

Invest *Securities*  
Société de Bourse

**INTRODUCTION EN BOURSE**  
SUR EUROLIST C D'EURONEXT PARIS



TERREÏS

# **Analyse financière**

# **Terreïs**

**novembre 2006**

## **Avertissement**

Cette étude a été réalisée sur la base des informations à caractère général et des documents comptables et financiers qui nous ont été communiqués par les dirigeants de la société Terreis.

Il n'entre pas dans la mission d'Invest Securities de vérifier l'exactitude, le caractère pertinent ou l'exhaustivité des informations données par la société et ses représentants, informations réputées complètes, exactes, pertinentes.

Ni la responsabilité d'Invest Securities, ni celle de ses collaborateurs ne sauraient être engagées, à quelque titre que ce soit, s'il apparaissait que l'un quelconque des documents sur le fondement duquel notre étude a pu être élaborée, s'avérait ne pas refléter de la façon la plus exacte possible, la réalité économique et financière de la société étudiée.

L'évaluation obtenue correspond à la meilleure perception d'Invest Securities, à la date de réalisation de cette étude, de la valeur de la société évaluée, déterminée à partir des informations mises à disposition dans le cadre décrit ci-dessus. Invest Securities, ou ses collaborateurs, ne sauraient toutefois garantir que la valeur obtenue correspondrait ou coïnciderait avec un prix effectif qui pourrait être payé au cours d'une transaction ou arrêté dans le cadre d'une négociation, voire toute opération ou tout calcul faisant intervenir cette valeur.

Le présent document ne constitue ni une offre, ni une invitation à acheter ou à souscrire des valeurs mobilières ou d'autres titres ; il ne peut servir en aucune manière de support ou être utilisé dans le cadre d'un quelconque contrat ou engagement. Il ne vous est remis qu'à titre d'information et ne peut être reproduit ou redistribué à un tiers.

Le présent document a été communiqué à la société préalablement à sa diffusion.

# Terreïs

## Résumé Conclusion

Terreïs est une foncière qui a réuni en 2006 au sein d'une même entité des immeubles d'exploitation de Foncia, détenus par l'entreprise elle-même ou par son président et actionnaire majoritaire, Jacky Lorenzetti. Le patrimoine évalué, à 85 M€ hors droits, est composé pour 70 % de sept immeubles de bureaux en région parisienne et pour le solde de 72 petits actifs d'une valeur inférieure à 1,5 M€, surtout en province. Le rendement locatif du patrimoine actuel attendu en 2007 devrait être de 7,5 % de cette valeur droits compris. L'ensemble, loué pour 88 % à Foncia, est financé par 74 M€ d'ANR après introduction.

L'introduction en bourse vise à lever 12 M€ de fonds propres afin de porter le patrimoine à 140 M€ d'ici 2010, avec une préférence pour les commerces et bureaux de centre-ville. La stratégie est de s'appuyer sur le réseau de Foncia et ses 18 000 baux d'entreprises afin de disposer d'une proximité particulière avec les propriétaires vendeurs. La famille Lorenzetti a vocation à conserver durablement le contrôle de la foncière.

### Points forts

- patrimoine détenu à forte visibilité
- réussite d'entrepreneur du dirigeant et actionnaire majoritaire
- capacité d'alimentation par le réseau Foncia
- faiblesse du point mort par la délégation

### Points faibles

- absence de diversification des locataires actuels
- équipe très réduite
- taille boursière modeste et liquidité en conséquence
- faible endettement en l'état, dans un marché très concurrentiel

### Modalités de l'introduction

L'introduction prend la forme d'une augmentation de capital par émission de 1 423 517 actions au prix de 8,88 €, soit une levée de 12,64 M€

Parallèlement, avant la fin de l'année, les actions de Terreïs détenues par Foncia seront distribuées sous forme de dividende aux actionnaires de Foncia qui le souhaitent.

### Objectif de cours

Nous retenons un objectif de 9,45 €/action égal à notre estimation de l'actif net réévalué en valeur de remplacement à la fin de 2006. La valorisation de Terreïs au prix d'introduction est la suivante.

Valorisation	2007	2008	2009	2010	2011
Cours (€) :	8,88 €				
					69,9
P/ANR de remplacement	0,86	0,81	0,75	0,71	0,66
P/ANR de liquidation	0,92	0,88	0,82	0,77	0,72
P/CAF	13,0	11,3	10,5	10,1	9,7
Rendement	4,17%	4,62%	5,07%	5,52%	5,97%

**Benoît Faure-Jarrosson**

analyste financier

Tél. : 01 40 27 03 99

E-mail : [bfaure-jarrosson@invest-securities.com](mailto:bfaure-jarrosson@invest-securities.com)

## 1 – Utiliser le patrimoine existant comme socle de développement

### Une entreprise nouvelle

Foncia n'a jamais investi dans un but locatif mais s'est parfois trouvé, lors des nombreux rachats d'agences et de cabinets d'administration de biens auxquels elle a procédé, devoir reprendre les murs attachés au fonds de commerce. Ces actifs immobiliers ont été regroupés au sein d'une filiale spécialisée, la Foncière Foncia. Parallèlement, comme dans beaucoup d'entreprises, le président et actionnaire majoritaire s'est constitué un patrimoine immobilier, notamment loué à Foncia.

En 2005, l'ensemble des deux portefeuilles a pris une ampleur plus marquée, à la fois par la poursuite de l'accumulation d'actifs par Foncia, par l'acquisition pour l'usage du groupe d'un immeuble de bureaux rue Saint-Lazare à Paris et par la construction de son siège administratif à Antony sur 10 750 m<sup>2</sup>, propriété de la famille Lorenzetti.

Créé en 2000 sous le nom de Foncière Foncia, Terreïs a été réuni en 2006 au sein d'une même entité des deux patrimoines : les immeubles d'exploitation de Foncia détenus par l'entreprise elle-même et ceux qu'elle loue auprès de Jacky Lorenzetti. Le tout a été expertisé au 30 juin 2006 à 82,9 M€ hors droits. A la veille de l'introduction, la famille Lorenzetti détient 79,9 % de l'ensemble et Foncia 15,5 %. Les titres détenus par Foncia ont vocation à être distribués très rapidement à ses actionnaires.

### Stratégie : des bureaux parisiens aux commerces provinciaux

A ce jour, Terreïs est une foncière à dominante de bureaux en région parisienne (plus de 70 %) disposant d'un locataire essentiel, Foncia, qui règle 87,6 % des loyers. A partir de cette quille stable, l'objectif du dirigeant et actionnaire, Jacky Lorenzetti, est de diriger le navire vers le marché des locaux de centre-ville, plutôt hors de Paris, avec une dominante de commerces et des locataires extérieurs au groupe. La particularité de Terreïs sera de mettre l'accent sur les locaux dont les baux ne sont pas plafonnés. Les commerces au sens strict loués pour neuf ans ne permettent pas de porter le loyer au niveau du marché à l'échéance du bail. La préférence sera donc donnée aux boutiques occupées par des services (banque, assurance, professions libérales) et aux bureaux, qui ne souffrent pas de cette limitation.

**L'objectif annoncé est de porter le patrimoine de 85 M€ aujourd'hui à 140 M€ à la fin de 2010** à nombre d'actions identique. Nous estimons que, si le vent du marché n'est pas trop contraire, cet objectif devrait être dépassé. S'il nous semble que l'actionnaire majoritaire a vocation à conserver le contrôle, il dispose également des ressources financières et de l'énergie permettant de procéder à des augmentations de capital pour donner une autre dimension à Terreïs. Rappelons que la participation de la famille Lorenzetti dans Foncia est aujourd'hui évaluée par la bourse à plus de 800 M€.

Compte tenu d'un actif net réévalué après la levée de fonds associée à l'introduction en bourse de l'ordre de 75 M€, **l'endettement cible devrait être d'environ 50 % des actifs**. Un levier plus agressif n'est pas exclu. Les foncières cotées, qui visaient traditionnellement un taux de 50 %, se donnent désormais le plus souvent une cible plus élevée, même si la cherté du marché les empêche pour la plupart d'atteindre le maximum souhaité.

Le but de Terreïs est de se glisser dans la niche des **locaux de petite taille en centre-ville**. Ces actifs sont trop petits pour intéresser les investisseurs institutionnels et peuvent, par conséquent, offrir encore un rendement correct. En bourse, la seule foncière spécialisée dans les petits commerces est Sélectirente. Les autres investisseurs de ce marché sont surtout des particuliers ou des SCPI spécialisées. Leur inconvénient est une taille réduite et

un éparpillement susceptibles de créer des coûts de gestion élevés. Le réseau de Foncia, associé à ce projet, est une réponse puisqu'il offre la proximité et la taille critique locale.

