



Un exercice très atypique pour K & B, qui encaisse comme les autres promoteurs la forte baisse du marché de l'immobilier neuf, mais compense largement avec la bonne exécution de la grande opération de la Gare d'Austerlitz. Soit des marges préservées grâce à une gestion rigoureuse a priori, et un bilan très solide, non seulement pour passer ce bas de cycle un peu chaotique, mais aussi pour être là quand le marché du logement neuf repartira, ce qui doit bien arriver un jour puisque les besoins sont toujours là en principe.

D'où le bon dividende comme signal de confiance au marché ? Lequel donne un très bon rendement, qui semble indiquer que K & B est valorisé modérément, même si l'avenir n'est pour le moment pas très assuré.

## Kaufman & Broad - - Sfaf Resultats annuels au 30 novembre 2023 – 1/2/2024

MM. Nordine Hachemi, PDG, et Bruno Coche, DAF

Dividende : 2,40€

**1 - Marché immobilier :** cassé par la hausse brutale des taux par la BCE, mais les taux actuels ne sont pas mauvais : 3,5 à 4%, autant qu'en 2019, mais seulement 60 000 réservations en 2023.

Demande théorique : 518 000 logements neufs par an, dont 200 000 logements sociaux vs offre commerciale de 100 000 logements environ en 2023.

La crise a commencé avant, à cause de la suppression de la taxe d'habitation, qui a poussé les maires à moins accorder de permis, et hausse des prix des terrains générée par la baisse des taux + l'entassement des normes.

Forte chute des réservations : à même niveau de taux d'intérêt : 65 000 en 2023 c. 108 000 en 2010 : un jeune ménage avec des revenus de 6 000€ par mois pouvaient emprunter à des niveaux anormaux avant, les taux corrects à présent mais le coût de la construction a beaucoup augmenté.

Simplification des normes : le nouveau premier ministre vient de l'annoncer, mais on a déjà dit ça il y a dix ans, et on a continué à faire des lois et des règlements :

### Quelques nouvelles lois depuis 2014 :

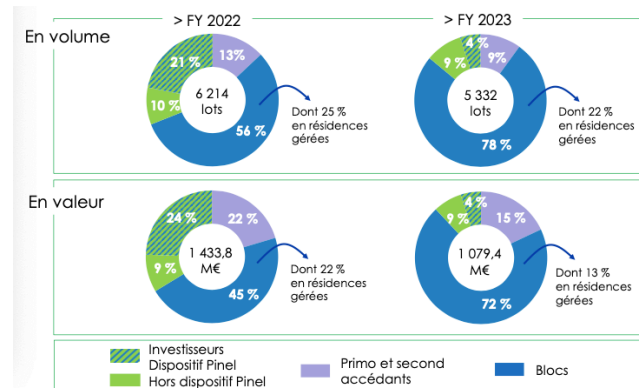
- 2014 - Loi Alur (Accès au Logement et un Urbanisme Renouvé) : Réformes en matière de location, copropriété, encadrement des loyers, etc.
- 2014 - Pinel (loi de Finance) : Incitations fiscales pour l'investissement localitif dans le neuf, qui prendra fin en décembre 2024
- 2015 - Loi dite Macron : Mesures pour encourager la construction de logements.
- 2015 - Loi NOTRe (Nouvelle Organisation Territoriale de la République) : Décentralisation des procédures de planifications urbaines
- 2016 - Loi Sapin 2 : Renforcement des obligations déclaratives pour les sociétés immobilières.
- 2017 - Loi Égalité et Citoyenneté : Renforcement des obligations des communes en matière de logement social ; expérimentation de l'encadrement des loyers.

- 2018 - Loi ELAN (Évolution du Logement, de l'Aménagement et du Numérique) : Le DPE devient opposable. Décret tertiaire relatif aux obligations d'actions de réduction de la consommation d'énergie finale dans des bâtiments à usage tertiaire, RE2020.
- 2019 - Loi Denormandie : Incitations fiscales pour la rénovation de biens anciens. La loi de finances 2021 modifiera le dispositif Pinel qui s'arrêtera fin 2024.
- 2020 - Loi AGEC (Anti-Gaspillage pour l'Économie Circulaire) : Diagnostics PEMD obligatoires, cotisations Responsabilité Élargie du Producteur (REP) ...
- 2020 - Loi Castex (Plan de relance) : Evolution des dispositifs d'aides à la rénovation énergétique.
- 2021 - Loi Climat et Résilience : Gel des loyers pour les passoires thermiques. Zero Artificialisation Nette
- 2022 : fin du PTZ programmée pour les maisons (loi de finance)
- 2022 : Loi 3DS (Démocratie, Différenciation, Décentralisation) : Prolongation de l'expérimentation de l'encadrement des loyers.
- 2022 : décret « clause-filet » pouvant soumettre des petits projets à évaluation environnementale alors qu'ils en été exonérés
- 2022 : arrêtés du 30 Juin 2022 et décret du 25 juin 2022 renforçant les exigences en matière de stationnements des vélos dans les bâtiments.
- 10 lois de finances, .....etc.

