
Kaufman & Broad : le marché du logement neuf

ETUDE DE CAS – VOLET
ACADEMIQUE

Auteur(s) contributeur(s) :

Philippe DEUBEL, IA-IPR, SES, Académie de Lille

Judith Leverbe, Professeur Agrégée, SES, Académie de Lille

INTRODUCTION

Parmi les acteurs de la construction immobilière, le promoteur immobilier occupe une place essentielle. Son statut est régi par les dispositions de l'article 1831-1 du Code civil qui édicte que le contrat de promotion immobilière est un mandat par lequel une personne dénommée « maître d'ouvrage » (le client) confie la construction d'un ouvrage immobilier à une personne appelée « promoteur immobilier ».

Le métier de promoteur immobilier est mal connu du grand public, souvent confondu avec celui de constructeur (d'autant plus que les grandes marques développent à la fois le métier de promoteur et le métier de constructeur, comme par exemple Bouygues Immobilier et Bouygues Construction) ou avec celui des réseaux d'agences immobilières qui commercialisent des biens immobiliers et qui en assument aussi le syndic et la gestion locative.

L'entreprise de promotion immobilière intervient à tous les niveaux du marché du logement, de l'étude de marché initiale à la commercialisation des bâtiments une fois construits, en passant bien sûr par l'acquisition de terrains, la phase technique du projet de construction, et la recherche de financement. Elle agit aussi comme un chef d'orchestre qui coordonne la conception, le montage, la commercialisation et la construction d'une opération immobilière en VEFA (Vente à l'état futur d'achèvement, appelée aussi couramment vente sur plan) de logements (y compris hôtels, résidences étudiantes, résidences services...) ou d'immobilier tertiaire (bureaux, commerces, plateformes logistiques, équipements publics).

La promotion immobilière est aussi une chaîne de valeur dont la technicité repose autant sur sa complexité réglementaire (normes de construction, règles administratives de la construction et de l'urbanisme, cadre juridique de la vente en VEFA...) que dans la diversité des expertises qu'elle requiert selon les projets, leur situation, leurs usages...

A ce jour, le marché de la promotion immobilière est encore un marché peu concentré en France, puisque 2650 promoteurs interviennent sur le marché national. Si on connaît surtout les grandes marques du marché (voir le tableau ci-dessous qui décrit le nombre de réservation de logements des principaux acteurs du logement neuf), ces « majors » ne représentent qu'un pourcentage assez faible des permis de construire déposés et de la production de logements neufs.

Acteurs du marché	2018	2017	2016
Nexity ⁽⁴⁾	19 609	18 351	15 893
Bouygues Immobilier ⁽⁵⁾	13 449	15 199	13 866
Cogedim ⁽⁶⁾	11 782	11 189	10 011
Kaufman & Broad	9 122	9 027	8 017
Vinci ⁽⁷⁾	6 333	6 630	5 485
Icade ⁽⁸⁾	4 938	5 776	5 665
Les Nouveaux Constructeurs ⁽⁹⁾	3 603	3 369	2 910

Source : Kaufman et Broad. Document de référence 2018 p. 27

L'activité de promotion immobilière est un secteur très important pour l'économie française puisque le secteur a réalisé en 2017 un chiffre d'affaires de 43 milliards d'euros, et qu'il génère un grand nombre d'emplois indirects en coordonnant beaucoup de partenaires, de fournisseurs et d'intermédiaires (architectes, paysagistes, entreprises de construction, notaires, commercialisateurs...) avant d'atteindre les acquéreurs de logements. D'après la Fédération nationale des promoteurs immobiliers (FPI), les promoteurs contribuent à la création de 2 millions d'emplois. Toujours d'après la FPI, les logements représentent 80% de la production des promoteurs, et 85% de ces logements sont des immeubles collectifs.