Pour rester à l'écart des grands courants acheteurs du moment, le **marché provincial** constitue le cœur de la cible. Cette préférence est cohérente avec le fonds de commerce de Foncia. Au premier semestre 2006, la province représente 63 % des lots gérés, 64 % des locations conclues, 60 % de la gestion de copropriété et 66 % des ventes. Foncia est également présent à l'étranger. Les 16,6 M€ de chiffre d'affaires réalisés hors de France au premier semestre 2006 proviennent de Suisse (75 %), de Belgique (15 %) et d'Allemagne (10 %). Mais la stratégie de Terreïs est, dans un premier temps au moins, de se concentrer sur le marché français. C'est en France que l'avantage concurrentiel est évidemment le plus fort et que se situe la compétence des dirigeants, sans compter que le statut SIIC n'a d'intérêt fiscal qu'à l'intérieur des frontières. Un seul des 79 immeubles de Terreïs est aujourd'hui à l'étranger, en Allemagne.

Les acquisitions devraient être réalisées principalement auprès de tiers. **Le poids de Foncia en tant que locataire devrait ainsi être dilué au fil du temps.** Le développement de Foncia doit désormais passer plus largement par le recours à la franchise. Pour autant, il n'est pas exclu d'acheter les murs de franchisés.

Point essentiel du projet de Terreïs, **la foncière s'appuie sur un accord d'apport d'affaires avec Foncia.** Cet accord n'est pas exclusif. Cette dernière se présente comme « *le leader des services à l'immobilier résidentiel* » mais Terreïs vise bien des investissements dans le seul immobilier d'entreprise, qui représente environ 10 % des baux gérés par Foncia, soit 18 000 baux d'immobilier d'entreprise à travers la France. Chaque année, nombre des propriétaires, presque exclusivement des particuliers, cherche à céder leurs actifs. Foncia dispose d'un accès privilégié à l'information sur ces projets de vente. Cette politique n'est pas sans rappeler celle de Nexity achetant des réseaux d'agences immobilières, non seulement pour écouler ses produits mais aussi pour accéder aux terrains à bâtir détenus par des particuliers.

La croissance viendra également de la **progression des loyers en cours.** Tous les baux sont indexés sur l'indice Insee du coût de la construction. Soulignons que l'activité d'agence immobilière ou d'administration de biens est supposée ressortir du secteur de la prestation de services au regard du droit des baux. En conséquence, le plafonnement des loyers lors du renouvellement, dont bénéficient les commerçants, ne pourra être invoqué par Foncia à l'échéance des baux.

## 2 – Un arrimage fort à Foncia

La singularité de la relation entre Terreïs et Foncia est que le second est, pour le premier, à la fois son premier client et son premier fournisseur et qu'ils partagent leur président et leur actionnaire majoritaire.

L'avantage de la création de la SIIC Terreïs pour Foncia est de créer de la richesse pour ses actionnaires en valorisant mieux les actifs, de sortir de la dette (mais aussi des fonds propres) du bilan et, surtout, de faciliter la communication financière. L'impact financier chez Foncia sera une plus-value exceptionnelle de 9 M€ avant impôt (7,4 M€ net) du fait des cessions puis une réduction des fonds propres égale à la distribution. La valorisation des titres Terreïs détenus par Foncia (9 M€) doit être rapportée à la capitalisation boursière de Foncia, soit 1200 M€. Terreïs ne représentera qu'un petit client pour Foncia en termes de gestion. Les commissions, à raison de 3,5 % sur 10 M€ de loyers en 2008, ne pèseraient que 0,35 M€ soit moins de 0,1 % du chiffre d'affaires de Foncia en 2005.

## Foncia, locataire principal

Au périmètre du 30 juin 2006, les loyers facturés au groupe Foncia s'élèvent à 4,5 M€ par an, soit 87,6% des loyers de Terreïs. La vacance est insignifiante. Un bail distinct a été conclu pour chaque actif, pour une durée de neuf ans. Les dates des 78 baux sont différentes mais l'essentiel est postérieur à 2000 et la majorité des loyers provient de baux conclus en 2005. Il faut souligner que les baux mettent à la charge du locataire la totalité des dépenses, y compris les grosses réparations visées à l'article 606 du Code Civil. La garantie est formée par un dépôt d'un trimestre de loyers.

Le risque attaché à la signature de Foncia, locataire presque exclusif de Terreïs, nous semble insignifiant. Le résultat net de 2005 s'établit à 33,1 M€ et progresse de 9,3 % au premier semestre 2006. A la mi-2006, la dette financière nette s'élève à 172 M€, soit 86 % des fonds propres et 3,7 fois la CAF. Si la transaction immobilière est un métier cyclique, les activités non cycliques de Foncia (gestion de copropriété, gestion locative, transaction locative) représentent plus de 70 % du chiffre d'affaires.

## Une délégation quasi-complète

Terreïs n'a pas de salarié. Le directeur des investissements sera Jacky Lorenzetti en personne, assisté d'un directeur adjoint des investissements, en cours de recrutement, et d'un attaché de direction. Pour le reste, la foncière est entièrement gérée par Foncia, par une convention conclue pour trois ans à compter du 1er octobre 2006. Celle-ci se renouvelle par tacite reconduction, sauf dénonciation de l'une des parties deux mois avant l'expiration de la période contractuelle en cours, sans indemnité de part ni d'autre.

Pour la gestion, Foncia perçoit une rémunération égale à 3,5% du montant total des loyers hors charges et hors taxes. Ce taux se situe manifestement parmi les plus bas de la place. On rappellera que Sélectirente, la foncière la plus comparable à terme, et qui gère de multiples petits lots de commerces, doit acquitter une commission de 8 % à Sofidy.

La commission d'investissement est dégressive en fonction de la taille de l'acquisition, de 5 à 1,5 % selon le tableau ci-dessous. Ce taux est également raisonnable par rapport aux pratiques de marché. Sélectirente affiche un taux fixe de 4 % que nous avons jugé un peu élevé pour peu que les actifs soient de taille significative.

Prix en K€	Commission
<500	5,0%
500<1 000	4,0%
1 000<3 000	3,0%
3 000<10 000	2,0%
10 000	1,5%

## Foncia, une réussite exemplaire

Jacky Lorenzetti, fils de promoteur, a débuté dans l'entreprise familiale et s'est orienté vers l'administration de biens pour, dans un premier temps, offrir un service complémentaire aux acheteurs de logements qui les donnaient en location. Créée en 1972 Foncia est devenu le leader de l'administration de biens et de la négociation en France avec plus de 300 cabinets et agences, près de 5 000 salariés et 1 000 000 clients. Le chiffre d'affaires devrait progresser de 20 % à 2006 à 430 M€ environ, dont principalement 31 % en gestion de copropriété, 29 % en gestion locative, 18 % en transaction vénale et 10 % en transaction

locative. La gestion locative porte sur 206 000 baux et le quittancement représente 1375 M€. L'activité est réalisée en France pour 93 % des facturations.

La réussite de Foncia est fondée sur les synergies nées d'une industrialisation du métier rendue possible par une taille significative. L'acquisition à grande échelle de petits cabinets et agences sur la base de petits multiples de profit crée une forte richesse à la fois en augmentant la rentabilité des fonds de commerce (meilleure diffusion des offres, meilleure crédibilité, système informatique unifié, processus normés, économies d'achats) mais aussi de les valoriser avec le multiple de profits plus élevé attaché à un réseau national diversifié. Cette stratégie a permis de porter la part de marché de Foncia au sein des professionnels d'environ 5,5 % en 2000 à 12,5 % en 2005. En bourse, les actionnaires ont profité d'un quintuplement du cours depuis l'introduction en 2001.

### **Une gouvernance délicate mais soluble**

Une singularité de Terreïs réside dans les recoupements entre les fonctions des différents intervenants. Foncia est à la fois 1<sup>er</sup> client, 1<sup>er</sup> fournisseur et 1<sup>er</sup> apporteur d'affaires de Terreïs. Le président de Terreïs est également président de Foncia. Ce même président est actionnaire majoritaire des deux entités.

Ce recouplement des fonctions et l'activité de Foncia peuvent conduire à divers conflits d'intérêt :

- La communauté de direction peut semer le trouble lorsqu'il s'est agi de fixer les loyers avant l'introduction en bourse, lorsque devront être fixés les renouvellements des loyers de Foncia, lorsque devra être fixé le prix de revente de murs trouvés par Foncia dans une acquisition de fonds de commerce d'administration de biens, lorsque la convention de gestion sera renouvelée et que des modifications seront apportées.
- Dans le cadre de son mandat de recherche d'investissements pour Terreïs, Foncia pourra entrer en contact avec des propriétaires de murs qui sont ses clients dans le cadre de l'administration de biens.
- En qualité de gérant de SCPI, Foncia exerce pour le compte de ses clients une activité d'investissement locatif qui peut entrer en concurrence avec celle de Terreïs lorsque se présente une opportunité d'achat ou de vente.

