

Orco Property Group

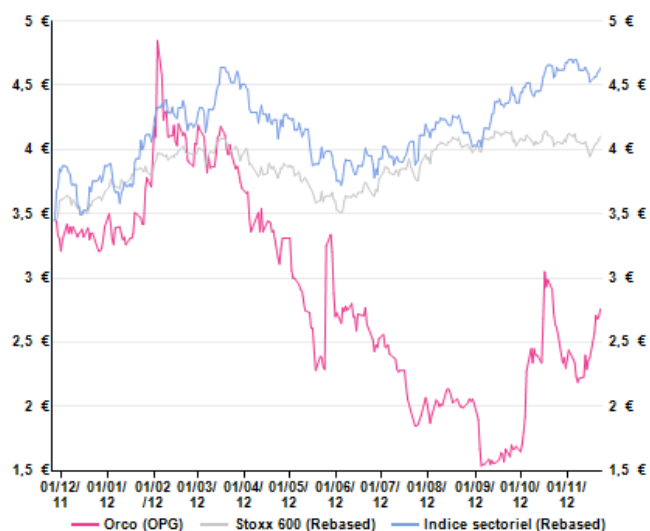
Immobilier / Luxembourg

Document généré le 26/11/2012



Après la restructuration, on peut désormais espérer des jours meilleurs

Achat	Potentiel de hausse : 59,7 %
Objectif de cours (6 mois)	4,41
Cours	2,76 €
Capitalisation boursière M€	298
Momentum de cours	BON
Extrêmes 12 mois	1,54 ▶ 4,85



Chiffres Clés	12/10A	12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
PER ajusté (x)	-1,68	-2,01	-39,0	ns	23,0
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	43,9	43,8	22,0	20,5	17,5
BPA ajusté (€)	-4,00	-3,51	-0,07	0,04	0,12
Croissance des BPA (%)					181
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Chiffre d'affaires (M€)	315	158	306	233	249
Marge d'EBITDA/R (%)	9,29	18,0	16,5	21,9	23,0
Résultat net publié, pdg (M€)	233	-53,3	-343	21,8	31,0
ROE (après impôts) (%)	130	-19,2	-95,5	4,69	6,38
Taux d'endettement (%)	445	437	216	170	152

Dernière mise à jour des prévisions le 26/11/2012

Méthodes	Valeurs (€)	Potentiel	Poids
DCF	6,98	153 %	35 %
Somme des parties	5,32	93 %	20 %
VE/Ebitda	Comparables	-5 %	20 %
P/E	Comparables	-50 %	10 %
Rendement	Comparables	-100 %	10 %
Cours/Actif net comptable	Comparables	74 %	5 %
Objectif de cours	4,41	60 %	100 %

Analyste
Pierre-Loup Etienne
property@alphavalue.eu

@ www.alphavalue.com
+33 (0) 1 70 61 10 50
sales@alphavalue.eu

Conflits d'intérêts

Contrat de liquidité	NON
Activité de placement sur les marchés (actions/obligations)	NON
Intérêt personnel de l'analyste	NON
Conseil auprès de l'émetteur (stratégie, marketing, dette, ...)	NON
Recherche financée par l'émetteur	OUI
Rencontres investisseurs payées par l'émetteur	NON
Lien entre AlphaValue et une entité bancaire	NON
Activité de négociation sur titre chez AlphaValue	NON

► Mises à jour

**26/11/2012 DU CÔTÉ DES VALORISATIONS
UN ACCÈS FACILITÉ AUX FINANCEMENTS POUR LE SECTEUR IMMOBILIER**

Le secteur immobilier a trouvé dans le marché obligataire pour les entreprises les financements que les banques n'étaient plus prêtes à accorder. Des études précédentes qui montrent que les banques européennes ont réduit de 25% leurs prêts hypothécaires aux groupes immobiliers au cours des 12 derniers mois trouvent leur contrepoint dans l'article du FT annonçant que les entreprises européennes de l'immobilier ont levé 15Mds€ sur les marchés obligataires au cours des 9 premiers mois contre 8Mds€ l'année dernière sur la même période. Avec le bénéfice du recul, ceci s'explique facilement par l'attrait du rendement puisque celui des obligations souveraines s'est écroulé.

Ainsi le secteur immobilier a reconstruit son bilan avec des maturités plus longues à des coûts sans doute plus faibles. À vrai dire, les DCF d'AlphaValue pour les valeurs immobilières utilisent des « spreads » qui vont de 120pb (Unibail (Sell, France) à 250-330pb pour des valeurs comme Segro (Buy, UK) ou Gecina (Reduce, France) jusqu'à 400pb pour Metrovacesa (Buy, Spain). Même la petite foncière Mercialis (Reduce, France) s'est financée avec un spread d'environ 200pb pour passer d'une position de trésorerie nette positive à un profil d'entreprise endettée après avoir distribué un dividende exceptionnel.

De sorte que le coût moyen de financement ressort à 4-4,5%. Quiconque achète les titres reçoit un rendement de 5,1% en moyenne (dividendes 2012 distribués principalement en 2013). Même la chère Unibail distribue 4,8%.

Clairement des liquidités abondantes et peu coûteuses sont un rêve pour les actionnaires du secteur immobilier puisqu'elles impliquent que les groupes immobiliers peuvent foncer et augmenter leur levier financier, sans parler de l'augmentation de leur base d'actifs. On en n'est pas encore là mais cela pourrait arriver rapidement. Comme le montre le tableau ci-dessous, le financement par la dette est environ moitié moins cher que le financement par les fonds propres (même si les charges d'intérêt sont pour l'essentiel non déductibles puisque ces valeurs ne payent pas d'impôt).

Comme nous l'avons déjà indiqué, les investisseurs en ont pris conscience et le potentiel de hausse est désormais limité à 9%, en partie parce qu'Unibail, le poids lourd du secteur, est devenu très cher (un potentiel de baisse de 14%).

► Mises à jour

Company	Company debt spread	Required return on geared equity	Avg interest bill	Net debt (cash) (€m)	Gearing (at book value)	Yield
		2012	2012		2012	2012
Nexity	50,00	6,33 %	-0,7%	-344	-20,2 %	9,22 %
Corio	250,00	8,61 %	3,6%	2 970	72,8 %	7,51 %
Wereldhave	330,00	9,03 %	3,3%	1 183	88,5 %	7,06 %
Foncière des Régions	300,00	10,2 %	4,4%	6 515	150 %	7,03 %
Segro	300,00	9,07 %	5,2%	2 526	89,4 %	6,51 %
Mercialys	200,00	7,79 %	2,8%	728	50,8 %	5,92 %
Silic	200,00	8,94 %	3,6%	1 564	309 %	5,62 %
Icade	200,00	8,23 %	4,1%	2 514	98,0 %	5,50 %
Klépierre	160,00	9,45 %	4,8%	7 435	364 %	5,26 %
Gecina	280,00	8,38 %	5,2%	4 334	78,9 %	5,21 %
Immofinanz	250,00	9,74 %	3,9%	4 778	85,4 %	4,97 %
British Land Co	200,00	7,85 %	3,4%	3 064	47,1 %	4,93 %
Unibail-Rodamco	120,00	8,33 %	3,5%	11 679	92,0 %	4,81 %
Capital Shopping Centres Group	250,00	9,06 %	6,1%	4 296	114 %	4,51 %
Land Securities Group	200,00	7,79 %	5,8%	3 731	43,3 %	3,75 %
Hammerson	130,00	7,86 %	5,3%	2 063	45,3 %	3,71 %
Ivg Immobilien	350,00	26,3 %	4,9%	4 167	624 %	0,00 %
Metrovacesa	400,00	19,4 %	4,3%	4 968	320 %	0,00 %

26/11/2012 Juste en dessous du seuil de déclenchement d'une OPA

Dernière News

Actualité

Le 19 octobre 2012, nous avons découvert deux nouveaux actionnaires majeurs du groupe, par le biais de leurs notifications respectives de franchissement de seuil. Il a été clairement indiqué que les deux fonds (Crestline Ventures Corp et Gamala Limited) agissaient de concert, et nous avons rapidement appris que derrière ces fonds se trouvait, M. Radovan Vitek, un milliardaire tchèque. Dans une déclaration conventionnelle, le communiqué indiquait : « cet investissement est réalisé dans une perspective amicale et à long terme ».

Au 23 novembre 2012, les fonds détenaient une participation cumulée de 29,65% dans Orco Property Group, un pourcentage proche du seuil des 30% qui impose une procédure d'offre publique d'achat...

► Mises à jour**19/10/2012 Réalisation d'une nouvelle étape importante vers des jours meilleurs**

Dernière News

Actualité

Le 17 octobre 2012, Orco Property Group a publié une information longtemps attendue : la cession de l'immeuble de bureaux Sky Office.

Analyse

Initialement prévue en 2011 et attendue tous les mois depuis lors, la vente de Sky Office à Düsseldorf (une tour livrée en 2009 offrant 33 000 m² de bureaux loués à 90 %) a finalement été réalisée. L'acquéreur se trouve être la société Allianz Real Estate Germany. Malheureusement, les détails de la transaction n'ont pas été divulgués.

À noter que le bâtiment a été valorisé à 127,8m€ en juin 2012, après une dépréciation de 13,6m€ passée au cours du T2 2012. Avant d'être progressivement ramené à un montant plus réaliste tenant compte des premières offres dans un contexte de financement immobilier tendu, l'objectif de prix était de 145 à 155m€ au T1 2011

La maturité du financement de 95m€ relatif à l'immeuble Sky Office avait été étendue jusqu'à ce mois d'octobre 2012 et OPG était probablement pressé de vendre cet actif. Nous n'avons aucune certitude quant au montant de la transaction, mais il faut espérer que la longueur du processus de cession a permis à OPG d'obtenir un prix convenable. L'opération devrait être finalisée dans les deux mois qui viennent.

Impact

Il est difficile d'apprécier si l'opération a été réalisée dans des conditions satisfaisantes. Cette cession représente, néanmoins, une nouvelle étape positive pour le groupe qui gagne en visibilité. Nous avons déjà prévu cette vente dans notre modèle pour le dernier trimestre 2012 (à la valeur déterminée en juin 2012, à savoir 127,8 m€), pour l'heure, il n'y a donc aucun changement dans notre évaluation.

► Mises à jour

04/10/2012 Un nouveau départ et deux étapes à franchir

Dernière News

Actualité

Une fois encore, ces derniers jours ont été riches en informations. Du côté des bonnes nouvelles, avec l'annonce de la clôture de l'offre d'échange volontaire portant sur les environ 77,7m€ cumulés d'obligations OPG inscrites dans le plan de sauvegarde et d'obligations OG qui n'avaient pas été convertis, la restructuration des obligations du groupe (lancée fin 2011) est désormais terminée. La mauvaise nouvelle vient d'un article paru le 1er octobre dans l'Agefi, quotidien français, qui suggère que l'AMF envisagerait d'infliger des sanctions financières pour manquement au devoir d'information concernant à la fois le groupe et Jean-François Ott, et pour délit d'initié impliquant Aleš Vobruba. Les faits remontent à fin 2008.

Analyse

Après le succès de la conversion d'environ 90% des obligations OPG et d'environ 85% des obligations OG (la dernière étape a été finalisée le 28 septembre) en nouvelles actions OPG (le nombre d'actions d'OPG est désormais de 107,8 millions contre 17,1 millions avant le début du processus), 94% des 77,7m€ restants d'obligations OPG inscrites dans le plan de sauvegarde et d'obligations OG ont été échangés (au choix des obligataires) en nouvelles obligations OPG. Il ne reste donc que 4m€ d'obligations OPG dans le plan de sauvegarde et quasiment rien de la dette obligataire d'OG.

En ce qui concerne l'accusation de manquement au devoir d'information du S2 2008, l'article de l'Agefi affirme qu'Orco Property Group et Jean-François Ott (fondateur et P-DG du groupe) pourraient être sanctionnés pour diffusion d'informations inexactes dans les états financiers du groupe. Parallèlement, Aleš Vobruba (Directeur Général d'Orco en République Tchèque et d'Orco en Slovaquie) pourrait être accusé de délit d'initié. En termes de montant, les sanctions devraient au final être limitées. Il est à noter que ni l'AMF, ni le groupe n'ont à ce jour commenté cette information.