Une bonne nouvelle : pas de ministre du logement dans le dernier gouvernement, donc moins de nouveaux règlements à venir. Lesquels sont aberrants pour la plupart. Ex : ajouter des couloirs, ou des locaux à vélos.

## 2 - K&B :

**a) Logement neuf (CA 958M€ ; -17% - 68%CA 2023) :**  
portefeuille foncier stable à 34 000 lots environs, mais réservations 2023 : 5 332 logements c. 6 214 (en valeur : 1 079M€ c. 1 434) : en volumes 78% des ventes en blocs, 9% à investisseurs particuliers hors Pinel, 4% à investisseurs Pinel, et 9% à particuliers primo et second accédants :



⇒ K&B réduit son offre et s'adapte aux conditions de marché/contraintes du moment : toujours vendre vite son stock d'offre commerciale cf délai d'écoulement 4,8 mois c. 4,3 : toujours un des meilleurs de la profession (19,5 mois en moyenne). Pas de stock dur à vendre.

Réserve foncière : 34 000 lots, autant qu'en 2022, et > 6 ans d'activité. 88% des lots en zones tendues.  
Backlog 2 053M€ c. 2 363, soit 25,7 mois d'activité.

**b) Tertiaire (CA 435M€ ; +190% - 31%CA) Aménagement & Immobilier d'entreprise :** filiale Aménagement & Territoire : pour mieux travailler avec les collectivités dans les projets.

Réhabilitations de friches industrielles et végétalisation aussi : mieux accepté par tout le monde. 700 000 m2 de friches en développement. Cf l'opération de Reims : 12 663 m2 à végétaliser en plantant 1 700 arbres.

Transformation de bureaux en logements : ça redevient rentable avec la baisse des prix des bureaux et beaucoup de bureaux vides (sauf dans Paris intra-muros). 1 300 logements potentiels. Cf Lille : bureaux transformés en résidence hôtelière à vocation sociale.

Marché du bureau neuf : toujours en pénurie dans le QCA parisien, mais en déclin accéléré ailleurs => moins d'activité, mais K&B ne porte pas les opérations, ou intervient en maîtrise d'ouvrage déléguée. Forte activité en 2023 grâce à Austerlitz avant tout. Plus réhabilitation de l'ex CCI Ile de France avenue de Friedland à Paris, campus tertiaire à Marseille, etc.. + plateformes logistiques (avec des centrales photovoltaïques sur les toits).

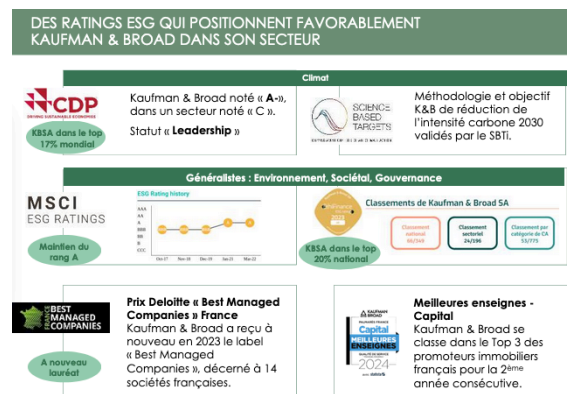
Austerlitz : les travaux avancent comme prévu, cf la paroi moulée en sous-sol, un très grand chantier.

## 3 - Résultats 2023 :

**a) Trajectoire carbone :** scope 1 et 2 : plan d'action mobilité. La nouvelle génération de projets en conception intègre tous les nouvelles contraintes environnementales, alignées sur la Taxonomie Européenne, les modes constructifs aussi + des matériaux bas-carbone (ex : béton de bois, etc...).

CSRD : K&B anticipe avec une analyse des risques double matérialité, etc..

⇒ K&B très bien noté ESG :



## b) Résultats financiers :

**CA : 1 409,1M€**, soit +7%, boosté par le tertiaire : 435,5M€ c. 150,2, dont 300M€ environ avec Austerlitz, où les travaux avancent plus vite que , avec une baisse du CA logement : 957,8M€ c. 1 152,5 : des opérations décalées, voire abandonnées car pas assez rentables a priori.

Marge brute : 257,2M€ en amélioration // CA : +0,9 point : bonne maîtrise des coûts de construction

**ROC : 109,3M€** avec 147,9M€ de charges, qui comprennent moins de salaires et de frais généraux, mais +20M€ de provisions environ pour abandon de projets, et retravail de la réserve foncière.

⇒ marge op 7,8% c. 7,5% malgré ces charges d'abandons.

**Solde Financier : -13,8M€** c. -18 avec la montée des produits financiers sur la trésorerie.

Minoritaires : 16,3 c. 20 environ : moins de minoritaires dans les opérations.

⇒ RN : 60,2M€

## Kaufman & Broad

### Compte de résultats et prévisions :

	Var. CA moy :		+ 10%	+ 3%	+ 7%	- 22%	+ 9%	Bilan 30/11/2023 en M€		
en M€	11/21	11/22	11/23	11/24e	11/25e					
Chiffre d'affaires	1 281,8	1 314,8	1 409,1	1 100	1 200	GW et incorp.	161,1	Fonds Propres	234,4	
EBE	104,6	104,7	116,3	87	97	Immobilisations	70,3	Prov. LT	29,0	
Résultat Op. Courant	98,4	98,2	109,3	80	90	Autres actifs**	1 128,2	Dette financière*	173,1	
Marge opérationnelle	7,7%	7,5%	7,8%	7,3%	7,5%	Liquidités	350,0	Autres passifs**	1 273,1	
Résultat financier	-12,1	-17,5	-13,8	-14	-14		1 709,6		1 709,6	
RCAI	86,3	80,7	95,5	66	76	** : dt IFRS 16	34,0		39,1	
Résultat net pdg**	43,8	49,0	60,1	42	49			* : dont DCT :	56,3	
Résultat net retraité	43,8	49,0	60,1	42	49	Dette nette :	-176,9			
Marge nette	3,4%	3,7%	4,3%	3,8%	4,1%	Dette nette/FP :	-75%	FR	148,8	
Sources : publications société	Prévisions : Olier E&R					ROE :	25,6%	BFR	-144,9	
** dt SME	1,8	2,0	0,8	Coût moyen de la dette :		8,0%	Trésorerie Nette	293,7		
						DN/Ebitda	-1,5x			

### Bilan :

Le BFR à -80,8M€ c. +190M€ : devenu négatif => Trésorerie brute : 350M€. Amélioration de la trésorerie : i) les travaux d'Austerlitz vont plus vite que prévu, soit 50M€ de VEFA encaissé en avance en novembre, ii) des achats de terrains qui ne sont pas faits finalement, pour 50M€ aussi, iii) ventes de vieux lots. **FCF** : +370M€, avec 124M€ tiré des opérations et le reste de la réduction du BFR.

NB : Dette financière : pas chère à 3 à 4%, et 13M€ adossés aux résidences étudiantes.

Avec deux Europ PP : 50M€ + 100M€. Echéance mai 2025 de 100M€ : essayer de la rouler à plus long-terme : filet de sécurité pour les coups durs, qui a permis de tenir dans la crise sanitaire, etc... K&B le seul promoteur BBB- en Europe.

350M€ de trésorerie brute pour saisir les opportunités, et pour le redémarrage du logement, qui arrivera un jour puisque la demande latente de logement est là.

Rappel : modèle K&B : dégager un ROCE > 20% bon an mal an, ce qui est beaucoup, surtout chez les promoteurs, avec un BFR bien contrôlé grâce à des délais de commercialisation < 5 mois, et donc peu de stocks et de dettes, et une bonne distribution de dividende, soit 2,40€ pour 2023, et un PO ratio de 80% environ.

### 3 - Perspectives :

Bon backlog, belle réserve foncière, et capacités préservées.

CA 2024 : 1,1Mds€, toujours grâce à Austerlitz, avec des ventes de logements stables au mieux, pour des opérations déjà bien commercialisées.

Marge op : 7 à 7,5%

Finir l'année en T° nette > 0, après dividende (48M€ de distribution).

K&B va racheter à nouveau 90 à 100 terrains, le bon rythme annuel, c. une cinquantaine en 2023.

### 4 - Questions :

#### Q : CA 2024p : quelle visibilité, et encore des vieux programmes à vendre ?

R : confiance avec le carnet : la seule année où on a revu en baisse : 2020. Prévision prudente, d'autant que l'immobilier cristallise tous les sujets, et les clients arrêtent d'investir quand ils s'inquiètent sur la conjoncture et les impacts géopolitiques. Mais pas l'intention de faire moins.