Ces conflits d'intérêt potentiels seront résolus par des expertises pour les cas principaux. On sait que les expertises immobilières, comme les analyses financières, ne constituent pas une science exacte mais elles donnent un point de repère. S'agissant des SCPI, les équipes de gestion sont entièrement distinctes et les conseils de surveillance, composés d'associés, interviennent directement dans les décisions d'investissement. Surtout, la gestion des SCPI ne travaille à ce jour pas du tout en lien avec le réseau Foncia. Pour le solde, le conseil d'administration devra jouer son rôle, en particulier concernant le renouvellement de la convention d'apport d'affaires par Foncia, qui est un argument clé de valorisation à long terme. Un renforcement du poids des administrateurs indépendants sera souhaitable, surtout quand la foncière aura acquis une taille plus significative.

La meilleure protection à nos yeux des actionnaires de Terreïs réside dans le fait que le président actionnaire n'a pas d'intérêt particulier à favoriser anormalement Foncia. Au demeurant, le poids de sa famille devrait être plus lourd dans Terreïs (74 %) que dans Foncia (68,4 %).

### **Et si Foncia était vendu ?**

Le contrat de gestion des actifs n'a guère de raison d'être dénoncé, sauf si un repreneur en trouvait les conditions trop peu avantageuses. L'essentiel des participations de la famille Lorenzetti dans Foncia et dans Terreïs sont portés au sein de la même holding, SEIP, de sorte qu'une cession de Foncia permettra d'allouer aisément des moyens supplémentaires à Terreïs. Nous estimons que le président de Foncia, se retrouvant avec ses proches à la tête de 800 M€ de liquidités, serait tenter d'en investir une part dans Terreïs et de lui donner ainsi une nouvelle envergure.

Le risque de dénonciation massive des baux en cas de vente est également modéré. Pour les principaux immeubles de bureaux, les baux fermes courent jusqu'en 2014 ou 2015. Pour les pieds d'immeubles, la chalandise attachée aux emplacements, en général très centraux, devrait dissuader un repreneur de s'en priver. Enfin, l'existence de baux signés à des dates différentes étalerait dans le temps les effets des dénonciations.

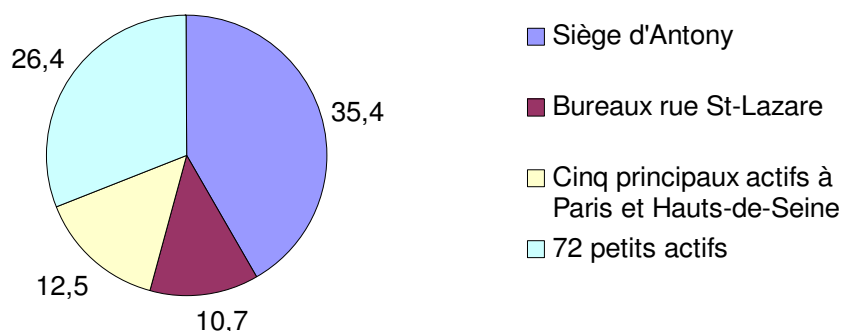
Rien n'indique une cession à court terme. On rappellera que Jacky Lorenzetti, 58 ans, n'a pas de successeur dans l'entreprise parmi ses enfants. La concentration dans les domaines de l'administration de biens et de la transaction se poursuit à vive allure, menée par les banques, qui ont décidé de prendre une part de marché significative (Crédit Agricole, BNP, etc.), et par des promoteurs comme Nexity ou Icade. Les ratios de valorisation sont au plus haut sous l'effet de cette concurrence acharnée dans les acquisitions. Sans compter que le marché du logement est à son plus haut en prix et en volume et que les moteurs qui ont poussé à cette expansion (baisse des taux d'intérêt, allongement des durées de crédit, démographie) sont en voie d'essoufflement. Les années qui viennent ne sont donc peut-être pas les plus mauvaises pour céder le contrôle de Foncia dans les meilleures conditions. Pour autant, rien ne contraint Foncia à se rapprocher puisqu'en première position du marché et avec un vivier de cibles de 10 000 administrateurs de biens se partageant encore 52 % du marché.

### 3 - Le patrimoine de Terreïs et ses marchés

#### Le patrimoine de Terreïs

Le patrimoine de Terreïs est composé de 79 immeubles totalisant 32 400 m<sup>2</sup> et évalués 84,9 M€ hors droits fin juillet 2006. Deux immeubles de bureaux, le siège administratif à Antony (évalué 35,4 M€) et le 70, rue Saint Lazare à Paris (10,7 M€), représentent à eux seuls 54 % de la valeur totale et 50 % des loyers. Cinq autres implantations en région parisienne pèsent ensemble 15 % du patrimoine, trois à Paris, rue Damrémont (4,5 M€), rue du Faubourg Saint-Honoré (1,9 M€) et rue Delambre (1,6 M€), une à Neuilly (2,5 M€) et une à Bourg-La-Reine (1,9 M€). Au total, ces sept immeubles représentent 69 % du patrimoine. Le solde est réparti en petits actifs d'une valeur unitaire inférieure à 1,5 M€. Sur ces 72 immeubles restant, 69 ont même une valeur inférieure au million d'euros.

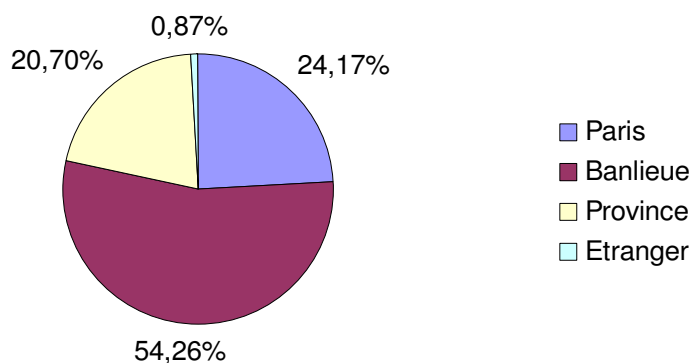
**Concentration du patrimoine**  
(en M€ pour un total de 84,9 M€)



Il n'est pas communiqué de répartition précise par nature (bureaux, commerces, etc.) car beaucoup des actifs provinciaux ont plusieurs fonctions, petits immeubles comportant un commerce en rez-de-chaussée auquel est attaché un appartement au premier étage ou des bureaux dans les étages supérieurs. Les six principaux actifs (Antony, Paris Saint-Lazare, Paris Damrémont, Neuilly, Paris Faubourg Saint-Honoré et Bourg-La-Reine) sont des immeubles de bureaux évalués, à eux seuls, 57 M€ soit 67 % de la valeur du patrimoine. L'actif de Terreïis est donc fortement dominé par les bureaux mais le centre de gravité devrait se déplacer vers les commerces avec les acquisitions futures.

La région parisienne représente 75 % de la valeur du patrimoine et la province 24 %. L'unique immeuble situé à l'étranger est un lot de 453 m<sup>2</sup> à Hanovre évalué 0,72 M€ et loué à Foncia.

### Répartition du patrimoine en valeur



Les deux principaux immeubles méritent, par leur importance (54 % de la valeur du portefeuille), d'être décrits plus précisément :

- le siège administratif à Antony, 11/15 avenue Le Brun, est un bâtiment neuf de 10 750 m<sup>2</sup>. La desserte en transport en commun est très aisée car il est au pied de la station du RER B Croix de Berny (23 mn de Chatelet-Les Halles, avec une forte affluence aux heures de pointe). Il est à quelques centaines de mètres de la N20 et de l'A86 et à quelques minutes de voiture de l'A6 et d'Orly, à 30 mn en voiture de la place de l'Opéra, hors encombrements. Construit en bordure du parc de Sceaux, il jouit d'une vue agréable. Un vaste ensemble de bureaux est en construction à proximité immédiate mais La Croix de Berny ne pourra devenir un pôle de bureaux en tant que tel, le quartier étant à dominante résidentielle et déjà dense. La concurrence à proximité est formée, d'une part, de Massy-Palaiseau, favorisé par la gare TGV et de vastes réserves foncières, d'autre part par le parc Silic d'Orly-Rungis, qui dispose déjà de 350 000 m<sup>2</sup> de bureaux mais ne bénéficie pas d'un RER direct. Foncia est tenu par un bail de neuf ans fermes à échéance de 2015. Elle a sous-loué en octobre 2006 un bâtiment à Coteba à 240 €/m<sup>2</sup> pour une durée de neuf ans.

- le 70, rue Saint-Lazare, composé de deux bâtiments communicants, l'autre donnant au 3 rue de Londres. Les deux actifs sont de petits immeubles du milieu du XIXe siècle pour totalisant 2300 m<sup>2</sup>, à usage de bureaux avec commerce au rez-de-chaussée rue Saint-Lazare. Rénovés, ils disposent de parkings souterrains avec entrée rue de Londres. Le centre de gravité du quartier des affaires de Paris s'est déplacé à l'ouest au fil des ans. La rue Saint-Lazare, autrefois relativement centrale, en est désormais la frange nord-est. L'ensemble est à 400 m du nœud exceptionnel de transports en commun de Saint-Lazare

(trains, 5 lignes de métros, RER E, bus) et 600 m de l'Opéra (RER A). Le loyer en cours est de 700 K€ soit 300 €/m<sup>2</sup>, ce qui laisse un potentiel d'appréciation significatif mais le bail n'échoie qu'en 2014.

