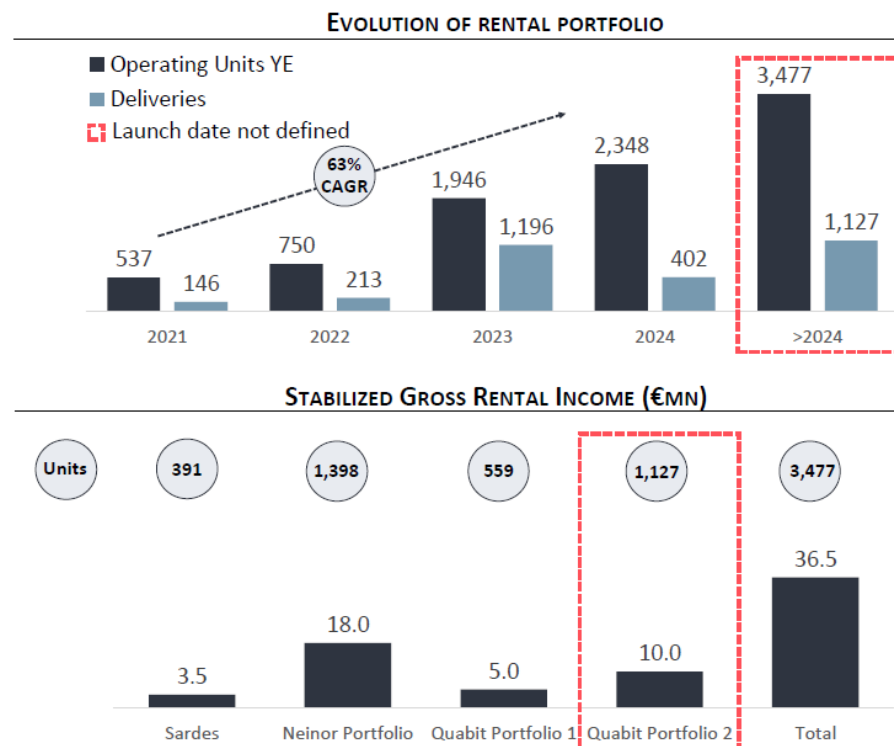
Source : Neinor Homes

- **1 398 unités à développer à partir des réserves foncières de Neinor** : ce portefeuille représente un loyer annualisé de 18 M€ pour des livraisons qui s'étalent de 2021<sup>e</sup> à 2023<sup>e</sup> (travaux déjà lancés pour près de 500 unités et travaux à lancer pour près de 900 unités).
- **559 unités à développer à partir des réserves foncières Quabit 1** : ce futur portefeuille représente un loyer annualisé de 5 M€ pour des livraisons qui devraient s'échelonner entre 2022e et 2024e.
- **1 127 unités à développer à partir des réserves foncières Quabit 2** : ces unités qui doivent générer un loyer annualisé de c. 10 M€, doivent être développées post 2024 et nous avons étalées leurs livraisons entre 2025e et 2027e dans notre scénario central.

**Au final, nous tablons sur un TMVA 21/24e de 63% du nombre d'unités disponibles à la location (i.e. 3 500 logements opérationnels à fin 2024e) mais ne prenons pas en compte, à ce stade, dans notre scénario central, les autres 1 500 logements non encore identifiés dont une partie pourrait être acquise par la société courant 2021 / 2022 selon certaines de ses hypothèses de travail.**



Constitution à date du futur portefeuille résidentiel locatif de Neinor



Source : Neinor Homes

Une contribution progressive de la foncière résidentielle dans la performance opérationnelle de Neinor Homes

Nous estimons ainsi que la contribution du portefeuille résidentiel locatif sera progressive à la performance opérationnelle du groupe :