Impact

Espérons que ces nouvelles vont marquer un un nouveau départ, même s'il reste des défis à relever, tels que la vente de l'immeuble Sky Office, à Düsseldorf (qui a fait l'objet d'une dépréciation de 10m€ au S1 2012) et le refinancement de l'emprunt de 286m€ de GSG (qui devrait être réglé d'ici fin 2012 - début 2013). La réalisation de ces opérations devrait contribuer à débloquer la valeur de l'action, puisque le coût total de la restructuration a déjà été intégré dans notre valorisation.

► Mises à jour**04/09/2012 Sur le fil du rasoir**

Publication Res./CA

Actualité

Sur fond d'importante restructuration obligataire (désormais presque achevée étant donné qu'il ne subsiste plus aucun risque matériel concernant les dernières étapes de sa mise en œuvre après l'approbation de la CSSF relative à l'émission par OPG de 64,6 millions de nouvelles actions et des nouvelles obligations), OPG a fait part, en communiquant ses résultats du S1 2012, d'un certain nombre d'éléments qui offrent une petite bouffée d'oxygène.

Dans les faits, la terrible épée de Damoclès (le refinancement des 286m€ de GSG) devrait être supprimée d'ici fin 2012/début 2013 (le 28 août, un accord a été signé avec un groupe de banques allemandes pour 270m€) après plusieurs accords moratoires reportant le remboursement au 31 août. Cet accord du 28 août dernier nous amène à penser qu'un nouvel accord moratoire valable jusqu'à fin 2012 et permettant d'éviter de brader certains actifs devrait être signé tout prochainement. En effet, des actifs tels que Sky Office à Dusseldorf (déprécié de 10m€) souffrent de cette pression.

Sur le plan opérationnel, le revenu de la division "property investment" a progressé de 5% par rapport au S1 2011 (tiré à la fois par la foncière et les activités hôtelières) et sa marge d'EBITDA a enregistré une nette progression, passant de 29,4% l'an dernier à 43,2% (grâce à une hausse du taux d'occupation à 77% et à un contrôle des coûts continu). Au niveau de la promotion, la tendance est à la baisse (chiffre d'affaires en baisse de 28%, marge d'EBITDA toujours négative) du fait de la diminution du nombre d'actifs à vendre.

Analyse

L'accord sur le refinancement de GSG est encore une annonce de dernière minute (espérons qu'il s'agisse d'une annonce solide) qui fait un peu retomber la pression et devrait notamment permettre de vendre Sky Office dans de meilleures conditions (la cession est toujours prévue pour fin 2012). GSG dispose d'un portefeuille clé et la continuité de l'exploitation est une priorité.

Le ratio de LTV après restructuration, à 54,6% (plus proche du niveau des pairs du secteur) contre 70,1% en décembre dernier, montre que les défis de refinancement ont été pris en main au cours de l'année (c'est maintenant une question de temps). De plus, la réduction du risque permet au groupe de se concentrer sur la finalisation et la mise en œuvre de nouveaux projets de développement (à Varsovie, la livraison de Zlota 44 est prévue pour l'été 2013; Mezihori, à Prague, a bien débuté...). Les nouveaux projets sont plus faciles à vendre que ceux en stock.

Impact

Pendant plus d'un mois, le cours du titre d'OPG a tourné autour de 2€ et le fardeau financier représente toujours un boulet pour le groupe: le taux de couverture des intérêts est toujours inférieur à un et le management estime que le taux de couverture des intérêts consolidé devrait être de 100% d'ici fin 2013 bien qu'il puisse rester des problèmes locaux de couverture étant donné que les comptes consolidés ne permettent pas de retracer correctement les flux de trésorerie. La gestion du bilan (malheureusement douloureuse pour les précédents actionnaires mais qui représentait la seule possibilité de survie) et les résultats opérationnels (hausse substantielle de la marge d'EBITDA et relative stabilité de la valeur brute des actifs du portefeuille à 1 513Mds€) confortent notre confiance dans un potentiel de hausse significatif (et une meilleure visibilité sur l'environnement européen pourrait aider !). Une fois de plus, la situation est de nature à effrayer les plus timorés.

► Mises à jour

04/09/2012 Potentiel de hausse confirmé**Changement d'EPS**

2012 : €-0,07 vs -0,07 ns

2013 : €0,04 vs -0,02 ns

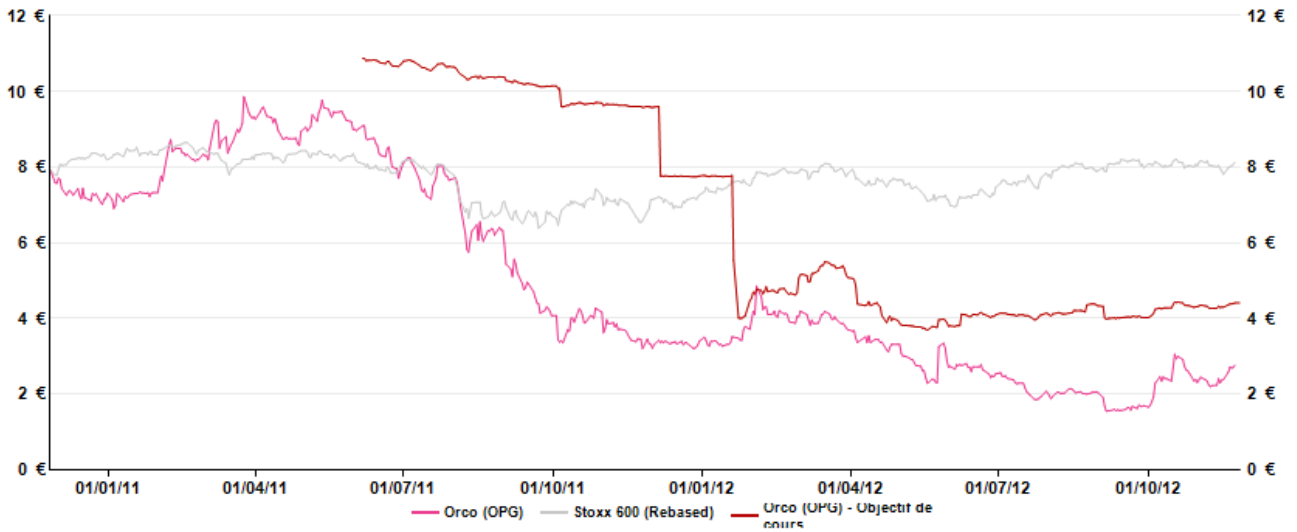
Malgré des difficultés de financement toujours à l'ordre du jour (le refinancement de GSG [286 m€] n'est pas totalement finalisé et la maturité du financement lié à l'immeuble Sky Office [95 m€] est désormais octobre 2012), la publication des résultats du S1 2012 ont montré que le groupe se projette au-delà de ses pressions financières. La réduction substantielle attendue des charges financières (découlant de la conversion des titres et de la restructuration de la dette) et l'amélioration significative des marges (par la diminution des frais généraux et la mise en place de nouveaux projets de développement) nous permettent d'être plus positifs après les résultats.

Orco (OPG) (Achat)

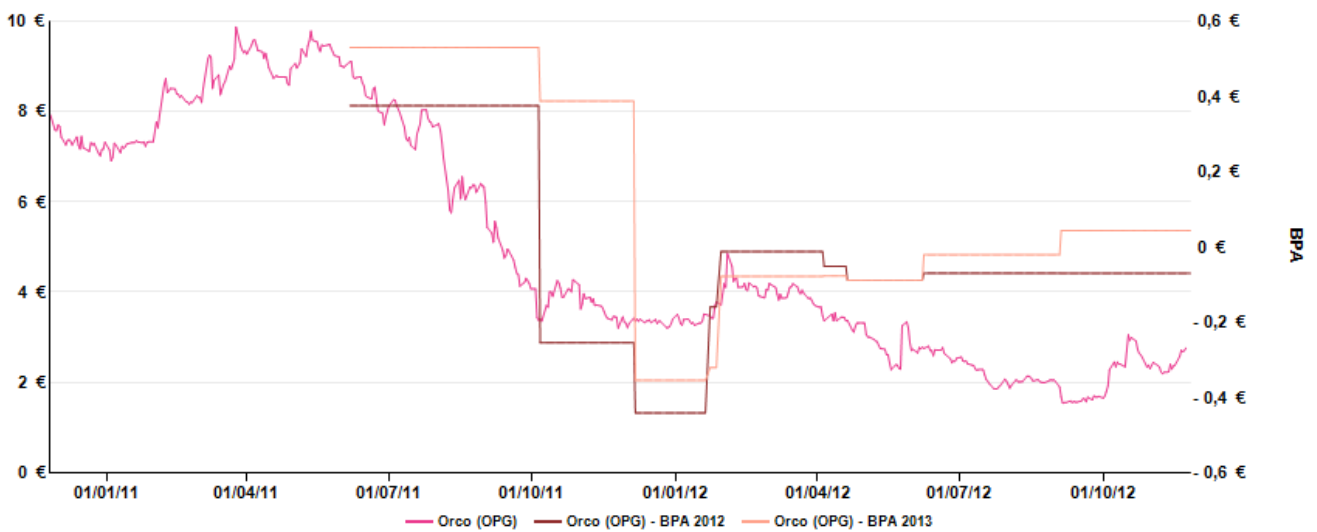
Promotion Immob. / Luxembourg

► Objectif de cours & Opinion

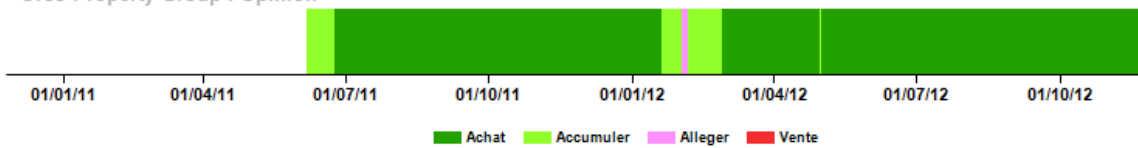
Cours & Objectif de cours



Bénéfices par action et Opinion



Orco Property Group : Opinion



► Activités et tendances

Activités et tendances

Pionnier dans son domaine, Jean-François Ott a créé ORCO pour rénover son premier immeuble de bureaux à Prague, en République tchèque, en 1991. Orco Property Group (OPG) s'est lancée depuis 2000, dans une vague d'acquisitions à un rythme accéléré, sur les marchés immobiliers d'Europe centrale et d'Europe de l'Est, dont la Hongrie (2000), la Pologne (2003), la Slovaquie (2004), l'Allemagne (« Orco Germany »), la Croatie, la Serbie et la Russie (2005), la Slovénie et la Bosnie-Herzégovine (2007). Les actions d'OPG ont fait l'objet d'une introduction en bourse sur le second marché de la bourse de Paris en 2000, ainsi que sur celui de Prague (en 2005) et sur ceux de Varsovie (en 2007) et de Budapest (dont elles ont été retirées en 2011), tandis qu'Orco Germany est cotée à Francfort. Entre 2000 et 2007, OPG a levé 430 m€ de fonds propres sur ces différents marchés boursiers. La stratégie de l'entreprise reposait sur la vente d'immeubles arrivés à maturité pour réinvestir dans la promotion immobilière en zones émergentes, une approche fragilisée par le tsunami financier qui a dévasté tous les modèles d'entreprises fondés sur l'effet de levier à l'apogée de la bulle immobilière. OPG intervient dans la promotion immobilière résidentielle (principalement à Varsovie, Prague et Bratislava), la rénovation et la propriété de bureaux (principalement à Berlin, Düsseldorf, Prague et Budapest), le développement et l'exploitation d'hôtels (MaMaison Hotels & Apartments à Moscou, Prague, Budapest et Varsovie, et Suncani Hôtels Hvar en Croatie), comme acteur dans les centres commerciaux (VACI 1 à Budapest) et enfin, comme propriétaire d'importantes réserves foncières (principalement à Prague/Bubny, en Pologne, en Allemagne et en Croatie).