## **Les marchés de Terres**

La stratégie de Terres sera orientée vers les petits actifs de centre-ville à dominante de commerce. Il convient toutefois d'évoquer aussi, rapidement, le marché des bureaux en région parisienne qui accueille la grande majorité des actifs actuels de la foncière.

### **Le marché du patrimoine existant : les bureaux en région parisienne**

Les bureaux en région parisienne sont repartis dans un cycle haussier en termes d'occupation et de loyers. En septembre 2006, le taux de vacance est revenu à 5,2 %, dont 3,8 % à Paris même (Source : CBRE). Malgré l'abondance des projets chez les promoteurs – plusieurs millions de mètres carrés, il faut compter au moins dix-huit mois pour édifier un immeuble de bureaux de bonne qualité, même sans grandeur hauteur (non-IGH) et jusqu'à trois ans pour une tour à La Défense. Malgré un retour marqué de la prise de risque, qui avait complètement disparue, les lancements en blanc sont encore récents. Les livraisons neuves en 2006 et 2007 resteront donc encore très contrôlées. En face, la demande reste soutenue. L'emploi salarié tertiaire en France continue d'afficher une progression sur un an de 1,5 % à fin septembre 2006. En appliquant ce taux au parc de bureaux francilien, environ 50 millions de mètres carrés, il faudrait livrer 750 000 m<sup>2</sup> pour maintenir la vacance au même niveau. Or, à ce stade de nos décomptes sommaires, il faudra sans doute attendre 2008 avant que ce rythme soit dépassé. Le retournement de cycle en termes de surface est donc loin de menacer, sauf accident macro-économique. Pareille tendance met, à l'évidence, à nouveau les propriétaires en position de force. Du côté des entreprises locataires, la prospérité est à son comble. Les marges des entreprises dans leur ensemble n'ont jamais été aussi élevées. En particulier, le secteur financier, l'un des premiers consommateurs de bureaux en Ile-de-France, dégage des profits jusqu'ici inimaginables. La compétition pour les surfaces entre des locataires prospères ne peut que se traduire par une tension sur les loyers. Nous n'anticipons pas d'emballlement aussi brutal qu'en 1999-2001 car le rythme de création d'emplois est loin d'être aussi vif et parce qu'une partie de ces créations est dérivée vers la province. De plus, les valeurs locatives n'étant pas retombées au plus bas lors du creux de 2002-2004, les loyers se rapprochent déjà de niveaux douloureux pour d'autres secteurs d'activité. Notre scénario demeure une très bonne tenue des loyers dans les quartiers des affaires (de la Bourse à la Défense), où l'offre ne peut être accrue. En banlieue, une tension temporaire est probable, mais, au-delà de 2008, elle peut être calmée par l'arrivée de surfaces supplémentaires. Terres n'aura pas à faire face à des libérations importantes sur son patrimoine de bureaux parisiens. Mais si tel devait être le cas, le marché assure aujourd'hui une certaine sécurité des flux.

### **Le marché des acquisitions pour Terres : commerces et bureaux de centre-ville**

#### **- Bureaux de centre-ville**

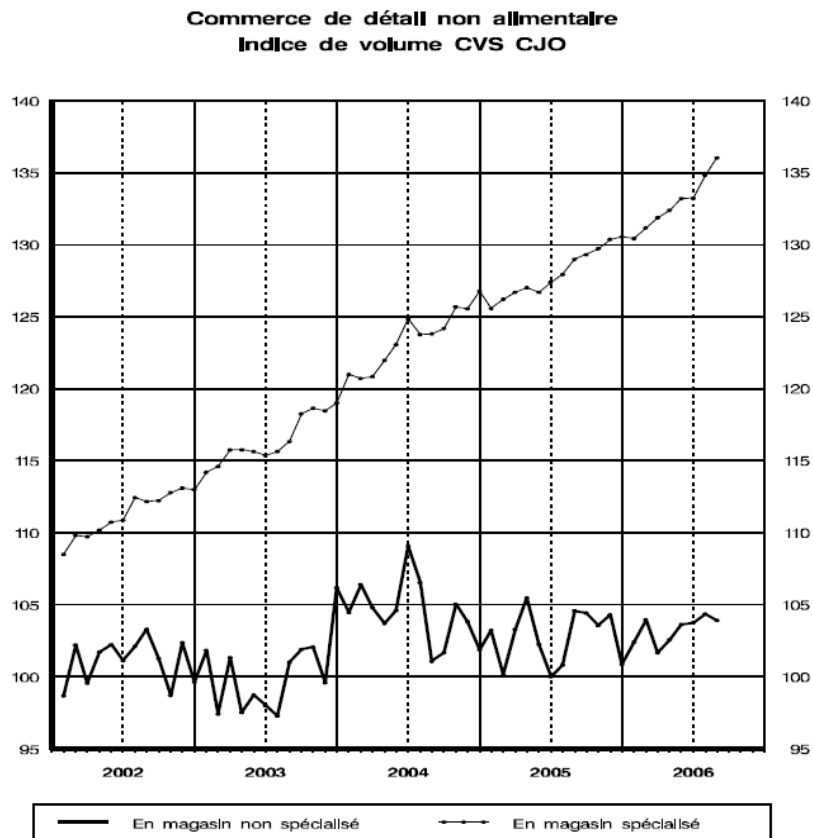
Les marchés provinciaux sont tous marqués par une relative abondance foncière, même si certaines villes sont gênées dans leur expansion par la mer ou la montagne, comme à Nice, Grenoble ou Annecy. La rente foncière peine donc à décoller au-dessus de la simple rémunération du coût de construction. Même à Lyon, première ville de province, il reste des réserves foncières près de la gare TGV de la Part-Dieu et les valeurs locatives ne dépassent quasiment pas la barre des 200 €, soit moins du tiers des loyers haut de gamme parisiens. Du coup, la hausse des loyers provoquée en région parisienne par les créations d'emplois ne se retrouve pas en province, alors pourtant que le taux de croissance y est plus élevé. Le loyer moyen des bureaux neufs dans les quinze premières métropoles régionales est passé

de 145 € en 2005 à 146 € au premier semestre 2006 (source : CBRE), soit moins que l'inflation.

Existe-t-il une protection du centre-ville ? Dans chaque métropole, quelques rues sont plus prestigieuses que d'autres. Mais on peut se demander à quels utilisateurs elles sont destinées. L'urbanisme à la française a – heureusement – préservé le caractère historique des centres-villes en évitant qu'on y construise, comme à Bruxelles, de grands immeubles de bureaux. La contrepartie de ce choix est que l'offre de bureaux centraux est essentiellement obsolètes. Pour simplifier, il s'agit d'immeubles du XIXe ou début du XXe siècle, parfois plus anciens encore, construits à usage de logements, comportant de petites surfaces, sans possibilité de câblage, de climatisation ni de parkings. Les grandes entreprises se réfugient donc en périphérie ou dans des quartiers neufs, comme Euralille, les Docks à Marseille ou la Part-Dieu à Lyon. Le marché des bureaux de l'hyper-centre reste adapté surtout aux utilisateurs solvables à petit effectif : avocats, experts-comptables, professions libérales. C'est une niche où les investissements doivent donc être réalisés avec une connaissance intime du tissu local.

#### - Commerces de centre-ville

Malgré la concurrence, d'un côté, des centres commerciaux avec leur air conditionné et leurs parkings, de l'autre des sorties de ville avec leurs enseignes à bas prix dans des cubes de tôle, les rues commerçantes de centre-ville ont réussi à tirer leur épingle du jeu au cours des dernières années. La concentration des réseaux de distribution sous forme d'enseignes nationales ou internationales a alimenté la demande pour ces emplacements dits n°1. Le graphique ci-dessous témoigne de la croissance plus forte et régulière des magasins spécialisés par rapport, notamment aux supermarchés et hypermarchés.



Chaque ville de province dispose d'une ou deux rues piétonnes dont la chalandise est forte. Il n'existe pas de barème diffusé des valeurs locatives car celles-ci sont extrêmement variables selon la localisation exacte et selon la nature du commerce exercé. Le loyer est avant tout proportionné de fait au chiffre d'affaires. Le taux d'effort varie de 2 % des ventes pour une grande surface alimentaire à 12 % pour un commerce spécialisé prospère. L'expérience montre que les ventes sont très sensibles au débit de piétons devant la vitrine et celui-ci tient à peu de choses (un passage piéton, une sortie de métro, etc.). La connaissance locale est donc, ici aussi, un critère essentiel.

