

# **GROUPE PIERRE & VACANCES**

## **RAPPORT D'ACTIVITE** **1<sup>ER</sup> SEMESTRE 2006/2007** **(1<sup>ER</sup> OCTOBRE 2006 AU 31 MARS 2007)**

# 1- Faits marquants

## 1.1 Partenariat Accor dans les résidences urbaines

---

Le 2 février 2007, Pierre & Vacances et Accor ont conclu un partenariat pour développer un réseau de résidences urbaines en Europe. La joint venture, constituée à parité par les deux Groupes, bénéficiera du savoir-faire reconnu de Pierre & Vacances dans les résidences urbaines et s'appuiera sur la plateforme de développement de Accor ainsi que sur son système de distribution.

La joint venture est composée de 22 résidences en contrats de gestion (3 100 appartements) de niveau 3\*/4\*, dont les 15 résidences actuelles et 5 sites en développement de Pierre & Vacances City, ainsi que 2 projets de résidences du Groupe Accor.

Les équipes de développement des deux partenaires sont mobilisées pour développer de nouvelles résidences par la promotion immobilière, avec vente à des investisseurs particuliers ou institutionnels, ainsi que par des prises à bail ou de mandats de gestion.

L'objectif est de devenir le leader européen sur le marché de la résidence urbaine, avec la création d'une nouvelle enseigne. D'ici 5 ans, le réseau devrait compter 50 résidences (6 500 appartements) et un volume d'affaires géré par la joint venture de l'ordre de 180 millions d'euros.

Depuis la signature de ce partenariat, des baux ont été contractés pour l'exploitation de résidences à Vienne et Bâle. D'autres projets sont en cours d'étude (Londres, Edimbourg, Munich, Prague...).

## 1.2 Le projet Villages Nature en partenariat avec Euro Disney franchit une nouvelle étape

---

Le 13 février 2007, une lettre d'intention a été signée entre les pouvoirs publics, Euro Disney Associés SCA et Pierre & Vacances, confirmant l'intérêt et le soutien porté par l'Etat, en concertation avec les collectivités locales, au projet Villages Nature.

Le projet, situé à 6 kilomètres des Parcs Disney, vise à créer une destination touristique innovante fondée sur l'harmonie entre l'Homme et la Nature, autour des thèmes de l'eau, de la terre, de la forêt et des activités récréatives qui s'y rattachent. Il prévoit une faible densité de construction (inférieure à 10%) et comprendrait, sur 520 hectares, jusqu'à 5.000 maisons et appartements de résidences de tourisme et environ 130 000m<sup>2</sup> d'activités de loisirs.

La première phase du projet s'étendrait sur 183 hectares pouvant comprendre le Disney's Ranch Davy Crockett et porterait jusqu'à 2.300 appartements et maisons de résidences de tourisme, ainsi que sur des activités récréatives et de loisirs, réalisables en plusieurs tranches. Cette première phase de construction pourrait être lancée d'ici 2010.

Dans les deux années à venir, les partenaires publics et privés se réuniront régulièrement au sein d'un comité de pilotage pour définir les conditions de développement et de réalisation du projet et mener les études d'aménagement, en vue de conclure un Accord Cadre.

## 1.3 Refinancement de la dette financière du Groupe Pierre & Vacances

---

Le Groupe Pierre & Vacances a refinancé le 26 mars 2007 le capital restant dû des emprunts contractés dans le cadre de ses opérations de croissance externe (Center Parcs Europe, Gran Dorado et Maeva). Une dette « corporate » d'un montant équivalent (92,5 millions d'euros) a été refinancée auprès d'un pool bancaire quasiment identique, par Pierre & Vacances SA à hauteur de 21,1 millions d'euros et par Center Parcs Europe NV pour le solde (71,4 millions d'euros).

Les principales incidences de ce refinancement pour le Groupe Pierre & Vacances sont les suivantes :

- une nouvelle maturité, prolongée de deux ans et demi et arrivant à échéance le 26 mars 2012 ;
- une marge réduite, d'environ 25 points de base ;
- une réduction du nombre de covenants : un seul subsiste (2 covenants ont été supprimés), le ratio endettement net ajusté / EBITDAR, qui doit être inférieur ou égal à 5,5 pour l'exercice clôturant le 30 septembre 2007.

La facilité « revolving » dont bénéficiait le Groupe a été maintenue à 90 millions d'euros.