- **Un pipeline créateur de valeur** : les 3 000 unités constituant le pipeline de développement représentent selon nos estimations, un investissement total de près de 550 M€ pour un Yield on Cost compris entre 6.0% et 7.0%, un taux de sortie moyen de 4.5% entre 2021 et 2026 et une création de valeur de près de 30% sur la base des taux actuels. A noter que le management de Neinor estime pouvoir profiter d'une future compression de taux sur le marché résidentiel espagnol et table sur un taux de sortie net de 3% à 3.5% et se félicite d'être aujourd'hui le seul acteur à avoir été en mesure de sécuriser son financement pour ce type de développements.
- **Une contribution de 9.9% de l'EBITDA 2024e récurrent vs 20% attendu par Neinor** : nous tablons sur une croissance moyenne des revenus locatifs de 89% sur 2021e/24e et voyons Neinor atteindre un revenu locatif brut de 22.8 M€ en 2024e et 36 M€ en 2027e pour une contribution de 9.9% à l'EBITDA 24e récurrent Groupe vs 20% attendus par le management. Nous expliquons cet écart par le fait que nous ayons 1/ étalé la commercialisation à la location des nouveaux lots sur 15 mois et 2/ pas pris en compte d'acquisitions complémentaires dans nos hypothèses.


**Croissance progressive de la performance opérationnelle du portefeuille résidentiel locatif**

En M€	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Revenus locations bruts</b>	<b>0.0</b>	<b>0.5</b>	<b>3.4</b>	<b>6.0</b>	<b>11.3</b>	<b>22.8</b>
Nombre d'unités opérationnelles	0	0	537	750	1946	2348
<i>Croissance organique</i>	0%	0%	12%	8%	7%	4%
Revenus locatifs nets	0.0	0.5	2.5	4.5	8.5	17.1
<i>Marge brute</i>		100%	75%	75%	75%	75%
<b>EBITDA</b>	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>	<b>2.0</b>	<b>3.9</b>	<b>7.8</b>	<b>16.0</b>
<i>Variation annuelle</i>			1019%	93%	96%	106%
<i>Marge d'EBITDA</i>			60%	65%	68%	70%

Sources : ODDO BHF Securities, Neinor Homes

**Services résidentiels : une activité renforcée par le développement de la plateforme locative**

Le segment « Services résidentiels » constitue le 3<sup>ème</sup> métier de Neinor Homes (i.e. 24 M€ de revenus en 2020, soit c. 12% de l'EBITDA 2020 de Neinor). Il prend toute sa dimension dans le cadre de la stratégie globale du groupe de constituer une plateforme résidentielle à part entière. Il est constitué aujourd'hui de plusieurs sources de revenus:

- **Contrat d'administration et de gestion d'actifs avec Kutxabank (97% des revenus)** : ce contrat mis en place à la création de la société en 2015 pour une durée initiale de 7 ans, a généré 23 M€ de revenus en 2020 et doit faire l'objet d'un renouvellement par la banque basque Kutxabank à son expiration en mai 2022. Il se compose 1/ d'une rémunération fixe (78% des revenus en 2020), basée sur le type et le volume des actifs gérés (i.e. 1.3 Md€ en 2020), 2/ d'une rémunération variable liée à la commercialisation de ces actifs (20% des revenus) et 3/ d'autres services (2%). On notera que le management se montre confiant sur sa capacité à être renouvelé dès le T3 2021.
- **Administration & gestion des unités de Renta Grantizada (3% des revenus)** : Neinor Homes gère aujourd'hui, également, un portefeuille de 2500 unités résidentielles locatives, à la suite de l'acquisition en 2020 de 75% de Renta Grantizada en septembre 2020.

En tablant, dans une approche conservatrice, sur le non-renouvellement du contrat avec Kutxabank dans notre scénario central, **nous voyons l'EBITDA du segment « Services Résidentiels » baisser de 13% en moyenne par an sur 2020 / 2023e**:

**Performance opérationnelle du segment « Services Résidentiels »**

En M€	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Total revenus services résidentiels</b>	<b>32.2</b>	<b>23.6</b>	<b>31.4</b>	<b>13.7</b>	<b>6.1</b>	<b>6.2</b>
<i>Variation annuelle</i>	3%	-27%	33%	-56%	-55%	1%
<b>Commissions de gestion Kutxabank</b>	<b>20.7</b>	<b>18.4</b>	<b>18.2</b>	<b>7.7</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
commissions de performance Kutxabank	10.3	4.8	6.8	0.0	0.0	0.0
autres commissions Kutxabank	1.1	0.2	0.7	0.0	0.0	0.0
commissions Renta Grantizada	0.0	0.2	5.7	6.0	6.1	6.2
<b>EBITDA</b>	<b>22.1</b>	<b>13.5</b>	<b>18.9</b>	<b>8.4</b>	<b>3.9</b>	<b>3.9</b>
<i>Variation annuelle</i>	19%	-39%	40%	-56%	-54%	1%
<i>Marge d'EBITDA</i>	68%	57%	60%	61%	63%	63%