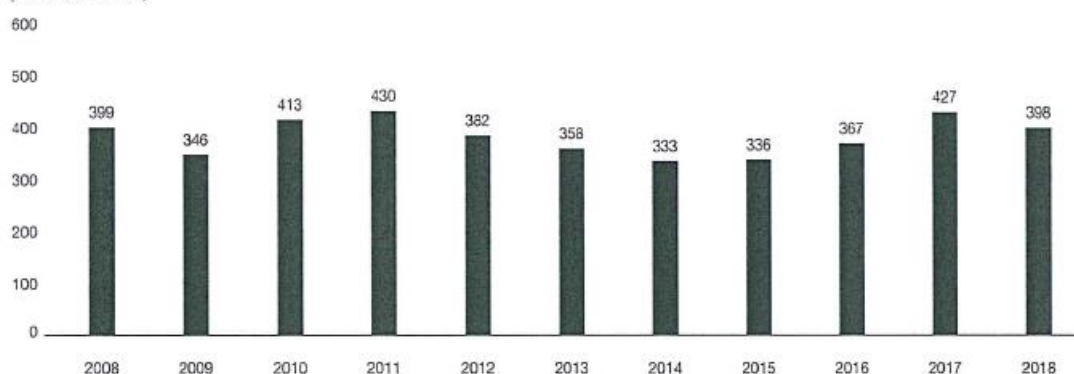
I- LE MARCHÉ DU LOGEMENT NEUF

A- Les principaux facteurs qui affectent le marché du logement

- Comme pour n'importe quel marché, le marché du logement neuf dépend de la confrontation entre l'offre et la demande.

ÉVOLUTION DU NOMBRE DE LOGEMENTS MIS EN CHANTIER EN FRANCE ⁽¹⁾

(en milliers d'unités)



(1) Logements mis en chantier : individuels purs, individuels groupés, collectifs, résidences (construction neuve et construction sur bâtiments existants).

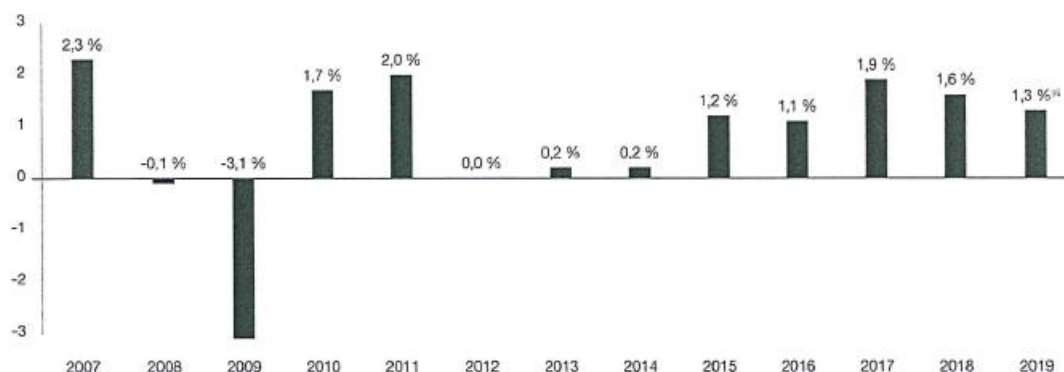
Source : Kaufman et broad. Document de référence 2018 p. 20

Par exemple, si on considère la conjoncture actuelle, entamée depuis 2018, la contraction de logements neufs se poursuit. D'après le ministère de la Cohésion des territoires, les chiffres de la commercialisation des logements neufs au deuxième trimestre 2019 confirment cette tendance. En avril et en juin, les mises en vente se sont établies à 32100 unités, soit un repli de 14,8% par rapport au deuxième trimestre 2018. Ce reflux touche davantage les constructions de maisons individuelles (-33,2%) que celles des logements collectifs (-13,2%). Du côté des réservations, donc du côté de la demande (soit les biens ayant fait l'objet de versements d'arrhes), le repli est plus modéré : le chiffre s'élève à 33900 unités au deuxième trimestre 2019 (3,3% en moins par rapport à 2018). Là aussi, la situation est plus prononcée pour les maisons individuelles (-10,7%) que pour les appartements (-2,7%). Le repli de l'offre génère une contraction du stock de logements disponibles, qui était de 107400 en juin 2019 (8,6% de moins qu'en juin 2018). Dans ce contexte de déséquilibre entre l'offre et la demande, le prix des logements augmente : le ministère fait état d'une augmentation du prix du m2 moyen du logement neuf de 5% entre le deuxième trimestre 2018 et le deuxième trimestre 2019.

- Sur le court terme, le marché du logement neuf dépend de la situation économique et des mesures d'incitation fiscale.

Sur le plan de la situation économique, l'évolution de la croissance du PIB et du taux d'intérêt moyen des prix immobiliers sont des indicateurs essentiels. La croissance du PIB, est depuis 2015 en légère reprise, par rapport à ce qu'elle était de 2012 à 2014.

