

EF2

ISSUER RATING

Short-Term

EF2

INSTRUMENT
RATING

Neu CP

Initiation date	29/11/2022
Rating date	28/11/2023

Contacts

Director
Thomas DILASSER
thomas.dilasser@ethifinance.com

ACTION DE NOTATION ET JUSTIFICATION DE LA NOTE

- EthiFinance Ratings dégrade les notes court terme de Les Nouveaux Constructeurs SA (LNC) ainsi que de son programme de NEU CP de €200m envisagé, de EF1 à EF2.
- Cette dégradation fait suite à une détérioration attendue sur 2023-2025, et en partie matérialisée dès 2022, des ratios de crédit du groupe LNC (en vision consolidée, c'est-à-dire avec Concept BAU en intégration globale, comme en vision non consolidée, même si la dégradation est moins marquée lorsque Concept BAU est mis en équivalence), et du groupe Bassac auquel il appartient. Dans un contexte inflationniste l'environnement immobilier français s'est dégradé sur 2023 du fait d'une hausse générale des taux, des coûts de construction, d'évolution des mesures fiscales, ce qui entraîne une baisse des réservations et un ralentissement des mises en chantiers qui pèseront sur les résultats 2024 et 2025 et par extension sur les ratios de crédit du groupe. Ainsi, le levier net ajusté consolidé (donc après intégration globale de Concept BAU) historiquement inférieur à 1.0x jusqu'en 2021, a atteint 2.3x à fin 2022 (le levier hors concept BAU restant toutefois contenu aux alentours de 1.0x à fin 2022 contre 0.4x à fin 2021) et devrait continuer de se dégrader en 2024 du fait de la forte baisse attendue de l'EBITDA (levier consolidé attendu à 3.4x à fin 2024, et remontée vers 2.0x hors Concept BAU). Le ratio de couverture des intérêts, historiquement assez élevé, devrait également baisser fortement en 2023, passant de 23.4x en consolidé à fin 2022 à 4.9x à fin 2023 puis 3.2x à fin 2024 (de l'ordre de 5.0x hors Concept BAU), sous l'effet de l'augmentation des taux d'intérêt et de la baisse attendue de l'EBITDA. La notation du groupe LNC est également quelque peu contrainte par notre évaluation du risque sectoriel (notation de BBB-). Enfin, le manque de diversification géographique et produit de LNC pèsent également sur la notation du groupe.
- Toutefois, la notation du groupe LNC reste bonne et portée notamment par des ratios de crédit qui se sont avérés très bons jusqu'à la crise inflationniste actuelle. En outre, le positionnement concurrentiel de LNC et sa politique de commercialisation prudente lui ont permis d'afficher des meilleures marges d'EBITDA que la concurrence (près de 15% en moyenne entre 2020 et 2022), ce qui tire la notation du groupe vers le haut. Enfin, la bonne qualité de crédit du groupe Bassac, dont le groupe LNC reste la filiale la plus significative, joue également favorablement dans la notation.
- Conformément à notre méthodologie, le secteur de la promotion immobilière présente un risque ESG moyen (score de la heatmap compris entre 2 et 3.5), ce qui est neutre sur notre évaluation du profil de risque du secteur. En revanche, notre évaluation de la politique ESG du groupe Bassac fait ressortir un score bas (score compris entre 3.5 et 4). L'absence de reporting extra-financier complet, notamment sur les aspects environnementaux, pénalise désormais la notation ESG du groupe Bassac et par extension celle de LNC, et joue donc négativement sur sa notation financière.

