

Isin FR0004007813

KOF



Actionnariat :

Famille Rolloy 21,73%, Artimus 11%, Predica 8,37%,
Dirigeants & salariés 6,34%, autocontrôle 2,3%

nb : rappel : cession par la Financière Gaillon de 43% du capital, à 31,50€
en avril 2016, puis du solde de sa participation, soit 17,7%, en février 2017

Données boursières:		13/7/23	n actions : 21,113				
Dernier cours :		24,40€					
+haut /+bas 1 an :		30,80/18,12					
Cap. boursière :		515,2 M€					
Performance YTD :		- 11%	Perf. 2022 :		- 26%		
	11/20	11/21	11/22	11/23e	11/24e		
BNA	1,90€	2,07€	2,32€	2,84€	2,75€		
Var. BNA		+ 9%	+ 12%	+ 22%	- 3%		
Cash Flow pa	2,1€	2,4€	2,6€	3,2€	3,1€		
Actif Net pa	13,0€	12,7€	12,1€	12,6€	12,9€		
Dividende net	1,85€	1,95€	2,40€	2,40€	2,40€		
PER			10,5x	8,6x	8,9x		
P/CF			9,3x	7,7x	7,9x		
P/AN	1,87	1,92	2,01	1,94	1,89		
Rendement net		8,0%	9,8%	9,8%	9,8%		
CB/CA			0,39	0,36			
VE/CA			0,45				
VE / Ebitda			5,6x				

Kaufman & Broad - Semestriels 2022-23 à fin mai 2023 - Sfaf – 13 juillet 2023

Un 1^{er} semestre de promoteur qui détonne un peu avec sa forte croissance, laquelle provient toutefois essentiellement du démarrage du grand projet de la ZAC Austerlitz, et donc d'un gros effet de rattrapage après des années de latence (le temps de purger tous les recours sur les permis, et aussi les recours sur les recours).

Pour le reste, puisque c'est ça la question, K&B a l'air de résister assez bien au marasme de la construction neuve, avec i) une offre bien adaptée a priori et plus de prudence dans les décisions de lancement, et en tout un ralentissement mesuré de l'activité, ii) plus que jamais la clientèle des acheteurs institutionnels en blocs, iii) des marges qui se tiennent, et, iv) un bilan riche en cash. Ce qui, il faut le rappeler, montre à quel point la Vente en Etat Futur d'Achèvement est une belle invention.

M. Hachemi PDG, M. Coche DG Finance

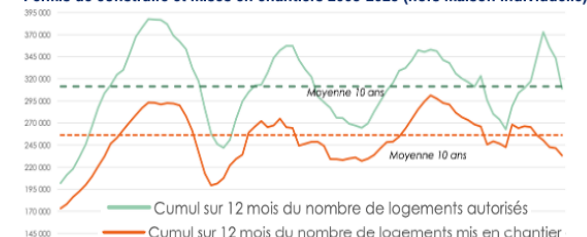
	CA			en %
S1-23 c. S1-2022 :	S1-23	S1-22	Var. CA	S1-2023
Logement	461,0	481,6	- 4%	55%
Tertiaire	381,2	87,3	+ 337%	45%
Holding & Eliminations	6,6	5,5		
	848,8	574,4	+ 48%	100%

Sources : publications société

1 - Activité :

a) Logement : marché : permis de construire : -23%

Permis de construire et mises en chantiers 2003-2023 (hors maison individuelle)



Explication : - forte baisse du nombre de prêts hypothécaires aux particuliers : -39,3% en volume, avec un taux moyen de 3,5% pour un prêt à 20 ans, en augmentation de 2 points en un an, et attendu encore en hausse avec la remontée à 3,75% du taux de refinancement de la BCE en mai dernier => Part des primo et second accédants dans les ventes en volume 10% c. 19% il y a un an.

- changement de politique de l'Etat : les avantages fiscaux pour les investisseurs particuliers vont être réduits => part des dispositifs Pinel dans les ventes en volume : 5% c. 29%. Seuls segment où les volumes se maintiennent : les résidences gérées seniors ou étudiants.

=> CA logements K&B : 461M€ -4% : K&B réalise environ 76% de son CA logements en volumes et 70% en valeur en ventes en blocs auprès d'investisseurs institutionnels, dont les bailleurs sociaux CDC Habitat, etc... contre respectivement 44% et 31% au S1-2022.

L'offre de K&B se renouvelle très vite, et est bien adaptée à la demande : les lancements commerciaux en hausse de +12% contre un marché en baisse de -35%, mais avec encore des rythmes de commercialisation intéressants.

Portefeuille foncier logement : -1% sur un an à 34 694 lots : 6 ans d'activité en réserves foncières, à 80% en zone tendue.

Réservations : -11% à 2 238 lots en carnet. Délai d'écoulement : 7 mois contre 5,4.

Backlog logement : 2 149M€ soit -7,6% : carnet de commandes logement en baisse mais encore 2 ans d'activité.