## 1.4 Acquisition du Groupe belge Sunparks: une nouvelle dimension pour Center Parcs Europe

---

Le Groupe Pierre & Vacances a conclu le 19 avril 2007 l'acquisition du Groupe belge Sunparks, comprenant l'exploitation et les actifs immobiliers de 4 villages de type Center Parcs de catégorie 3/4 étoiles. L'offre est composée au total de 1 683 cottages et 50 chambres d'hôtel ainsi que de nombreux équipements de loisirs couverts (centre aquatique, restaurant, supermarché, garderie...) et des complexes sportifs de plein air. En 2006, le Groupe Sunparks a accueilli 450 000 clients (1 800 000 nuitées vendues) et a commercialisé ses séjours à 80% en direct (40% sur Internet). Le taux d'occupation moyen est de 56%. Les effectifs du Groupe sont de 387 salariés. Le chiffre d'affaires s'est élevé en 2006 à 39 millions d'euros (dont 70% provenant de la location et 30% des activités de services) et l'EBITDAR à 12,5 millions d'euros.

Par cette acquisition, Center Parcs Europe se renforce sur le marché belge et élargit son offre 3/4 étoiles, proche des villages Sunparks et complémentaire par ses localisations. Le Groupe a identifié d'importants leviers d'amélioration des résultats de Sunparks, principalement l'augmentation des taux d'occupation et des synergies de coûts et de revenus avec Center Parcs Europe. Par ailleurs, la marque Sunparks pourrait constituer un vecteur de croissance pour le segment 3/4 étoiles en Europe.

L'acquisition du Groupe Sunparks s'effectue sur la base d'une valeur d'entreprise (y compris endettement) de 150 millions d'euros. Conformément à la politique du Groupe de ne pas conserver la propriété des actifs exploités, ceux-ci devraient être cédés avant la fin de l'année, dans le cadre d'une opération de sale and lease-back en cours de négociation. Après ce refinancement, cette acquisition doit avoir une incidence positive sur les résultats du Groupe Pierre & Vacances dès 2007/2008.

## 1.5 Acquisition Les Senioriales

---

Pierre & Vacances a acquis le 15 mai 2007, auprès de ses fondateurs, André et Paul Ramos, la société Les Senioriales. Ce promoteur immobilier est spécialisé dans la construction de résidences destinées à une clientèle de seniors actifs. Ce concept novateur de résidences spécialisées, non médicalisées, répond aux 3 attentes spécifiques de cette clientèle en terme de logement :

- confort : maisons de plain-pied avec des aménagements adaptés (volets électriques, climatisation, terrasse...);
- sécurité : gardien régisseur, portail d'entrée électrique, caméra, interphone ;
- convivialité : club-house, présence d'une animatrice tous les après-midi et organisation de soirées festives.

Les maisons sont vendues en pleine propriété, sans engagement d'exploitation du promoteur, dans une fourchette de prix de 180 à 270 milliers d'euros et avec des charges de copropriété limitées.

Grâce à un accès facilité aux fonciers (le concept Senioriales est très apprécié par les maires) et des coûts de construction strictement contrôlés du fait de la standardisation du produit, la société accélère fortement son développement : après 9 premières réalisations, 11 Senioriales sont en cours de commercialisation et 12 autres à l'étude.

L'acquisition doit avoir une incidence positive sur les résultats du Groupe dès 2007/2008. La société a généré sur l'exercice s'achevant le 31 mars 2007, un chiffre d'affaires de 31 millions d'euros et un résultat opérationnel courant de 4 millions d'euros, qui devrait doubler à la clôture de l'exercice 31 mars 2008. Le prix d'acquisition est de 23 millions d'euros (soit une valeur d'entreprise de 31 millions d'euros, la dette s'élevant à 8 millions d'euros).

Sur un marché cible en forte croissance (plus de 800 000 nouveaux seniors chaque année), l'expertise et la notoriété du Groupe Pierre & Vacances sur le métier de la promotion immobilière permettront d'accélérer le développement du produit Les Senioriales. Au-delà, grâce à cette acquisition, au travers d'une nouvelle accessibilité au marché des seniors, le Groupe Pierre & Vacances s'enrichit d'un nouveau savoir-faire qui contribuera également au développement de ses activités touristiques.

# 2 – Résultats du 1<sup>er</sup> semestre 2006/2007

## 2.1 Activité et résultats

---

**CHIFFRE D'AFFAIRES CONSOLIDE : 748,1 MILLIONS D'EUROS, EN PROGRESSION DE 21% A DONNEES COMPARABLES**

### **Stabilité du chiffre d'affaires des activités touristiques à 419,4 millions d'euros**

A données comparables et retraité de l'impact favorable d'un calendrier de vacances de Pâques en Allemagne avancé au 2<sup>ème</sup> trimestre 2006/2007, le chiffre d'affaires touristique du 1<sup>er</sup> semestre 2006/2007 est en léger retrait (-0,6%), par rapport à la même période de l'exercice précédent, résultant :

- pour le pôle Pierre & Vacances / Maeva / Résidences MGM / Hôtels Latitudes, d'une légère progression du chiffre d'affaires de location (+0,7%). Les bonnes performances des destinations mer (+12,6%), villes (+4,0%) et Antilles (+12,7%) permettent de compenser le retrait de 4,7% de l'activité des sites montagne (désengagement sur certains sites non rentables et manque d'enneigement en janvier) ;
- pour Center Parcs Europe, d'une diminution de 1,2% du chiffre d'affaires de location. Les clientèles néerlandaise et française sont en progression alors que celles en provenance d'Allemagne et de Belgique sont en retrait. A noter, que l'activité se redresse au 2<sup>ème</sup> trimestre.