DESCRIPTION DE L'EMETTEUR

Le groupe LNC est un promoteur immobilier français de logements neufs, résidentiels ou tertiaires, sous forme de vente en l'état futur d'achèvement (VEFA). Il opère en France, principalement en Ile de France, ainsi qu'en Allemagne au travers de sa filiale Concept BAU. Le groupe LNC compte environ 300 salariés et a réalisé en 2022 un chiffre d'affaires consolidé de €654m pour un EBITDA ajusté de €104m soit un taux de marge ajusté de 15.9%. Notre levier net ajusté consolidé ressortait à 2.3x à fin 2022 après intégration globale de Concept BAU (1.0x hors Concept BAU). Le groupe LNC est détenu à plus de 99% par le groupe familial Bassac (CA 2022 de €1.3Mds, EBITDA ajusté de €220m), dont il est à la fois l'entreprise historique et la participation la plus significative. Le groupe Bassac, coté sur Euronext Paris, opère principalement dans le domaine de la promotion immobilière en France, en Espagne et en Allemagne. A fin juin 2023, il a reporté un CA de 571M€, en légère baisse de 1%, pour un résultat opérationnel avant quote-part des mises en équivalence, de 49M€, en légère baisse de 5% par rapport à fin juin 2022.

FONDAMENTAUX

PROFIL D'ACTIVITE

EVALUATION DU RISQUE SECTORIEL

- **Une forte dépendance à un certain nombre de facteurs politiques, économiques, démographiques, ce qui entraîne une certaine volatilité et une certaine cyclicité.**

Le marché immobilier a connu deux années compliquées (2020-2021), marquées par une pénurie d'octroi de permis de construire de la part des collectivités, dans un contexte d'élections municipales puis de covid. L'activité était repartie à la hausse sur 2022 mais se trouve désormais confrontée à un nouveau ralentissement qui pèsera à minima sur 2024 et 2025. Le secteur de la promotion immobilière est en effet dépendant d'un certain nombre de paramètres politiques (octrois de permis de construire par les municipalités, normes environnementales décrétées), économiques (volatilité sur le coût des matières premières, taux des crédits) ou encore démographiques, susceptibles de jouer sur la volumétrie des projets ou leur rentabilité.

Toutefois, à long-terme, le secteur de la promotion immobilière devrait connaître une croissance plutôt forte. En effet, les tendances démographiques et une offre de logement structurellement insuffisante devraient porter le secteur.

- **Un marché aux barrières limitées mais qui tendent à se renforcer, en particulier du fait des considérations environnementales et de l'intensité concurrentielle**

A l'inverse de secteurs industriels, le secteur de la promotion immobilière ne nécessite pas de lourds investissements (hormis pour l'acquisition de fonciers) ni de dépenses de R&D et présente donc des barrières à l'entrée plus basses que d'autres industries. Il existe ainsi une multitude de petits acteurs de la promotion immobilière sur des niches locales, en complément des grands acteurs nationaux que sont Nexity, Bouygues, Bassac, Kaufman & Broad. Il existe toutefois un premier lot de barrières à l'entrée qui distingue les grands acteurs nationaux des acteurs locaux : la taille des projets et la réputation permettant le financement des opérations et l'acquisition des fonciers relatifs à ces projets. En outre, la concurrence s'étant intensifiée dans le cadre de la pénurie d'offre de 2020 et 2021, de nombreux acteurs de la promotion s'étaient mis à porter du foncier avant purge des permis, pour prendre de vitesse la concurrence, alourdissant ainsi leur BFR (cette pratique n'est que très peu utilisée dans le cadre de LNC). Une autre barrière nous semble provenir des accréditations en matière de qualité et de respect des normes environnementales. La RE 2020 a posé les bases de ce que sera l'industrie du bâtiment demain. Ainsi, les promoteurs immobiliers doivent désormais respecter cette norme qui entraîne une augmentation des coûts de construction, dans un contexte déjà inflationniste.

POSITIONNEMENT ET AVANTAGES CONCURRENTIELS DE LA SOCIETE

- **Un leader en France, aux marges plus élevées que les autres acteurs, malgré une taille modeste**

Le groupe Bassac, et par extension le groupe LNC, présente parmi les meilleures marges opérationnelles du secteur et peut être classé parmi les leaders du secteur, même s'il reste un acteur limité en taille. Ce très bon positionnement par rapport à la concurrence tient d'une part à la stratégie de la société en matière de conception de projets immobiliers et d'autre part à sa stratégie en matière de commercialisation, sa structure financière saine lui permettant d'adapter le timing de commercialisation là où certains concurrents font le choix de lever plus rapidement le risque de portage associé

au BFR.