### **Dans tous les secteurs, une chute des rendements**

Le secteur immobilier connaît ainsi une faveur mondiale depuis quatre ans environ à la faveur de différents facteurs communs : surabondance des liquidités, baisse des taux à long terme qui en est le corollaire, observation de la décorrélation de la performance des actifs immobiliers par rapport aux actions et obligations. Non seulement la baisse des rendements suit le recul des taux d'intérêt mais elle est accentuée par un goût plus marqué pour l'immobilier que dans le passé. A titre d'illustration, Calsters, 3<sup>e</sup> fond de pension américain gérant 144 Md\$ a annoncé en septembre 2006 son souhait de faire passer l'immobilier de 6 à 11 % de ses actifs dans 6 ans. Cet unique intervenant va donc injecter à lui seul 7,2 Md\$. En France, on attend en 2006 un montant total d'investissements record de l'ordre de 25 Md€ soit quasiment le cumul de tout ce qui avait été acquis en dix ans de 1990 à 1999 (28,4 Md€).

Non seulement la surabondance mondiale de liquidités crée une inflation sur tous les actifs non reproductibles, non seulement elle est aggravée dans le secteur immobilier, mais le marché des murs de commerces, isolés ou en galerie, provoque un attrait supérieur à la moyenne du marché. Les transactions importantes de commerces ne se sont pourtant guère développées car ce domaine est déjà très cartellisé. En matière de grandes centres, les grandes foncières européennes spécialisées (Rodamco Europe, Klépierre, Unibail, Hammerson, Corio, Eurocommercial, etc.) possèdent des positions fortes et ne sont pas vendeuses. La baisse des taux pousse à l'externalisation. En guise d'exemple, les murs de restaurants devaient procurer 9 à 10 % de rendement jusqu'en 2002 environ pour compenser le risque attaché à leur rentabilité fluctuante. En 2005, les murs de Buffalo Grill étaient encore expertisés avec un rendement de 8,5 % lors du changement de contrôle. En septembre 2006, ces mêmes murs ont été vendus à Klépierre pour 298 M€ moyennant un rendement de 6,3 %. Au même moment, la Foncière des Murs a acquis pour 119 M€ les murs des Courtepaille avec un rendement de 6,4 %. Il se dit qu'un important portefeuille de commerces en pied d'immeubles dans le 17<sup>e</sup> arrondissement de Paris a changé récemment de mains pour un rendement de 5 % et malgré un gisement de réévaluation des loyers relativement modéré. Rodamco Europe s'est récemment renforcé dans Vélizy 2 moyennant un rendement de 4,5 %.

## **4 - Prévisions de résultat**

Les hypothèses qui suivent sont celles de l'analyste financier, la société n'ayant émis aucune prévision détaillée.

### **Comptabilité**

Terreïs opte pour la comptabilisation des immeubles en coût amorti selon l'IAS 40. Les fonds propres comptables sont toutefois très proches de l'ANR compte tenu de la date récente de constitution de la société.

## Loyers

Les loyers en vigueur à la mi-2006 s'élèvent à 6,12 M€ en rythme annuel. La vacance est concentrée sur trois très petits actifs représentant 17 500 € de loyers par an, soit 0,3 % de la valeur locative totale. Le 29, rue Taitbout est vacant à compter du 1<sup>er</sup> octobre 2006 pour un loyer potentiel de 45000 €/an (0,7 % du total). Compte tenu de la forte demande observée sur les bureaux dans les quartiers d'affaires parisiens, nous supposons une relocation en six mois.

Nous supposons que le fort indice ICC observé au premier trimestre 2006 (+ 7,24 %), publié le 15 juillet et confirmé au second trimestre, produira ses effets au 1<sup>er</sup> janvier 2007. Pour les années ultérieures, l'indice devrait reprendre son évolution fortement corrélée au niveau général des prix. L'hypothèse est une indexation de 1,7 % par an.

## Charges d'exploitation

Terreïs est une société neuve, qui ne peut donc afficher d'historique quant à ses charges d'exploitation. Les charges immobilières sur le patrimoine existant sont supposées symboliques (0,1 M€) compte tenu de la prise en charge de la totalité des frais par le locataire Foncia, y compris l'art. 606 du Code Civil, et de la vacance insignifiante. Pour le patrimoine acquis, il est retenu des charges immobilières représentant 10 % des loyers.

Les frais généraux sont représentés par la commission de gestion acquittée à Foncia de 3,5 % des loyers, des frais de structure (CAC, expertises, communication financière, cotation) pour 200 K€, de 200 K€ de frais de recherche d'investissement (déplacements, expertises, géomètres, architectes, due diligences) et la rémunération du directeur des investissements et d'un assistant moyennant 250 K€. Il n'est donc pas prévu de rémunération significative de la présidence. La croissance à terme exigera des moyens supplémentaires mais qui devrait être proportionnés aux augmentations de capital nécessaires, de sorte que les coûts par action ne devraient pas progresser sensiblement.

## Dotation aux amortissements

Le mode de calcul par composants est supposé être équivalent à un amortissement sur 40 ans de la valeur des constructions, elles-mêmes fixées à 70 % de la valeur brute. La valeur nette comptable des immeubles au 30 juin 2006 s'élève à 82,64 M€ dont 68,6 M€ de constructions. S'agissant d'une société récemment constituée par apports d'actifs, les prix de revient comptables sont élevés et les dotations donc plus fortes que chez des foncières anciennes. Rappelons que si ces amortissements n'ont pas de contrepartie économique, ils sont en revanche pris en compte pour le calcul du résultat fiscal et donc de l'obligation de distribution attachée au régime SIIC.

## Investissements

Terreïs entend se développer par l'investissement de sa trésorerie et, au-delà, par le recours à l'emprunt. La société indique s'être fixé comme objectif d'atteindre une valeur du portefeuille immobilier d'environ 140 M€ à la fin de 2010. Cet objectif nous semble très modeste et ne ferait ressortir qu'un taux d'endettement (LTV, *loan to value*) de 45 %. Pour atteindre cet objectif, il faudrait investir moins de 50 M€ en quatre ans.

Foncia quitte environ 1350 M€ de loyers par an dans son périmètre actuel en France. Environ 10 % des baux portent sur de l'immobilier d'entreprise mais avec des loyers unitaires très sensiblement supérieurs (surfaces plus grandes et loyer au mètre carré plus élevé). En supposant un montant moyen double par rapport au logement, les loyers d'entreprises aujourd'hui quittancés par Foncia représenteraient 245 M€. Un taux de capitalisation moyen

de 7 % appliqué à ces loyers conduirait à estimer à 3,5 Md€ les actifs d'immobilier d'entreprise gérés. En supposant une rotation de propriété tous les quinze ans, Foncia disposerait chaque année d'un contact privilégié portant sur une masse de 230 M€. En imaginant 20 % d'achats au sein de ce portefeuille potentiel, les investissements annuels seraient de 46 M€. Ce calcul ne prend pas en compte les autres acquisitions que Terreïs pourrait entreprendre soit auprès de Foncia dans le cadre de l'achat de cabinets ou franchisés, soit directement sur le marché. Nous estimons que l'objectif d'investissement de Terreïs pourra aisément être atteint si les synergies avec le réseau Foncia sont effectives. Nous retenons des investissements portant le patrimoine à 143 M€ en prix de revient.

Nous supposons un rendement des investissements de 7 % brut, ramené à 6,3 % après 10 % de charges immobilières, en cohérence avec le rendement actuel du patrimoine. Les investissements à ce taux supposent, aujourd'hui, une forte présence provinciale.

### **Financement**

La dette est supposée renouvelée et conclue au taux de 4,7 %. Ce taux équivaut à une marge de 100 points de base sur le taux de l'OAT à dix ans (3,7 %).

Une fois la capacité d'emprunt saturée, nous tablons sur une ou plusieurs augmentations de capital pour accroître la taille de la société plutôt que sur une rotation accélérée des actifs. Ces augmentations de capital n'ont pas été prises en compte ici, en supposant que la rentabilité des fonds propres supplémentaires serait similaire à celle des fonds propres actuels. La rentabilité par action serait donc inchangée mais la valorisation boursière plutôt augmentée par une meilleure diversification locative et une plus grande liquidité de l'action.

### **Prévisions de dividende**

La politique de distribution est théoriquement contrainte par le régime SIIC (85 % du résultat courant et 50 % des plus-values). En pratique, les SIIC distribuent beaucoup plus que ce minimum de 85 %. L'indicateur de rentabilité pertinent est la CAF (résultat courant augmenté des éventuelles dotations amortissements des immeubles) et les foncières mûres distribuent environ 70 % de leur CAF, voire 90 % pour les plus agressives (Foncière Lyonnaise, Gecina). Les taux plus faibles (Klépierre) sont le fait de sociétés disposant d'un vaste réservoir d'investissement justifiant la thésaurisation d'une partie des ressources.