### **Progression de 67% du chiffre d'affaires immobilier à 328,7 millions d'euros**

Les rénovations représentent 55% du chiffre d'affaires et les résidences neuves 45% contre respectivement 59% et 41% au 1<sup>er</sup> semestre 2005/2006.

Les principales contributions au chiffre d'affaires du semestre concernent :

- en neuf : le Domaine Center Parcs du Lac d'Ailette, l'extension du Domaine des Bois-Francis, les résidences d'Eguisheim, Le Crotoy, Branville, Montrouge, Bonmont (Espagne) et Audierne ;
- en rénovation : les résidences de Paris Tour Eiffel, Val d'Isère, Méribel, Avoriaz, Courchevel, La Plagne et Alpe d'Huez.

## RESULTATS DU 1<sup>ER</sup> SEMESTRE 2006/2007

	1er semestre 2006/07	1er semestre 2005/06 (1)
Chiffre d'affaires	748,1	611,3
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-11,3</b>	<b>-22,4</b>
Résultat financier	-1,2	-4,0
Impôts (2)	3,3	6,4
Résultats des mises en équivalence	0,0	0,1
Intérêts minoritaires	0,0	-0,1
<b>Résultat net courant part du Groupe (2)</b>	<b>-9,2</b>	<b>-20,0</b>
Autres ch. et produits opérationnels nets d'impôts (2)	1,4	-4,9
<b>Résultat net part du Groupe</b>	<b>-7,8</b>	<b>-24,9</b>

(1) pro-forma 2005/06 retraité de l'incidence de -8,8 millions d'euros liée à la comptabilisation des frais de publicité dès qu'ils sont encourus (-4,0 millions d'euros sur Pierre & Vacances et -4,8 millions d'euros sur Center Parcs)

(2) Les autres charges et produits opérationnels sont présentés nets d'impôts. Ils intègrent également les éléments non récurrents liés à l'impôt (économies d'impôts, mise à jour de la position fiscale du Groupe) qui sont reclassés de l'impôt comptable.

Rappelons que la saisonnalité de l'activité du pôle Pierre & Vacances / Maeva / Résidences MGM / Hôtels Latitudes et, dans une moindre mesure, de Center Parcs Europe, conduit structurellement à un résultat opérationnel touristique déficitaire au 1er semestre, en raison d'un chiffre d'affaires de la saison hiver plus faible que celui réalisé sur la saison été, alors que les charges fixes (en particulier les loyers) sont enregistrées de façon linéaire.

### **Un résultat opérationnel courant de -11,3 millions d'euros, en amélioration de 11,1 millions d'euros**

#### **La contribution des activités touristiques est de -48,2 millions d'euros à comparer à -45,7 millions d'euros :**

- Les activités de Pierre & Vacances / Maeva / Résidences MGM / Hôtels Latitudes enregistrent un résultat opérationnel courant de -33,4 millions d'euros, à comparer à -32,3 millions d'euros au 1<sup>er</sup> semestre 2005/2006 en pro-forma. La légère progression du chiffre d'affaires de location et les économies de coûts générées (1,5 million d'euros) ont quasiment permis de couvrir l'augmentation des charges liée à l'inflation et à l'indexation des loyers.

- La contribution du sous-groupe Center Parcs Europe au résultat opérationnel courant est stable à -13,4 millions d'euros. Les économies de coûts réalisées (5 millions d'euros) ont permis de compenser le léger retrait du chiffre d'affaires au 1er semestre et l'évolution des coûts liée à l'inflation.

- Les frais de pré-ouverture du Domaine du Lac d'Ailette représentent -1,4 million d'euros sur le semestre.

#### **Le résultat opérationnel courant du développement immobilier est de 36,9 millions d'euros (soit une marge d'exploitation de 11%), en progression de 13,6 millions d'euros sur le 1er semestre 2005/2006.**

### **Résultat net courant part du Groupe : -9,2 millions d'euros (+10,8 millions d'euros)**

L'amélioration du résultat financier (de -4,0 à -1,2 millions d'euros au 1er semestre 2006/2007) est liée au désendettement du Groupe. Au total, le résultat net courant part du Groupe (soit le résultat net part du Groupe avant autres charges et produits opérationnels nets d'impôts) s'élève à -9,2 millions d'euros, en amélioration de 10,8 millions d'euros.

## Progression de 17,1 millions d'euros du résultat net part du Groupe à -7,8 millions d'euros

Les autres charges et produits opérationnels nets d'impôts s'élèvent à +1,4 million d'euros. Ils correspondent principalement à la plus-value réalisée par le Groupe sur la cession de sa participation de 25 % dans Domaine Skiable de Valmorel, société de remontées mécaniques de Valmorel.