#### Q : retour du BFR 2024 à un niveau normal : comment ?

R : amélioration de 100M€ en 2023 avec des éléments inhabituels : Austerlitz. Et bon espoir de relancer les opérations en logements au S2, ce qui consommera aussi de la trésorerie. BFR/CA attendu : 10%

#### Q : marge brute attendue en 2024 ?

R : on perd 300M€ de CA, soit 40M€ de marge brute en moins, qu'il faut compenser en réduisant les charges opérationnelles, mais moins de provisions sur les risques d'abandons, et les charges salariales déjà réduites ou en cours de réduction sans faire de bruit, qui auront leur effet en année pleine. Le taux de marge brute doit rester stable : ne pas prendre d'opérations avec des terrains trop chers, avec des taux de marges brutes qui tombent de 14% à 10% sur les opérations, alors que les charges opérationnelles sont plus ou moins de 10%CA. La réduction des charges opérationnelles ne compensera pas entièrement l'effet volume négatif.

#### Q : impact d'Austerlitz sur la marge brute ?

R : on ne détaille pas opération par opération, mais le bon bilan ne date pas d'Austerlitz : K&B toujours très rigoureux sur ses opérations. Renoncer à des projets se révèle souvent une bonne idée

**Q : BFR Logement ?**

R : a baissé en 2023 avec la baisse de l'activité, mais doit remonter de 50M€ en 2024, avec la relance attendue des opérations et des acquisitions de terrain au S2. Plus 50M€ pour Austerlitz.

**Q : grand actionnaire Famille Rolloy ?**

R : à 23% du capital, et près des 30% des droits de vote, mais peuvent renoncer par une simple lettre aux droits de vote doubles. Ne sont pas au conseil et ne le demandent pas, mais participent aux AG en votant les résolutions.

**Q : rachats d'actions ?**

R : 33M€ en septembre : ce qui a relué tout le monde.

**Q : baisse des prix dans les portefeuilles de projets ? pour clients instits ou particuliers ?**

R : cf le Comité Foncier, qui autorise les acquisitions de foncier et Comité d'Engagement pour les projets. Les prix des projets en baisse, avec les prix des terrains qui baissent deux ou trois fois plus vite. Les institutionnels comme les particuliers demandent des efforts. K&B renégocient les prix du fonciers, ce qui n'est pas toujours facile. Les coûts des travaux baissent mais sans plus, et ne devraient pas baisser beaucoup pour différentes raisons.

NB : rappel : taux de marge brute : toujours 17% pour les ventes en blocs, 19% pour les ventes aux particuliers

**Q : projets abandonnés en 2023//2022 ?**

R : coût des projets abandonnés : 5 à 10M€ d'habitude, et 18M€ en 2023. Tout le défi est de redévelopper l'offre commerciale pour arriver à des volumes qui absorbent bien les coûts. Travail sur le portefeuille encore en cours pour toujours adapter l'offre au marché. Et essayer de vendre plus en blocs, car toujours forte demande des institutionnels. Ne pas oublier que les projets mettent 12 à 18 mois pour sortir.

Dans les reprises de marché : toujours une forte reprise des volumes avec la possibilité de passer des petites augmentations de prix (+1%) , ce qui aura un effet positif sur la marge. Ce qui importe le plus pour la reprise : une baisse des prix de terrains. Des concurrents font toujours des projets irrationnels, mais le marché va finir par s'assainir

**Q : coûts de construction ? défaillances de contractants ?**

R : les ajustements ne se font pas par les prix dans le BTP : les entreprises qui cassent les prix sont fragiles, et ça finit par coûter cher aux promoteurs quand elles disparaissent. K&B travaille avec les mêmes entreprises depuis longtemps, et sait ce qui se passe sur chaque territoire. Le marché est très difficile pour les contractants. Et la rénovation thermique est un autre métier, qui ne compense pas la mauvaise activité.

K&B travaille en lots séparés : ne sous-traite pas clé en main, et tous les lots ne peuvent pas être défaillants en même temps. Seules les très grosses opérations sont confiées à une entreprise de BTP, mais toujours un grand groupe qui ne fera pas faillite.

**Q : ventes en blocs en 2024 ?**

R : des ventes en blocs si le maire l'accepte : pas d'objectif prédéfini en début d'année. Tout ce qui compte : préserver le bilan. Marge brute plus faible mais pas de frais de marketing, commerciaux, frais fi de portage, etc ⇔ même rentabilité in fine.