Rappelons que le calcul du résultat distribuable selon le régime SIIC est opéré par société et non de façon consolidée. La réévaluation ou non des actifs lors de l'entrée dans le régime est susceptible d'affecter la dotation aux amortissements future et donc le résultat distribuable.

**Prévisions**

<b>Résultat (M€)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Total loyers	6,12	7,96	10,55	11,78	12,00	12,22
Loyers patrimoine initial	6,12	6,56	6,67	6,79	6,90	7,02
Loyers investissements		1,40	3,87	5,16	5,60	6,05
Loyers cessions		0,00	0,00	-0,17	-0,51	-0,85
Charges d'immeubles		0,34	0,59	0,72	0,76	0,80
Gestion par Foncia		0,28	0,37	0,41	0,42	0,43
Frais généraux	0,65	0,66	0,67	0,68	0,70	0,71
EBE		6,68	8,92	9,97	10,12	10,28
Dot. amortissement LS		1,85	2,48	2,75	2,75	2,75
Rés. exploitation		4,83	6,44	7,22	7,38	7,53
Rés. financier		-1,31	-2,75	-3,34	-3,20	-3,07
Résultat courant		3,52	3,69	3,88	4,17	4,46
IS		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rés. net courant		3,52	3,69	3,88	4,17	4,46
CAF nette		5,37	6,17	6,63	6,92	7,21
Distribution courante (N)	0,00	2,91	3,23	3,54	3,86	4,17
<b>Bilan (M€)</b>						
Patrimoine VV DC	87,8	129,3	161,5	164,2	167,0	169,9
Patrimoine VBC	82,6	122,6	152,6	152,6	152,6	152,6
Acquisitions	0,0	40,0	30,0	5,0	5,0	5,0
Cessions	0,0	0,0	0,0	5,0	5,0	5,0
Capex	0,1	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5
Var. BFR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dette financière nette	10,52	45,5	72,6	69,7	66,8	63,9
Dette financière moyenne		28,0	59,1	71,2	68,2	65,3
<b>Actif net réévalué (M€)</b>						
ANR de remplacement	74,4	81,2	86,7	92,8	99,0	105,2
ANR de liquidation	71,4	75,9	79,6	85,5	91,4	97,3
<b>Données par action (€/a)</b>						
Nombre d'actions en millions	7,872	7,872	7,872	7,872	7,872	7,872
Moyen dilué (CAF)		7,872	7,872	7,872	7,872	7,872
Fin d'année dilué (ANR)	7,872	7,872	7,872	7,872	7,872	7,872
Droit au dividende	7,872	7,872	7,872	7,872	7,872	7,872
CAF nette		0,68	0,78	0,84	0,88	0,92
Résultat net courant		0,45	0,47	0,49	0,53	0,57
Dividende	0,00	0,37	0,41	0,45	0,49	0,53
ANR de remplacement	9,45	10,32	11,01	11,79	12,58	13,36
ANR de liquidation	9,07	9,65	10,12	10,86	11,61	12,36

<b>Ratios</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Endettement (LTV)	12%	35%	45%	42%	40%	38%
EBE/loyers		84%	85%	85%	84%	84%
CAF N / ANR N-1		7,22%	7,59%	7,65%	7,45%	7,28%
RCN/CAF		66%	60%	59%	60%	62%
Div/CAF nette/action		54%	52%	53%	56%	58%
Div/RCN		83%	87%	91%	92%	94%
Div/ANR-R N-1		4,7%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%

## 5 - Actif net réévalué

### Expertise des valeurs vénales

Le patrimoine a fait l'objet d'une expertise des valeurs vénales par Atis Real qui conclut à une valeur de 82,9 M€ hors taxes ou hors droits pour le périmètre détenu au 30 juin 2006. Les immeubles d'Antony (35,4 M€) et Oloron (0,2 M€) sont soumis au régime de la TVA. Le patrimoine soumis au régime des droits est donc de 47,3 M€, soit, au taux de 6,2 % retenu par l'expert, des droits de 2,9 M€, soit une valeur du patrimoine droits compris de 85,8 M€

### Test des valeurs locatives

La mission de l'expert ne comportait pas d'évaluation explicite et systématique des valeurs locatives. En l'espèce, cette évaluation eut été utile puisque, d'une part, nombre des baux ont été signés par Foncia avec sa filiale à 100 %, donc à une valeur pouvant être de convenance, et, d'autre part, le patrimoine comporte de nombreux actifs de petite taille, en province et de nature commerciale ce qui ne permet pas de procéder à une estimation théorique des valeurs locatives.

Nous avons procédé à une observation empirique. Les quelques valeurs (€/m<sup>2</sup>) pouvant paraître élevées en première approche (Toulouse, Mérignac) portent sur des surfaces très mineures à l'échelle du patrimoine et ont été expertisées avec des rendements forts, supérieurs à 10 %. Les deux principaux immeubles, qui pèsent 50 % du total des loyers, nous semblent loués à des valeurs égales ou inférieures à celles du marché. A 220 €/m<sup>2</sup>/an, le loyer de l'immeuble de la Croix de Berny à Antony est conforme aux 210-230 €/m<sup>2</sup> que, à quelques minutes de voiture, Silic tire de ses grands bureaux neufs dans le parc d'Orly-Rungis. De plus, la sous-location de cet immeuble d'Antony par Foncia en 2006 a été conclue à 240 €/m<sup>2</sup>. Le loyer de Foncia sera porté à 236 € par le jeu du prochain indice. Concernant l'immeuble de la rue Saint-Lazare (0,7 M€/an, soit 11 % des loyers totaux), l'expert a noté une sous-évaluation de 20 % par rapport aux loyers de marché. Au total, les loyers ne nous semblent donc pas receler de risque significatif de surévaluation.

### Calcul de l'ANR

L'actif net réévalué est mesuré soit en valeur de reconstitution (droits compris, avant impôt sur les plus-values latentes) soit en valeur de liquidation (hors droits, après impôt). L'impôt disparaissant dans le régime SIIC, l'écart entre les deux valeurs n'est plus constitué que des droits. On notera le poids de l'immeuble d'Antony (35,4 M€ soit 43 % de la valeur des actifs et 48 % de l'ANR) actuellement sous le régime de la TVA et qui passera sous le régime des droits en 2010. Il y aura alors un recul potentiel de la valeur hors droits de 2 M€ ou 3 % de l'ANR hors droits actuel.

En M€	HD	DC
Actif net comptable 30/6/2006	30,4	30,4
VNC des immeubles	82,6	82,6
VV des immeubles	82,9	85,8
ANR au 30/6/2006	30,7	33,6
Réévaluation S2 2006	2,5	2,6
CAF S2 2006	1,3	1,3
Apports pré-introduction (ORA)	25,0	25,0
Augmentation de capital IPO	12,6	12,6
Frais introduction	-0,7	-0,7
Prov. pour exit tax	0,0	0,0
ANR valeur 31/12/2006	71,4	74,4
Nombre d'actions dilué après intro.	7 871 693	7 871 693
En €/action	HD	DC
ANR valeur 31/12/2006	9,07	9,45

Le point de départ du calcul de l'ANR est constitué des comptes pro forma au 30 juin 2006, déjà dressés sous l'hypothèse d'une option pour le régime SIIC. Compte tenu de la date récente des acquisitions ou des apports, la plus-value latente est modique et l'exit tax est, en conséquence, mineure, à 1,41 M€. Elle a déjà été soustraite aux fonds propres dans les comptes pro forma au 30 juin 2006. Le profit du second semestre est supposé égal à celui du premier mais en retirant l'impôt puisque l'effet du régime SIIC ne sera réel qu'en 2007.