ÉVOLUTION DU TAUX DE CROISSANCE DU PIB

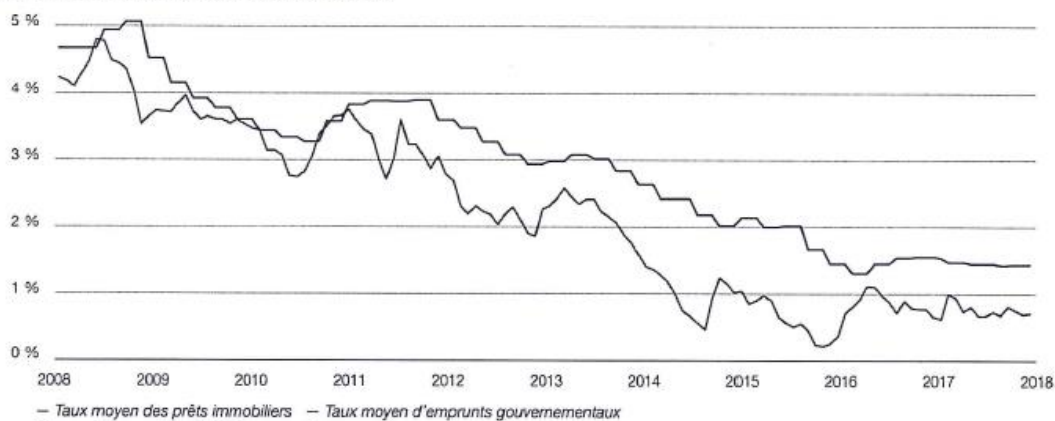


Source : INSEE.

(a) : estimée selon l'OCDE le 6 mars 2019.

Quant aux taux d'intérêt des prêts immobiliers, ils sont orientés à la baisse depuis une bonne dizaine d'années, ce qui stimule indiscutablement la demande de logements.

TAUX D'INTÉRÊT MOYEN DES PRÊTS IMMOBILIERS



Source : Kaufman et broad. Document de référence 2018 p. 19

Sur le plan des mesures d'incitation fiscale, depuis plus de vingt ans maintenant, la construction de logements a fait l'objet de diverses mesures d'incitation fiscale. L'Etat a d'abord mis en place des dispositifs de financement de l'accession à la propriété à travers des prêts tels que le PAP, auquel s'est substitué en 1995 le « Prêt à Taux Zéro » (PTZ), réformé en 2005, doublé en 2010, puis remplacé par le « PTZ+ » depuis le 01 janvier 2011. Plus récemment, instauré par la loi de finances 2013, le dispositif « Duflot » permettait aux particuliers qui acquièrent un logement neuf ou en VEFA entre le 01 janvier 2013 et le 31 décembre 2016 de bénéficier, sous certaines conditions, d'une réduction d'impôt sur le revenu. Enfin, en 2015, la loi de finances a procédé à plusieurs aménagements du « Duflot », pour aboutir à un nouveau dispositif, le « Pinel », dont la finalité est de relancer la construction de logements en zones tendues. Si toutes ces mesures poursuivent un but louable qui est de remédier à la pénurie de logements, une question importante est toutefois de les évaluer, pour déterminer dans quelle mesure elles ont pu avoir une influence favorable sur le marché du logement (voir plus bas).

- Sur le plus long terme, le marché du logement sera affecté par des facteurs démographiques, sociaux et environnementaux. Au niveau démographique, la croissance de la population de plus de 8 millions d'habitants d'ici 2050 sera essentiellement due à la part des plus de 65 ans qui devrait croître de 8,6 millions sur la période pour représenter 27% de la population (17% aujourd'hui). De manière similaire, la population des plus de 75 ans augmentera pour atteindre 16,4% de la population en 2050, contre 9,0% aujourd'hui (Source : INSEE Première, n° 1652, 22/06/2017). Ce vieillissement démographique se répercutera inévitablement sur le besoin en logements collectifs. Au niveau sociétal, et en liaison avec le point précédent (croissance des besoins en services médicaux, et en services de proximité de manière plus générale), on assistera à une poursuite de la concentration de la population dans les principales agglomérations au détriment des zones rurales. Au niveau environnemental pour terminer, et bien que l'avenir reste encore largement imprévisible, il est évident que le parc immobilier devra s'adapter en fonction des contraintes climatiques et des normes environnementales plus ou moins contraignantes.

B- Une illustration : l'effet des dispositifs fiscaux incitatifs sur le marché

- Comme on l'a vu plus haut, les dispositifs fiscaux d'aide au logement neuf se sont succédé depuis une vingtaine d'années, avec comme dernier en date le dispositif Pinel qui a remplacé le dispositif Duflot le 01 septembre 2014. Comme son prédécesseur, le dispositif Pinel attribue une réduction d'impôt à l'acquéreur d'un bien immobilier neuf si celui-ci s'engage à le louer nu et à usage d'habitation principale. Pour les acquisitions postérieures au 01 septembre 2014, la durée minimum de l'engagement est de 6 à 9 ans, avec une réduction d'impôt fixée à 12% pour un engagement de 6 ans et à 18% pour un engagement de 9 ans (avec un plafond d'investissement fixé à 300000 euros par foyer fiscal et par an). Ce nouveau dispositif ajoute cependant des critères d'éligibilité permettant de corriger les déficiences des dispositifs précédents en recentrant notamment l'action sur des « zones tendues » (zones d'urbanisation de plus de 50000 habitants où il existe un déséquilibre marqué entre l'offre et la demande de logements, entraînant des difficultés sérieuses d'accéder au logement, notamment pour les catégories les plus défavorisées).