Nb : backlog total : 2 814M€ dont tertiaire 662M€.

b) Immobilier d'entreprises : marché principal : les actifs existants, pas le neuf, et marché perturbé par l'avènement du télétravail : moins de surfaces mais besoins pour des locaux plus flexibles.

Hausse des taux : baisse de valorisation des actifs détenus par les foncières, ce qui va créer des opportunités pour transformer les bureaux (vides depuis des années) en logements.

CA tertiaire K&B : 381,2M€ : multiplié par > 4x avec le comptabilisation à l'avancement à hauteur de 37% du projet de la ZAC Austerlitz : toutes les VEFA signées, les achats de terrains réalisés, le chantier a commencé.

+ livraison d'une plateforme logistique 22 000m² à Montbeugny (Allier) : toujours forte demande soutenue par la réindustrialisation. D'autres projets en VEFA avec un utilisateur qui signe un bail de 12 ans.

2 - Compte de résultat :

CA : 849M€, +48% avec le début d'Austerlitz, et 461M€ en logements, en légère baisse. Des opérations décalées : ne les lancer qu'avec un taux de commercialisation > 70%.

Marge Brute : 142M€ en progression (+42%) avec le tertiaire et Austerlitz. 85M€ en logements : stable, et les marges préservées en logement. MB/CA a peu près stable à 16,7% c. 17,3%.

ROC : 67,7M€ c. 42,8 +58% : coûts opérationnels : bien maîtrisés + forte progression de la marge brute => gain de +0,5 point de marge op à 8% c. 7,5%.

SME : contribution stable, et peu significative de toute façon.

SF stable ou presque

=> **RN** en forte progression en valeur absolue : 38,5M€ c. 22,7, +70%, et gain de +0,6 point de marge nette.

Comptes semestriels :

Compte de résultat	05/22	05/23	Var. :
Chiffre d'affaires	574,4	848,8	+ 48%
Résultat Op.	42,8	67,7	+ 58%
Marge opérationnelle	7,5%	8,0%	+0,5pt
Résultat financier	-6,9	-7,4	
RCAI	35,9	60,3	
Résultat net pdg*	22,7	38,5	+ 70%
Résultat net retraité	22,7	38,5	+ 70%
Marge nette	4,0%	4,5%	+0,6pt
MB	99,5	141,6	+ 42%
MB/CA	17,3%	16,7%	-0,6pt
Tx d'IS	37%	36%	-0,6pt

Bilan 31/05/2023 en M€

GW et incorp.	160,5	Fonds Propres	248,1
Immobilisations	65,2	Prov. LT	30,3
Autres actifs**	1 152,3	Dette financière*	169,0
Liquidités	267,0	Autres passifs**	1 197,6
	1 645,0		1 645,0
** dt IFRS 16	37,9		42,0
		* : dont DCT :	52,3
Dette nette :	-98,0		
Dette nette/FP :	-40%	FR	169,4
		BFR	-45,3
		Trésorerie Nette	214,7

Bilan : dette financière nette de -101,7M€ c. +67,1M€ fin mai 2022 ⇔ trésorerie nette de +215M€ c. +95 avec l'apport des paiements VEFA d'Austerlitz.

3 - Perspectives pour l'exercice en cours clos fin novembre 2023 : confirmée

- CA +6/+10%

- Marge op : 8% environ

- T° nette : +50M€

4 - Questions :

Q : réservations au S2 ? encore décélération ?

R : beaucoup de réservations blocs : un décalage de réservation peut modifier le trimestre, mais toujours bonne demande pour les blocs. Ventes au détail aux particuliers : bon taux d'écoulement malgré la hausse des taux. Et ajustement des prix de ventes en ajustant les prix des terrains.

Q : des opérations reportées ?

R : quand le niveau de pré-commercialisation pas satisfaisant : envisager une vente en bloc en renégociant le prix du terrain. Des opérations reportées, mais pas plus qu'avant. Bien regarder la dynamique de commercialisation des derniers mois, pour décider d'acheter le terrain et lancer la construction. Ne pas se retrouver bloqué avec des opérations terminées et vendues à 40% : ne pas avoir de stock physique. Toujours se donner la possibilité de repousser une opération. Et ne pas essayer de tenir l'objectif de CA donné au marché boursier en faisant n'importe quoi.

Q : demande ? R : très difficile de faire des prévisions sur le niveau de taux dans six mois. En partant du principe que la BCE suit la Fed : bien regarder ce que dit et fait la Fed. Ne lancer un projet que si on peut encaisser une baisse de prix en cours de route avec une hausse des taux de 1% : ne décider les acquisitions de terrain qu'avec ce genre d'anticipation. On a besoin de stabilisation et plus de visibilité sur les taux.

Q : impact d'Austerlitz sur la marge du S1 ? R : les opérations en tertiaire dégagent des marges de 11 à 13%, avec toujours des provisions au bilan. Qui sont reprises au fil du temps, avec dégagement de marge (on peut aller jusqu'à 30% à la fin) quand l'opération se déroule bien.

Q : ventes en bloc : avec quelle décote ? R : pas de commentaire chiffré. Les prix de vente inférieurs, mais pas de coûts de commercialisation/marketing ⇔ marge à peu près au même niveau en fait.