Sources : ODDO BHF Securities, Neinor Homes



## Une performance opérationnelle qui dépendra de la vitesse de déploiement du portefeuille résidentiel locatif

### Un TMVA 2020/2023e du RNR / action de +6.5%

Nous tablons sur une croissance moyenne du BPA récurrent de Neinor Homes de 6.5% par an sur la période 2020/2023e grâce notamment à la croissance des livraisons dans la Promotion résidentielle mais également grâce au développement du portefeuille résidentiel locatif ainsi que l'activité de services résidentiels via Renta Gratnizada mais sans prise en compte du renouvellement du contrat Kutxabank :

#### Performance opérationnelle groupe sur 2018/2024e

En M€	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Total revenus	380.0	472.2	562.4	960.8	923.0	786.9	829.5
Variation annuelle	72.4%	24.3%	19.1%	70.8%	-3.9%	-14.7%	5.4%
EBITDA récurrent	58.2	98.9	110.8	148.6	151.4	147.7	161.6
Variation annuelle	601%	70%	12%	34%	2%	-2%	9%
Marge EBITDA	15%	21%	19%	15%	16%	19%	19%
EBITDA Promotion résidentielle	49.1	85.2	98.7	127.9	139.3	136.1	141.7
EBITDA Portefeuille résidentiel locatif	0.0	0.0	0.2	2.0	3.9	7.8	16.0
EBITDA Services résidentiels	18.5	22.1	13.5	18.9	8.4	3.9	3.9
EBITDA Legacy	-9.5	-8.3	-1.6	-0.2	-0.1	0.0	0.0
Coût net de la dette	-10.4	-9.0	-5.9	-7.1	-8.9	-10.5	-12.3
Impôt sur les sociétés	5.8	-17.5	-20.6	-27.8	-28.0	-26.9	-29.3
Résultat net récurrent	53.6	72.3	84.3	113.8	114.5	110.3	120.0
Résultat net récurrent par action (€)	0.69	0.95	1.14	1.46	1.43	1.38	1.50
Variation annuelle		39%	20%	28%	-2%	-4%	9%

Sources : ODDO BHF Securities, Neinor Homes

On notera que nos estimations sont en ligne avec la guidance du management qui vise notamment un EBITDA 2021 à 150 M€ et la montée en cadence du portefeuille résidentiel locatif dans la mesure où nous tablons sur des revenus locatifs bruts de 27 M€ en 2025 en ligne avec les hypothèses fournies par Neinor Homes.

### Un niveau d'endettement raisonnable pour un promoteur - investisseur

Nos indicateurs clef de dette ressortent globalement en ligne avec les hypothèses de Neinor Homes qui table notamment sur un ratio LTV de 20 à 25% post-fusion de Quabit et nous tablons sur le fait que son ratio LTV restera ensuite compris entre 20% et 30% étant donné son profil multi-métiers. On notera qu'après avoir réalisé une émission obligataire de 300 M€ à une maturité de 5.5 ans et un coupon de 4.5%, Neinor Homes n'a pas d'échéance de dette significative avant 2026.