Rappelons qu'au 1er semestre 2005/2006, les autres charges et produits opérationnels nets d'impôts (-4,9 millions d'euros) intégraient principalement les charges de restructuration liées à la mise en place de programmes d'économies pour le pôle tourisme.

## 2.2 Investissement et structure financière

### PRINCIPAUX FLUX DE TRESORERIE

La forte croissance de la trésorerie dégagée à la fois par la capacité d'autofinancement (+21,4 millions) et par la variation du besoin en fonds de roulement (+77,7 millions d'euros) ont permis au Groupe Pierre & Vacances de dégager au 1<sup>er</sup> semestre de l'exercice 2006/2007, avant variation des emprunts, un excédent net de trésorerie de 14,1 millions d'euros tout en continuant à investir 19,3 millions d'euros dans le développement et la rénovation du parc touristique ainsi que dans la modernisation des systèmes d'information.

Ce cash-flow excédentaire a permis au Groupe de réduire de 24,0 millions d'euros le montant de ses dettes financières et d'afficher au 31 mars 2007 un faible niveau d'endettement net (44,9 millions d'euros).

#### Tableau synthétique des flux de trésorerie

<i>en millions d'euros</i>	1er sem. 2006/2007	1er sem. 2005/2006
Capacité d'autofinancement (après intérêts financiers et impôts)	0,7	-20,7
Variation du besoin en fonds de roulement	71,4	-6,3
<b>Flux provenant de l'activité</b>	<b>72,1</b>	<b>-27,0</b>
Investissements	-53,0	-38,1
Cessions d'actifs	16,6	1,4
<b>Flux affectés aux investissements</b>	<b>-36,4</b>	<b>-36,7</b>
Augmentation de capital	0,2	0,3
Acquisitions et cessions d'actions propres	-	-0,9
Dividendes versés <sup>(*)</sup>	-21,8	-13,6
Variation des emprunts	-24,0	-11,1
<b>Flux affectés au financement</b>	<b>-45,6</b>	<b>-25,3</b>
<b>Variation de la trésorerie</b>	<b>-9,9</b>	<b>-89,0</b>

<sup>(\*)</sup> dividendes versés aux actionnaires de la société mère et aux minoritaires des sociétés intégrées.

**Le montant de la trésorerie générée par l'exploitation des activités touristique et immobilière du Groupe progresse de 99,1 millions d'euros par rapport aux 6 premiers mois de l'exercice précédent pour atteindre 72,1 millions d'euros au 1<sup>er</sup> semestre de l'exercice 2006/2007. Cette évolution résulte à la fois de la croissance de la capacité d'autofinancement après intérêts financiers et impôts (+21,4 millions d'euros) et de l'augmentation de la trésorerie dégagée par la variation du besoin en fonds de roulement (+77,7 millions d'euros).**

L'augmentation du montant de la **capacité d'autofinancement**, dont le solde est positif de 0,7 million d'euros au 1<sup>er</sup> semestre 2006/2007 (contre un montant négatif de 20,7 millions d'euros sur les 6 premiers mois de l'exercice 2005/2006) est directement liée à l'évolution du résultat avant impôts (+22,2 millions d'euros). Cette variation positive provient de la forte croissance à la fois du résultat opérationnel courant (+11,1 millions d'euros) grâce à l'importante activité enregistrée sur la période par le développement immobilier, des autres charges et produits opérationnels avant impôts (+8,3 millions d'euros) et du résultat financier (+2,8 millions d'euros).

La ressource de trésorerie dégagée au 1<sup>er</sup> semestre 2006/2007 par la **variation du besoin en fonds de roulement** (71,4 millions d'euros) est principalement liée au développement immobilier. Elle correspond :

- d'une part, à la baisse des stocks immobiliers relatifs aux programmes en cours qui dégage globalement sur le semestre une ressource de 55,4 millions d'euros.

La variation des stocks immobiliers intègre :

- 268,2 millions d'euros de baisse de stocks liée aux cessions enregistrées au cours de la période (Le Domaine Center Parcs du Lac d'Ailette, Paris Tour Eiffel, l'extension du village Center Parcs de Bois Francs, Cefalù en Sicile, Méribel, Avoriaz, Eguisheim, Val d'Isère, Courchevel, La Plagne, ...);
  - 30,5 millions d'euros d'investissements réalisés dans le cadre d'acquisitions auprès d'investisseurs institutionnels des murs et du foncier de résidences de tourisme déjà exploitées par le Groupe afin de procéder à la rénovation des unités d'hébergement et de les revendre à des personnes physiques avec bail attaché. Ces investissements ont ainsi permis d'acquérir 301 unités d'hébergement situées à la fois à la montagne (Courchevel, La Tania et Les Ménuires) et en centre ville (Lille);
  - 182,8 millions d'euros de travaux réalisés au cours du semestre sur des programmes en cours neufs ou en rénovation (Le Domaine Center Parcs du Lac d'Ailette, Paris Tour Eiffel, l'extension du village Center Parcs de Bois Francs, Val d'Isère, Eguisheim, Avoriaz, Branville, Arc 1800 : hôtel du Golf, ...).
- d'autre part, à la variation des créances et dettes d'exploitation des activités immobilières.