Q : relation/négociation avec CDC Habitat ? R : CDC Habitat client de longue date. Pas d'autre commentaire.

Q : logements sociaux ? et hausse des coûts de production.

R : en moyenne 30% de la production de logements en logement social chez K&B. Les bailleurs sociaux ont accepté des hausses de prix, mais doivent maintenant composer avec la hausse des taux.

Q : des concurrents en faillite ?

R : beaucoup de promoteurs en difficulté, qui présentent des opérations à K&B, qui ne voit toutefois pas beaucoup d'opportunités. K&B le seul promoteur à ne pas avoir de dettes.

Q : taux de marge/activité ? R : logement : taux de marge en amélioration, avec des opérations décalées pour mieux les commercialiser et mieux sécuriser les marges. Quand pré-commercialisation à 80% : les appels de fonds VEFA financent l'achat du terrain et pas besoin des banques. Backlog de 2Mds€ en logements, sécurisé à 50%.

Tertiaire : marge correcte, qui devrait s'améliorer à l'avenir avec Austerlitz, qui se déroule comme prévu.

Q : CA logements 2024e ? R : facile de reconnaître du CA sur des opérations en VEFA précommercialisées pas cher à 40%, et de s'endetter pour financer toute sorte d'opérations. Mais ce qui compte pour K&B : le résultat net, et rester obsédé par le BFR, qui doit être le plus faible possible, avec le moins de dette possible aussi.

Q : Promogim au capital ? Pressions sur le titre ?

R : pas de déclaration de sortie : sont toujours actionnaires au même niveau. Les ventes de titres se font le plus souvent l'après-midi : plutôt des investisseurs US qui sortent. Mais volumes limités.

Q : sous-traitants ? R : K&B a des sous-traitants réguliers et des relations anciennes et solides avec eux en IdF, et dans le Nord. Plus compliqué dans les autres régions, où les entreprises de construction sont souvent moins fiables. Travailler le plus possible en lots séparés et pas en entreprise générale : rare que tous les fournisseurs soient en difficulté en même temps.

Q : matériaux : prix en baisse ? R : cf les marges historiquement élevées des distributeurs de matériaux avec des volumes en baisse : greedflation, qui va finir par faire crever leurs clients entrepreneurs et promoteurs. Qui ont accepté les hausses de prix (ex : les prix des prises électriques x3) pour terminer leurs chantiers. Mais qui ne lancent plus d'opération après.

Q : utilisation du cash : racheter des actions ?

R : tout à fait possible de le faire encore : utilisation intelligente du cash.

Q : résidences gérées : toujours développer si moins d'investisseurs ?

R : deux résidences seniors en propre en cours de construction, plus deux résidences étudiants en cours de développement. Etudiants : une troisième dans le projet de réaménagement de Reims avec Neoma. Possible de faire rentrer des partenaires à 51/49 dans les résidences.

Q : préfabrication : lancée chez deux promoteurs : innovant ?

R : le préfab pas innovant : vieux procédé en fait. Ni Bouygues ni Vinci ne le font pas : on ne peut construire en préfabriqué qu'au milieu de nulle part, quand on part d'un terrain nu. Possible aux USA, où il y a beaucoup de terrain. Pas possible dans un environnement urbain français, où les dents creuses ont des géométries variées. Réglementation : 6 étages max en ville : on ne peut industrialiser que 3 étages sur 6. Plus le problème de la standardisation pour arriver à bien charger l'usine ⇔ K&B ne fera pas de préfabriqué, et investira encore moins dans une usine.

en M€	Var. CA yoy :	- 21%	+ 10%	+ 3%	+ 10%	- 3%	Bilan 30/11/2022 en M€			
	11/20	11/21	11/22	11/23e	11/24e					
Chiffre d'affaires	1 163,0	1 281,8	1 314,8	1 450	1 400	GW et incorp.	160,5	Fonds Propres	256,3	
EBE	83,2	104,6	104,7	127	122	Immobilisations	57,1	Prov. LT	31,3	
Résultat Op. Courant	80,1	98,4	98,2	120	115	Autres actifs**	1 192,4	Dette financière*	172,3	
Marge opérationnelle	6,9%	7,7%	7,5%	8,3%	8,2%	Liquidités	101,0	Autres passifs**	1 051,1	
Résultat financier	-9,7	-12,1	-17,5	-18	-18		1 511,0		1 511,0	
RCAI	70,4	86,3	80,7	102	97	** : dt IFRS 16	40,2		41,8	
Résultat net pdg**	40,1	43,8	49,0	60	58			* : dont DCT :	5,8	
Résultat net retraité	40,2	43,8	49,0	60	58	Dette nette :	71,3			
Marge nette	3,5%	3,4%	3,7%	4,1%	4,1%	Dette nette/FP :	28%	FR	236,5	
Sources : publications société						ROE :	19,1%	BFR	141,3	
Prévisions : Olier E&R						Coût moyen de la dette :	10,2%	Trésorerie Nette	95,2	
** dt SME						DN/Ebitda	0,7x			