#### Evolution des indicateurs de dette

En M€	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Dette nette financière	266.8	205.1	65.4	403.1	394.7	575.9	585.3
LTC	22%	17%	5%	24%	23%	28%	27%
LTV	15%	12%	4%	21%	21%	25%	24%
Dette nette/ EBITDA récurrent	4.6	2.1	0.6	2.7	2.6	3.9	3.6
Coût moyen de la dette nette	2.98%	2.93%	3.06%	3.14%	3.18%	3.20%	3.22%
ICR	4.9x	10x	16.3x	22.3x	18.1x	21.3x	13.4x

Sources : ODDO BHF Securities, Neinor Homes



## Un dividende dépendant de la trajectoire de croissance du groupe

**Neinor Homes verse un dividende pour la 1<sup>ère</sup> fois cette année (i.e. 0.50 € pour un rendement dividende de 4.5% sur la base d'un cours de 11.06 € au 17 juin 2021)** sur l'exercice 2020 et table sur le versement d'un dividende maximal de 50 M€ pour l'exercice 2021 (i.e. taux de distribution de 42% vs résultat net récurrent pour un taux de rendement de 5.8% sur la base du cours 17/06/2021). Nous tablons de notre côté sur le fait que Neinor Homes continuera de verser un dividende similaire les années suivantes pour un taux de distribution similaire également. Au final, le dividende versé dépendra principalement de la trajectoire de croissance du groupe ainsi que de celle des revenus du portefeuille résidentiel locatif.

## ESG – des notations qui permettent à Neinor de se distinguer

**Neinor Homes se distingue de la moyenne du secteur espagnol à la fois par les actions mises en place et les différentes notations / ratings obtenus :**

- Neinor est le développeur en Espagne qui détient la plus grande part de certifications BREEAM en Espagne avec pas moins de 76% du chiffre d'affaires 2020 qui a été généré par les développements BREEAM.
- Le groupe fait partie des rares promoteurs espagnols appartenant au Green Building Council Spain et travaillant avec l'UE pour favoriser la durabilité des bâtiments et le financement vert. Il a également adhéré aux Objectifs de Développement Durable des Nations Unies.
- Concernant les notations / ratings ESG :
  - MSCI a réitéré sa note A sur le groupe.
  - Neinor a obtenu un score de 10,5 (risque faible) lors de l'évaluation complète de la cote de risque ESG de Sustainalytics.
  - Sur Global Real Estate, Neinor se classe dans le Top 4% (i.e. plus de 1 000 entreprises) et dans le Top 2% pour la catégorie mondiale plus large (i.e. plus de 13 000 entreprises).

A l'avenir, et dans le cadre de sa récente adhésion, Neinor Homes indique qu'il établira des rapports conformément aux recommandations des meilleures pratiques en matière de développement durable (sBPR) de l'EPRA notamment concernant son nouveau portefeuille locatif.