Chiffre d'affaires par division

Secteur	12/11A	12/12E	12/13E	12/14E	Chgt 12E/11		Chgt 13E/12E		
					M€	% du total	M€	% du total	
Développement immobilier	Promotion Immob.	47,4	190 ⁽¹⁾	114	125	143 ↑	96 %	-76 ↓	104 %
Gestion et investissement im...	Gestion immobilière	110 ⁽²⁾	115	119	124	5 ↑	3 %	4 ↑	-5 %
Other		0,00	0,00	0,00	0,00	0 ↑	0 %	0 ↑	0 %
Total sales		158 ⁽³⁾	306 ⁽⁴⁾	233	249	148 ↑	100 %	-73 ↓	100 %

1. Including the sale of the Sky Office building in Düsseldorf completed in October 2012 (market value on 30 June 2012 of €127.8m).
2. Impacted by the sale of the Molcom logistics platforms in Russia in H1 11, earlier than the FY13 disposal planned in the Safeguard Plan of May 2010. The 2010 pro-forma figure was €111.6m.
3. Strong decrease in the total revenue in 2011 due to the absence of sales of commercial properties.
4. Over 2012, the group expects to achieve revenues of between €160m and €180m excluding the sale of the Sky Office building in D, usseldorf (valued at €127.8m in June 2012).

Principales expositions

	Revenus	Coûts	Fonds propres
Dollar	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Emerging currencies	48,0 %	59,0 %	47,0 %
Long-term interest rates	100,0 %	0,0 %	0,0 %

Géographie du chiffre d'affaires

Tchèque, république	33,0 %
Allemagne	46,0 %
Russie	1,0 %
Pologne	8,0 %
Croatie	10,0 %
Hongrie	2,0 %
Slovaquie	2,0 %
Luxembourg	8,0 %

Nous identifions les expositions aux thématiques macro économiques (quelle est la part du chiffre d'affaires exposée au Dollar par ex.) plutôt que les sensibilités (quel est l'impact d'une variation de 5pc du Dollar sur le résultat net par ex.). Les expositions du chiffre d'affaires sont simples à comprendre. Celles qui concernent les coûts sont plus difficiles à identifier. C'est encore plus complexe en termes de fonds propres. L'évaluation se fait en prenant par défaut la position d'un investisseur en action jugeant de son patrimoine en Euro. Certains cas de figure sont délicats à démonter tel qu'un investisseur de la zone Euro achetant une valeur suisse cotant en CHF mais avec des comptes en Dollar...

► Mécanismes de profit

Mécanismes de profit

Au cours de la période couvrant les exercices 2006 à 2008, le chiffre d'affaires a augmenté de 173 m€ à 300 m€ 83 % de ces 127 m€ de progression proviennent de l'activité foncière et représentent une part (165 m€) du total du chiffre d'affaires comparable à celui de la promotion immobilière (157 m€). Alors que l'EBITDA de l'activité foncière a quadruplé à environ 40 m€, les pertes de la promotion immobilière ont augmenté à -22 m€. Sur une base consolidée, l'EBITDA est passé d'un montant négatif de 10 m€, à +14 m€. Avec la crise qui a frappé au T4/08, l'exercice 2009 a enregistré une baisse des revenus à 252 m€, se traduisant par une baisse de l'EBITDA consolidé à 10 m€, aboutissant à d'importantes pertes nettes (391 m€ en 2008 et 251 m€ en 2009) et à la mise sous « procédure de sauvegarde », l'équivalent français du chapitre 11 américain, en mars 2009. L'exercice 2010 a connu un redressement des recettes à 315 m€, ainsi que de l'EBITDA s'établissant à 29 m€. En outre, le gain exceptionnel de 270 m€ généré en mai 2010, suite à la mise en œuvre d'un « Plan de Sauvegarde » sur dix ans, devrait être amorti par une perte exceptionnelle en 2012 dans le cadre de l'opération de conversion des obligations d'OPG.

Au cours de l'exercice 2011, la société a réalisé plusieurs ventes d'actifs matures et d'activités non stratégiques, dont la Leipziger Platz, à Berlin, pour 119 m€ en janvier 2011 (89 m€ en trois versements, puis 30 m€ après l'achèvement du projet prévu en 2014) et ses activités de logistique Molcom (plus les projets résidentiels, les bureaux et les terrains) en Russie, en octobre 2011 (53 m€ dont 13,2 m€ payables avant la fin de l'exercice 2011, le solde devant être payé au cours l'exercice 2012, et un complément de prix éventuel de 20 % du produit des ventes futures). Bien que la cession des activités russes ait été réalisée après le 30 juin 2011, les recettes de cette activité n'ont pas été comptabilisées dans les chiffres, dès le T2 2011, expliquant la baisse du chiffre d'affaires de l'activité foncière au cours de l'exercice 2011, qui passe de 131,8 m€ à 110,2 m€ d'une année sur l'autre. Le chiffre d'affaires de l'activité de promotion immobilière a considérablement diminué, passant de 182,9 m€ en 2010 à 47,4 m€ sur la même période, puisque le nombre d'unités résidentielles vendues a diminué de 38 % (la baisse des revenus résidentiels est amplifiée par le repositionnement d'une stratégie visant un marché de masse vers un marché plus sélectif) et les ventes dans le segment commercial ont chuté de 129,8 m€ à 10,1 m€ (retard de la cession du Sky Office). Mécaniquement, les revenus de l'activité de promotion étant plus faibles, la marge d'EBITDA du groupe a augmenté de manière significative. La marge d'EBITDA de l'activité d'investissement est restée assez stable entre 2010 et 2011. Enfin, le résultat opérationnel à 40,4 m€ est resté à peu près stable (sur une base pro forma, c'est à dire en excluant l'impact de la cession des activités russes), notamment grâce à une plus-value de 10,6 m€ provenant des cessions d'actifs (contre 1,1 m€ en 2010).

Le chiffre d'affaires de l'exercice 2011 était largement tributaire de la vente éventuelle de l'immeuble Sky Office à Düsseldorf, valorisé à 127,8m€ en juin 2012, contre un objectif de prix de vente situé entre 145 et 155m€ au T1 2011. Cette cession s'est finalement concrétisée en octobre 2012 (la maturité du financement de 95m€ avait été étendue jusqu'à ce mois d'octobre). En outre, la conversion des obligations devrait considérablement diminuer les charges d'intérêts, permettant d'anticiper un taux de couverture de 100% des intérêts par l'EBITDA à fin 2013.

EBITDA/R par division

	12/11A	12/12E	12/13E	12/14E	Chgt 12E/11		Chgt 13E/12E	
					M€	% du total	M€	% du total
Property development	-5,20	9,51	5,68	8,74	15 ↑	67 %	-4 ↓	-638 %
Property investment and management	35,5	48,5	50,0	53,4	13 ↑	59 %	2 ↑	250 %
Other/cancellations	-1,92	-7,64	-4,65	-4,98	-6 ↓	-26 %	3 ↑	498 %
Total	28,4	50,4	51,0	57,2	22 ↑	100 %	1 ↑	100 %

Marge d'EBITDA/R par division

	12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Property development	-11,0 %	5,00 %	5,00 %	7,00 %
Property investment and management	32,3 %	42,0 %	42,0 %	43,0 %
Total	18,0 %	16,5 %	21,9 %	23,0 %

► Dette

Dette

Le secteur immobilier s'est imprudemment développé sur l'hypothèse d'une dette permanente garantie par des clauses contractuelles assises sur le ratio « Loan to Value ». Cependant, aucune dette n'a jamais été remboursée sur la base d'un ratio LTV, mais bien au travers des flux de trésorerie disponibles. D'après le tableau d'analyse du financement/liquidité d'AlphaValue et avec le recul de l'expérience, les graves difficultés de couverture de la dette et de solvabilité étaient apparentes dès l'exercice 2006. OPG s'est trouvée en situation de défaut de paiement sur sa dette et s'est soumise à l'équivalent français du chapitre 11, le 25 mars 2009, jusqu'à ce que le Tribunal de commerce de Paris impose aux porteurs d'obligations d'OPG, le 19 mai 2010, une restructuration de la dette, à travers un « Plan de sauvegarde ». En conséquence du Plan de sauvegarde, les 406 m€ de valeur nominale des obligations OPG ont été réduits à 136 m€, la différence étant considérée comme un gain non récurrent (de nature comptable) au S1 2010, qui sera repris sous la forme d'amortissements dans les comptes de résultat des années ultérieures. Mais fin 2011 /début 2012, le groupe a probablement dû faire face à des problèmes majeurs de refinancement, il a donc envisagé une conversion des obligations pour les résoudre.

En avril 2012, le management d'OPG, les obligataires d'OG et les obligataires d'OPG ont signé un « Accord conjoint » qui a débouché sur la conversion d'environ 90% des obligations OPG et d'environ 85% des obligations OG en actions OPG (portant ainsi le nombre total d'actions de 17,1 millions à 107,8 millions au maximum). 94% du solde des obligations ont été échangés, au choix des obligataires, contre de nouvelles obligations OPG (ce qui a donné lieu à l'émission de 73,1m€ d'actions nouvelles d'OPG), il ne reste donc plus que 4 m€ d'obligations OPG dans le plan de sauvegarde et à peu près rien de la dette obligataire d'OG. Ces deux conversions (des obligations OG et OPG) étaient intimement liées : la conversion des obligations OG était conditionnée par un désendettement d'OPG (car les obligataires d'OG exigent un profil de risque moins élevé pour OPG). Le Plan de sauvegarde reste toutefois en vigueur puisque certains créanciers représentant une créance totale de 18,6m€ (ainsi que les obligataires restants d'OPG) n'ayant pas choisi de souscrire les nouveaux titres d'OPG restent dans ce plan.

Ce processus de restructuration est désormais finalisé et le coût total de la restructuration a déjà été intégré dans notre évaluation. Finalement, Cette dilution massive et coûteuse était le prix que devaient payer les actionnaires actuels pour réduire la dette. Toutefois, même s'ils ont été considérablement réduits (la conversion des obligations d'OPG et d'OG devrait également faciliter le refinancement à venir des prêts en rassurant les prêteurs), les défis de refinancement d'OPG demeurent un sujet (le refinancement des 285m€ d'OG GSG a été repoussé à fin 2012, mais il devrait être assuré par un groupe de banques allemandes, qui a confirmé l'information le 18 octobre 2012).

À noter que les commissaires aux comptes du groupe ont déclaré qu'il existe : « d'importantes incertitudes qui peuvent jeter le doute sur les capacités du groupe à continuer l'exploitation ».

Financement et liquidité

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E	
EBITDA	M€	28,4	49,5	51,2	57,3	
Cash flow des opérations	M€	-23,9	-349	1,50	9,55	
Fonds propres	M€	263	456	473	499	
Dette brute	M€	1 159	914	833	771	
dont échéance moins d'un an	M€	757 ⁽⁵⁾	71,3	72,4	251	
dont échéance entre 1 et 5 ans	M€	288	824	761	520	
dont échéance moins de 2 ans	M€	71,3	72,4	251	170	
dont échéance à plus de 5 ans	M€	114	18,3	0,00	0,00	
+ Trésorerie brute	M€	11,8	90,9	48,5	37,4	
= Dette nette / (trésorerie)	M€	1 147	823	785	734	
Emprunts bancaires	M€	860 ⁽⁵⁾	836	756	693	
Obligations émises	M€	283 ⁽⁶⁾	77,7 ⁽⁷⁾	77,7 ⁽⁷⁾	77,7 ⁽⁷⁾	
Leasing	M€	0,00	0,00	0,00	0,00	

- Includes €163.3m in loans in breach of covenants (o/w €65.3m in long-term loans reclassified as short-term loans due to the covenant breaches).
- Restructured bonds under the Safeguard Plan.
- 94% of the c.€77.7m that remained in both the OPG Safeguard bond liability and in OG bonds was exchanged into €73.1m of new OPG notes following the equitisation of the OG and OPG bonds.
- Liabilities linked to assets held for sale.

Orco (OPG) (Achat)

Promotion Immob. / Luxembourg

► Dette

Emprunts hypothécaires	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres financements	M€	15,9 ⁽⁸⁾	0,00	0,00	0,00
dont papier court terme	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autorisations de découvert non tirées	M€	42,4			
Ratio d'endettement	%	437	216	170	152
<i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>	x	40,4	16,6	15,3	12,8
<i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>	x	41,3	18,8	16,6	13,7
<i>Couverture des frais financiers (x)</i>	x	0,20	0,12	1,04	1,25
<i>CF des opérations/dette nette</i>	%	-2,08	-42,4	0,19	1,30
<i>(Trésor. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>	x	-0,01	-2,91	0,92	0,35
<i>FCF/Dette CT</i>	x	-0,03	-4,17	0,25	0,20

► Valorisation

Valorisation

La conversion de 90% des obligations d'OPG et de 85% des obligations d'OG (94% du solde ont été échangés contre de nouvelles obligations OPG pour un montant de 73,1m€ au choix des obligataires : il ne reste donc que 4 m€ d'obligations OPG dans le plan de sauvegarde et à peu près rien de la dette obligataire d'OG) devrait donner davantage de marge de manœuvre au management. Cela devrait éviter au groupe d'avoir à brader des actifs pour répondre aux exigences de refinancement et lui permettre de gérer ses actifs de façon profitable, au lieu de subir la menace d'un événement de crédit. La promotion résidentielle à Prague (Mezhori) et à Varsovie (Zlota 44), les actifs commerciaux mixtes à Prague (Bubny en collaboration avec Unibail-Rodamco) et les activités de foncière à Berlin (par le biais de GSG) sont actuellement les activités déterminantes du groupe.