## 6 - Valorisation

### Degré de risque

#### Points forts

- patrimoine détenu à forte visibilité
- réussite d'entrepreneur du dirigeant et actionnaire majoritaire
- capacité d'alimentation par le réseau Foncia
- faiblesse du point mort par la délégation

#### Points faibles

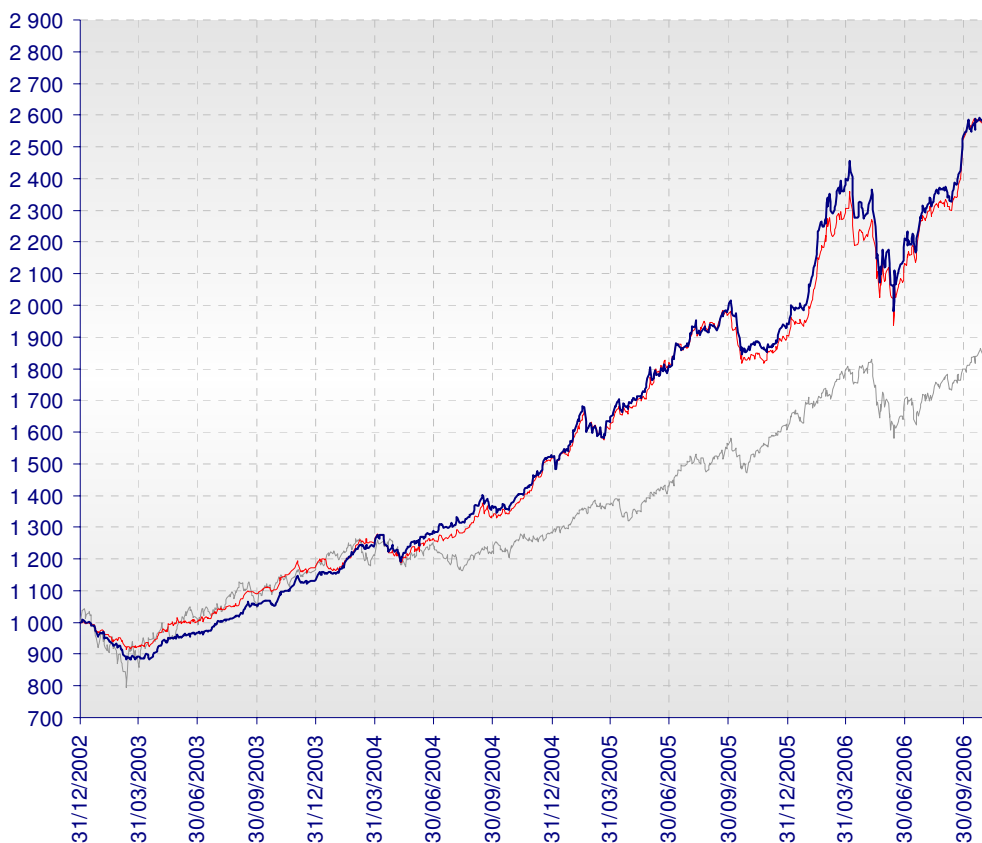
- absence de diversification des locataires actuels
- équipe très réduite
- taille boursière modeste et liquidité en conséquence
- faible endettement en l'état, dans un marché très concurrentiel

### Conjoncture sectorielle

La conjoncture boursière demeure excellente et plus encore pour les foncières. Unibail a affiché le 16 novembre 2006 un plus haut historique de son cours à 185 €. L'indice IEIF des foncières françaises est en hausse de 41 % au 25 novembre 2006 par rapport au début de l'année après trois années de hausse puissante. Le graphique ci-dessous montre la sur-performance des cours des SIIC face à l'indice SBF 250. Cette tendance est commune à tous les pays : l'indice IEIF des foncières de la zone euro hors France gagne 47 % sur la même période et celui de la Grande-Bretagne (en livres) 36 %. Aux Etats-Unis, les actions des Reits gagnent 37,2 % depuis le début de l'année (source Nareit). Non seulement l'affaiblissement récent du marché du logement américain n'a pas eu d'effet, mais les cours

des Reits dédiés au logement restent proches de leur plus haut historique, gagnant 43,5 % depuis le début de l'année.

Sur tous ces marchés, l'envolée des cours en 2006 n'est que la continuation d'une hausse brutale initiée il y a quatre ans. Les explications sont les mêmes que celles avancées plus haut pour justifier la progression des prix immobiliers : abondance des liquidités, baisse des taux d'intérêt associée, préférence pour une classe d'actifs autonome. L'irruption du statut SIIC en France n'explique qu'environ 10 % de progression sur 170 % accumulés depuis son adoption.



**Base 1000 au 31/12/2002**

### Composition du capital

A la veille de l'introduction en bourse, le capital est composé de 3 632 861 actions. En outre, 2 815 315 ORA ont été émises en octobre 2006 à 8,88 € soit 25 M€ à échéance maximale du 29 décembre 2006, remboursables en autant d'actions lors de l'introduction. Le capital est ainsi porté à 6 448 176 actions. Nous avons supposé une augmentation de capital supplémentaire ouverte au public de 12,6 M€ à un prix égal à celui de l'émission des ORA (8,88 €/action), soit 1 423 517 actions supplémentaires. **Le capital après introduction sera composé de 7 871 693 actions.** Il n'existe pas d'autre titre donnant accès au capital.

### Actionnariat

Les statuts de Terreïs ne prévoient pas d'attribution de droit de vote double. Terreïs ne détient pas d'auto-contrôle. Un programme de rachat a été voté en septembre 2006 pour une durée de 18 mois. Il porte sur 10 % maximum du capital ou 3 M€ (ce qui représenterait plutôt

### Actionnariat avant introduction

Actionnaires	Nombre d'actions	%
Famille Lorenzetti	5 150 226	79,87%
Foncia Groupe	999 200	15,49%
Jacques Ferran	157 532	2,44%
Foncière Floquet	108 141	1,68%
SCI Jouer	32 677	0,50%
François Lepicard	400	0,01%
<b>Total</b>	<b>6 448 176</b>	<b>100%</b>

Foncia est détenu à hauteur de 68,4 % par la famille Lorenzetti, le solde du capital étant réparti entre de nombreux investisseurs dont aucun ne détient plus de 5 %. Le poids de la famille Lorenzetti dans Terreïs sera dilué par l'augmentation de capital réalisée à l'introduction. Il sera accru à nouveau à l'issue de la distribution des actions Terreïs aux actionnaires de Foncia. La répartition du capital serait alors la suivante.

### Actionnariat estimé après introduction et distribution des actions Terreïs aux actionnaires de Foncia

Actionnaires	Nombre d'actions	%
Famille Lorenzetti	5 833 679	74,11%
Public	1 739 264	22,10%
Jacques Ferran	157 532	2,00%
Foncière Floquet	108 141	1,37%
SCI Jouer	32 677	0,42%
François Lepicard	400	0,01%
Foncia Groupe	0	0,00%
<b>Total</b>	<b>7 871 693</b>	<b>100%</b>

### Méthodes de valorisation : primauté de l'ANR

Une particularité de Terreïs est de détenir un montant de trésorerie très important par rapport à sa taille. L'ANR de 74,4 M€ (droits compris, valeur 31 décembre 2006) peut être décomposé :

- d'une part, en un patrimoine d'environ 88 M€ financé par une dette brute de 50 M€, soit un ANR de 38 M€,
- d'autre part en une trésorerie de 36 M€.

On peut donc considérer que l'entreprise introduite est composée de liquidités pour plus de 50 % de sa valeur. Dans ces conditions, l'actif net réévalué constitue de loin le premier élément de valorisation. Toutes les autres approches fondées sur la rentabilité reposent largement sur la réalisation d'hypothèses d'investissement qui peuvent être sensiblement modifiées par les obstacles ou les opportunités du marché immobilier. Enfin, on notera que la moitié du capital avant introduction aura été souscrit fin 2006 par Jacky Lorenzetti sous forme d'ORA sur la base d'une valeur de 8,88 € par action.

## Entreprises comparables

Terreïs ne possède pas d'équivalent strict. Compte tenu de l'orientation souhaitée vers les commerces, il convient d'évoquer les grandes foncières spécialisées, mais leur profil est très éloigné de celui du Terreïs de demain. Les sociétés comparables sont les foncières récentes qui affichent une faible diversification locative ou dont la capitalisation boursière est inférieure à 100 M€.

### - Les grandes foncières de commerce

Les grandes foncières de commerces de la zone euro sont principalement originaires de France et des Pays-Bas. En France, les principales capitalisations sont Unibail, Klépierre, et Mercialis. Altarea n'est pas pris en compte ici. Son caractère historique de promoteur lui confère un pipeline considérable hors de l'ANR et le flottant symbolique n'assure pas le caractère significatif du cours de bourse.

#### Grandes foncières de commerce françaises

	Cours €	Capi. M€	P/CAF			Rendement			P/ANR		
			2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Klépierre	124,50	5 747	26,4	21,7	18,9	2,2%	2,4%	2,7%	1,65	1,29	1,16
Mercialys	31,20	2 275	35,6	31,2	25,1	1,9%	2,2%	2,5%	1,83	1,63	1,48
Unibail	180,50	8 287	32,8	27,7	26,1	2,2%	2,4%	2,7%	1,82	1,39	1,33
Moyenne		5 436	31,6	26,9	23,4	2,1%	2,3%	2,6%	1,76	1,44	1,33

Source des prévisions : Invest Securities

On notera la prime très élevée par rapport à l'actif net de remplacement. Cela tient, en partie, à un retard des expertises par rapport au marché (mais le marché est lui-même peu actif faute de vendeurs). La prime matérialise surtout, pour Klépierre et Unibail, un « pipeline » de projets de promotion pour compte propre très important et des équipes étoffées qui disposent d'une certaine capacité à le renouveler. Pour Mercialis, la valorisation élevée s'explique plutôt par l'attrait spéculatif attaché à une possible cession du contrôle par Casino.