- On accuse généralement les dispositifs fiscaux en faveur du logement de fausser les règles du marché en engendrant un surplus d'inflation sur le marché immobilier (en créant notamment une demande « factice »),

en contribuant au déficit des finances publiques (les allègements d'impôts diminuent les rentrées fiscales), en ne permettant pas de résorber les déséquilibres de logements neufs en fonction des différentes zones géographiques, et en ne permettant pas forcément de corriger les défauts des actifs immobiliers (peu liquides et non divisibles) par rapport aux autres actifs financiers.

- Pour répondre à ces interrogations, le cabinet *Primeview* a réalisé en 2019 un rapport sur les aides fiscales en faveur du logement neuf qui montre leur utilité pour ce secteur d'activité (« *Etude d'évaluation des dispositifs fiscaux incitatifs soutenant l'investissement dans l'immobilier locatif neuf* »). D'après ce rapport, les prix de vente des logements neufs construits depuis les premières aides (dispositif Besson) évoluent de pair avec les prix de l'immobilier neuf en général. La contribution des dispositifs fiscaux à l'augmentation des prix de l'immobilier n'est donc pas clairement démontrée. De plus, en ce qui concerne précisément le dispositif Pinel, il semble bien que les critères d'éligibilité visant à ne pas exercer une pression à la hausse des prix de l'immobilier dans les « zones tendues » (par le mécanisme du plafonnement du prix unitaire du logement par exemple) semblent fonctionner. Si on examine maintenant l'impact sur les finances publiques, le simulateur construit par le cabinet *Primeview* aboutit à la conclusion que la construction de 724000 logements neufs grâce aux dispositifs d'incitation fiscale entre 1999 et 2018 devrait rapporter 18,2 milliards d'euros à l'Etat, soit un gain de 25100 euros par logement neuf construit. Plus récemment, les 188000 logements construits via le dispositif Pinel depuis 2014 permettraient de dégager 4,4 milliards d'euros de recettes nettes pour l'Etat. Au final, 1 euro « investi » par l'Etat dans un logement bénéficiant du dispositif Pinel rapporterait 1,65 euro de recette. Il est donc clair selon *Primeview* que les différents dispositifs fiscaux ont contribué positivement à l'équilibre des finances publiques depuis 2000. Quant à la question de la rentabilité des actifs immobiliers par rapport aux actifs financiers traditionnels, il est vrai que depuis le début des années 2000 l'attractivité relative de l'investissement immobilier s'est effondrée. Alors qu'en 2000 l'écart de rentabilité était d'un peu plus de 3% en faveur de l'immobilier locatif, il est tombé maintenant à 0%. Sans avantage fiscal, l'immobilier neuf est désormais moins attractif que les autres classes d'actifs, étant donné qu'il présente les inconvénients d'être peu liquide et non divisible, ce qui ne suffit pas à compenser la sécurité relative de ce genre de placement. Dans ces conditions, l'incitation fiscale permet de rétablir l'attractivité de l'investissement immobilier, en orientant une partie de l'épargne disponible des français dans cette direction. Enfin, du point de vue géographique, les critères d'éligibilité aux dispositifs se sont progressivement affinés au cours des 20 dernières années, afin d'éliminer les externalités négatives constatées dans le passé. Aujourd'hui, l'aide au logement neuf est clairement ciblée sur les zones tendues, à savoir là où l'offre de logements est très inférieure à la demande.