HOME.MC | HOME SM  
Immobilier | Espagne

## Surperformance

Cours actuel 11.36EUR

Upside 22.36%

OC 13.90EUR

DONNEES PAR ACTION (€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
ANR EPRA par action	0.00	15.14	0.00	14.99	15.94	17.00	17.93	19.63
ANR IFRS par action	0.87	9.14	9.78	9.99	11.57	12.54	13.47	15.17
FFO I par action	0.01	0.00	0.69	0.95	1.14	1.46	1.43	1.38
BPA publié	0.00	-0.14	0.59	0.84	0.95	1.58	1.55	2.33
Dividende net par action	0.00	0.00	0.00	0.00	0.50	0.64	0.63	0.63
FCF par action	0.03	-0.96	1.08	1.74	1.51	-4.48	0.84	-1.51
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	729.30	79.01	79.01	79.01	74.39	79.99	79.99	79.99
Nombre d'actions moyen dilué (M)	853.37	182.79	78.04	76.04	73.93	78.12	79.99	79.99
VALORISATION (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Cours le plus haut (€)		20.1	19.1	13.1	11.7	11.5		
Cours le plus bas (€)		16.5	12.2	9.0	7.0	10.1		
(*) Cours de référence (€)		18.2	15.8	11.3	9.8	11.4	11.4	11.4
Capitalisation		1 441	1 247	895	728	909	909	909
P/E (x)		5267.6	23.0	11.9	8.6	7.8	7.9	8.2
P/FFO I (x)		5 267.6	23.0	11.9	8.6	7.8	7.9	8.2
FFO I yield (%)		0.0	4.3	8.4	11.6	12.8	12.6	12.1
Rendement dividende (%)		0.0	0.0	0.0	5.1	5.6	5.5	5.5
Taux de distribution (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	43.9	44.0	43.7	45.3
FCF Yield (%)		neg	6.8	15.3	15.5	neg	7.4	neg
P/ANR IFRS (x)		1.99	1.61	1.13	0.85	0.91	0.84	0.75
P/ANR EPRA (x)		1.21	ns	0.76	0.61	0.67	0.63	0.58
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Loyers bruts	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	3.4	6.0	11.3
Loyers nets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	2.5	4.5	8.5
Revenus totaux	229	220	380	489	573	960	921	784
Variation de valeur du patrimoine	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	20.2	20.9	88
EBITDA	9.6	-18.3	52	94	101	162	166	229
EBITDA ajusté	19.1	8.3	58	99	111	149	151	148
EBIT	9.0	-18.3	51	90	97	158	161	224
Résultat financier net	-4.9	-7.7	-10.9	-9.0	-5.9	-7.1	-8.9	-10.5
Impôts sur les résultats	-3.1	0.0	5.8	-17.5	-20.6	-27.8	-28.0	-26.9
Résultat activités cédées ou en cours	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interêts minoritaires	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
RNpg	1.1	-25.9	46.0	64	70	123	124	187
FFO I	11.1	0.6	54	72	84	114	115	110
BILAN (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Immobilisations incorporelles	0.8	1.2	1.7	4.8	5.4	5.4	5.4	5.4
Immeubles de placement nets	12.9	1.6	1.0	0.2	0.2	95.8	161	479
Stocks	925	1 143	1 230	1 211	1 208	1 563	1 563	1 563
Actifs disponibles à la vente	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Actifs financiers	45.3	76.8	114	173	270	117	120	120
Capitaux propres pg	631	722	773	789	861	1 003	1 077	1 214
Capitaux propres minoritaires	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
Capitaux propres	631	722	773	789	861	1 003	1 077	1 214
Endettement net	258	341	267	205	65.4	403	395	576
Impôts différés passif	0.3	0.2	0.1	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
TABLEAU DE FINANCEMENT (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
RNpg	1.1	-25.9	46.0	63.7	70.1	123	124	187
Variation de valeur du patrimoine	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-20.2	-20.9	-88.2
Impôts et taxes	4.9	21.2	13.8	10.3	7.7	7.1	8.9	10.5
Autres	-4.8	-2.0	-5.3	17.5	20.7	27.9	28.0	26.9
Operating cash flow	30.6	-186.5	90.6	146	135	-270.1	117	114
Cash-flow lié aux activités d'investissement	-1.1	10.5	-6.5	-13.6	-22.7	-79.6	-49.3	-234.5
Cash-flow lié aux activités de financement	-73.6	207	-47.1	-72.6	-15.2	196	-64.2	121
Free cash flow	29.5	-176.0	84.1	132	112	-349.7	67.3	-120.6
CROISSANCE MARGES RENTABILITE	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Croissance des revenus locatifs bruts						ns	77.8%	87.6%
Croissance du FFO I	ns	-94.3%	ns	35.1%	16.5%	35.0%	0.7%	-3.7%
Croissance du BPA	ns	-73.5%	ns	38.6%	19.8%	27.7%	-1.7%	-3.7%
Marge des revenus locatifs nets	ns	ns	ns	ns	100.0%	75.0%	75.0%	75.0%
Marge d'EBITDA	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Marge d'EBITDA ajusté	8.4%	3.8%	15.3%	20.2%	19.3%	15.5%	16.4%	18.8%
Taux d'imposition	74.4%	0.1%	-14.5%	21.6%	22.7%	18.4%	18.4%	12.6%
Charges d'expl./ Revenus locatifs nets	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FFO I / Total patrimoine	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FFO I / Revenus totaux	4.9%	0.3%	14.1%	14.8%	14.7%	11.9%	12.4%	14.1%
Variation de la valeur du patrimoine / Patrimoine d'investissement	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROA	1.1%	0.0%	3.8%	4.9%	5.4%	5.9%	5.7%	4.8%
ROE	1.5%	0.1%	7.2%	9.3%	10.2%	12.2%	11.0%	9.6%
RATIOS D'ENDETTEMENT	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Capitaux propres / Total actifs	62%	56%	55%	54%	55%	52%	54%	53%
LTV net		21%	15%	12%	4%	21%	21%	25%
Gearing	41%	47%	35%	26%	8%	40%	37%	47%
Dette nette / EBITDA ajusté (x)	13.5	41.2	4.6	2.1	0.6	2.7	2.6	3.9
EBITDA ajusté / Frais financiers nets (x)	-3.9	-1.1	-5.6	-11.0	-18.7	-21.0	-17.0	-14.0

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



## • Méthode de valorisation

Nos objectifs de cours sont établis à 12 mois et leurs fixations reposent principalement sur trois méthodes de valorisation. Tout d'abord l'actualisation des cash-flows disponibles utilisant les paramètres d'actualisation fixés par le groupe et affichés le site Internet de ODDO BHF. Ensuite la méthode dite des sommes des parties reposant sur l'agrégat financier le plus pertinent en fonction du secteur d'activité. Enfin, nous utilisons également la méthode dite des comparables qui permet d'évaluer la société analysée par rapport à des entreprises similaires, soit car elles opèrent sur des segments d'activité identiques (et sont donc concurrentes) soit car elles bénéficient de dynamiques financières comparables. Il peut arriver de mixer ses méthodes dans des cas particuliers afin de refléter au mieux les spécificités de chaque entreprise couverte et ainsi pouvoir en affiner l'appréciation.

## • Sensibilité du résultat de l'analyse/classification des risques :

Les avis exprimés dans ce document sont des avis basés sur une date particulière - la date indiquée en première page du présent document. La recommandation peut changer selon des événements inattendus susceptibles, par exemple d'avoir un impact tant sur la société étudiée dans le présent document que sur l'ensemble du secteur.

## • Nos recommandations boursières

Nos recommandations boursières reflètent la performance RELATIVE attendue sur chaque valeur à un horizon de 12 mois.

Surperformance : performance attendue supérieure à celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

Neutre : performance attendue voisine de celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

Sous-performance : performance attendue inférieure à celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

## • Les cours des instruments financiers utilisés et mentionnés dans le présent document sont des cours de clôture.

## • L'ensemble des publications des sociétés suivies et mentionnées dans le présent document est disponible sur le site de la recherche : [www.securities.oddobhf.com](http://www.securities.oddobhf.com)

### Répartition des recommandations

		Surperformance	Neutre	Sous-performance
Ensemble de la couverture	(539)	55%	34%	12%
Contrats de liquidité	(93)	60%	35%	4%
Contrats de recherche	(43)	63%	33%	5%
Service de banque d'investissement	(28)	82%	14%	4%

## Risque de conflits d'intérêts :

### Services de banque d'investissement et/ou Distribution

ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées est-il intervenu, au cours des douze derniers mois, en qualité de chef de file ou de chef de file associé d'une offre publique portant sur des instruments financiers de l'émetteur et rendue publique ? Non

ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées a-t-il reçu un paiement de la part de l'émetteur concernant la prestation de services d'investissement réalisée au cours des 12 derniers mois ou s'attend à recevoir ou à rechercher une rémunération de la part de l'émetteur pour des prestations de services d'investissement réalisées au cours des 12 derniers mois ? Non

### Contrat de recherche entre le groupe ODDO et l'émetteur

ODDO BHF SCA ou sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V. et l'émetteur ont-ils convenus de la fourniture par le premier au second d'un service de production et de diffusion de la recommandation d'investissement sur ledit émetteur ? Non

### Contrat de liquidité et market-making

A la date de la diffusion de ce rapport, ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées agit-il en tant que teneur de marché ou a-t-il conclu un contrat de liquidité en ce qui concerne les instruments financiers de l'émetteur ? Non

### Prise de participation

ODDO BHF SCA ou sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V. détient-il 1% ou plus de la totalité du capital émis de l'émetteur ? Non

Une ou plusieurs sociétés affiliées de ODDO BHF SCA, autres que ABN AMRO – ODDO BHF B.V., peuvent, à certaines occasions, détenir 1% ou plus de la totalité du capital émis de l'émetteur.

ODDO BHF SCA ou sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V., détient-il une position longue ou courte nette de plus de 0,5% de la totalité du capital émis de l'émetteur ? Non

L'émetteur détient-il plus de 5% de la totalité du capital émis de ODDO BHF SCA ou de sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V. ? Non

### Disclosure lié à la publication

Cette analyse financière a été transmise à l'émetteur pour relecture, sans objectif de cours ni recommandation, avant sa diffusion, afin de vérifier l'exactitude de données factuelles contenues dans l'analyse ? Non

Les conclusions de cette analyse financière ont été modifiées suite à sa relecture, avant diffusion, par l'émetteur ? Non

### Autres conflits d'intérêts

ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées est-il au courant de conflits d'intérêts supplémentaires ? Non

### Conflits d'intérêts personnels



Les personnes en charge de la rédaction de l'analyse financière ont-elles acheté des instruments financiers de l'émetteur concerné par la présente analyse financière?

Non

Les personnes en charge de la rédaction du présent document ont-elles perçues une rémunération directement liée à des opérations de service d'entreprise d'investissement ou à un autre type d'opération qu'elles réalisent ou aux frais de négociation qu'elles ou toute personne morale faisant partie du même groupe reçoit?

Non

Toutes les déclarations relatives aux conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans le présent document peuvent être consultées sur le site de la recherche de ODDO BHF : [www.securities.oddobhf.com](http://www.securities.oddobhf.com)

## Historique des recommandations sur les 12 derniers mois

Société	Date	Recomm.	Cours
---------	------	---------	-------

## Historique des objectifs de cours sur les 12 derniers mois

Société	Date	Objectif	Cours	Analyste
---------	------	----------	-------	----------



## Disclaimer:

### Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO. Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

### Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO. Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément aux exigences de la FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), Règle 15a-6 :

Conformément à la Règle 15a-6 (a)(3), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec une entité américaine sur les titres décrits dans cette recherche réalisée hors des Etats-Unis, sont effectuées par l'intermédiaire d'ONY. En tant que membre de la FINRA, ONY a revu ce document afin de pouvoir le distribuer aux investisseurs américains, conformément aux dispositions du 2241(h) du règlement de la FINRA applicable à la diffusion de l'analyse financière produites par ODDO.

- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets ne détiennent effectivement 1 % ou plus de toute catégorie d'actions ordinaires de la société concernée ;
- A la date de publication de la présente étude, l'analyste d' ODDO BHF Corporates & Markets n'a pas été informé ni n'a eu connaissance de même qu'il n'a aucune raison d'avoir connaissance d'un quelconque conflit d'intérêts réel et significatif le concernant ou concernant ODDO, ODDO BHF Corporates & Markets, ou ONY à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- ODDO BHF Corporates & Markets, ou ODDO peuvent, dans les trois prochains mois, percevoir ou réclamer une rémunération au titre de services de banque d'investissement auprès de la société objet de la présente étude, étant entendu qu'ONY ne sera pas partie prenante à de tels accords ;
- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets, n'ont perçu une rémunération de la part de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois au titre de la fourniture de services de banque d'investissement à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets, n'ont été le chef de file ni le co-chef de file d'une émission de titres par offre publique pour le compte de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- ONY n'est pas teneur de marché (ni ne l'a jamais été) et, en conséquence, n'était pas teneur de marché pour les titres de la société objet de l'étude à la date de publication de cette dernière.

### Réglementation AC (Regulation AC) :

ONY est dispensé des obligations de certification au titre de la réglementation AC (Regulation AC) pour la distribution par ses soins à un ressortissant américain aux Etats-Unis de la présente étude préparée par un analyste d' ODDO BHF Corporates & Markets car ODDO n'a pas de dirigeants ni de personnes exerçant des fonctions similaires ni des salariés en commun avec ONY et ONY conserve et applique des politiques et procédures raisonnablement destinées à l'empêcher, de même que toute personne exerçant le contrôle, tous dirigeants ou personnes exerçant des fonctions similaires, ainsi que des salariés d'ONY, d'influencer les activités de l'analyste d'une société tierce ainsi que le contenu des études préparées par un tel analyste tiers.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddony.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.