Les multiples des comparables fournissent peu de soutien à la valorisation, en raison du statut boursier de valeur en situation de retournement d'OPG. L'ANR est plus optimiste, si tant est que l'on soit confortable avec les valeurs patrimoniales estimées par des experts indépendants (DTZ). Le calcul du DCF, principal élément de valorisation, s'avère un exercice périlleux car il est établi sur des prévisions incertaines dans un contexte économique tendu, avec un coût de la dette élevé pesant sur le CMPC. OPG demeure un véritable pari sur la reprise de l'immobilier en Europe centrale et de l'Est: petites natures s'abstenir !

Valorisation

Méthodes		Valeurs (€)	Potentiel	Poids
DCF		6,98	153 %	35 %
Somme des parties		5,32	93 %	20 %
VE/Ebitda	Comparables	2,62	-5 %	20 %
P/E	Comparables	1,38	-50 %	10 %
Rendement	Comparables	0,00	-100 %	10 %
Cours/Actif net comptable	Comparables	4,79	74 %	5 %
Objectif de cours		4,41	60 %	

Valorisation basée sur les comparables

Calculé sur 18 mois de prévisions	P/E (x)	VE/Ebitda (x)	Cours/Actif net comptable (x)	Rendement (%)
Ratios des pairs	13,9	18,4	1,09	5,78
Ratios Orco Property Group	ns	20,5	0,63	0,00
Prime	0,00 %	10,0 %	0,00 %	0,00 %
Cours objectifs (€)	1,38	2,62	4,79	0,00
Unibail-Rodamco	17,1	22,4	1,28	5,05
Klépierre	12,6	19,4	2,83	5,58
Foncière des Régions	10,3	16,7	0,74	7,21
Icade	14,8	17,2	1,38	5,87
Immofinanz	10,4	16,6	0,53	5,89
Corio	11,8	15,1	0,74	7,54
Silic	13,5	18,4	3,27	5,72
Nexity	10,9	5,33	0,76	8,57
Ivg Immobilien	-39,7	18,8	0,47	0,91

► DCF

DCF par action

Coût moyen pondéré du capital (CMPC) %	8,33	Dettes (trésorerie) nette moyenne	M€	804	
Valeur actuelle des cash flow des années 1 à 11	M€	636	Provisions	M€	14,7
Free cash flow de l'année 11	M€	125	Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,67
Taux de croissance à l'infini "g"	%	2,00	Immobilisations financières (juste valeur)	M€	46,8
Valeur terminale	M€	1 977	Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	1,00
Valeur actuelle de la valeur terminale	M€	888	Valeur des fonds propres	M€	750
en % de la valeur totale	%	58,3	Nombre d'actions	Mio	108
Valeur totale actuelle	M€	1 524	DCF par action	€	6,98

Evaluer le coût du capital

Taux sans risque synthétique	%	4,00	Spread de crédit	bp	600
Prime de risque normative	%	5,00	Coût marginal de la dette	%	10,0
Taux d'impôt normalisé	%	30,0	Bêta de la société (endettée)	x	1,44
Échéance moyenne de la dette	Année	5	Ratio d'endettement à valeur de marché	%	277
Bêta sectoriel	x	0,57	Dettes/VE	%	73,5
Bêta de la dette	x	1,20	Taux de rentabilité exigé par les actionnaires	%	11,2
Capitalisation boursière	M€	297	Coût de la dette	%	7,00
Dettes nettes (trésorerie) à valeur comptable	M€	823	Coût des fonds propres desendettés	%	6,87
Dettes nettes (trésorerie) à valeur de marché (Est.)	M€	641	Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	8,33

Calcul du DCF

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E	Croissance	12/15E	12/22E
Chiffres d'affaires	M€	158	306	233	249	4,00 %	259	341
EBITDA	M€	28,4	49,5	51,2	57,3	4,50 %	59,9	81,5
Marge d'EBITDA	%	18,0	16,2	22,0	23,0		23,1	23,9
Variation du BFR	M€	13,0	96,1	79,4	90,6	4,00 %	94,2	124
Cash flow d'exploitation total	M€	45,8	146	131	148		154	205
Impôts sur les sociétés	M€	-5,47	-1,72	-4,00	-5,00	4,00 %	-5,20	-6,84
Bouclier fiscal	M€	-26,1	-119	-13,8	-12,9	4,00 %	-13,5	-17,7
Investissements matériels	M€	-14,2	-44,8	-62,7	-48,9	4,00 %	-50,9	-66,9
Investissements matériels/CA	%	-8,98	-14,7	-27,0	-19,6		-19,6	-19,6
Cash flows libres avant coût du financement	M€	0,08	-20,0	50,0	81,0		84,6	114
Divers ajustements (incl R&D, etc.) pour les besoins...	M€	12,4 ⁽⁹⁾	10,7 ⁽⁹⁾	6,98 ⁽⁹⁾	7,47 ⁽⁹⁾		7,62 ⁽⁹⁾	8,76 ⁽⁹⁾
Free cash flow ajustés	M€	12,5	-9,31	57,0	88,5		92,2	123
Free cash flow actualisés	M€	12,5	-9,31	52,6	75,4		72,5	55,1
Capitaux investis	€	1 422	1 350	1 327	1 300		1 359	1 854

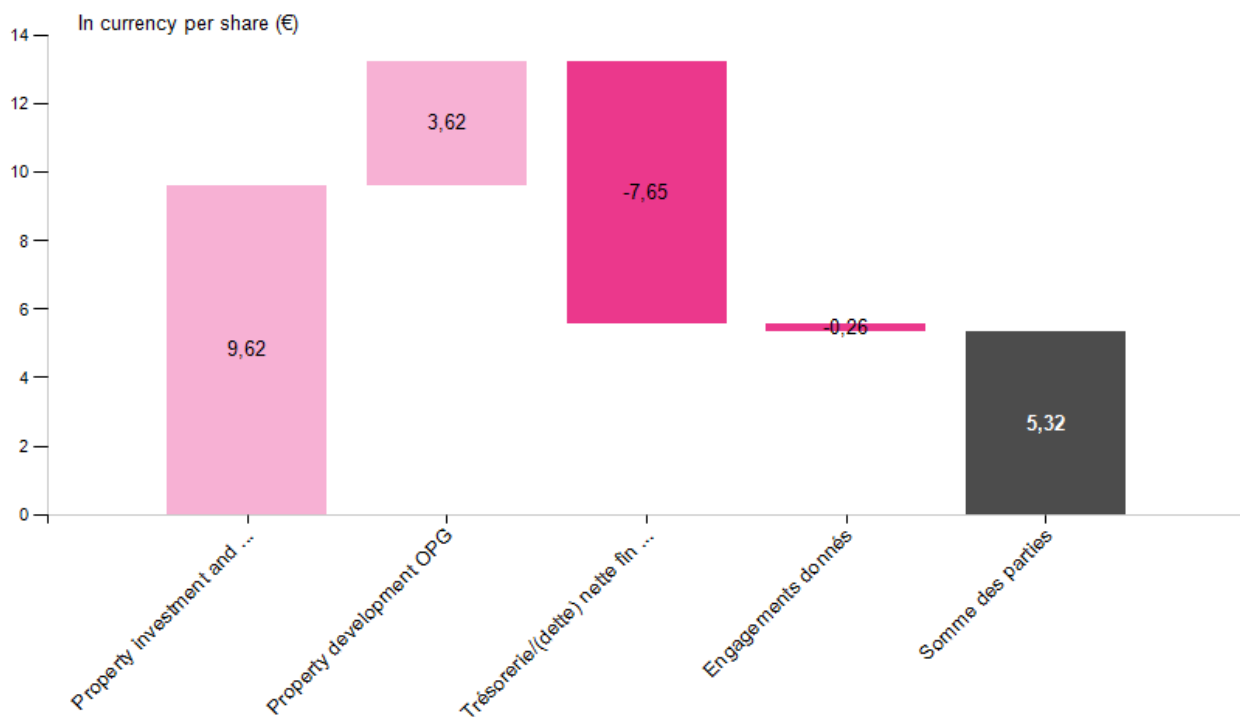
9. Other income and expenses (of which net result on disposal of assets).

► Actif net edit.

Somme des parties

	% détenu	Technique d'évaluation	Multiple utilisé	Participation à 100% (M€)	Valorisation participation (M€)	En devise par action (€)	% des actifs bruts
Property investment...	100 %	GAV		1 034	1 034 ⁽¹⁾	9,62	72,7 %
Property developmen...	100 %	GAV		389	389 ⁽²⁾	3,62	27,3 %
Autre							
Actif brut					1 423	13,2	100 %
Trésorerie/(dette) nette fin d'année					-823	-7,65	-57,8 %
Engagements donnés					-28,3 ⁽³⁾	-0,26	-1,99 %
Engagements reçus							
Somme des parties					572	5,32	40,2 %
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)					108		
Somme des parties par action (€)					5,32		
Décote du cours actuel par rapport à la somme des parties (%)					48,1		

1. Gross asset value on 30 June 2012.
2. Gross asset value on 30 June 2012 MINUS the value of the Sky Office building which was completed in October 2012.
3. Provisions for pensions, provisions for risks and liabilities, minority interests and liabilities on assets held for sale.



► A Savoir

A Savoir

Lors de la mise en place du Plan de sauvegarde, en plus des 614m€ de valeur accrétive maximale des obligations, OPG avait 863m€ d'engagements hors-bilan (dont 710m€ de garanties sur certains engagements pris par ses filiales d'exploitation, un montant qui devrait diminuer si ces filiales les honorent, et 152m€ de dettes intragroupe arrivant à échéance au-delà de 2020). Toutes les dettes bancaires se trouvent au niveau des plus de 180 filiales locales, où elles servent au financement direct du développement et/ou des investissements immobiliers. En décembre 2011, la dette bancaire de 860 m € était divisée de la manière suivante: 23% pour les réserves foncières et 81% pour les actifs productifs des division Promotion et Investissement. Un fois le processus de désendettement terminé par conversion des obligations d'OG et d'OPG, on peut s'attendre à une réduction de la prime de risque, ce qui fournira un contexte plus rassurant pour le refinancement de crédits à venir (par exemple le refinancement des 286m€ de GSG).

Au cours de la période 2009-2011, le management d'OPG a été perturbé par les bouleversements intervenus au sein de l'équipe de direction, par la polémique relative aux bons de souscription d'actions, par un activisme actionnarial et par les questions de refinancement.

À l'issue de l'opération de conversion des obligations, au cours de l'exercice 2012, plus de 60 % des actionnaires sont d'anciens obligataires et certains, notamment ceux qui ont rejoint le Conseil d'Administration, pourraient devenir des partenaires à long terme.

Plus intéressant encore, en novembre 2012, deux fonds agissant de concert (Crestline Ventures Corp. et Gamala Ltd.) ont annoncé détenir respectivement une participation de 8,35% et 21,30% dans le capital d'OPG. Derrière ces acquisitions, se trouve un milliardaire tchèque, Radovan Vitek, qui pourrait chercher à se faire représenter au Conseil d'administration de la société. Avec une participation cumulée de 29,65%, le seuil de 30% qui nécessite la mise en œuvre d'une offre publique d'achat est désormais très proche. Or, la restructuration financière étant maintenant terminée, une prise de contrôle éventuelle pourrait faire sens. Dans une déclaration conventionnelle du 19 octobre 2012, le communiqué indiquait : « cet investissement est réalisé dans une perspective amicale et à long terme ».

Par ailleurs, à la suite d'un échange avec MSREI (Morgan Stanley Real Estate Investment) en août 2011 et de la conversion des obligations d'Orco Germany, OPG a augmenté sa participation dans OG de 58,4% à 91,4% et dans les deux sous-fonds d'Endurance Real Estate Fund selon la répartition suivante : de 5,8 à 14,8% dans le sous-fond résidentiel et de 16,2 à 27,0% dans le sous-fond Office I.

Actionnaires

Nom	% détenu	Dont droits de votes	Dont flottant
Gamala Ltd.	21,3 %	21,5 %	0,00 %
Kingstown Capital Management LP	11,8 %	11,9 %	0,00 %
Alchemy Special Opportunities LLP	9,91 %	10,0 %	0,00 %
Crestline Ventures Corp.	8,35 %	8,42 %	0,00 %
UBS AG London	4,93 %	4,98 %	0,00 %
Maple Leaf Macro Volatility Master Fund	3,28 %	3,31 %	0,00 %
MTone Ltd	3,22 %	3,25 %	0,00 %
August Finance Fund SPC	2,14 %	2,16 %	0,00 %
MSREF V Turtle B.V.	1,85 %	1,87 %	0,00 %
Credit Suisse Securities (Europe) Ltd	1,38 %	1,39 %	0,00 %
Jardenne Corporation SARL	1,18 %	1,19 %	0,00 %
Brennus Fund Limited	1,18 %	1,20 %	0,00 %
Landsowne Capital S.A.	0,93 %	0,94 %	0,00 %
Treasury shares Orco Property Group	0,93 %	0,00 %	0,00 %
ING Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.	0,76 %	0,77 %	0,00 %
AXA Investment Managers	0,69 %	0,70 %	0,00 %
Finance Consulting S.A.	0,28 %	0,28 %	0,00 %
Finplat S.A.	0,28 %	0,28 %	0,00 %
Ott & Co SA	0,23 %	0,23 %	0,00 %
Mr. Silvano Pedretti	0,10 %	0,11 %	0,00 %

Orco (OPG) (Achat)

Promotion Immob. / Luxemburg

► A Savoir

Courcelette Holdings LLC	0,04 %	0,04 %	0,00 %
Joho Compagnie	0,04 %	0,04 %	0,00 %
Alandia Investments	0,02 %	0,02 %	0,00 %
Flottant			25,2 %

Comptes

Compte d'exploitation consolidé

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Chiffre d'affaires	M€	158 ⁽³⁾	306 ⁽⁴⁾	233	249
<i>Croissance du CA</i>	%	-49,9	94,0	-23,9	7,12
<i>CA par employé</i>	k€	101 ⁽¹⁰⁾	295	236	260
Surface de bureaux	m ² (1000)	152	130	150	150
Surface commerciale	m ² (1000)	815	820	820	820
Surface logistique	m ² (1000)	111	100	100	100
En cours de réalisation	m ² (1000)	382 ⁽¹¹⁾	280	240	240
Achats et coûts externes (incl. IT)	M€	-99,6	-229	-156	-167
Coûts de personnel	M€	-29,6 ⁽¹⁰⁾	-26,9	-25,6	-24,9
Loyers de location opérationnelle	M€				
Coût des ventes (indicatif)	M€	-35,3	-162	-97,7	-109
EBITDA	M€	28,4	49,5	51,2	57,3
EBITDA(R)	M€	28,4	49,5	51,2	57,3
<i>Marge d'EBITDA(R)</i>	%	18,0	16,2	22,0	23,0
<i>EBITDA(R) par employé</i>	k€	18,3 ⁽¹⁰⁾	47,8	52,0	59,8
Dotations aux amortissements	M€	-3,11	-3,06	-3,49	-3,74
<i>Dotations aux amortissements/CA</i>	%	1,98	1,00	1,50	1,50
Dépréciations	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Dotations aux provisions	M€	-7,61	0,00	0,00	0,00
Reprises de provision	M€		0,00	0,00	0,00
Résultat opérationnel courant	M€	17,7	46,5	47,7	53,6
<i>Marge opérationnelle courante</i>	%	11,2	15,2	20,5	21,5
Autres revenus/dépenses (cash)	M€	12,4 ⁽¹²⁾	10,7	6,98	7,47
Autres rev./dép. (non cash; incl. réévaluat° d'actifs)	M€	19,6	10,3 ⁽¹³⁾	26,3 ⁽¹³⁾	27,7 ⁽¹³⁾
Résultat des JV	M€				
Dépréciation des survaleurs	M€	-9,74 ⁽¹⁴⁾	-8,90	-9,10	-9,59
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	39,9	58,6	71,9	79,2
Charges financières	M€	-82,7	-61,5 ⁽¹⁵⁾	-49,4	-46,3
<i>dont effectivement décaissé</i>	M€	-51,2	-61,5	-49,4	-46,3
Produits financiers	M€	4,08	4,59	3,29	3,14
Autres produits (charges) financiers	M€	-8,47	-340 ⁽¹⁶⁾	0,00	0,00
Résultat financier net	M€	-87,1	-397	-46,1	-43,2
<i>dont services des engagements de retraites</i>	M€		-0,36	-0,42	-0,42
Profits avant impôts et exceptionnels	M€	-47,1	-339	25,8	36,0
Eléments exceptionnels et autres (avant impôts)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>dont composante cash</i>	M€				
Impôt courant	M€	-2,67	-1,72	-4,00	-5,00
Déficits fiscaux reportables	M€				
Impôts différés	M€	-2,80	0,00	0,00	0,00
Impôts sur les sociétés	M€	-5,47	-1,72	-4,00	-5,00
<i>Taux d'imposition</i>	%	-14,6	-0,52	11,5	11,0
<i>Marge nette</i>	%	-33,4	-111	9,36	12,4
Mises en équivalence	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendes reçus des mises en équivalences</i>	M€	0,89	0,00	0,00	0,00
Intérêts minoritaires	M€	-1,80	-2,96	0,01	0,01
<i>dividendes versés aux minoritaires</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,01
Résultat des activités destinées à être cédées	M€	1,11	0,00	0,00	0,00
Résultat net publié, pdg	M€	-53,3	-343	21,8	31,0
Dépréciation des survaleurs	M€	9,74	8,90	9,10	9,59
Autres ajustements	M€	-11,1 ⁽¹⁷⁾	330 ⁽¹⁸⁾	-26,3 ⁽¹⁷⁾	-27,7 ⁽¹⁷⁾
Résultat net ajusté, pdg	M€	-54,6	-4,40	4,58	12,9
Economie d'intérêts	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat corrigé et dilué	M€	-54,6	-4,40	4,58	12,9

- Strong decrease in the total revenue in 2011 due to the absence of sales of commercial properties.
- Over 2012, the group expects to achieve revenues of between €160m and €180m excluding the sale of the Sky Office building in D, usseldorf (valued at €127.8m in June 2012).
- Impact of the disposal of the Molcom logistics activities in Russia in H1 11 (representing 42% of total staff in FY10), and further asset disposals planned for FY12 (hotels MaMaison and Suncani Hvar in Croatia).
- Including the residential development projects under construction (48,466sqm, of which Zlota 44 (37,903sqm)) and the commercial ongoing projects (295,879sqm of which Bubny (24ha)).
- Inclusive of €11.1m in net result on disposal of assets in H1 11.
- We account for the asset revaluation with a clip of 1% in FY12, 2.5% in FY13, 2.5% in FY14 (compared to an actual 1.7% in FY11).
- Includes impairments on investment properties.
- Over the FY2011, bond interest amounted to €38.1m compared to a post-restructuring bond interest amount of €6.8m or a reduction of €31.3m.
- Non cash one off loss regarding the difference resulting from a lower book value of the bonds than the value of the consideration given to OPG bondholders as repayment (OPG bonds conversion).
- Profit/loss from fair value adjustments.
- Profit/loss from fair value adjustments, plus difference resulting from a lower book value of the bonds than the value of the consideration given to bondholders as repayment recognized as a one off loss.

► Comptes

NOPAT	M€	26,1	40,0	52,1	57,2
-------	----	------	------	------	------

Clefs de valorisation

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
PER ajusté	x	-2,01	-39,0	ns	23,0
PER publié	x	-2,22	-0,86	13,6	9,57
VE/EBITDA(R)	x	43,8	22,0	20,5	17,5
P/ANC	x	0,45	0,65	0,63	0,59
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Rendement du cash flow disponible	%	-51,5	-100	5,98	17,1
Cours moyen	€	7,05	2,76	2,76	2,76

Tableau de financement

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
EBITDA	M€	28,4	49,5	51,2	57,3
Variation du BFR	M€	13,0	96,1	79,4	90,6
<i>dont (augm.)/dimin. des créances clients</i>	M€	-1,80	2,65	1,64	-0,90
<i>dont (augm.)/dimin. des stocks</i>	M€	36,7	92,0	80,0	83,0
<i>dont augm./dimin. des dettes fournisseurs</i>	M€	-4,65	0,38	0,45	1,22
<i>dont augm./dimin. autres dettes</i>	M€	-17,2	1,12	-2,74	7,26
Dividendes reçus des mises en équivalence	M€	0,89	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€	-4,45	-1,72	-4,00	-5,00
Éléments exceptionnels	M€		0,00	0,00	0,00
Autres cash flows d'exploitation	M€	2,46 ⁽¹⁹⁾	0,00	0,00	0,00
Cash flows d'exploitation total	M€	40,3	144	127	143
Investissements matériels	M€	-14,2	-44,8	-62,7	-48,9
<i>Investissements / dotations aux amortissements</i>	%	455	1 466	1 797	1 309
Acquisitions de titres	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres flux d'investissement	M€	113 ⁽²⁰⁾	20,0	19,9	0,00
Flux d'investissement net	M€	98,9	-24,8	-42,8	-48,9
Charges financières nettes	M€	-87,1	-397	-46,1	-43,2
<i>dont compasante cash</i>	M€	-51,2	-397	-45,7	-42,7
Dividendes (maison mère)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00	0,01
Augmentation de capital	M€	-4,85	602 ⁽²¹⁾	0,00	0,00
<i>dont (achat)/vente d'actions d'autocontrôle</i>	M€	-1,50	0,00	0,00	0,00
Variation de la dette brute	M€	-97,2	-245	-80,4	-62,4
Autres flux financiers	M€		0,00	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	-153	-40,1	-126	-105
Variation de la trésorerie	M€	-14,1	79,0	-42,4	-11,1
Variation de la dette nette	M€	83,2	325	38,1	51,2
Cash flow disponible (avant div)	M€	-60,9	-298	17,7	50,8
Cash flow opérationnel	M€	40,3	144	127	143
Taux de réinvestissement (invest./Immo. corporelles)	%	1,28	3,94	5,19	3,81

19. Calculated from the difference between reported operating cash flows.

20. Leipziger Platz disposal installment, plus Molcom disposal first installment.

21. This amount refers to the debt reduction by equitising 84.5% of €129.1m Orco Germany bonds and 89.9% of €548.5m Orco Property Group bonds.

► Comptes

Bilan		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Survaleurs	M€	39,3	39,3	39,3	39,3
Droits incorporels (y compris concessions)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres immobilisations incorporelles	M€	8,48	8,48	8,48	8,48
Total actif incorporel	M€	47,8	47,8	47,8	47,8
Immobilisations corporelles	M€	1 029	1 052	1 109	1 172
Immobilisations financières (invest. LT dans des sociétés)	M€	46,8	46,8	46,8	46,8
Instruments dérivés liés aux op couverture (part LT)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres immo. financières (optique de placement)	M€	24,1	4,00	4,00	4,00
<i>dont disponible à la vente</i>	<i>M€</i>	<i>24,1</i>	<i>4,00</i>	<i>4,00</i>	<i>4,00</i>
BFR	M€	298	202	123	32,4
<i>dont clients (+)</i>	<i>M€</i>	<i>36,1</i>	<i>33,5</i>	<i>31,9</i>	<i>32,8</i>
<i>dont stocks (+)</i>	<i>M€</i>	<i>382</i>	<i>290</i>	<i>210</i>	<i>127</i>
<i>dont fournisseurs (+)</i>	<i>M€</i>	<i>16,4</i>	<i>16,7</i>	<i>17,2</i>	<i>18,4</i>
<i>dont engagements courants (+)</i>	<i>M€</i>	<i>104</i>	<i>105</i>	<i>102</i>	<i>109</i>
Autres actifs courants	M€	99,0	46,1	42,1	45,0
<i>dont actifs d'impôts</i>	<i>M€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,84</i>	<i>0,64</i>	<i>0,68</i>
Actif total (net des engagements CT)	M€	1 545	1 399	1 372	1 348
Capitaux propres part du groupe	M€	263	456	473	499
Quasi-fonds propres et actions de préférence	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Intérêts minoritaires	M€	12,0	1,00	1,00	1,00
Provisions pour retraite	M€	9,21	9,62	9,60	10,0
Autres provisions pour risques et charges	M€	5,12	5,12	5,12	5,12
Charges d'IS	M€	92,5	92,5	92,5	92,5
Autres charges	M€	15,9 ⁽⁸⁾	12,6	6,37	6,83
Endettement net / (trésorerie)	M€	1 147	823	785	734
Passifs totaux	M€	1 545	1 399	1 372	1 348
Endettement net moyen / (trésorerie)	M€	1 150	985	804	759
Endettement net / (trésorerie) de la maison mère	M€	0,00 ⁽²²⁾	0,00	0,00	0,00
Garanties données hors bilan	M€	156 ⁽²³⁾	141	138	136

Valeur d'entreprise		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
VE/EBITDA(R)	x	43,8	22,0	20,5	17,5
VE/EBIT	x	70,3	23,4	22,0	18,7
VE/CA	x	7,90	3,56	4,52	4,02
EV/Capital investi	x	0,88	0,81	0,79	0,77
Capitalisation boursière	M€	118	297	297	297
+ Provisions (incluant les retraites)	M€	14,3	14,7	14,7	15,1
+ Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	-0,42	0,67	0,67	0,67
+ Dette nette fin d'année	M€	1 147	823	785	734
+ Dette implicite aux immo. en location opérationnelle	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
- Immobilisations financières (juste valeur) et autres	M€	46,8	46,8	46,8	46,8
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	12,0	1,00	1,00	1,00
= Valeur d'entreprise	M€	1 245	1 089	1 051	1 000

8. Liabilities linked to assets held for sale.
22. Information not available as we were not provided with financial statements of the parent company for FY11.
23. As a developer of buildings and residential properties, the group is committed to finalise the construction of properties in different countries: €0.8bn in FY08, €0.6bn in FY09, €0.1bn in FY10 and €0.1bn in FY11.

► Comptes

Données par action

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	-3,51	-0,07	0,04	0,12
<i>Croissance des BPA</i>	%				181
BPA publié	€	-3,18	-3,19	0,20	0,29
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash flow libre par action	€	-3,83	-4,80	0,16	0,47
Cash flow opérationnel par action	€	2,63	2,32	1,18	1,33
Actif net comptable par action	€	15,7	4,24	4,40	4,64
Actif net réévalué par action	€	16,0 ⁽²⁴⁾	4,32	4,48	4,73
Nombre d'actions ordinaires	Mio	17,1	108 ⁽²⁵⁾	108	108
Equivalent nombre d'actions ordinaires (fin d'année)	Mio	17,1	108	108	108
Nombre d'actions pour Capi.	Mio	17,1	108	108	108
Autocontrôle (fin d'année)	Mio	0,32	0,32	0,32	0,32
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)	Mio	16,7	108	108	108
Nombre d'actions ordinaires moyen	Mio	15,4	62,1	108	108
Conversion d'instruments de dette en actions	Mio	0,00	0,00	0,00	0,00
Règlement de stock-options exerçables	Mio		0,00	0,00	0,00
Règlement probable de stock-options non exerçables	Mio	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres engagements d'émettre des titres	Mio		0,00	0,00	0,00
Dilution (moyenne)	Mio	0,54	0,00	0,00	0,00
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	15,9	62,1	108	108
Survaleur par action	€	0,61	0,14	0,08	0,09
BNA après amort. des survaleurs (dilué)	€	-4,12	-0,21	-0,04	0,03
BNA avant amort. des survaleurs (non dilué)	€	-3,47	-5,53	0,20	0,29
Paiement effectif	€				
Dividende préférentiel	€	0,00	0,00	0,00	0,00
Taux de distribution	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Ratio de "pay out" (div. + rachat / résultat)	%	-2,75	0,00	0,00	

24. Triple NAV (EPRA). The group computed the EPRA triple NAV for the first time in H1 10 and restated FY09 accordingly. This compares with an historic NAV of €8.16 in FY09 (vs. a restated €12.27).
25. Over 2012, the equitisation of the OG and OPG bonds resulted in the issuing of a total of 90,787,096 new OPG shares.

► Comptes

Financement et liquidité

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
EBITDA	M€	28,4	49,5	51,2	57,3
Cash flow des opérations	M€	-23,9	-349	1,50	9,55
Fonds propres	M€	263	456	473	499
Dette brute	M€	1 159	914	833	771
dont échéance moins d'un an	M€	757 ⁽⁵⁾	71,3	72,4	251
dont échéance entre 1 et 5 ans	M€	288	824	761	520
dont échéance moins de 2 ans	M€	71,3	72,4	251	170
dont échéance à plus de 5 ans	M€	114	18,3	0,00	0,00
+ Trésorerie brute	M€	11,8	90,9	48,5	37,4
= Dette nette / (trésorerie)	M€	1 147	823	785	734

Emprunts bancaires	M€	860 ⁽⁵⁾	836	756	693
Obligations émises	M€	283 ⁽⁶⁾	77,7 ⁽⁷⁾	77,7 ⁽⁷⁾	77,7 ⁽⁷⁾
Leasing	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Emprunts hypothécaires	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres financements	M€	15,9 ⁽⁸⁾	0,00	0,00	0,00
dont papier court terme	M€	0,00	0,00	0,00	0,00

Autorisations de découvert non tirées	M€	42,4			
Ratio d'endettement	%	437	216	170	152
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	40,4	16,6	15,3	12,8
Dette brute ajustée/EBITDA(R)	x	41,3	18,8	16,6	13,7
Couverture des frais financiers (x)	x	0,20	0,12	1,04	1,25
CF des opérations/dette nette	%	-2,08	-42,4	0,19	1,30
(Trés. brute + FCF + Découverts)/Dette CT	x	-0,01	-2,91	0,92	0,35
FCF/Dette CT	x	-0,03	-4,17	0,25	0,20

Analyse du ROE par la méthode de Dupont

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Charge d'IS (Net/Pretax pre-except.)	x	1,13	1,01	0,85	0,86
Charge d'intérêt (pretax/EBIT)	x	-1,18	-5,78	0,36	0,45
Marge opérationnelle (EBIT/CA)	%	25,3	19,2	30,9	31,8
Rotation des actifs(CA/actifs moyens)	x	0,10	0,21	0,17	0,18
Levier (Actifs moyens/Fonds propres moyens)	x	5,74	4,10	2,98	2,80
Rendement des fonds propres (ROE)	%	-18,8	-95,5	4,69	6,38

Réconciliation des capitaux propres

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Fonds propres année N-1	M€	303	263	456	473
+ Profits nets de l'année	M€	-53,3	-343	21,8	31,0
- Dividendes (maison mère)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Augmentation de capital	M€	-4,85	602	0,00	0,00
dont diminution (augmentation) de l'autocontrôle	M€	-1,50	0,00	0,00	0,00
dont stock options exercées	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
- Gains (pertes) actuariels non reconnus	M€	0,42	-0,67	-0,67	-0,67
+ Autres éléments de résultat ("comprehensive")	M€	17,8	-65,8	-3,69	-4,26
= Fonds propres fin d'année	M€	263	456	473	499

5. Includes €163.3m in loans in breach of covenants (o/w €65.3m in long-term loans reclassified as short-term loans due to the covenant breaches).
6. Restructured bonds under the Safeguard Plan.
7. 94% of the c.€77.7m that remained in both the OPG Safeguard bond liability and in OG bonds was exchanged into €73.1m of new OPG notes following the equitisation of the OG and OPG bonds.
8. Liabilities linked to assets held for sale.

Comptes

Personnel

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Chiffre d'affaires par employé	k€	101 ⁽¹⁰⁾	295	236	260
Coûts de personnel unitaire	k€	-19,1 ⁽¹⁰⁾	-26,0	-26,0	-26,0
Variation des coûts de personnel	%	-34,5	-9,14	-4,90	-2,62
Variation des coût de personnel unitaire	%	-11,0 ⁽¹⁰⁾	36,3	0,00	0,00
Nombre d'employés moyen	utp	1 553 ^{(26) (27)}	1 035	984	958
Europe	utp	1 553	1 035	984	958
Amérique du Nord	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Amérique du Sud	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Asie	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres pays clés	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Coûts totaux de personnel	M€	-29,6	-26,9	-25,6	-24,9
Salaires	M€	-28,0	-26,9	-25,6	-24,9
dont contributions sociales	M€	-4,26			
Paiement en titres	M€	-0,56			
Coûts relatifs aux retraites	M€	-0,90	0,00	0,00	0,00
Charges de soins	M€	-0,13			

Chiffre d'affaires par division

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Développement immobilier	M€	47,4	190 ⁽¹⁾	114	125
Gestion et investissement immobilier	M€	110 ⁽²⁾	115	119	124
Other	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Total sales	M€	158 ⁽³⁾	306 ⁽⁴⁾	233	249

Résultat par division

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
EBITDA/R Analysis					
Property development	M€	-5,20	9,51	5,68	8,74
Property investment and management	M€	35,5	48,5	50,0	53,4
Other/cancellations	M€	-1,92	-7,64	-4,65	-4,98
Total	M€	28,4	50,4	51,0	57,2
EBITDA/R margin	%	18,0	16,5	21,9	23,0

10. Impact of the disposal of the Molcom logistics activities in Russia in H1 11 (representing 42% of total staff in FY10), and further asset disposals planned for FY12 (hotels MaMaison and Suncani Hvar in Croatia).

26. The group has not provided a breakdown of its headcount by location since FY08.

27. This is an estimated average workforce as the group only disclosed end-year figures.

1. Including the sale of the Sky Office building in Düsseldorf completed in October 2012 (market value on 30 June 2012 of €127.8m).

2. Impacted by the sale of the Molcom logistics platforms in Russia in H1 11, earlier than the FY13 disposal planned in the Safeguard Plan of May 2010. The 2010 pro-forma figure was €111.6m.

3. Strong decrease in the total revenue in 2011 due to the absence of sales of commercial properties.

4. Over 2012, the group expects to achieve revenues of between €160m and €180m excluding the sale of the Sky Office building in D, usseldorf (valued at €127.8m in June 2012).

► Comptes

Géographie du chiffre d'affaires

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Tchèque, république	%	33,3	33,0		
Allemagne	%	40,5	46,0		
Russie	%	2,27	1,00		
Pologne	%	8,20	8,00		
Croatie	%	10,1	10,0		
Hongrie	%	1,84	2,00		
Slovaquie	%	3,96	2,00		
Luxembourg	%	7,79	8,00		
Other	%	-7,92	-10,0		

Capitaux employés

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Rendement des capitaux investis	%	1,83	2,96	3,93	4,40
Survaleur	M€	39,3	39,3	39,3	39,3
<i>Dépréciation cumulée des survaleurs</i>	M€	2,30	2,30	2,30	2,30
Immobilisations incorporelles	M€	8,48	8,48	8,48	8,48
<i>Dépréciation cumulée des immo. incorporelles</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Couvertures à LT	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
R&D mobilisée	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Valeur actuelle des engagements de leasing	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres actifs immobilisés	M€	1 029	1 052	1 109	1 172
<i>Amortissements cumulés</i>	M€	73,6	85,5	98,1	111
Capitaux employés avant amortissement	M€	1 498	1 438	1 428	1 414
BFR	M€	298	202	123	32,4
Autres actifs	M€	46,8	46,8	46,8	46,8
Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	-0,42	0,67	0,67	0,67
Capitaux employés après amortissement (Capitaux investis)	M€	1 422	1 350	1 327	1 300

Capitaux employés par division

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Property development	M€	467 ⁽²⁸⁾	444	436	427
Property investment and management	M€	954 ⁽²⁸⁾	906	891	872
Other	M€	0,44	0,42	0,41	0,41
Total capital employed	M€	1 422	1 350	1 327	1 300

28. Segment assets taken as a proxy for segment capital employed.

► Effectifs et Retraites

Effectifs et retraites

Le risque lié aux régimes de retraite, mesuré par le ratio de retraite, n'est pas un problème pour OPG, il s'établit à 13 % pour l'exercice 2009, contre 3 % en 2008, non en raison d'une augmentation des passifs de retraite, mais à cause d'un effondrement des capitaux propres d'OPG, après d'importantes pertes. Le gain non récurrent lié au Plan de Sauvegarde et la dévalorisation des dettes obligataires ont permis la reconstitution partielle des capitaux propres, au cours de l'exercice 2010 et ramené le ratio de retraite à 3 % environ. Le chiffre pour l'exercice 2011, s'est maintenu autour de 3%. Les engagements de retraites n'existent qu'en Allemagne (Orco Projektentwicklung GmbH et Viterra Baupartner GmbH acquises en 2006). Au cours de l'exercice 2009, OPG a employé 2 146 personnes de 15 nationalités différentes, à travers l'Europe, en retrait de 2 870 pour l'exercice 2007 (2 752 pour l'exercice 2008), diminution qui s'explique par ses problèmes de surendettement et par le plan de restructuration qui s'en est suivi, incluant des licenciements et la fermeture de 10 bureaux environ, en Europe centrale, en Europe de l'Est, ainsi qu'en Allemagne. En 2010, l'effectif a été de nouveau réduit pour tomber à un effectif de 2 071 employés. Avec des cessions d'actifs non stratégiques, comme les activités de Molcom Logistics en Russie, en 2011, l'ensemble des effectifs a considérablement diminué pour tomber à 1035 personnes en décembre 2011 (dont 691 équivalents temps plein dédiés aux activités hôtelières).