**Les flux de trésorerie nets affectés aux opérations d'investissement s'élèvent à 36,4 millions d'euros.** Ils correspondent principalement :

- aux investissements réalisés dans le cadre de l'exploitation touristique (19,3 millions d'euros);
- à la cession, en octobre 2006, au propriétaire des actifs immobiliers du village français de Bois-Francs situé en Normandie, pour un montant de 10,2 millions d'euros, des investissements relatifs aux travaux d'extension des équipements centraux afin d'accroître leur capacité d'accueil en liaison avec le programme immobilier de construction de 204 nouveaux cottages. Préalablement à cette cession, la finalisation des travaux d'extension a engendré au 1<sup>er</sup> semestre 2006/2007 des dépenses d'investissements de 3,1 millions d'euros, montant qui s'ajoute aux 7,1 millions d'euros déjà réalisés au 30 septembre 2006;
- aux coûts engagés au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2006/2007 (29,4 millions d'euros), et refinancés par une opération de sale and lease-back, dans le cadre de la construction des équipements centraux (paradis tropical, restaurants, bars, boutiques, installations sportives et de loisirs) du nouveau village dans l'Aisne, le Domaine Center Parcs du Lac d'Ailette;
- à l'encaissement du produit de cession (2,8 millions d'euros) des derniers 25% détenus par le Groupe dans la société Domaine Skiable de Valmorel, société qui exploite les remontées mécaniques de cette station de montagne;



- à la cession hors Groupe, réalisée en mars 2007, pour un montant global de 3,1 millions d'euros, du fonds de commerce et des actifs non courants liés à l'exploitation de la résidence Pierre & Vacances de Cefalù située en Sicile.

Les investissements réalisés dans le cadre de l'exploitation touristique (19,3 millions d'euros) comprennent :

- les investissements effectués par Center Parcs Europe (9,2 millions d'euros) :
  - 6,8 millions d'euros principalement pour l'amélioration du mix-produit de l'ensemble de ses villages dont 3,5 millions d'euros sur les villages néerlandais, 2,0 millions d'euros sur les villages français, 0,7 million d'euros sur les villages belges et 0,6 million d'euros sur les villages allemands ;
  - 2,4 millions d'euros sur ses systèmes d'information.
- les dépenses réalisées par le pôle Pierre & Vacances / Maeva / Résidences MGM / Hôtels Latitudes (10,1 millions d'euros) :
  - 4,1 millions d'euros pour l'ameublement des maisons et appartements ainsi que l'acquisition des services généraux et équipements de loisirs (piscines, installations sportives et de loisirs) des villages et résidences livrés au cours du semestre (dont 0,6 million d'euros concernant la livraison de la résidence City Paris Tour Eiffel, composée de 375 unités d'hébergement) ;
  - 3,6 millions d'euros dans le cadre de travaux de rénovation et de modernisation du parc exploité, dont 0,7 million d'euros investi dans le cadre de la rénovation des infrastructures d'accueil de l'activité séminaire du village de Pont Royal situé en Provence ;
  - 2,4 millions d'euros relatifs à la refonte de ses systèmes d'information.

**La diminution de 24,0 millions d'euros du montant des emprunts (hors découverts bancaires) au 31 mars 2007 par rapport au 30 septembre 2006 correspond principalement :**

- à l'amortissement semestriel (18,5 millions d'euros) de la dette « corporate » souscrite par le Groupe dans le cadre de ses opérations de croissance externe ;
- à une diminution de 28,5 millions d'euros de la dette immobilière liée essentiellement au remboursement du capital restant dû des emprunts contractés par le Groupe dans le cadre des actifs immobiliers Hôtel du Golf (Arc 1800) (12,8 millions d'euros), Val d'Isère (8,1 millions d'euros), Cefalù (5,2 millions d'euros), Bénodet (0,7 million d'euros) et Bonmont en Espagne (0,7 million d'euros) ;
- au complément de l'en-cours de dettes financières comptabilisé au cours du semestre (24,2 millions d'euros) dans le cadre du retraitement du contrat de location financement des équipements centraux du nouveau village du Domaine Center Parcs du Lac d'Ailette.