II- L'EVOLUTION D'UNE ENTREPRISE DANS LE MARCHE DU LOGEMENT : LE CAS DE KAUFMAN ET BROAD

A- Historique de l'entreprise

- En 1968, la société Kaufman et Broad commence par développer en France des opérations de maisons individuelles en village et livre sa première maison en 1970 dans la région parisienne. A partir de la seconde moitié des années 1980, Kaufman et Broad entame une politique de croissance externe avec l'acquisition en 1985 de Bati Service, une société qui réalise des maisons individuelles en village destinées aux premiers acheteurs, puis une dizaine d'années plus tard de son principal concurrent de l'époque, la société Bréguet, elle aussi spécialisée dans la réalisation de maisons individuelles en village. Ces premières opérations ont été suivies d'une série d'acquisitions : la société Park et ses filiales en 1999 spécialisée dans la réalisation d'appartements en Ile-de-France, suivie de quatre autres sociétés (Frank Artur, Sefima, First Promotion, Sopra Promotion) pour un total de 45 millions d'euros, illustrant sa politique pour s'implanter dans de nouveaux marchés à fort potentiel par le biais d'acquisitions de structures locales existantes et expérimentées. Cette politique a été poursuivie dans les années 2000 avec l'acquisition des résidences Bernard Teillaud en 2001 (un des premiers constructeurs de la région grenobloise), de la société Euro Immobilier en 2003 (promoteur immobilier installé à Toulouse), du groupe Avantis et de Foncier Investissement-Malardeau en 2004 (Midi-Pyrénées), de 15 programmes de logements développés par Lotibat en 2005 (région toulousaine), de la société de promotion régionale SM2I en 2010 (région Bretagne), de Flandre Promotion en 2013 (Nord-Pas-de-Calais), et de Concerto Développement en 2014 (un des leaders français du développement logistique). Plus récemment, Kaufman et Broad a pris le contrôle de la société Serge Mas Promotion en 2015 (promoteur immobilier à Toulouse) et pris une participation, puis acquis le groupe Safaur en 2016 (acteur de promotion immobilière basé à Caen). Enfin, toujours en 2016, Kaufman et Broad Nantes (filiale à 100% de Kaufman et Broad SA) a pris le contrôle de la société Seri Ouest à hauteur de 80% du capital (société active en Haute et Basse Normandie), ce qui permet de renforcer la position de l'entreprise sur les agglomérations du Grand Ouest.

- Du point de vue du capital de la société, depuis sa création jusqu'au 10 juillet 2007, Kaufman et Broad était une filiale de KB Home, un des grands développeurs-constructeurs de maisons individuelles aux Etats-Unis,

qui avait été un des premiers à comprendre l'importance de la marque et de l'effet de taille, et à en faire l'un des éléments essentiels de sa stratégie. Depuis le 10 juillet 2007 jusqu'en mai 2017, Kaufman et Broad SA était contrôlée majoritairement par Financière Gaillon 8 (qui détenait 87,95% du capital), une société ultimement contrôlée par des fonds gérés par PAI Partners. C'est à la date du 27 janvier 2016 que Financière Gaillon 8 SA a annoncé son intention de céder sa participation de Kaufman et Broad SA par une offre de marché pouvant ramener sa participation en-deçà de 50% du capital. L'opération s'est déroulée de manière progressive : en avril 2016, Financière Gaillon 8 a cédé 43% du capital de la société, 17,76% en février 2017, et le solde en mai 2017.

Artimus Participations, la société détenue par certains dirigeants et salariés du groupe, s'est portée acquéreur de 944444 actions cédées par Financière Gaillon 8 SA au prix de 31,5 euros par action, soit un prix global de 30 millions d'euros. Au 28 février 2018, Artimus Participations détenait 2321440 actions, soit 10,62% du capital de Kaufman et Broad SA. Par ailleurs, l'entreprise a annoncé le 21 septembre 2017 le lancement de son offre d'actionnariat « KB Actions 2017 » réservée aux salariés du groupe adhérents au plan d'épargne. L'augmentation de capital résultant de cette offre a porté la détention par les salariés de la société Kaufman et Broad à près de 14%.

B- Activités et principaux résultats

Depuis maintenant plus de 50 ans, Kaufman et Broad exerce une activité de développeur-constructeur de logements neufs, à savoir de maisons individuelles en village, d'appartements, de résidences de services (d'affaires, de tourisme, d'étudiants ou de seniors non médicalisées), d'hôtels, ainsi qu'une activité d'immobilier tertiaire (bureaux, commerces, entrepôts logistiques).

Au niveau des résidences principales, qu'il s'agisse de maisons ou bien d'appartements, le groupe s'adresse au marché des premiers acheteurs (qui accèdent à la propriété pour la première fois) qu'au marché des deuxièmes acheteurs (propriétaires qui procèdent à la revente de leur logement). Les premiers acheteurs sont des couples âgés de 25 à 35 ans, avec ou sans enfants, qui disposent d'un revenu familial mensuel d'environ 3000 à 4000 euros. Leurs achats portent généralement sur un logement d'environ 60m² habitables en appartement et 85m² en maison pour un prix moyen de 190000 à 300000 euros. Les deuxièmes acheteurs sont des couples âgés de 35 à 60 ans, ayant un ou plusieurs enfants, dont le revenu mensuel varie entre 4000 et 8000 euros. Leur achat porte sur un logement de 80 à 160 m² habitables, pour un prix variant entre 300000 et 6440000 euros.

Les résidences de services sont soit des résidences étudiants (résidences étudiants « classiques », mais aussi résidences « nouvelle génération »), des résidences de tourisme et d'affaires (le groupe pense s'approprier de nouveaux produits comme le *Coliving* ou les Auberges de jeunesse), des résidences seniors. Concernant ces dernières, Kaufman et Broad se positionne dès maintenant en acteur clé de la *Silver Economy* dans la perspective de répondre à l'enjeu national du maintien à domicile des personnes en perte d'autonomie, soit en proposant des logements adaptés, ou des résidences d'habitat groupé pour seniors avec un prestataire de services nationalement reconnu. Par ailleurs, pour répondre aux enjeux futurs du vieillissement de la population (plus de 5 millions de plus de 85 ans en 2060), Kaufman et Broad a lancé en 2017 un concept innovant, « *Cosy Diem* », qui vise à répondre aux besoins d'autonomie et d'indépendance des plus âgés, s'articulant autour d'un programme de coaching personnalisé, d'une restauration réalisée sur place, et d'un maintien du lien social grâce à l'ouverture des résidences sur l'environnement immédiat.

En ce qui concerne le tertiaire, Kaufman et Broad avait développé dans le passé une activité importante d'immobilier d'entreprise qui avait renforcé sa notoriété en Ile-de-France. Depuis 2011, le groupe a relancé cette activité au rythme d'une ou deux opérations de bureaux par an. Au sein de cette activité tertiaire, *Concerto* (créé en 1998, filiale de Kaufman et Broad depuis 2014) propose des solutions et des projets sur mesure pour répondre aux nouveaux défis techniques que rencontrent aujourd'hui les métiers de la logistique (interventions dans les secteurs de la logistique à forte valeur ajoutée, comme la grande distribution par exemple, en réalisant des opérations de reconversion/réhabilitation de sites proches des centres urbains). Toujours au niveau du tertiaire, le groupe met au service des grandes enseignes nationales son savoir-faire en conception de projets hôteliers et développe également des usages commerciaux des rez-de-chaussée d'immeubles de logements ou de résidences.

Enfin, pour répondre aux attentes des collectivités locales en matière de développement durable, Kaufman et Broad a créé en 2014 une Direction des Projets Urbains et Innovation, qui propose la réalisation d'une nouvelle génération de quartiers durables. Les activités que le groupe mène dans ce cadre sont variées et reposent sur la conviction que la réussite d'un quartier durable passe par la mise en cohérence de l'ensemble des composantes de son écosystème.

- Les résultats récents de Kaufman et Broad témoignent de la bonne santé de l'entreprise.

CHIFFRE D'AFFAIRES ET RESULTAT

Exercice clos le 30 novembre (en milliers d'euros)	2018	2017
Chiffre d'affaires	1 558 229	1 390 798
dont Logement	1 293 750	1 213 719
Marge brute	300 002	269 132
taux de marge	19,3 %	19,4 %
Résultat opérationnel courant	137 185	117 956
EBIT Ajusté ^(a)	148 922	126 127
Résultat opérationnel	137 185	117 956
Résultat net de l'ensemble consolidé	93 037	84 867
RÉSULTAT NET, PART DU GROUPE	72 972	59 118
Résultat net par action ^(b)	3,34 €	2,81 €
RÉSERVATIONS TOTALES (TTC)	2 231 009	1 940 526
Backlog total (HT)	2 179 437	1 847 979

(a) L'EBIT Ajusté (Earning Before Interest) est égal au Résultat opérationnel courant retraité des coûts d'emprunt (« IAS 23 révisée ») capitalisés et déstockés dans la marge brute. Le montant incorporé dans la marge brute au 30 novembre 2018 s'élève à 11,7 millions d'euros, soit 3,9 % de la marge brute, contre 8,2 millions d'euros au 30 novembre 2017. (Voir note de bas de tableau (b) à la section 2.3.1.1. « Décomposition par ligne de produits »).

(b) Basé sur le nombre de titres composant le capital social à la fin de période considérée soit 21 073 535 au 30 novembre 2017 et 21 864 074 au 30 novembre 2018.

Source : Kaufman et Broad, Document de référence 2018, p 109.

En premier lieu, le chiffre d'affaires de l'ensemble du groupe s'établit en 2018 à 1558,2 millions d'euros, en augmentation de 12% par rapport à l'année précédente (1390,8 millions d'euros). Ce chiffre d'affaires global se décompose en pôle logement et en pôle tertiaire. De 2017 à 2018, c'est le pôle tertiaire qui augmente le plus, passant de 165,3 millions d'euros à 254,2 millions d'euros (augmentation de 53,8%). Le pôle logement augmente quant à lui de 6,6%, s'établissant à 1293,8 millions d'euros en 2018 contre 1213,7 millions d'euros en 2017. Au sein de ce pôle, l'activité maisons individuelles est en forte augmentation (de 44,6 millions à 73 millions, soit 63,6%), alors que l'activité logements collectifs ne progresse que de 4,4% (de 1169,1 à 1220,8 millions d'euros). Au total, la part de l'activité logement dans le chiffre d'affaires global s'élève à 83% en 2018 contre 87,3% en 2017.

En second lieu, les bénéfices de l'entreprise s'améliorent aussi. La marge brute de l'entreprise (différence entre le prix de vente et le coût des ventes constitué du prix des terrains, des coûts de construction et d'emprunt, etc) est en progression de 11,5% par rapport à 2017, s'établissant à 300 millions d'euros en 2018 (269,1 millions en 2017). Le résultat opérationnel (après versement des charges notamment salariales, qu'elles soient commerciales, administratives, techniques et de développement) est lui aussi en progression de 16,3%. Quant au bénéfice net (après versement de l'impôt sur les sociétés et du coût de l'endettement financier net), qui est la somme que l'entreprise a réellement gagnée et qu'elle peut répartir sous la forme de dividendes pour les actionnaires ou de réserves pour accroître sa capacité d'autofinancement, il est de 93 millions pour 2018, contre 84,9 millions en 2017.

Quand les bénéfices progressent, le bilan s'améliore aussi.

BILAN

Exercice clos le 30 novembre (en milliers d'euros)	2018	2017
Actif		
Actif non courant	179 330	187 155
Actif courant	1 229 726	1 146 136
TOTAL ACTIF	1 409 056	1 333 291
Passif		
Capitaux propres	261 755	215 442
Passifs non courants	275 746	334 672
Passifs courants	871 555	783 177
TOTAL PASSIF	1 409 056	1 333 291

Source : Kaufman et Broad, Document de référence 2018, p 109.

Au 30 novembre 2018, le total du bilan de Kaufman et Broad représente un montant de 1409,1 millions d'euros contre 1333,3 millions d'euros au 30 novembre 2017. Les capitaux propres (donc qui appartiennent à l'entreprise) s'élèvent à 261,8 millions d'euros à la fin 2018, soit une hausse de 46,3 millions par rapport à 2017 qui s'explique principalement par l'augmentation des réserves que l'on vient de constater. Et quand le bilan s'améliore, l'entreprise accroît sa capacité d'autofinancement et réduit sa dette.

FLUX DE TRESORERIE

Exercice clos le 30 novembre (en milliers d'euros)	2018	2017
Capacité d'autofinancement avant coût de l'endettement financier et impôts	163 555	138 023
Impôts payés	- 7 330	- 25 816
Variation du Besoin en Fonds de Roulement	- 11 078	- 5 343
FLUX DE TRÉSORERIE GÉNÉRÉS PAR L'ACTIVITÉ	145 147	106 863
FLUX DE TRÉSORERIE LIÉS AUX OPÉRATIONS D'INVESTISSEMENT	3 294	- 13 759
FLUX DE TRÉSORERIE LIÉS AUX OPÉRATIONS DE FINANCEMENT	- 116 148	9 852
Variation de trésorerie	32 293	102 956
Trésorerie à l'ouverture	221 065	118 109
Trésorerie à la clôture	253 358	221 065

Source : Kaufman et Broad, Document de référence 2018, p 110.

La capacité d'autofinancement de Kaufman et Broad est passée de 138023 millions d'euros en 2017 à 163555 millions d'euros en 2018. En même temps, la dette financière nette est de -50,0 millions au 30 novembre 2018, en recul de 83,1 millions par rapport au 30 novembre 2017. Dans ces conditions, le *gearing* (ratio de dette nette sur capitaux propres) s'établit à -19,1% contre 15,4% en 2017.

C- Gestion du risque et perspectives de l'entreprise

- Kaufman et Broad évolue sur un marché dans lequel le risque est très présent. Le marché du logement est en effet affecté par le risque de taux d'intérêt (une remontée des taux d'intérêt se traduisant bien sûr par une remontée des taux de crédit immobilier), le risque lié au montage des opérations en co-promotion (qui sont de plus en plus nombreuses, comme on le verra plus bas), le risque juridique (procédures contentieuses dans le cadre de l'exécution des programmes immobiliers), le risque lié aux dispositifs fiscaux pouvant affecter le logement neuf suite à leur extinction, le risque lié aux perspectives des élections, sans compter des risques plus classiques qui affectent l'ensemble des marchés comme les risques industriels, économiques, commerciaux et environnementaux.

- Néanmoins, la prise en compte de ces risques n'empêche pas de faire un certain nombre d'estimations que l'on peut considérer comme raisonnables.

Sur la base des comptes consolidés au 30 novembre 2018, le groupe prévoit donc un volume de marché du logement neuf plutôt stable en 2019, aux alentours de 115000 logements. Il y a en effet plusieurs facteurs de tension sur ce marché, comme les élections municipales en 2020 qui entraînent déjà une baisse des permis de construire, le prix élevé des offres de logement par rapport au pouvoir d'achat des ménages, la hausse du prix des terrains, qui sont contrebalancés par les taux d'intérêt à long terme qui devraient demeurer bas (la BCE ne devrait pas relever ses taux avant 2021) et les dispositifs fiscaux (notamment Pinel) valides jusqu'en 2021. En revanche, du côté du marché du tertiaire, Kaufman et Broad prévoit la poursuite de bonnes performances sur le marché de l'immobilier d'entreprise, notamment sur le marché parisien.

Sur la base de ces hypothèses, le groupe prévoit de maintenir un chiffre d'affaires global stable en 2019 par rapport à 2018, avec pour objectif de réaliser un taux de marge brute aux alentours de 19% du chiffre d'affaires, et un taux d'EBIT (en français BAII, bénéfice avant intérêts et impôts) compris entre 8,5% et 9% (toujours en pourcentage du chiffre d'affaires). Ces bons résultats devraient permettre à Kaufman et Broad de consolider sa situation financière (comme on l'a vu plus haut) après distribution des dividendes. Sous réserve de l'approbation de l'Assemblée générale annuelle des actionnaires de la société, le groupe distribuera en 2019 (au titre de l'exercice clos le 30 novembre 2018) un dividende par action de 2,50 euros.

CONCLUSION

Le marché de la promotion immobilière est un marché dynamique et jusqu'à présent très concurrentiel, sur lequel sont présents à la fois des promoteurs locaux et des grands groupes. Aujourd'hui il existe encore des entreprises de promotion immobilière de toutes tailles : environ 84,5% d'entre elles emploient moins de 10 salariés, 14,5% emploient de 10 à 99 salariés, en enfin seulement 1% des entreprises emploient 100 salariés ou plus. Même si les grands groupes comme Nexity, Bouygues Immobilier, Altarea Cogidim, Kaufman et Broad, BNP Paribas Immobilier, réalisent plusieurs milliards d'euros de chiffre d'affaires chaque année, plus de la moitié des salariés de la promotion immobilière travaillent dans une entreprise de moins de 50 salariés. Ce marché repose sur deux piliers importants, à savoir le foncier et le financement.

La recherche foncière est très importante dans les villes où le besoin de logements neufs est fort (les « zones tendues »), là où les terrains constructibles sont rares. Ces terrains font donc l'objet d'une concurrence acharnée des promoteurs entre eux, qui est en partie à l'origine de la flambée des prix de l'immobilier en France. A ce jeu de la concurrence, ce sont les promoteurs locaux qui ont bien souvent l'avantage car à la différence des grands groupes, ils ont une parfaite connaissance du terrain, un réseau d'information locale très développé, une histoire personnelle avec les villes et les régions, autant d'éléments permettant de négocier dans les meilleures conditions.

En revanche, du côté du financement, l'avantage est du côté des grands groupes. Depuis en effet une trentaine d'années, avec la montée en puissance des intercommunalités et le développement de la mixité urbaine, il y a de plus en plus d'opérations immobilières de grande envergure en France. Or, les promoteurs locaux sont bien souvent dans l'incapacité d'assurer le financement de ces opérations immobilières, et cela d'autant plus qu'elles s'élèvent à des dizaines de millions d'euros, avec une marge bénéficiaire réduite, et une rentabilité de toute façon difficile à trouver dans certaines zones, comme les quartiers d'habitat populaire. Par ailleurs, les fonds propres ne suffisent pas à financer les opérations, et dans un contexte persistant de baisse des taux d'intérêt et d'augmentation des prix de l'immobilier, les banques craignent que les promoteurs locaux ne parviennent pas à mener ces opérations à leur terme.

Cette situation ne signifie pas forcément la disparition progressive de la concurrence sur un marché où il ne resterait plus que quelques grands groupes en situation d'oligopole, mais elle entraîne de fait la multiplication d'alliances entre les « majors » et les promoteurs régionaux, la co-promotion permettant de trouver des sources de financement complémentaires. L'association des promoteurs locaux avec ces majors du marché permet aussi de bénéficier d'un nom de marque puissant, d'un circuit de distribution performant, et en conséquence de gagner du temps et de l'argent en exécutant plus vite les programmes.