- **Un manque de diversification, géographique et au niveau de l'activité, qui pèse quelque peu sur la notation**

Notre note est en revanche contrainte par le manque de diversification de l'activité, le groupe LNC réalisant la majeure partie de son chiffre d'affaires sur de la promotion immobilière résidentielle, ainsi que le manque de diversification géographique, assez inhérent au secteur, avec une présence significative en France, et plus particulièrement en Ile de France. Cet aspect est toutefois atténué en partie par l'appartenance au groupe Bassac qui est présent en France, Espagne et Allemagne, et dont la notation impacte également la notation finale du groupe LNC.

GOUVERNANCE

- **Un bon track record historique du fait d'une politique financière historiquement conservatrice, bien qu'en légère détérioration depuis 2022**

La qualité du management, son expertise au sein de l'industrie et son approche conservatrice lui ont permis de développer le groupe Les Nouveaux Constructeurs puis le groupe Bassac, et d'en faire un acteur de référence, aux marges opérationnelles plus élevées que la moyenne du secteur, et tout en ayant une politique financière historiquement conservatrice même si cette dernière est désormais légèrement moins conservatrice au vu du niveau d'endettement, en particulier sur la filiale allemande, et de la détérioration des ratios de crédit attendue sur les prochaines années.

- **Un actionnaire de référence coté et à la structure familiale affirmée dans sa gouvernance**

Le groupe LNC est la principale filiale du groupe coté Bassac, détenu majoritairement par la famille d'Olivier Mitterrand, dont l'un des fils, Moïse Mitterrand est aujourd'hui le PDG du groupe.

PROFIL FINANCIER

RESULTATS ET PROFITABILITE

Le groupe LNC a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de €654m pour un EBITDA ajusté (des dividendes reçus des entités mises en équivalence) de €104m, soit un taux de marge élevé de 15.9%, en hausse par rapport à 2021 (13.7%). Hors Concept BAU, la société LNC a réalisé un chiffre d'affaires de 622M€, pour un EBITDA ajusté de 97M€, soit un taux de marge de 15.6%.

CASHFLOW ET LEVIER

- **Des ratios financiers bons historiquement, mais qui se détériorent depuis 2022, notamment au niveau du levier net ajusté**

Le FCF consolidé ressortait fortement négatif à -€228m pour 2022, ce qui s'explique par trois effets : 1) l'apport en capital réalisé par Concept BAU dans la société WP Lerchenauer Field pour €78.3m (projet dans la région de Munich) ; 2) la variation fortement négative du BFR de €155m (en particulier sur les stocks) du fait de l'acquisition de fonciers sur la fin de l'année 2022, d'une offre à la vente plus importante sur le deuxième semestre, et d'un début de ralentissement de l'activité; 3) les dividendes conséquents versés au groupe Bassac (€96m). Hors Concept BAU, le FCF ressortait légèrement moins négatif à -131M€, en l'absence de l'impact de WP Lerchenauer Field sur le BFR et les acquisitions de titres, mais toujours impacté par le dividende remonté à Bassac.

A fin 2022, le groupe affichait un levier net ajusté consolidé de 2.3x (de l'ordre de 1.0x

sur LNC hors Concept BAU). La détérioration du levier entre 2021 et 2022 est une conséquence directe du FCF fortement négatif, dont certains effets, notamment la variation du BFR sont temporaires, certains projets associés n'ayant pas encore généré de chiffre d'affaires. L'apport en capital opéré par Concept BAU dans la société qui porte le projet munichois pèse également sur les ratios financiers consolidés à fin 2022.