## EVOLUTION DE LA STRUCTURE DU BILAN

Compte tenu des principes de gestion adoptés par le Groupe Pierre & Vacances dans le cadre de l'exploitation de ses activités de tourisme et de développement immobilier, la contribution de ces deux activités au bilan consolidé présente les particularités suivantes :

- **L'activité touristique** est une activité peu capitalistique, le Groupe n'ayant pas pour objectif d'être ou de rester propriétaire des résidences ou villages qu'il exploite. Ainsi, les investissements portent essentiellement sur :
  - le mobilier des appartements vendus non meublés à des investisseurs particuliers,
  - les services généraux des résidences,
  - les équipements de loisirs des villages (centres aquatiques, installations sportives et de loisirs, clubs pour enfants, etc...),
  - les locaux commerciaux (restaurants, bars, salles de séminaires, etc ...)

La propriété de ces actifs garantit au Groupe la pérennité de son exploitation sur les sites concernés.

Le besoin en fonds de roulement dégagé par l'activité touristique, structurellement négatif, varie très fortement en cours d'exercice en fonction des saisons.

- Concernant **les activités de développement immobilier**, il convient de distinguer l'activité de construction de programmes immobiliers neufs des opérations immobilières de rénovation :
  - **les programmes neufs** de Pierre & Vacances sont généralement peu mobilisateurs de fonds propres, et présentent les caractéristiques financières suivantes :
    - concernant chaque nouvelle résidence, mobilisation de fonds propres correspondant à environ 10% du prix de revient HT ;
    - mise en place de crédits d'accompagnement affectés opération par opération, dont l'utilisation est maximale avant la régularisation des réservations chez le notaire ;
    - poids relatif important des postes de besoin en fonds de roulement du bilan (clients, stocks d'encours, comptes de régularisation). Les ventes régularisées chez le notaire et non encore reconnues en résultat sont enregistrées au bilan dans un compte de régularisation passif. Parallèlement, les dépenses encourues sur ces mêmes opérations sont enregistrées en stock d'encours ou dans un compte de régularisation actif (« frais de commercialisation »). Le chiffre d'affaires et les marges de l'activité de promotion immobilière sont constatés dans le compte de résultat selon la méthode de l'avancement. Le taux d'avancement utilisé correspond à la multiplication du pourcentage d'avancement des travaux avec le pourcentage du chiffre d'affaires des ventes signées chez le notaire. Le mode de commercialisation (vente en état futur d'achèvement), les contraintes de pré commercialisation que s'impose le Groupe avant de lancer les travaux, ainsi que la politique foncière (acquisition de terrains après obtention de permis de construire définitifs), garantissent des niveaux faibles de stocks de foncier et de produits finis.
  - **l'activité immobilière de rénovation** se traduit par une dégradation temporaire du besoin en fonds de roulement. Dans le cadre de cette activité, le Groupe Pierre & Vacances acquiert, généralement auprès d'investisseurs institutionnels, des résidences existantes de catégories 2/3 soleils situées sur des localisations privilégiées, afin de les rénover pour les porter à un niveau 3/4 soleils et les revendre à des personnes physiques selon les formules traditionnelles de ventes du Groupe. La détention du foncier et des murs de ces résidences, pendant la période de rénovation, se traduit par un accroissement des stocks qui pèse temporairement sur le besoin en fonds de roulement, jusqu'à la livraison aux propriétaires personnes physiques.

**Les flux de trésorerie générés par l'activité du Groupe au cours du 1<sup>er</sup> semestre de l'exercice 2006/2007 ont permis un nouveau renforcement de la structure financière du Groupe : le montant de l'endettement financier net a diminué de 14,2 millions d'euros au cours de la période, passant de 59,1 millions d'euros au 30 septembre 2006 à 44,9 millions d'euros au 31 mars 2007. Ce faible niveau d'endettement net devrait permettre au Groupe Pierre & Vacances de poursuivre son développement traditionnel par l'immobilier et de poursuivre sa stratégie de croissance externe de ses métiers en Europe.**

## Bilan simplifié

en M€	31/03/2007	30/09/2006	Variations
Ecart d'acquisition	130,3	130,3	0,0
Immobilisations nettes	383,0	358,2	24,8
<b>TOTAL EMPLOIS</b>	<b>513,3</b>	<b>488,5</b>	<b>24,8</b>
Fonds propres part du Groupe	340,7	368,8	-28,1
Provisions pour risques et charges	53,1	53,6	-0,5
Endettement financier net	44,9	59,1	-14,2
Besoins en fonds de roulement	74,6	7,0	67,6
<b>TOTAL RESSOURCES</b>	<b>513,3</b>	<b>488,5</b>	<b>24,8</b>

Aucun mouvement de périmètre entraînant une évolution de la valeur des **écarts d'acquisition** n'a été réalisé au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2006/2007. Leur valeur nette comptable reste donc inchangée à 130,3 millions d'euros. Elle comprend les principaux écarts d'acquisition suivants :

- Center Parcs Europe : 63,3 millions d'euros ;
- Maeva : 49,1 millions d'euros ;
- Résidences MGM : 8,2 millions d'euros.

L'augmentation de la valeur nette comptable des **immobilisations** (24,8 millions d'euros) provient principalement :

- du montant des investissements réalisés dans le cadre de l'exploitation touristique (19,3 millions d'euros) (cf. Supra) ;
- des coûts engagés au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2006/2007 (29,4 millions d'euros) et refinancés par une opération de sale and lease-back dans le cadre de la construction des équipements centraux du nouveau village, le Domaine Center Parcs du Lac d'Ailette. Ce montant vient s'ajouter aux investissements déjà réalisés au cours de l'exercice 2005/2006 (28,5 millions d'euros) ;

déduction faite :

- des dotations aux amortissements et aux provisions de la période (13,7 millions d'euros) ;
- de la cession pour 10,2 millions d'euros des investissements relatifs aux travaux d'extension des équipements centraux du village Center Parcs de Bois Francs situé en Normandie.

Les **immobilisations nettes** au 31 mars 2007 se décomposent de la façon suivante :

- 126,1 millions d'euros d'actifs incorporels ;
- 229,3 millions d'euros d'immobilisations corporelles ;
- 27,6 millions d'euros d'actifs financiers non courants.

La contribution de Center Parcs Europe aux immobilisations incorporelles s'élève à 89,0 millions d'euros, dont 85,9 millions d'euros au titre de la marque Center Parcs. La part du sous-groupe dans les immobilisations corporelles nettes est de 89,4 millions d'euros.

Le montant des **capitaux propres part du Groupe** s'élève à 340,7 millions d'euros au 31 mars 2007 (à comparer à 368,8 millions d'euros au 30 septembre 2006), après prise en compte :

- d'une distribution de dividendes d'un montant de 21,8 millions d'euros ;
- d'une augmentation de capital de 0,2 million d'euros liée à l'exercice de stock-options ;
- d'une augmentation des capitaux propres hors résultat d'un montant net de 1,3 millions d'euros liée au traitement en IFRS des stock-options, des actions Pierre & Vacances détenues par le Groupe, ainsi qu'à la variation de la juste valeur des instruments financiers de couverture ;
- du résultat net de la période de -7,8 millions d'euros.

Le solde des **provisions pour risques et charges** s'élève à 53,1 millions d'euros au 31 mars 2007. La faible variation enregistrée au cours du semestre (baisse de 0,5 million d'euros) correspond principalement à :

- la hausse de 1,5 millions d'euros du solde des provisions pour rénovation, le montant des dotations de la période (3,0 millions d'euros) étant supérieur à celui enregistré en reprises suite à la réalisation de travaux de rénovation (1,5 millions d'euros) ;
- la baisse de 1,8 millions d'euros du montant des provisions pour restructuration et risques divers suite aux dénouements intervenus au cours de la période (réalisation des plans de restructuration et apurement de certains litiges).

Au 31 mars 2007, les provisions pour risques et charges se décomposent en :

- provisions pour rénovation : 37,2 millions d'euros ;
- provisions pour pensions et retraites : 10,8 millions d'euros ;
- provisions pour restructuration et risques divers : 5,1 millions d'euros.

**L'endettement net** extériorisé par le Groupe au 31 mars 2007 se décompose comme suit :

<i>en millions d'euros</i>	<b>31/03/2007</b>	<b>30/09/2006</b>	<b>Variations</b>
Endettement brut	152,4	176,5	-24,1
Trésorerie (nette des soldes bancaires créditeurs)	-107,5	-117,4	9,9
<b>Endettement net</b>	<b>44,9</b>	<b>59,1</b>	<b>-14,2</b>

La diminution de l'endettement brut est analysée dans le paragraphe « Principaux flux de trésorerie » présenté ci-avant.

L'endettement net extériorisé par le Groupe au 31 mars 2007 (44,9 millions d'euros) correspond principalement :

- au capital restant dû (92,5 millions d'euros) de la dette « Corporate » refinancée par le Groupe le 26 mars 2007 et relative aux emprunts souscrits lors de ses opérations de croissance externe. L'encours du refinancement au 31 mars 2007 se répartit comme suit :
  - 71,4 millions d'euros au titre du rachat des 50% complémentaires du sous-groupe Center Parcs Europe ;
  - 21,1 millions d'euros au titre de l'acquisition de Gran Dorado, des premiers 50% du capital de Center Parcs Europe et de Maeva.

Dans le cadre de ce refinancement, la maturité de cette dette a été prolongée de 2,5 ans, avec une échéance finale ainsi fixée au 26 mars 2012. Le plan prévisionnel d'amortissement de cette dette sur les 5 ans est linéaire, et correspond à un remboursement semestriel du principal de 9,25 millions d'euros.

- au montant de la dette financière (50,6 millions d'euros) comptabilisée dans le cadre du retraitement du contrat de location financement des équipements centraux du nouveau village du Domaine Center Parcs du Lac d'Ailette ;
- net de la trésorerie disponible.

# 3 – Perspectives

## 3.1 Objectif de résultat opérationnel courant pour l'exercice 2006/2007

---

Compte tenu des tendances de réservations à date pour le 2<sup>ème</sup> semestre sur les activités touristiques (en croissance de 5% sur Center Parcs Europe et stables pour Pierre & Vacances / Maeva / Résidences MGM / Hôtels Latitudes), du niveau d'activité prévu pour le développement immobilier sur la même période, le Groupe a pour objectif une croissance du résultat opérationnel courant à 105 millions d'euros (hors incidence des coûts exceptionnels d'ouverture du Center Parcs de l'Ailette et de la contribution des sociétés acquises : Sunparks et Les Senioriales).

## 3.2 Perspectives 2007/2008

---

Les actions engagées au sein des activités touristiques se poursuivront en 2007/2008.

Celles menées au sein du pôle Pierre & Vacances / Maeva / Résidences MGM / Hôtels Latitudes, concernent principalement :

- **l'optimisation du mix-distribution avec un renforcement de la vente directe.** Les ventes réalisées sur Internet devraient représenter près de 20% du chiffre d'affaires de location en 2007/2008. L'objectif est de renforcer l'animation des marchés on-line et le marketing relationnel (CRM) et de mettre en place des synergies avec Center Parcs Europe avec notamment la mise en commun des bases de données clients. C'est aussi de développer les ventes à l'étranger par la mise en place d'une équipe internationale de webmasters (Royaume-Uni, Allemagne, Pays-Bas, Italie et Espagne), en charge de l'animation des sites (mise en place d'offres ciblées par pays, référencement local...);
- **le renforcement de la présence commerciale à l'international** avec des bureaux de vente à Londres et à Bruxelles (couvrant tout le Benelux);
- **la croissance des taux d'occupation sur les ailes de saisons** avec le développement de l'offre de courts séjours et la prospection sur les marchés « corporate » pour les séminaires;
- **la rentabilisation des activités de services** dont la contribution aux résultats est encore marginale. L'externalisation de la restauration se poursuit et permet de générer des gains en termes de rentabilité. Par ailleurs, des actions sont menées pour améliorer les marges réalisées sur la location matériel de ski et de proposer des appartements équipés bébés;
- **l'optimisation des coûts de la nouvelle organisation** en business unit par marque, un an après sa mise en place.

En ce qui concerne Center Parcs Europe, les efforts se poursuivent dans les domaines suivants :

- **la poursuite de l'optimisation de l'offre.** Afin de clarifier et d'homogénéiser l'offre, Center Parcs a prévu d'agrandir les équipements de loisirs et de monter en gamme les cottages pour classer en 5 oiseaux les villages de Hochsauerland et de Port Zélande. Des travaux de rénovation et d'upgrade des cottages de Zandvoort, de Kempervennen et des Hauts de Bruyères sont également en cours. Des extensions ont également été lancées : 50 cottages aux Hauts de Bruyères en France et une première tranche de 226 cottages dans des villages situés en Allemagne et aux Pays-Bas;

- **l'accroissement de l'efficacité commerciale.** La stratégie de revenue management incite à la réservation précoce et sur Internet où les frais de réservation sont plus faibles. La croissance de la part des ventes réalisées sur Internet devrait se poursuivre, pour atteindre un objectif de 50% fin 2008 ;
- **la réussite du développement en France.** L'activité en France va bénéficier d'une augmentation du parc de plus de 70% avec la mise en exploitation du Domaine du Lac d'Ailette (861 cottages) et de 204 cottages supplémentaires aux Bois-Francis en Normandie ;
- **la poursuite de l'optimisation des coûts opérationnels,** à travers des gains de productivité (ménage...) et une meilleure allocation des investissements en fonction des attentes des clients, suite à la réalisation d'enquêtes de satisfaction.

## 3.3 Développements

---

Au-delà des acquisitions de Sunparks et Les Senioriales, qui ouvrent de nouvelles perspectives de développement, le Groupe poursuit sa croissance organique et la recherche d'acquisitions sur ses métiers en France, en Europe et au Maroc.

Les axes de développement du Groupe Pierre & Vacances concernent :

- Center Parcs en Europe, avec l'ouverture de villages en France (livraison d'un village en Moselle, étude dans la région Rhône-Alpes) et des développements en Allemagne sous les marques Center Parcs ou Sunparks ;
- les résidence urbaines : l'objectif du partenariat avec le Groupe Accor est de devenir le leader européen sur ce marché et, d'ici 5 ans, de gérer un réseau de 50 résidences (6 500 appartements) et un volume d'affaires de l'ordre de 180 millions d'euros ;
- les marques Pierre & Vacances, Maeva, Résidences MGM, Hôtels Latitudes, par la prospection d'actifs immobiliers à rénover en France, les développements prévus dans le cadre du projet « Villages Nature » en partenariat avec Euro Disney, le renforcement de la présence du Groupe en Espagne et un développement à l'étude au Maroc.