Synthèse des risques liés aux engagements de retraites

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Ratio des engagements retraite	%	3,34	2,27	2,18	2,15
Fonds propres part groupe	M€	263	456	473	499
Valeur actualisée des engagements	M€	9,68	9,62	9,60	10,0
<i>dont engagements financés</i>	<i>M€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
<i>dont engagements non financés</i>	<i>M€</i>	<i>9,68</i>	<i>9,62</i>	<i>9,60</i>	<i>10,0</i>
<i>dont autres engagements (santé)</i>	<i>M€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
Ecarts actuariels non comptabilisés au bilan	M€	-0,60	0,96	0,96	0,96

Taux d'actualisation Groupe	%	4,60	4,60	4,60	4,60
Taux d'actualisation normalisé recalculé	%		4,00		
Taux de croissance futur des salaires Groupe	%	2,75	2,75	2,75	2,75
Taux de croissance normalisé des salaires recalculé	%		3,00		
Taux de rentabilité attendu des actifs Groupe	%	0,00 ⁽²⁹⁾	0,00	0,00	0,00
Taux de rentabilité attendu des actifs recalculé	%		1,00		
Financées: impact du changement des hypothèses actuarielles	M€		0,00		
Non financées: impact du changement des hypothèses actuarielles	M€		1,56		

29. The group has no plan assets. As a result, all pension obligations are unfunded. Only Orco Projektentwicklungs GmbH and Viterra Baupartner GmbH (acquired in FY06) have defined benefit plans.

Répartition géo. des engagements de retraites		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Exposition US	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Exposition GB	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Exposition Euro	%	100 ⁽³⁰⁾	100	100	100
Exposition Pays Nordiques	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Exposition Suisse	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Autre exposition	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Total	%	100	100	100	100

30. Only Orco Projektentwicklungs GmbH and Viterra Baupartner GmbH (acquired in FY06) have defined benefit plans. Therefore, the pension liabilities are 100% exposed to the euro.

Impacts sur le bilan		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Couverture des obligations financées (déficit)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Couverture des obligations non financées (déficit)	M€	-9,08	-10,6	-10,6	-11,0
Total comptabilisé	M€	-9,08	-10,6	-10,6	-11,0
Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	-0,60	0,96	0,96	0,96
Provisions (au bilan) sur obligations financées	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions (au bilan) sur obligations non financées	M€	9,68	9,62	9,60	10,0
Autres provisions de retraite (santé)	M€		0,00	0,00	0,00
Total des provisions de retraite comptabilisées au bilan	M€	9,68	9,62	9,60	10,0

► Effectifs et Retraites

Impacts sur le compte de résultat

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Charges relatives aux engagements financés	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Charges relatives aux engagements non financés	M€	-0,43	-0,36	-0,42	-0,42
Total des charges relatives aux engagements	M€	-0,43	-0,36	-0,42	-0,42
<i>dont celles incluses dans les frais généraux</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>dont celles incluses dans les frais financiers</i>	M€	-0,43	-0,36	-0,42	-0,42

Engagements financés

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Engagements de retraite début de période	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Coût des services rendus	M€		0,00	0,00	0,00
Coût des intérêts	M€		0,00	0,00	0,00
Contributions des employés	M€				
Impact du changement des hypothèses actuarielles	M€		0,00	0,00	0,00
<i>dont impact du changement du taux d'actualisation</i>	M€		0,00		
<i>dont impact du changement du taux de croissance des salaires</i>	M€		0,00		
Changements du périmètre de consolidation	M€				
Effets de change	M€				
Prestation versées aux bénéficiaires	M€				
Autres	M€				
Engagements de retraite fin de période	M€	0,00	0,00	0,00	0,00

Valeur des actifs de fi. des engagements de retraites

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Actifs début de période	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Produits attendus sur les actifs des régimes de retraite	M€		0,00	0,00	0,00
Gains / (pertes) actuariels	M€		0,00	0,00	0,00
Cotisations du Groupe	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Contributions des employés	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Changements du périmètre de consolidation	M€				
Effets de change	M€				
Prestation versées aux bénéficiaires	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres	M€				
Actifs fin de période	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Taux de rentabilité attendu des actifs (réalisé et estimé)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00

Valeur actuelle des engagements de retraites non financés

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Engagements de retraite début de période	M€	9,19	9,08	10,6	10,6
Coût des services rendus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Coût des intérêts	M€	0,43	0,36	0,42	0,42
Contributions des employés	M€	0,00	0,00	0,00	
Impact du changement des hypothèses actuarielles	M€	-0,12	1,56	0,00	0,00
<i>dont impact du changement du taux d'actualisation</i>	M€		1,11		
<i>dont impact du changement du taux de croissance des salaires</i>	M€		0,45		
Changements du périmètre de consolidation	M€	0,00	0,00	0,00	
Effets de change	M€	0,00	0,00	0,00	
Prestation versées aux bénéficiaires	M€	-0,42	-0,43	-0,44	
Autres	M€	0,00	0,00	0,00	
Engagements de retraite fin de période	M€	9,08	10,6	10,6	11,0

Gouvernance & Mgt

Questions clés de gouvernance

	Oui ✓ / Non ✗	Pondération
Une Action, un droit de vote	✓	15 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif.	✗	5 %
Chairman n'est pas un ancien membre du comité de direction.	✗	5 %
Au moins 50% des membres du board sont des administrateurs indépendants	✓	20 %
Transparence totale des rémunérations du comité de direction (Bonus liés aux performances, contributions aux pensions et avantages en nature)	✗	20 %
Transparence des seuils à atteindre avant attribution de bonus	✗	15 %
Le comité des rémunérations rapporte au Conseil d'Administration	✓	5 %
Statuts intelligibles et simples	✓	15 %
Score de gouvernance	55	100%

Comités existants

✓	Comité d'audit/gouvernance
✗	Comité des comptes
✗	Comité des contentieux
✓	Comité des Nominations
✓	Comité des rémunérations
✗	Comité environnemental / ISR
✗	Comité santé/ sécurité

Management

Nom		Fonction	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Salaire, in k€(year) Trésorerie	Rémunération en titres
Jean-François OTT	M	FR PDG	1965	1991		(2011)	(2011)
Nicolas TOMMASINI	M	FR Directeur Financier	1971	1997		(2011)	(2011)
Aleš VOBRUBA	M	CZ Directeur General	1960	1995		(2011)	(2011)
Ogi JAKŠIĆ	M	HR Directeur General	1974	2009		(2011)	(2011)
Yves DÉSIRONT	M	BE Directeur General	1972	2005		(2011)	(2011)
Brad TAYLOR	M	CA Directeur General	1973	2007		(2011)	(2011)
Jacques BONNAFONT	M	FR Directeur General				(2011)	(2011)
Cédric GABILLA	M	FR Directeur General				(2011)	(2011)
Julien VILLENEUVE	M	FR Directeur General				(2011)	(2011)
Petr HAVLENA	M	CZ Directeur General				(2011)	(2011)

Conseil d'administration

Nom		Indep.	Fonction	Fin du mandat actuel	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Jetons de présence, in k€ (year)	Valeur des titres, in k€(year)
Jean-François OTT	M	FR ✗	Président		1965	1991		(2011)	(2011)
Nicolas TOMMASINI	M	FR ✗	Membre	2013	1971	2004		(2011)	(2011)
Guy WALLIER	M	FR ✓	Membre	2013		2000		(2011)	(2011)
Bernard KLEINER	M	FR ✓	Membre	2013	1950	2009		(2011)	(2011)
Alexis Raymond JUAN	M	ES ✓	Membre	2013	1943	2009		(2011)	(2011)
David UMMELS	M	FR ✗	Membre			2012		(2011)	(2011)
Benjamin COLAS	M	FR ✗	Membre			2012		(2011)	(2011)
Bertrand DES PALLIERES	M	FR ✓	Membre		1966	2011		(2011)	(2011)
Silvano PEDRETTI	M	IT ✓	Membre		1964	1997	2012	(2011)	(2011)
OTT & CO. S.A.		FR ✗	Membre			2004	2012	(2011)	836 (2011)
Robert COUKE	M	FR ✓	Membre		1951	2009	2012	(2011)	(2011)
Aleš VOBRUBA	M	CZ ✗	Membre		1960	2009	2012	(2011)	(2011)
Gabriel LAHYANI	M	IS ✗	Membre		1961	2011	2012	(2011)	(2011)
Richard LONSDALE-HANDS	M	GB ✓	Membre		1953	2011	2012	(2011)	(2011)

► Gouvernance & Mgt

Ressources humaines

Accidents du travail
25 % Of H.R. Score



Developpement des ressources humaines
35 % Of H.R. Score



Paye
20 % Of H.R. Score



Satisfaction au travail
10 % Of H.R. Score



Communication interne
10 % Of H.R. Score



Ressources humaines

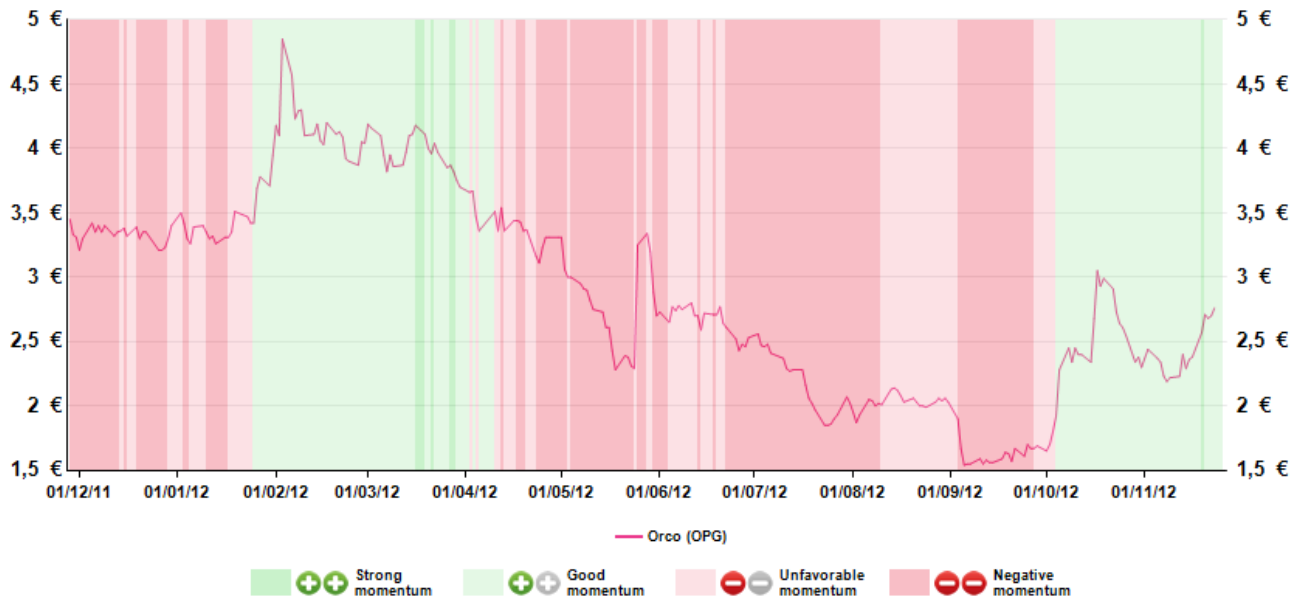
		Oui ✓ / Non ✗	Classement
Accidents du travail	25 %		0/100
Des objectifs ont-ils été fixés sur tous les sites du groupe?	40 %	✗	0/100
Les accidents du travail sont-ils en diminution?	60 %	✗	0/100
Developpement des ressources humaines	35 %		4/100
Les compétences nécessaires pour atteindre les objectif du groupe sont-elles identifiées	10 %	✗	0/100
Existe-t-il un plan de recrutement à moyen terme (2 à 5 ans)	10 %	✗	0/100
Existe-t-il une stratégie de formation pour atteindre les objectifs fixés par la société?	10 %	✗	0/100
Les salariés sont-ils formés aux objectifs de demain?	10 %	✗	0/100
Tous les salariés ont-ils accès à la formation?	10 %	✗	0/100
Le groupe n'a pas fait de plan social ou tout autre forme licenciement économique sur l'année?	10 %	✗	0/100
Les talents sont-ils restés?	10 %	✓	4/100
Les managers ont-ils des objectifs de management?	10 %	✗	0/100
Si oui, les résultats sont-ils pris en compte pour la réévaluation salariale?	10 %	✗	0/100
La mobilité interne entre les différentes unités du groupe est-elle encouragée?	10 %	✗	0/100
Paye	20 %		6/100
Existe-t-il un comité de rémunération ?	30 %	✓	6/100
La rémunération variable prend-t-elle en compte la performance du groupe et celle du salarié?	70 %	✗	0/100
Satisfaction au travail	10 %		7/100
Existe-t-il une mesure de la satisfaction des salariés?	33 %	✗	0/100
Chacun peut-il y participer?	34 %	✓	3/100
Y a-t-il un plan d'action pour améliorer le moral des salariés?	33 %	✓	3/100
Communication interne	10 %		10/100
La stratégie et les objectifs du groupe sont-ils disponibles pour tous les salariés?	100 %	✓	10/100
		Score RH	26/100

Score RH



► Graphiques

Momentum



++ : Momentum fortement positif correspondant à une tendance haussière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

+ : Momentum plutôt positif correspondant à une orientation globalement haussière des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-achat ou par l'absence de volumes.

-- : Momentum plutôt négatif correspondant à une orientation neutre ou baissière des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-vente ou par l'absence de volumes.

- : Momentum fortement négatif correspondant à une tendance baissière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

L'analyse par le momentum consiste à évaluer la tendance boursière sur un instrument financier, à partir de l'analyse des flux d'échanges sur cet instrument. Les principaux indicateurs utilisés dans notre outil de momentum sont les moyennes mobiles simples sur 3 échelles de temps : le court terme (20 jours de bourse), le moyen terme (50j) et le long terme (150j).

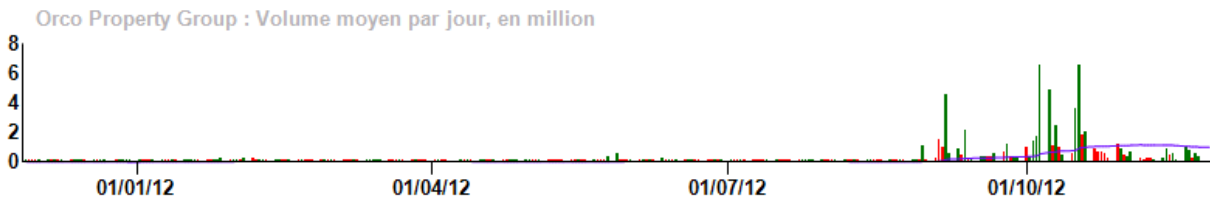
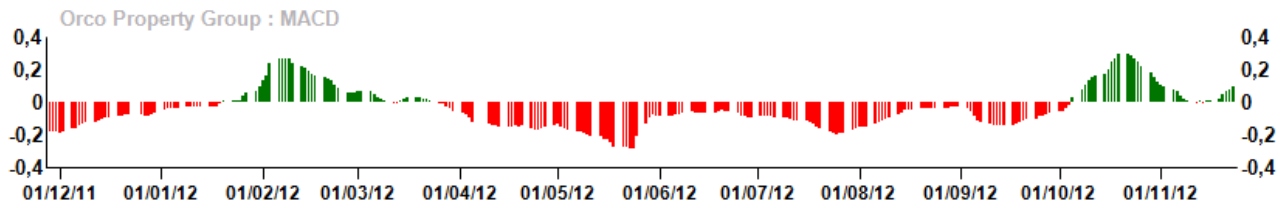
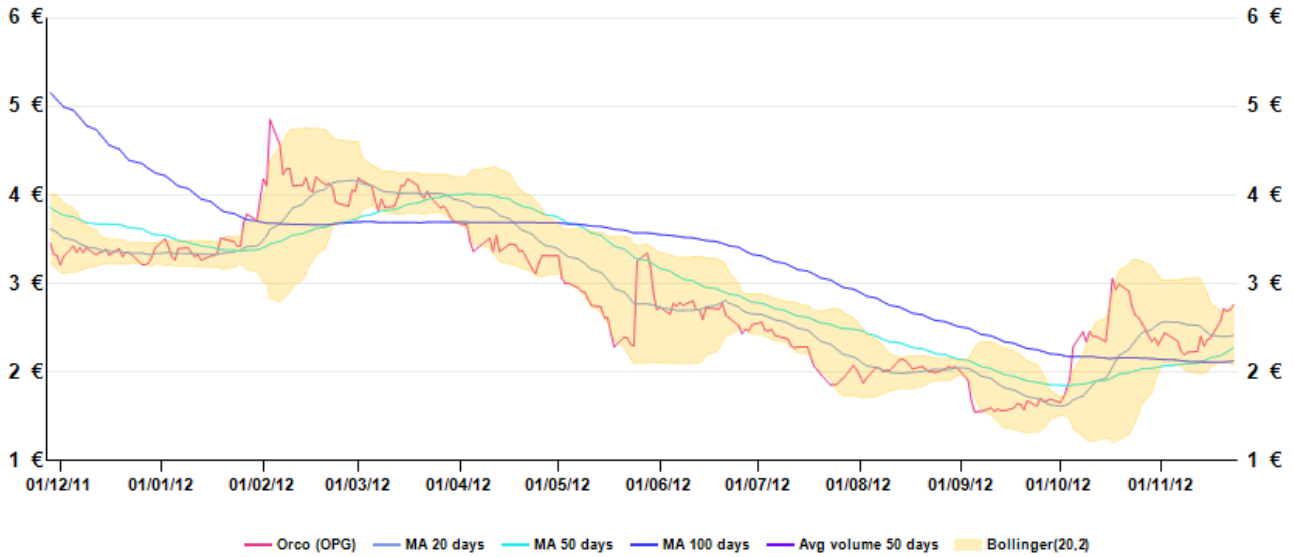
Le positionnement de ces moyennes mobiles les unes par rapport aux autres nous indique l'orientation des flux sur ces 3 échelles de temps. Par exemple si les moyennes mobile courtes et intermédiaires sont au dessus de la moyenne longue cela détermine une orientation haussière à confirmer.

Nous prenons également en compte la position du dernier cours de bourse par rapport aux trois moyennes mobiles (indicateur avancé) ainsi que la dynamique de ces 3 moyennes -baissière, neutre, haussière- qui est plutôt un indicateur retardé.

Les indications directionnelles données par les flux au travers des moyennes mobiles et les cours doivent être confirmées par les volumes pour valider le signal. Nous utilisons pour cela un calcul de hausse moyenne des volumes sur 10 semaines complété par un calcul relatif sur les volumes à la hausses et les volumes à la baisse pour valider nos analyses.

► Graphiques

Moyenne mobile MACD & Volume



► Graphiques

Long-term interest rates sensibilité**Secteur Immobilier**

► Méthodologie

Opinion fondamentale

S'il est implicite que les recommandations formulées par AlphaValue sont de bonne foi, elles ne devraient jamais constituer l'unique fondement d'une décision d'investissement.

Les recommandations sont construites dans une approche de "père de famille".

Les valorisations sont calculées du point de vue d'un **actionnaire minoritaire**, à moyen terme (6 mois).

Les outils de valorisation sont présentés de façon **transparente**, toutes les valeurs sous-jacentes sont accessibles, et **cohérente**, la méthodologie est la même quelque soit le titre, en tenant compte cependant des différences de nature entre valeurs financières et non financières. Une action avec un objectif de cours en-dessous de son cours actuel ne sera jamais associée à un Accumuler ou un Achat.

Les recommandations se basent sur des objectifs de cours sans prendre en compte le rendement du dividende. Les seuils pour les quatre niveaux de recommandations peuvent changer de temps à autres selon les conditions de marché. Les seuils sont définis comme indiqué ci-dessous, SI L'ON SUPPOSE que les taux longs sans risque demeurent entre 2 et 5%.

Recommandation	Volatilité Faible (10-30)	Volatilité Normale (15-35)	Volatilité Elevée (au-dessus de 35)
Achat	Plus de 15 % de potentiel	Plus de 20 % de potentiel	Plus de 30 % de potentiel
Accumuler	De 5 % à 15 %	De 5 % à 20 %	De 10 % à 30 %
Alléger	De -10 % à 5 %	De -10 % à 5 %	De -10 % à 10 %
Vente	Moins de -10 %	Moins de -10 %	Moins de -10 %

L'absence de recommandation « neutre » est délibérée. Investir dans les actions est sans intérêt si le retour attendu n'est pas au moins au niveau des taux sans risque (avant prise en compte du dividende).

Bien que les recommandations soient déterminées par les objectifs de cours, la direction d'AlphaValue entend maintenir une cohérence globale sur son univers de couverture et est susceptible, de temps à autre, de changer certains paramètres globaux, ce qui pourrait affecter le niveau de définitions des recommandations et/ou la distribution des recommandations dans les quatre champs ci-dessus. Par exemple, baisser la prime de risque dans un contexte de prudence excessive pourrait augmenter la proportion de recommandations positives.

► Méthodologie

Valorisation

Les méthodes de valorisation ont été élaborées dans un souci de cohérence et de transparence.

Les sociétés sont réparties en 3 catégories selon leur activité principale: Banques, Assurances et Non Financières. L'appartenance à une de ces 3 catégories détermine la méthode de construction du cours objectif.

Le cours objectif résulte d'une pondération de plusieurs critères de valorisation, qui peuvent être changés en cas de besoin. Toutes les sociétés d'une même catégorie sont valorisées de la même manière et donc de façon cohérente entre elles.

Au sein de l'univers des sociétés Non Financières, 4 sous-catégories permettent de prendre en compte les spécificités inhérentes au secteur d'activité: 1) "Industrielles standard"; 2) "Holdings" pour lesquelles la mesure de l'actif net réévalué est prépondérant; 3) "Valeurs de croissance" pour lesquelles l'accent est mis sur la valorisation par analogies avec des valeurs comparables; 4) "Sociétés en perte" pour lesquelles justement la valorisation par les comparables ne fonctionne pas. La valorisation est alors assise principalement sur la méthode du DCF (Discounted Cash Flow ou actualisation des flux de trésorerie futurs) et la mesure de l'Actif net réévalué. Ces deux dernières méthodes reviennent à « redonner du long terme » à la société sous revue.

Méthode de valorisation	Industrielles standard	Valeurs de croissance	Holding company	Sociétés en pertes	Banques	Assurances
DCF	35%	35%	10%	40%	0%	0%
Actif net réévalué	20%	20%	55%	40%	25%	15%
PER	10%	10%	10%	5%	10%	20%
VE/EBITDA	20%	20%	0%	5%	0%	0%
Rendement	10%	10%	20%	5%	15%	15%
Actif net comptable	5%	5%	5%	5%	15%	10%
Valeur intrinsèque (banques)	0%	0%	0%	0%	25%	0%
Embedded Value	0%	0%	0%	0%	0%	40%
Capi./Résultat d'exploitation brut	0%	0%	0%	0%	10%	0%

Exemples de secteur

Bio Techs

Avertissement important

Les commentaires ci-dessus sont seulement destinés aux investisseurs institutionnels et professionnels. Ils sont un complément à l'abonnement aux services d'AlphaValue via www.alphavalue.com Certains commentaires n'ont de sens qu'en association avec un accès à la recherche en ligne d'AlphaValue.