Le ratio EBITDA/intérêts consolidé s'est détérioré en 2022, passant de 41.9x à fin 2021 à 23.4x à fin 2022, un niveau qui restait toutefois très bon par rapport au niveau qui devrait être celui du groupe sur les prochaines années (entre 3x et 5x en consolidé) du fait de la hausse des taux d'intérêt, combinée à une baisse attendue de l'EBITDA. Le ratio hors Concept BAU s'est également détérioré entre 2021 et 2022, passant d'environ 53.0x à 37.0x, tout en restant très élevé. Toutefois, comme le ratio consolidé, ce ratio devrait se détériorer en 2024-2025, vers les 5.0x.

SOLVABILITE ET LIQUIDITE

- **Un profil de liquidité « supérieur », mais un ratio de solvabilité temporairement impacté par une augmentation de la dette financière**

A fin 2022, le groupe LNC présentait une dette brute consolidée de €308.7m qui se décomposait principalement en €170.0m de RCF tiré et €129.4m de dettes relatives aux projets immobiliers de la filiale allemande, Concept BAU. A cet effet, la dette de Concept BAU a quasi doublé entre 2021 et 2022, en lien avec un projet significatif dans la région de Munich, qui pèse sur la dette et a également pesé sur la variation du BFR entre 2021 et 2022. La principale ligne de dette du groupe LNC est le RCF syndiqué sur LNC SA, d'un montant total de €175m et à maturité juillet 2026. Ce RCF est utilisé pour le financement des SNC au sein desquelles sont logés les projets immobiliers du groupe. Il est soumis à des covenants qui étaient respectés à fin 2022 avec suffisamment de marge de manœuvre.

Le profil de liquidité du groupe LNC est jugé « supérieur » selon notre méthodologie. En effet, la liquidité du groupe s'appuie sur une trésorerie conséquente au bilan à fin 2022. Le FCF devrait être positif sur 2023 puis négatif en 2024, tandis que le remboursement des dettes sera limité sur la période de projection et concernera essentiellement les crédits immobiliers de la filiale allemande. En outre, le bon profil financier du groupe LNC, et par extension du groupe Bassac, lui permet d'envisager de nouveaux financements pouvant améliorer le profil de liquidité si nécessaire.

Le ratio capitaux propres/dettes du groupe LNC s'élevait à 74.3% à fin 2022, en nette baisse par rapport à fin 2021 (211%). Cette baisse s'explique par l'augmentation de la dette au sein de Concept BAU. Hors Concept BAU, ce ratio s'élevait à environ 130%, en baisse également par rapport à 2021 (de l'ordre de 400%) du fait du tirage sur le RCF. Ce ratio devrait s'améliorer progressivement sur la période de projection (2023-2025) au fur et à mesure que les projets immobiliers engagés récemment dégageront des bénéfices.

CMEE (PERSPECTIVES D'EVOLUTION DES RATIOS DE CREDIT)

- **CMEE : Négatif**

Notre CMEE est Négatif : les ratios financiers du groupe LNC devraient se dégrader en 2024, à l'égard de l'année 2023 et de la tendance normative des dernières années, du fait du contexte immobilier actuel en France et en Allemagne. Cela se traduira notamment par une marge d'EBITDA et un ratio EBITDA/intérêts en net repli ainsi que par une augmentation du levier net ajusté.

PRINCIPAUX CHIFFRES FINANCIERS

Main financial figures. millions of EUR					
	FY20	FY21	FY22	21vs20	22vs21
Turnover	685	714	654	4.2%	-8.4%
EBITDA	97	98	104	0.8%	6.7%
EBITDA Margin	14.1%	13.7%	15.9%	-0.5pp	2.3pp
EBIT	92	92	98	0.5%	6.4%
EBIT Margin	13.4%	12.9%	15.0%	-0.5pp	2.1pp
EBT	95	97	100	2.0%	3.4%
Total Assets	670	657	835	-1.9%	27.1%
Equity	266	261	238	-2.0%	-8.9%
Total Financial Debt	119	124	320	4.2%	158.7%
Net Financial Debt	15	38	245	154.1%	536.3%
Equity/TFD	224.4%	211.0%	74.3%	-13.4pp	-136.7pp
NFD/EBITDA	0.2x	0.4x	2.3x	0.2x	2.0x
Funds From Operations	84	59	64	-24.4%	7.7%
FFO/NFD	557.8%	154.2%	26.1%	-403.7pp	-128.1pp
EBITDA/Interest	27.3x	41.9x	23.4x	14.6x	-18.5x