Les foncières de commerce néerlandaises (Corio, Rodamco Europe, Eurocommercial Properties) affichent des valorisations similaires. L'actif net réévalué publié par les foncières néerlandaises n'est pas homogène. Eurocommercial raisonne sur une valeur de reconstitution alors que les autres publient des valeurs liquidatives. Rodamco Europe intègre une partie des plus-values latentes sur les projets.

#### Foncières de commerce néerlandaises

	Cours	Capi. M€	PE			Rendement		
			2005	2006	2007	2005	2006	2007
Corio	57,65	3 877	19,0	18,8	17,8	4,2%	4,3%	4,6%
Eurocommercial Properties	38,00	1 340	23,8	22,5	20,9	4,2%	4,4%	4,6%
Rodamco Europe	94,15	8 439	24,7	22,6	21,2	3,6%	3,9%	4,2%
Vastned Retail	70,00	1 183	19,8	18,7	17,7	5,1%	5,4%	5,7%
Moyenne		3 710	21,8	20,7	19,4	4,3%	4,5%	4,8%

Source des prévisions : consensus JCF

Ces grandes foncières sont toutes orientées vers les centres commerciaux et non vers les murs de boutiques. Seule Sélectirente est spécialisée dans les murs. La Foncière Masséna dispose également d'un patrimoine de commerces, de plus petite taille. La société est en cours de changement de contrôle. Sa capitalisation ne reflète donc pas une valeur boursière

usuelle de minoritaire. Le secteur sera prochainement rejoint par Klémurs, filiale de Klépierre dédiée aux murs de boutiques et dotée pour commencer des 300 M€ de restaurants loués à Buffalo Grill.

### - Les foncières peu diversifiées

Trois foncières sont, comme Terreïs, peu diversifiées dans leurs locataires. Comme Terreïs, toutes trois sont des foncières constituées récemment qui ont vocation à diversifier leurs recettes au fur et à mesure des acquisitions qui pourront être amplifiées par d'éventuels appels au marché. Du fait de leur jeunesse, elles ne disposent pas non plus de réservoir de projets. La Foncière des Murs est très tributaire d'Accor, Vectrane de Pierre et Vacances et Cegereal ne dispose que de trois immeubles.

#### Foncières moyennes peu diversifiées

	Cours €	Capi. M€	P/CAF			Rendement			P/ANR		
			2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Cegereal	36,77	492	ns	15,9	14,1	ns	3,8%	4,2%	ns	0,93	0,89
Foncière des Murs	91,00	947	15,7	14,4	13,1	3,0%	4,0%	4,5%	1,12	0,92	0,88
Vectrane	17,10	281	12,5	12,0	11,7	3,3%	3,9%	4,3%	1,19	1,11	1,04
Moyenne		573	14,1	14,1	13,0	3,1%	3,9%	4,3%	1,16	0,99	0,94

Source des prévisions : Invest Securities

Le tableau ci-dessus montre le grand écart de valorisation entre, d'un côté, les foncières de commerces, de large capitalisation, disposant de projets de promotion pour compte propre, une équipe dédiée au large effectif et à la compétence reconnue, et, de l'autre, les foncières sans historique, sans équipe, moins liquides et propriétaires de bureaux ou d'actifs spécifiques (murs d'hôtels et de maisons de retraite pour Foncière des Murs ou parcs de séjour pour Vectrane). Ces trois titres sont valorisés au-dessous de leur actif net réévalué de remplacement de 2006 (le franchissement de ce seuil par Vectrane ne date que de quelques jours). Le multiple de cash-flow n'est que de 12 à 14 fois la prévision pour 2007 quand les grandes foncières de commerces françaises et néerlandaises valent 18 à 26 fois le même solde.

### - Les petites foncières

Les foncières françaises de petite taille (capitalisation de 50 à 70 M€) font actuellement ressortir une valorisation proche de leur actif net réévalué de remplacement estimé pour la fin 2006, voire avec une décote. Parallèlement, les grandes foncières affichent des primes très significatives par rapport à ce même ANR. Cet écart de valorisation s'inscrit dans une conjoncture boursière où les petites capitalisations sont moins appréciées. L'indice Small 90 affiche un repli de 10,2 % sur son sommet de mai 2006 alors que le CAC 40 a depuis battu un nouveau record annuel.

#### Petites foncières

	Cours €	Capi. M€	P/CAF			Rendement			P/ANR		
			2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Paref	73,90	54	ns	14,2	11,9	ns	1,5%	4,7%	1,04	0,98	0,93
Sélectirente	43,70	53	16,7	13,7	11,4	2,7%	2,9%	3,0%	1,09	1,00	0,89
Züblin Immobilière	14,90	59	ns	ns	10,3	ns	3,8%	4,0%	1,18	1,06	0,90
Moyenne		55	16,7	13,9	11,2	2,7%	2,7%	3,9%	1,10	1,01	0,90

Source des prévisions : Invest Securities. Pour Züblin, la CAF est "pro forma".

Züblin Immobilière est à la tête de quatre immeubles de bureaux en banlieue ouest. Peref détient à la fois un portefeuille de bureaux en région parisienne et une activité de gestion pour compte de tiers. Sélectirente est la foncière la plus comparable au Terreïs de demain car spécialisée dans les murs de boutique. Elle sous-traite également toute sa gestion, en l'occurrence au groupe Sofidy, qui gère également des SCPI. On pourrait ajouter SFPI (Foncière Paris-Ile de France), également de constitution récente. Nous passons sur le cas des nombreuses coquilles cotées réactivées en foncières et dont la capitalisation est du même ordre que celle de Terreïs. Leur flottant est symbolique et le cours de bourse n'en est donc pas significatif.

### - Synthèse des comparaisons

Terreïs est, à ce jour, une foncière à forte dominante de bureaux. Il ne nous paraît pas réaliste de lui attribuer dès aujourd'hui une prime qui serait attachée à une spécialisation future dans le commerce qui reste entièrement à construire. La plupart de ces foncières petites ou moyennes, de constitution récente ou peu diversifiées, ont commencé leur vie boursière par une période de purgatoire se traduisant par une oscillation de faible ampleur autour de l'actif net réévalué de remplacement : Cegereal, Foncière des Murs, Mines de La Lucette, Peref, SFPI, Vectrane, Züblin Immobilière. Les cours ont ensuite pris de la hauteur une fois le programme d'acquisition bien entamé et dans des conditions satisfaisantes. C'est la raison pour laquelle, il nous paraît raisonnable de fixer la valorisation de Terreïs autour de son actif net réévalué.

### Conclusion de la valorisation

Au total, la fourchette pouvant déterminer l'objectif de cours nous semble étroite :

1° Une prime significative sur l'ANR semble difficile à supposer pour une petite société (à l'échelle boursière),

2° Une décote marquée sur cet ANR paraît également peu probable compte tenu de la rentabilité correcte de l'ANR avec le seul patrimoine existant.

Une cotation à l'ANR de remplacement ferait ressortir les ratios suivants :

<b>Valorisation</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Cours (€) :	9,45 €	Capitalisation boursière (M€) :			74,4
P/ANR de remplacement	0,92	0,86	0,80	0,75	0,71
P/ANR de liquidation	0,98	0,93	0,87	0,81	0,76
P/CAF	13,9	12,1	11,2	10,8	10,3
Rendement	3,92%	4,34%	4,76%	5,19%	5,61%

Ces ratios sont cohérents avec ceux du secteur, voire inférieurs à partir de 2008. Nous estimons que le cours pourra connaître une appréciation en fonction de la réalisation effective du plan d'investissement que nous avons supposé.

En souscrivant à l'ANR de remplacement après exit tax du régime SIIC en valeur du 31 décembre 2006 (9,45 €/action) et en revendant à la valeur du même ANR cinq ans plus tard, l'actionnaire obtiendrait une rentabilité de 11,5 % par an. Rappelons que cet ANR 2011 est calculé à rendement locatif constant. La valeur des immeubles est donc supposée avoir progressé comme les loyers (1,7 %/an) sur la période. Le calcul est indiqué ci-dessous :

Date	10/12/2006
TRI dividendes	11,50%
TRI valeur finale	11,50%

Date de versement	mai-07	mai-08	mai-09	mai-10	mai-11
Dividende	0,00	2,91	3,23	3,54	3,86
Valeur actualisée	0,00	2,48	2,47	2,43	2,37

Somme dividendes	9,7 M€
ANR rempl. 2011	105,2 M€
Valeur actuelle de l'ANR 2011	64,6 M€

Valorisation totale	74,4 M€
Valorisation par action	9,45 €/action

Cette rentabilité nous semble satisfaisante dans la mesure où elle repose sur une hypothèse d'investissement modeste.

Notre objectif de cours est donc égal à l'ANR de remplacement après exit tax du régime SIIC soit 74,4 M€ ou 9,45 €/action.

Invest *S*ecurities  
Société de Bourse

126, rue Réaumur

75002 PARIS

Tél : 01 44 88 77 99

Fax : 01 44 88 77 90

[www.invest-securities.com](http://www.invest-securities.com)