L'EBITDA inclut les dividendes versés par les sociétés mises en équivalence.

La dette nette est ajustée des indemnités de fin de carrière et des comptes courants passifs de co-promotion immobilière.

SENSIBILITE DE LA NOTATION

- Liste des notations :
 - Notation corporate court terme : EF2
 - Notation NEU CP: EF2

- Facteurs positifs d'évolution de la note (↑)

La dégradation de la note découlant notamment de la perspective d'évolution des ratios de crédit sur 2024 (CMEE), un rehaussement de la note à EF1 pourrait provenir d'un retour du CMEE à Stable, toutes choses égales par ailleurs. Cette évolution du CMEE découlerait notamment d'une meilleure visibilité sur le marché immobilier français permettant au groupe de stabiliser voire d'améliorer ses ratios de crédit. En outre, une amélioration significative du profil financier du groupe LNC, avec un retour du levier net ajusté consolidé sous 1.0x de manière durable pourrait entraîner un retour à EF1. Une amélioration significative de la qualité de crédit du groupe Bassac pourrait également jouer un rôle dans le rehaussement à EF1. Toutefois, compte tenu de la prépondérance du groupe LNC dans les ratios de crédit de Bassac, une telle évolution devrait provenir des autres entités du groupe Bassac.

- Facteurs négatifs d'évolution de la note (↓)

En revanche, nous pourrions envisager de dégrader la note à EF3 en cas de révision à la baisse des perspectives économiques et donc potentiellement de nos ratios financiers, ce qui pourrait se traduire notamment par un levier net supérieur à 3.0x de manière durable, ou d'une dégradation de la qualité de crédit du groupe Bassac.

INFORMATIONS REGLEMENTAIRES

LEI : 969500P7F9OOYSFMV854

Rapport d'initiation : Non

Initiation de la notation : le 29 novembre 2022 à EF1 pour la note corporate CT et EF1 pour la note du programme de NEU CP envisagé

Dernière action de notation : Initiation le 29 novembre 2022 à EF1 pour la note corporate CT et EF1 pour la note du programme de NEU CP envisagé

Nature de la notation : Notation publique court-terme sollicitée et notation publique d'un programme de NEU CP envisagé

Avec participation de l'entité notée : Oui, ce rapport a été publié après avoir été revu par l'émetteur.

Avec accès à des documents internes : Oui

Avec accès à l'équipe dirigeante : Oui

Services annexes fournis à l'entité notée : In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.

Nom du président du comité de notation : Guillermo Cruz Martinez, Chief Rating Officer

Principaux documents et sources utilisés :

- Comptes consolidés et présentations Bassac 2020, 2021, 2022
- Comptes consolidés LNC 2020, 2021, 2022
- Présentation du groupe LNC
- Discussion avec la direction financière

Limitation de l'action de notation :

EthiFinance Ratings estime que la qualité et la quantité des informations disponibles sur l'entité notée sont suffisantes pour fournir une notation.

EthiFinance Ratings n'a aucune obligation d'auditer ou de vérifier l'exactitude des données fournies.

The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies, and in accordance with the short-term and long-term corporate rating methodologies that can be consulted on <https://www.ethifinance.com/en/ratings/methodologies> and according to the short-term corporate rating scale available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>

EthiFinance Ratings SL

Calle Velázquez nº18

28001 - Madrid

Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via www.ethifinance.com shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are considered to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bear any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: www.ethifinance.com in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2022 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid