


ACHAT vs NEUTRE

OBJECTIF : 10,9€ (vs 9,2€)  +29%

ETUDE DE SUIVI

UN PROFIL AMÉLIORÉ AVEC DISCIPLINE

A la tête d'un patrimoine de 423,5m€ dorénavant parisien (90% des actifs), SCBSM bénéficie de la bonne orientation des valeurs locatives parisiennes. Sa situation bilancielle désormais plus lisible et saine (LTV DC à 37,3%) autorise une rotation d'actifs qui permettra d'améliorer encore la qualité moyenne des actifs. Nos attentes en termes de RNR (+4,1% par an en moyenne sur cinq ans) et d'ANR (+4,9%) sont certes portées par une distribution modérée mais attestent de la résilience du véhicule. Notre objectif de cours (10,9€ vs 9,2€) profite de cet environnement et justifie l'adoption d'une recommandation ACHAT (vs NEUTRE).

Bruno Duclos
+33 1 73 79 53 79
bduclos@all-invest.com

Document achevé de
rédiger le 17/12/2024 17:41

Document publié le
17/12/2024 17:41

Un portefeuille désormais bien positionné

SCBSM est aujourd'hui à la tête d'un portefeuille clairement parisien mais poursuit avec discipline son optimisation en arbitrants ses actifs périphériques et en se renforçant à Paris. Le patrimoine de SCBSM a clairement gagné en lisibilité mais la mutation ne s'est pas faite au détriment de la création de valeur qui reste l'une des meilleures du secteur sur longue période (+7,4% par an en moyenne depuis 2010 pour l'ANR et les dividendes). Le potentiel de réversion sur les actifs parisiens est toujours positif (+2%) malgré les indexations récentes et les actifs peuvent encore être optimisés. Les actifs franciliens et provinciaux (10% du patrimoine) sont les plus faibles du patrimoine et sont destinés à être cédés : leur vacance déjà élevée et la présence de potentiels de réversion (particulièrement en Île-de-France) limitent les risques.

Une situation bilancielle qui autorise une gestion dynamique du portefeuille

La situation bilancielle s'est nettement améliorée (LTV DC 37,3%), en particulier grâce à la gestion fine de l'ORNANE aujourd'hui convertie ou remboursée. Dans un contexte de stabilisation des valorisations d'actifs, la foncière peut donc envisager des acquisitions comme celle annoncée ce jour de l'ensemble Haussmann qui viendront en complément d'arbitrages d'actifs périphériques nécessairement étalés dans le temps. Sur la base d'une distribution toujours modérée (0,17€/action) le RNR/action progresserait de +4,1% par an d'ici 2029 et l'ANR de liquidation de +4,9%.

Une valorisation portée par un environnement plus favorable

La meilleure visibilité sur les marchés locatifs comme sur les valorisations justifie notre révision à la hausse de notre objectif de cours à 10,9€/action (vs 9,2€). Nous n'intégrons pas, à ce stade, d'intérêt spéculatif sur le titre vu l'atonie des marchés d'investissement mais notons que notre valorisation intrinsèque fait apparaître une décote significative par rapport à l'ANR qui bénéficie de la forte thésaurisation du résultat.

Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse.

en €/ action	24/25e	25/26e	26/27e	Informations clés			
RNR ajusté	0,80	0,88	0,92	Cours de clôture du 16/12/2024	8,6		
var. 1 an	+1,2%	+10,9%	+3,8%	Nb d'actions (m)	13,7		
Révisions	n.s.	n.s.	n.s.	Capitalisation (m€)	117		
				Capi. flottante (m€)	30		
				ISIN	FR0006239109		
				Ticker	CBSM-FR		
				Secteur DJ	Finance		
					1m	3m	Dp 31/12
				Variation absolue	+2,4%	+1,2%	-7,1%
				Variation relative	-0,8%	-1,3%	-15,1%

* FCF avant BFR rapporté à la VE

Source : Factset, estimations Invest Securities

SOMMAIRE

1 – Un recentrage patrimonial quasiment achevé	P.5
1.1 2005-2008 : une croissance rapide	P.5
1.2 2008-2012 : une phase de rationalisation du portefeuille et du passif	P.5
1.3 2012-2024 : un recentrage conduit avec discipline sur les bureaux parisiens	P.5
1.4 Un historique de création de valeur parmi les meilleurs des SIIC	P.6
1.5 Un actionnariat de référence désormais majoritaire	P.8
1.6 Une gestion externalisée au coût logique vu la taille de la société	P.9
2 - Un portefeuille offrant une meilleure visibilité	P.11
2.1 Un patrimoine parisien bien positionné pour bénéficier de la pénurie (90% du patrimoine)	P.12
2.2 Un portefeuille francilien marqué par le changement de paradigme (7% du patrimoine)	P.13
2.3 Un portefeuille en province en moyenne faible mais au poids très limité (3% du patrimoine)	P.14
2.4 Un gisement de loyers protecteur	P.15
2.5 Des optimisations à venir après la réussite des travaux sur l'immeuble Ponthieu	P.17
3- Une excellente résilience face à la crise	P.18
3.1 Un résultat 23/24 en forte hausse malgré la crise	P.18
3.2 Vers une croissance régulière des loyers	P.18
3.3 Des valorisations d'actifs en voie de stabilisation	P.19
3.4 Un endettement en baisse régulière	P.19
3.5 Des RNR et ANR résilients à moyen terme malgré la hausse des taux d'intérêt	P.20
3.6 Valorisation et recommandation	P.21
Avertissement	p.23

DONNÉES FINANCIÈRES

Données par action	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e
RNR ajusté dilué	0,53	0,57	0,72	0,69	0,79	0,80	0,88	0,92
var.	+155,4%	+6,0%	+27,6%	-4,5%	+14,1%	+1,2%	+10,9%	+3,8%
Dividende	0,00	0,00	0,15	0,00	0,17	0,17	0,17	0,17
Dividende du consensus	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Ecart /consensus	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
ANR EPRA NRV (remplacement)	17,17	19,21	21,21	19,79	20,23	21,17	22,16	23,18
ANR EPRA NTA (continuation)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
var.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
ANR EPRA NDV (liquidation)	15,67	16,99	18,68	18,02	18,22	19,05	20,00	21,02

Ratios de valorisation	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e
P/RNR	14,2x	13,6x	12,8x	13,4x	12,1x	10,7x	9,6x	9,3x
Rendement du dividende	n.s.	n.s.	1,6%	n.s.	1,8%	2,0%	2,0%	2,0%
P/ANR NRV	0,44x	0,40x	0,44x	0,47x	0,47x	0,40x	0,38x	0,37x
P/ANR NTA	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
P/ANR NDV	0,48x	0,45x	0,50x	0,51x	0,52x	0,45x	0,43x	0,40x
Loyers bruts/VE	4,6%	5,3%	4,9%	5,8%	6,2%	6,6%	7,4%	7,8%
Loyers nets/VE	3,3%	3,9%	3,8%	4,5%	5,0%	5,3%	5,9%	6,3%
EBITDA récurrent/VE	4,3%	4,5%	4,3%	5,0%	5,5%	5,8%	6,4%	6,8%
FCF yield opérationnel	5,0%	5,2%	4,8%	5,5%	6,0%	6,2%	6,9%	7,2%

NB : les ratios sont calculés sur le cours moyen annuel pour les exercices terminés

Valeur d'Entreprise (m€)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e
Nombre moyen d'actions retenu (m)	14,694	14,829	13,393	13,519	13,710	13,635	13,635	13,635
Cours en €	7,6	7,7	9,3	9,2	9,5	8,6	8,6	8,6
Capitalisation	111,6	113,7	124,2	124,9	130,8	116,6	116,6	116,6
Dette fi. nette éco. pdg	170,3	163,4	199,1	173,9	168,0	174,5	166,6	158,3
+/- corrections	0	0	0	0	0	0	0	0
Valeur d'Entreprise (VE)	281,9	277,1	323,3	298,8	298,8	290,4	282,5	274,2

NB : Cours moyen annuel pour les exercices terminés

Ratios financiers (%)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e
Loyers nets / Loyers bruts	71,6%	74,4%	77,8%	78,7%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%
EBITDA locatif/Loyers bruts	93,5%	85,6%	87,9%	87,2%	88,8%	87,4%	86,7%	86,6%
EBITDA locatif/Loyers nets	130,6%	115,1%	112,9%	110,8%	111,0%	109,2%	108,3%	108,2%
EBITDA promotion/CA promotion	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
EBITDA total/CA total	93,5%	85,6%	87,9%	87,2%	88,8%	87,4%	86,7%	86,6%
RNR ajusté/CA total	52,8%	50,4%	56,1%	52,3%	57,8%	56,7%	57,5%	58,3%
Capex - Maintenance/Loyers bruts	-13,1%	-12,4%	-8,2%	-7,6%	-7,0%	-6,9%	-6,3%	-6,1%
Capex - Maintenance/Pat. Éco. HD	-0,5%	-0,5%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
EBITDA total /Pat. Éco. total DC	3,2%	3,1%	3,0%	3,3%	3,7%	3,6%	3,8%	3,9%
RNR / ANR NDV	3,4%	3,3%	3,9%	3,8%	4,3%	4,2%	4,4%	4,4%
Dividende/ANR NDV	0,0%	0,0%	0,8%	0,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%
Dividende/RNR	0,0%	0,0%	20,8%	0,0%	21,6%	21,4%	19,3%	18,6%
LTV économique HD	46,4%	43,2%	45,2%	41,0%	39,7%	39,4%	37,2%	34,9%
DN éco./ANR NDV	80,2%	71,4%	82,1%	70,4%	67,6%	67,2%	61,1%	55,2%
DN éco./EBITDA total	13,9x	13,0x	14,2x	11,6x	10,1x	10,4x	9,2x	8,5x
ICR économique	2,1x	2,2x	2,6x	2,5x	2,9x	2,9x	3,0x	3,1x

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

DONNÉES FINANCIÈRES

Compte de résultat éco. (m€)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e
Loyers bruts	13,1	14,6	16,0	17,2	18,7	19,1	20,9	21,4
croissance organique	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
var.	+4,3%	+11,8%	+9,3%	+7,4%	+8,7%	+2,4%	+9,4%	+2,5%
Loyers nets	9,4	10,9	12,4	13,5	14,9	15,3	16,7	17,1
var.	-18,0%	+16,0%	+14,4%	+8,6%	+10,5%	+2,4%	+9,4%	+2,5%
EBITDA locatif récurrent	12,2	12,5	14,1	15,0	16,6	16,7	18,1	18,6
var.	+24,0%	+2,3%	+12,2%	+6,6%	+10,7%	+0,8%	+8,5%	+2,3%
CA autres activités	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA autres activités récurrent	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Autres prod. & chg op.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA total récurrent	12,2	12,5	14,1	15,0	16,6	16,7	18,1	18,6
var.	+24,0%	+2,3%	+12,2%	+6,6%	+10,7%	+0,8%	+8,5%	+2,3%
Résultat financier récurrent	-5,9	-5,7	-5,4	-6,0	-5,8	-5,9	-6,1	-6,1
Résultat avant impôt récurrent	6,4	6,8	8,7	9,0	10,8	10,9	12,0	12,5
IS courant	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SME récurrents et autres ajustements	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RNR pdg ajusté	6,9	7,4	9,0	9,0	10,8	10,9	12,0	12,5
var.	+124,1%	+6,7%	+21,6%	+0,3%	+19,9%	+0,6%	+10,9%	+3,8%
Éléments exceptionnels (dont VJV)	18,0	8,6	24,9	0,4	-10,5	3,6	3,7	3,8
RN pdg publié	24,9	16,0	33,8	9,4	0,3	14,4	15,8	16,3

Flux de trésorerie éco. (m€)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e
EBITDA total récurrent	12,2	12,5	14,1	15,0	16,6	16,7	18,1	18,6
IS courant	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capex - Maintenance	1,7	1,8	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
FCF opérationnel net IS	14,0	14,3	15,4	16,3	17,9	18,0	19,4	19,9
Capex - Pipeline de projets	0,6	4,4	0,0	2,2	5,7	1,2	0,5	0,5
Acquisitions (brutes)	8,7	39,0	55,7	4,6	11,0	22,5	10,0	0,0
Cessions (brutes)	11,5	15,0	8,0	4,1	7,7	10,0	10,0	0,0
Dividendes versés nets	0,0	0,0	0,0	1,9	0,0	2,3	2,3	2,3
Variation de capital	0,0	0,0	0,0	9,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres éléments cash récurrents	-5,9	-5,7	-5,4	-6,0	-5,8	-5,9	-6,1	-6,1
Autres éléments cash non récurrents	-30,3	-60,1	-109,4	-7,1	-30,7	-54,6	-28,3	-8,3
Variation de dette nette	1,3	-7,0	35,7	-25,2	-5,9	6,5	-7,9	-8,3

Bilan économique simplifié (m€)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e
Patrimoine économique HD pdg	363,8	374,6	440,8	424,3	423,5	443,2	448,2	453,8
var.	+5,7%	+3,0%	+17,7%	-3,8%	-0,2%	+4,6%	+1,1%	+1,3%
Patrimoine économique DC pdg	382,3	401,7	469,2	448,5	451,0	470,0	475,3	481,3
Autres actifs immobilisés	3,6	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Patrimoine économique total DC pdg	385,9	405,1	469,2	448,5	451,0	470,0	475,3	481,3
Dette fi. nette éco. pdg	170,3	163,4	199,1	173,9	168,0	174,5	166,6	158,3
Autres ajustements ANR NRV	5,3	6,5	3,6	3,3	7,1	6,9	6,6	7,0
ANR NRV pdg	210,2	235,2	266,5	271,3	275,9	288,7	302,1	316,1
ANR NTA pdg	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
ANR NDV pdg	212,5	228,8	242,6	247,1	248,5	259,8	272,6	286,6

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

1. Un recentrage patrimonial quasiment achevé

Initialement à la tête d'un patrimoine hétérogène et fragilisé par un effet de levier élevé, SCBSM a visé, depuis une dizaine d'années, à améliorer son profil à l'actif comme au passif. Depuis 2013, la stratégie a principalement consisté à renforcer la part des actifs parisiens dans le patrimoine et à arbitrer dans les meilleures conditions possibles les actifs situés en région. SCBSM a, selon nous, quasiment atteint son objectif avec un portefeuille parisien représentant 90% du portefeuille de 423,5m€ à fin juin 2024. La mutation de SCBSM ne s'est pas faite au détriment de la création de valeur qui reste l'une des meilleures du secteur sur longue période. La montée progressive de l'actionnaire principal au capital est rassurante et les frais de structure contrôlés.

1.1 2005-2008 : une croissance rapide

SCBSM (Société Centrale des Bois et Scieries de la Manche), coquille devenue vide de ses activités d'import-export de bois exotiques, a été reprise en 2005 par un pool d'investisseurs mené par Jacques Lacroix, actuel président du conseil d'administration et Directeur Général. Ces investisseurs apportèrent alors plusieurs sociétés civiles immobilières à la foncière, permettant au patrimoine d'atteindre 88m€ fin 2005 et à SCBSM de devenir une foncière au patrimoine composé pour moitié de bureaux et pour moitié d'actifs diversifiés (commerce, activité, habitation). A la suite de l'entrée au capital de nouveaux investisseurs dont la Caisse de Dépôt et Placement du Québec en 2006, la société est introduite sur l'Eurolist d'Euronext et obtient le statut fiscal de SIIC en 2007. Une seconde phase de croissance significative commence alors avec l'acquisition d'actifs assez diversifiés pour la plupart issus de portefeuilles de sale and leaseback (bureaux en province, commerces à restructurer). Grâce à un fort recours à la dette, le patrimoine atteint 283m€ fin 2007.

1.2 2008-2012 : une phase de rationalisation du portefeuille et du passif

Au début de la crise financière, SCBSM est dotée de 283m€ de patrimoine, pour un ratio d'endettement (loan-to-value) élevé (71% en juin 2007). SCBSM cherche alors à améliorer la qualité de ses actifs et allonger la durée du passif, tout en poursuivant sa politique de développement. La société amorce d'autre part son retrait des actifs de logement. Dès 2007, le patrimoine a donc subi une rotation qui vise à améliorer la qualité moyenne des actifs, à arbitrer les logements et à réduire l'endettement. A la fin de l'exercice 12/13, la foncière était à la tête d'un patrimoine de 245m€, en repli par rapport à fin 2007 (283 m€), en ligne avec la politique d'arbitrage et de rationalisation du patrimoine. La LTV passe ainsi de 71% à fin 2007 à 50,5% au 30 juin 2013. Le patrimoine est alors constitué à 77% d'actifs stabilisés générateurs de loyers et d'un important portefeuille de développement d'actifs de commerce (23% du total).

1.3 2012-2024 : un recentrage conduit avec discipline sur les bureaux parisiens

Forte d'un patrimoine moins diversifié et plus sain, SCBSM a intensifié sa politique de recentrage de son patrimoine parisien, essentiellement en bureaux. Hors de Paris, SCBSM n'a procédé qu'à des acquisitions marginales en vue d'une meilleure exploitation des actifs déjà détenus. L'intégralité des acquisitions entre 2012 et 2024 concerne des actifs disposant de gisements de loyers significatifs, soit immédiatement, soit après des travaux légers ou plus structurels. Sur l'exercice 23/24, dans un contexte d'investissement complexe, la foncière a néanmoins poursuivi ses acquisitions avec 582m² de lots de copropriété de bureaux au sein d'un immeuble situé boulevard des Capucines (Paris 2ème). Sur la base du document de référence, nous estimons cette acquisition à 10,3m€ qui correspondrait à un coût de 17 700€/m².

1. Un recentrage patrimonial quasiment achevé

Les principales acquisitions 2012-2024 sont parisiennes

Immeubles	Localisation	Adresse	Type d'actif	Surface (m², 06/204)
Paris Réaumur	Paris 2ème	91, rue Réaumur	Bureaux et commerces	2 290
Paris Prony	Paris 17ème	23-25, rue de Prony	Bureaux	1 028
Paris Poissonnière	Paris 2ème	19-21, rue Poissonnière	Essentiellement bureaux	8 873
Paris Sentier	Paris 2ème	26, rue du Sentier	Essentiellement bureaux	1 270
Paris Renaudes	Paris 17ème	35, rue des Renaudes	Essentiellement bureaux	1 092
Paris Ponthieu	Paris 8ème	47, rue de Ponthieu	Essentiellement bureaux	2 200
Paris Italiens	Paris 9ème	15, boulevard des Italiens	Essentiellement bureaux	2 600
Paris Opéra	Paris 1er	Avenue de l'Opéra	Bureaux et commerces	2 300
Paris St Lazare	Paris 9ème	94, rue St Lazare	Lots de bureaux	323
Paris Opéra	Paris 2ème	32, boulevard des Capucines	Lots de copropriété de bureaux	582

Source : société, Invest Securities

En parallèle, SCBSM a poursuivi sa stratégie d'arbitrage de ses actifs en régions. Les cessions ont concerné des actifs pleinement valorisés après optimisation (par exemple un retail park près de Perpignan en 2018), des actifs arrivés à maturité ne faisant plus partie de la cible de la foncière (un Monoprix à La Celle-Saint-Cloud en 2020), des cessions à des occupants (à Mulhouse en 2020) et, dans de rares cas, des actifs ayant perdu leur potentiel de redéveloppement. Sur l'exercice 23/24, en ligne avec la stratégie de cession d'actifs non parisiens, trois cessions ont été réalisées pour un montant de 7,7m€ soit un magasin Grand Frais neuf à Sainte-Geneviève-des-Bois (91), un bâtiment commercial vacant à Sillé-le-Guillaume (72) et des lots de bureaux vacants à Besançon (25).

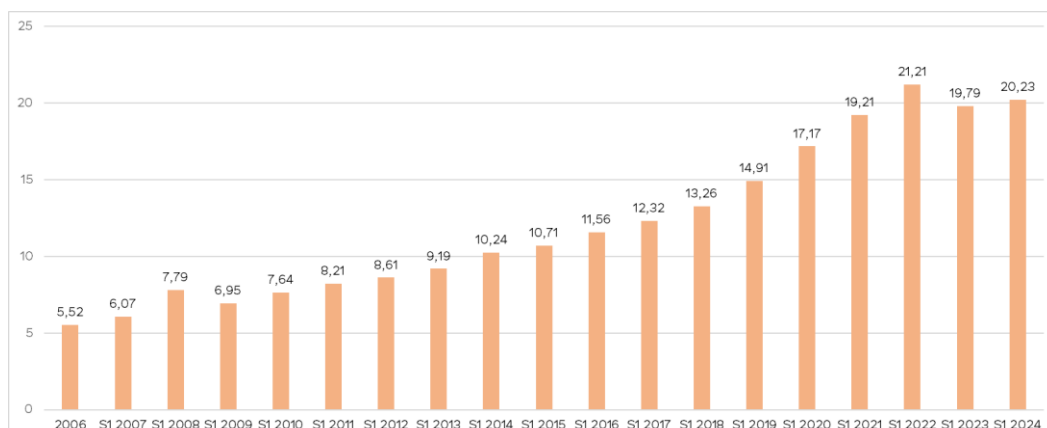
Malgré un marché de l'investissement en bureaux parisiens très concurrentiel jusqu'au début de l'année 2020 et moins liquide depuis 2022, SCBSM a ainsi réussi à se transformer en foncière de bureaux parisienne. Son patrimoine de 423,5m€ se situe maintenant à 90% à Paris, 7% en Île-de-France et seulement 3% en province.

1.4 Un historique de création de valeur parmi les meilleurs des SIIC

En un peu plus de dix ans, SCBSM a donc progressivement abandonné son modèle initial de croissance rapide et opportuniste qui s'accompagnait parfois d'une plus faible sélectivité des actifs et d'une recherche de rendement pour faire face à d'importants frais financiers. Grâce à une rotation soutenue de ses actifs et à une faible distribution, elle a pu, à la fois, pleinement discipliner son passif (cf. partie 3) et augmenter la visibilité à moyen terme de ses revenus avec le renforcement d'actifs de bureaux parisiens relativement rare dans son portefeuille.

Cette transformation ne s'est pas faite au prix d'une destruction de valeur comme en témoigne la croissance de l'ANR de reconstitution : il a été multiplié par 3,7x entre décembre 2006 et juin 2024 soit une croissance annuelle moyenne de +7,7% malgré la crise de 2008, le changement de paradigme et le recours à une ORNANE potentiellement dilutive.

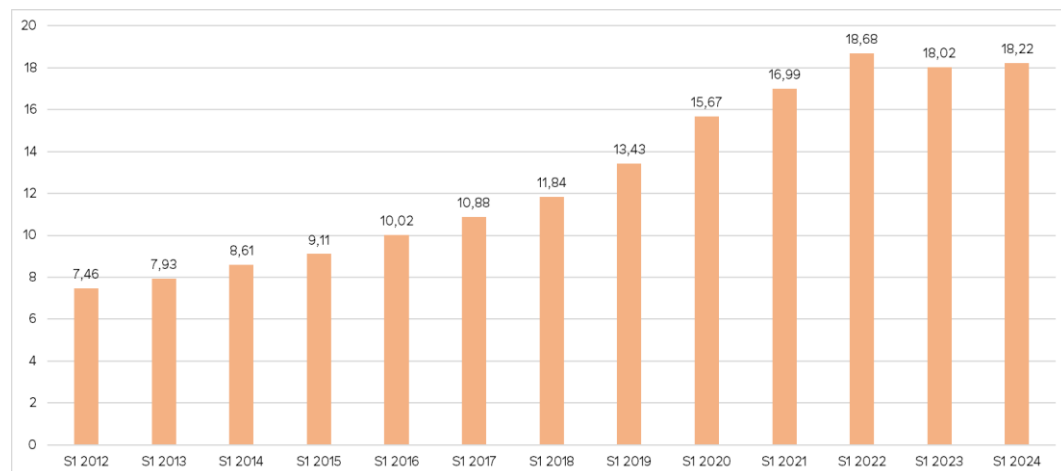
Une forte croissance de l'ANR de reconstitution droits inclus par action depuis l'origine de la foncière



1. Un recentrage patrimonial quasiment achevé

Sans surprise, l'ANR de liquidation a suivi une trajectoire similaire : sur la période juin 2012 à juin 2024, l'ANR de liquidation totalement dilué a été multiplié par 2,4x soit une croissance annuelle moyenne de +7,7%.

Une croissance tout aussi forte de l'ANR de liquidation HD



Source : société, Invest Securities

En tenant compte de la distribution de dividende, le rendement total annualisé sur 13 ans s'établit à +7,4%, plaçant SCBSM parmi les toutes meilleures performances du secteur (tableau ci-après).

SCBSM parmi les foncières les plus créatrices de valeur sur longue durée

	ANR Reconstitution 2010 (€/action)	ANR EPRA NRV 2023 (€/action)	Performance annualisée (ANR)	Gain annualisé (ANR + div)
Argan	16,9	90,6	13,8%	15,6%
Frey	12,8	35,4	8,1%	11,2%
Foncière Lyonnaise	44,1	97,4	6,3%	8,8%
SCBSM	8,1	19,8	7,1%	7,4%
CBo Territoria	4,5	7,3	3,7%	6,1%
Patrimoine et Commerce	21,8	32,6	3,1%	6,0%
Gecina	109,1	158,1	2,9%	5,8%
Foncière Inea	43,2	58,5	2,4%	5,4%
Covivio Hotels	24,9	26,4	0,5%	5,0%
Covivio	80,8	92,7	1,1%	4,9%
Altarea	139,3	115,7	-1,4%	4,8%
Klépierre	32,3	33,7	0,3%	4,5%
Unibail-Rodamco-Westfield	136,5	146,7	0,6%	4,4%
Sélectirente	86,4	95,8	0,8%	3,7%
Paref	98,0	113,3	1,1%	3,6%
Icade	87,4	71,8	-1,5%	3,2%
Vitura (ex Cegereal)	39,8	33,4	-1,3%	2,3%
Mercialys	28,4	18,3	-3,3%	1,3%
Société de la Tour Eiffel	77,0	47,3	-3,7%	0,5%
MRM (I)	218,0	43,1	-11,7%	-9,4%

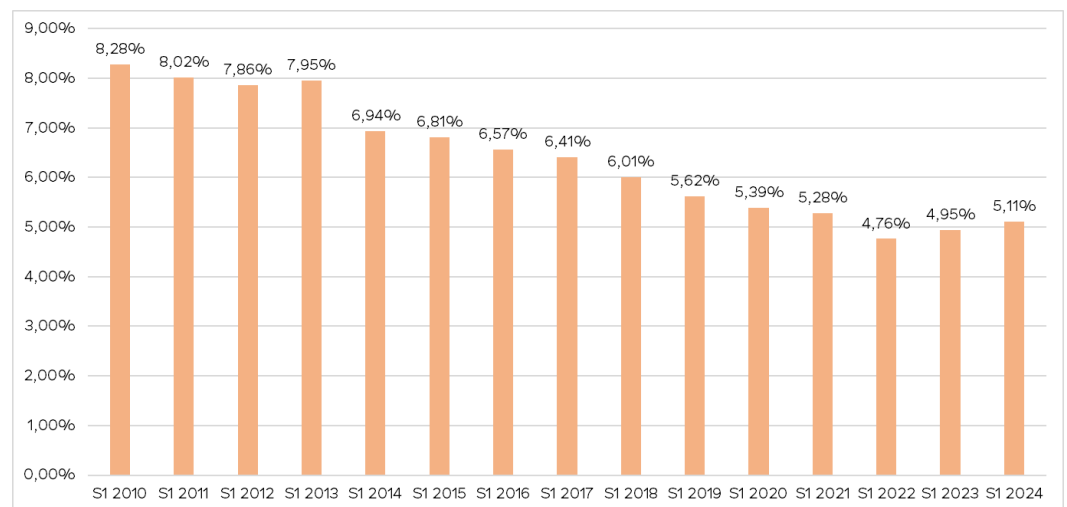
ANR 2010 ajusté rétrospectivement du regroupement d'actions réalisée en 2022. De même pour les dividendes 2010 à 2021

Source : société, Invest Securities

1. Un recentrage patrimonial quasiment achevé

Nous notons que cette croissance a certes bénéficié de la baisse des taux de capitalisation mais leur évolution (graphique ci-dessous) reflète, selon nous, l'amélioration du risque attaché au portefeuille qui ne contient désormais plus de projets de développement majeur et bénéficie de la forte proportion de bureaux situés dans les quartiers d'affaires parisiens.

Une compression des rendements des valeurs locatives de marché (hors droits) en ligne avec l'amélioration de la qualité du patrimoine

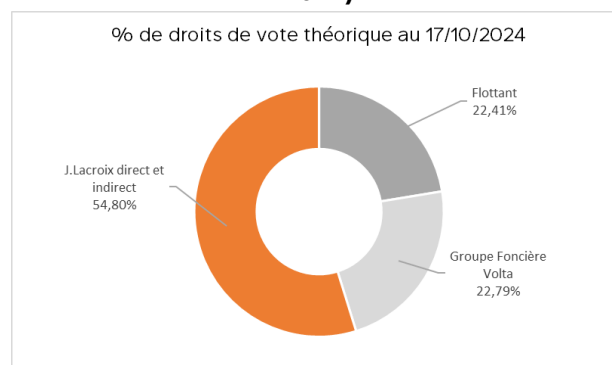


Source : société, Invest Securities

1.5 Un actionariat de référence désormais majoritaire

Au 17 octobre 2024, CSBSM était contrôlée par Jacques Lacroix directement (1,84% des droits de vote) et indirectement par trois structures (Crosswood SA et Hailaust & Gutzeit pour 37,5% ainsi que par la Compagnie Financière de Brocéliande – CFB – pour 15,45%) soit un total de 54,8% du capital. Le reste de l'actionariat est soit considéré comme du flottant (22,4% mais le titre reste très peu liquide) soit dans la main de Foncière Volta, le partenaire historique de Jacques Lacroix au capital de SCBSM (Foncière Volta détient 22,8% des droits de vote de SCBSM). Foncière Volta ne dispose pas de siège au conseil d'administration (5 membres) qui est majoritairement contrôlé par Jacques Lacroix.

Un actionariat en ligne avec la vocation patrimoniale de SCBSM (au 17 octobre 2024)



Source : société

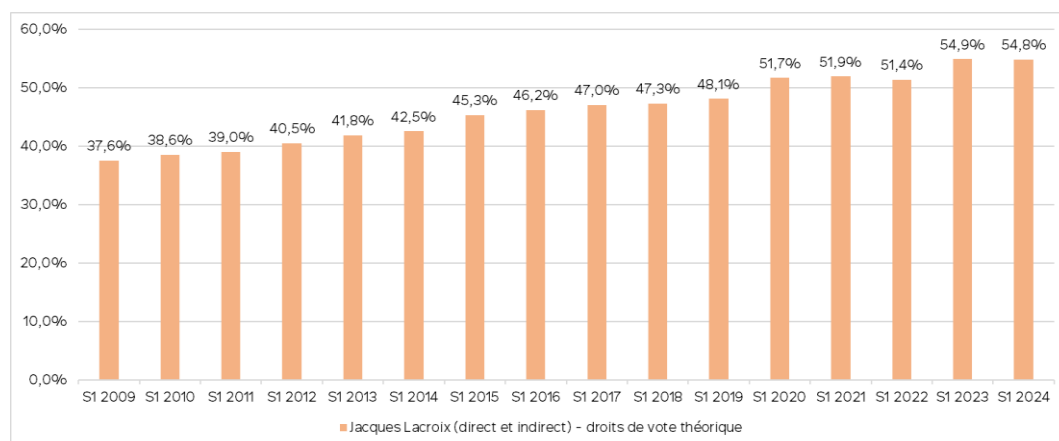
1. Un recentrage patrimonial quasiment achevé

Jacques Lacroix renforce sa participation avec constance depuis dix ans : depuis octobre 2018, sa participation dans SCBSM (en direct et indirect) est passée de 47,3% à 54,8%. Une poursuite de la montée au capital nous semble probable, en ligne avec la forte décote du titre sur son ANR. Les investisseurs initiaux sont ainsi passés au second plan, en particulier Foncière Volta, qui avait apporté des actifs non parisiens pour la plupart aujourd'hui revendus.

La volonté de non-dilution fait partie de l'ADN de SCBSM, ce qui explique à la fois l'absence d'augmentation de capital dans le passé et une LTV qui a longtemps été un peu élevée dans une optique patrimoniale de moyen terme. Les rotations d'actifs des dernières années conjuguées à une hausse des valorisations parisiennes a permis de réduire le ratio à des niveaux dorénavant relativement moins risqués (cf. plus bas).

Au lieu de distribuer une partie de son résultat, SCBSM a préféré racheter ses propres actions, une démarche créatrice de valeur vu la décote du titre même si elle trouble le profil boursier du titre à court terme.

Renforcement progressif de l'actionnaire principal



Source : société, Invest Securities

1.6 Une gestion externalisée au coût logique vu la taille de la société

SCBSM est animée par une petite équipe de moins de 10 personnes dirigée par Jacques Lacroix, président-directeur général de la foncière et président du conseil d'administration.

Jacques Lacroix n'est pas salarié de SCBSM mais perçoit néanmoins une rémunération indirecte à travers la Compagnie Financière Brocéliande (CFB) qu'il détient à 100%. SCBSM a signé une convention avec CFB et sa filiale Brocéliande Patrimoine, ces dernières étant, au titre du mandat de gestion, en charge de prestations d'assistance comprenant :

- i. le développement de la foncière, la participation aux décisions d'investissement, la recherche et la structuration de financements et la mise en œuvre de la stratégie de développement pour un coût de 292k€ sur l'exercice 23/24 (montant inchangé depuis 2015).
- ii. le suivi technique, la commercialisation des actifs et une rémunération perçue au titre du contrat relatif à la gestion locative qui varie dorénavant entre 1,5 % et 3,75 % des loyers facturés selon la typologie des baux.

1. Un recentrage patrimonial quasiment achevé

Sur l'exercice 23/24, le montant total des honoraires facturés par le groupe CFB à SCBSM s'est établi à 544k€ (vs 518k€ sur l'exercice 22/23 et 941k€ sur l'exercice 20/21, 523k€ sur l'exercice 19/20 et 643k€ sur l'exercice 18/19). Hormis le pic de 20/21 dû aux projets de restructurations d'immeubles de l'exercice, les honoraires CFB sont donc relativement constants.

Les facturations 23/24 de Brocéliande correspondaient à 0,13% de la valeur du patrimoine ou 2,8% des revenus locatifs et 2,5% de la valeur locative de marché (VLM) totale des actifs. Ces chiffres, qui peuvent sembler un peu élevés, incluent les prestations d'assistance aux acquisitions et à la gestion du passif mais également l'assistance à maîtrise d'ouvrage sur les opérations en restructuration. Leur analyse doit aussi tenir compte de la faible taille de chaque investissement.

Ces chiffres nous semblent raisonnables, en particulier au vu du nombre important de lignes à gérer avec des actifs de taille relativement réduite et des localisations d'actifs parfois encore en province. Sur l'exercice 23/24, le ratio de frais de structure ([EBE-Loyers nets]/Valeur du patrimoine HD) s'établissait ainsi à 0,39% : le ratio est plus faible que d'autres foncières de taille intermédiaire comme par exemple Foncière Inéa (0,67% sur l'exercice 2023), un niveau que nous considérons par ailleurs modéré pour cette foncière. Au final, SCBSM reste très dépendante de CFB mais les prestations facturées par CFB ne semblent pas onéreuses, a fortiori en tenant compte de la bonne création de valeur sur les années passées : de fait, les 544k€ correspondent à des salaires bruts d'environ 360k€, un montant limité pour le salaire des dirigeants et des personnes en charge du property management.

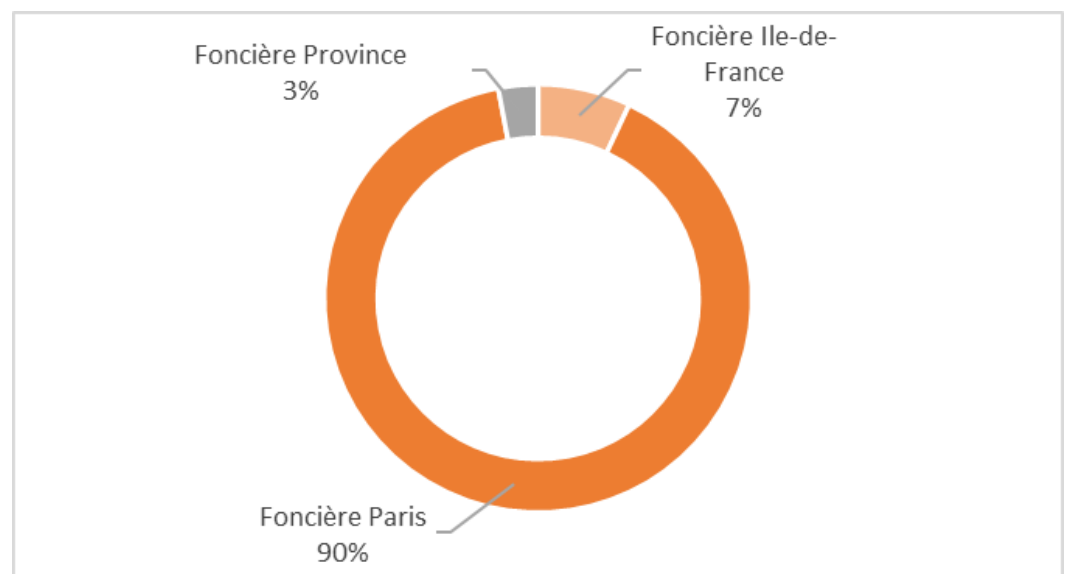
2. Un portefeuille offrant une meilleure visibilité

Le patrimoine de SCBSM (423,5m€ à fin juin 2024) a clairement gagné en lisibilité grâce à une proportion élevée d'actifs parisiens (90% dans le centre de Paris en valeur) situés dans des quartiers reconnus. Les actifs franciliens et provinciaux sont les plus faibles du patrimoine et sont destinés à être cédés mais ils ne représentent plus que 10% du patrimoine. Le gisement de loyer (vacance + potentiel de réversion) est de l'ordre de +13% : même s'il ne se matérialisera probablement pas entièrement, il écarte le risque de baisse notable des loyers facturés, en particulier au regard de la bonne orientation des valeurs locatives de marché des bureaux parisiens.

Avec un patrimoine (423,5m€ fin juin 2024) investi à 90% dans Paris Centre à fin juin 2024 (en valeur), quasi exclusivement en actifs de bureaux situés dans des quartiers reconnus, SCBSM est maintenant très clairement une foncière de bureaux au profil quasiment normalisé. Les loyers parisiens représentaient, à la fin de l'exercice 23/24, 84,5% du total des loyers en place et 82,3% de la valeur locative de marché (VLM) estimée. L'écart entre la part des actifs parisiens dans la valeur du patrimoine et dans la VLM totale souligne le niveau élevé des taux de capitalisation retenus par les experts pour les patrimoines franciliens et en régions et donc une visibilité plus faible sur les VLM hors Paris.

Les actifs en périphérie parisienne (7% à fin juin 2024 du patrimoine en valeur) et en régions (3%) restent, en effet, les plus faibles du portefeuille : ils continuent à afficher des taux de vacance élevés (respectivement 18,4% et 14,9% à la fin de l'exercice 23/24 vs 7% à Paris), en ligne avec le positionnement souvent secondaire des actifs ou sur le segment des commerces aujourd'hui parfois menacé. Nous comprenons que SCBSM espère continuer à céder les actifs non parisiens, peut-être en partie à des acquéreurs de profil « utilisateur » puisque les investisseurs se font plus rares sur ce type d'actifs.

Un portefeuille à 90% parisien en valeur
(à fin juin 2024, valeurs hors droits)



Source : société

2. Un portefeuille offrant une meilleure visibilité

2.1 Un patrimoine parisien bien positionné pour bénéficier de la pénurie (90% du patrimoine)

Le portefeuille parisien est essentiellement composé de bureaux situés dans les quartiers de La Madeleine, Monceau, Ternes et Sentier-Cité financière, particulièrement prisés depuis quelques années. Ils sont bien positionnés pour profiter de la pénurie croissante de bureaux centraux qui devrait encore croître avec l'adoption du nouveau PLU. Les tailles des actifs modérés sont relativement modérées (2849m² en moyenne, 10 actifs parisiens représentant une surface totale de 28 488m²). Selon nous, leur centralité les rend moins sensibles à l'impact du télétravail qui concerne, en premier lieu, les actifs périphériques et les grandes surfaces.

Leur taux de vacance est relativement volatil (7,1% à fin juin 2024 vs 4,0% à fin juin 2023), en ligne avec un portefeuille d'actifs de taille moyenne de bonne qualité qui est cependant impacté par la restructuration de l'immeuble de Ponthieu. Les loyers en place à fin juin 2024 s'élevaient à 569€/m²/an, un niveau modéré laissant apparaître, selon les expertises, un potentiel d'appréciation de l'ordre de 9,6% (impacts du potentiel de réversion et de la réduction à zéro de la vacance cumulés).

La valorisation des actifs parisiens (380,6m€ fin 06/24) a certes bénéficié de la bonne tenue des loyers intra-muros mais a, sans surprise, pâti du changement de paradigme. A la fin de l'exercice 23/24, le patrimoine parisien affichait un rendement potentiel (i.e. VLM/ valeur hors droits) de 4,67% à comparer à 4,10% à fin juin 2022 et 4,47% à fin juin 2023. La prime par rapport aux taux de rendement prime du QCA est donc de l'ordre de 40pb (ces taux varient entre 4,0% et 4,25% selon les brokers) : elle semble suffisante. La valeur métrique moyenne des actifs parisiens à 13 360€/m² est en ligne avec notre vision de valorisations des actifs reflétant la réalité du marché de l'investissement.

Un patrimoine parisien situé dans des quartiers reconnus (données publiées à fin juin 2024)

ACTIFS PARISIENS		
Actif	Adresse	Surface m ²
Quartier Sentier Cité Financière Immeuble de bureaux	19/21, rue Poissonnière, Paris 2ème	8 873
La Madeleine Immeuble de bureaux commerces + quelques appartements	12 ,rue Godot-de-Mauroy / 7, rue Caumartin / 8, rue de Sèze, Paris 9ème	6 605
Immeuble de bureaux	15, boulevard des italiens et 30 rue de Gramont, Paris 2ème	2 643
Quartier du Palais-Royal, immeuble de bureaux et commerces	9, avenue de l'Opéra, Paris 1er	2 495
Immeubles de bureaux à proximité des Champs Elysées	47, rue de Ponthieu, Paris 8ème	2 380
Immeuble style Eiffel-Haussmann de bureaux et commerces	91, rue Réaumur, Paris 2ème	2 290
Quartier Sentier Cité Financière Immeuble de bureaux et logements	26 ,rue Sentier, Paris 2ème	1 270
Quartier Monceau Hôtel Particulier composé de bureaux et appartements	23/25, rue de Prony, Paris 17ème	1 028
Quartier Opéra Lots de copropriété de bureaux	32, boulevard des Capucines, Paris 2ème	582
Quartier Saint Lazare Lots de bureaux dans un immeuble Haussmannien	94, rue Saint Lazare, Paris 9ème	323
Total		28 489

Source : société

2. Un portefeuille offrant une meilleure visibilité

Cette partie du portefeuille ne présente pas, selon nous, de risque locatif majeur, en particulier grâce à la diversification des revenus d'immeubles la plupart du temps loués en multilocataires. Nous n'identifions pas de risque notable de vacance à court terme même si la société pourrait être tentée de créer des vacances stratégiques pour capter des potentiels de réversion. Comme souligné plus haut, la plupart des immeubles disposent d'un potentiel de réversion positif. L'optimisation de certaines surfaces ou des restructurations mineures pourraient également permettre une captation partielle de ce potentiel de réversion (cf. 2.5 pipeline de projets).

SCBSM souhaiterait, selon nous, poursuivre ses acquisitions sur ce segment. De fait, l'acquisition d'un ou plusieurs immeubles emblématiques permettrait d'améliorer la visibilité du portefeuille dans l'optique d'une cession de la société à terme. Le rythme des acquisitions restera contraint par la LTV du groupe qui autorise, selon nous, quelques acquisitions (au gré des cessions hors de Paris) vu son niveau aujourd'hui faible (LTV hors droits de 37,25% à fin juin 2024). Nous notons, en outre, que SCBSM ne s'est pas interdit des cessions d'actifs matures, même dans le QCA : sur l'exercice 20/21, elle a ainsi cédé son immeuble du quartier des Ternes (35, rue des Renaudes 75017, 1 092m²) au terme de sa restructuration.

2.2 Un portefeuille francilien marqué par le changement de paradigme (7% du patrimoine)

Une partie de ce patrimoine a été constituée en vue de redéveloppements qui ne sont pas toujours intervenus comme dans le cas du site de Ris-Orangis finalement cédé en juin 2019. L'arbitrage des actifs franciliens se poursuivant, leur valeur était de 31,4m€ à fin juin 2024, majoritairement investis en commerces. De fait, le patrimoine ne comporte plus que 4 sites franciliens à comparer à dix sites à fin juin 2020.

En ligne avec des marché locatifs périphériques difficiles, y compris pour certains commerces, la vacance est élevée (18,4% à fin juin soit +430pb vs fin juin 2023). Cette situation difficile est visible dans la valorisation réaliste des actifs (1 390€/m² en moyenne). Le rendement potentiel de 8,86% est aussi en ligne avec cette situation dégradée mais circonscrite à 7% du patrimoine. SCBSM devrait continuer à chercher à arbitrer ces actifs : la cession d'un Grand Frais neuf à Sainte-Geneviève-des-Bois participe de ce mouvement qui pourrait être lent (l'actif Grand Frais étant probablement l'un des actifs les plus liquides du portefeuille francilien).

Un patrimoine francilien à dominante commerces (données publiées à fin juin 2024)

ACTIFS FRANCILIENS		
Actif	Adresse	Surface m ²
Centre commercial Elysée Village	18, avenue de la Jonchère, La Celle-Saint-Cloud (78)	9 106
Cellules commerciales	Centre commercial Les Franciades, 2, place de France, Massy (91)	4 792
Ensemble immobilier mixte à usage d'activités et de commerces	ZI des Closeaux, Buchelay (78)	7 056
Immeuble de bureaux et de locaux d'activités	ZAC Les Luats, 1, rue Paul Gauguin, Villiers-sur-Marne (94)	1 638
Total		22 592

Source : société, estimations Invest Securities

2. Un portefeuille offrant une meilleure visibilité

Les actifs franciliens semblant prémunis contre des baisses sensibles de loyers puisqu'ils sont déjà relativement faibles (estimés autour de 110€/m² en moyenne), le principal risque pourrait être l'obsolescence pour certains d'entre eux. Nous imaginons donc que SCBSM aura à cœur de les céder au plus vite.

2.3 Un portefeuille en province en moyenne faible mais au poids très limité (3% du patrimoine)

Après plusieurs cessions dont celle du retail park de Saint-Malo en juin 2023, le portefeuille en province (11,54m€ à fin juin 2024) est désormais presque anecdotique au sein du patrimoine de la foncière. Il est composé principalement de commerces et de quelques actifs tertiaires et souffre d'une vacance élevée (14,9%) qui témoigne de la qualité intermédiaire des actifs (en moyenne). La faible valorisation métrique (environ 780€/m²) comme les VLM retenues (73€/m²/an) sont en ligne avec ce positionnement. Le rendement potentiel de 9,34% semble correct même si le caractère en moyenne périphérique de ce portefeuille rend les évaluations moins fiables.

Outre des locaux tertiaires dont la pleine location est difficile à atteindre, les cellules de commerces et les retail parks (plus de 78% des surfaces en régions) concentrent les principaux enjeux locatifs. La présence d'enseignes attractives (un discounter - l'Incroyable- et des enseignes nationales -Norauto-JouéClub-O'Panda) est un avantage pour le site d'Angoulême-Soyaux (8 061m²) face à la crise de certains commerces. La concurrence d'autres retail parks, en particulier celui ouvert par la Financière Duval (plus de 22 000m²) à Champniers, retarde la commercialisation sans pour autant que l'existence du site soit remise en cause. A fin 2024, la foncière disait s'attacher à achever la commercialisation du site.

La foncière a poursuivi ses cessions en régions comme nous le prévoyions dans notre dernière étude. A terme, l'intégralité de ces actifs est à arbitrer. Nous comprenons que la principale limite à la cession des actifs tertiaires est l'absence d'investisseurs (ou d'occupants souhaitant racheter les murs) : nous n'imaginons pas que les prétentions de SCBSM en termes de prix soient élevées. La marge de manœuvre stratégique concerne plutôt Angoulême-Soyaux pour lequel la foncière devra arbitrer entre cession rapide, à l'unité ou en portefeuille, et optimisation du taux d'occupation (en particulier pour Angoulême-Soyaux).

Dans cette attente, nous n'anticipons cependant pas de dégradation des loyers perçus : nous attendons une amélioration progressive du faible taux d'occupation même si la résorption totale de la vacance nous semble peu probable. Le potentiel de réversion semble en outre négatif (cf. gisement de loyer ajusté de la vacance ci-dessous) mais l'impact est négligeable à l'échelle de la foncière.

2. Un portefeuille offrant une meilleure visibilité

Des actifs en régions à dominante commerces (données publiées à fin juin 2024)

ACTIFS EN REGION		
Actif	Adresse	Surface m ²
Cellules commerciales	Zone du Kaligone, rue des Mines Anna & rue Jean Monnet, Wittenheim (68)	3 500
Retail Park	284, avenue du Général de Gaulle, Soyaux (16)	8 048
Ensemble immobilier mixte à usage d'activités et de	Lieudit « Les Petits Cours », Sille-le-Guillaume (72)	1 975
Divers actifs de bureaux et d'activité	3 Rue Graham Bell, Metz (57), 13/15 Rue Mercier, Epernay (51)	1 272
Total		14 795

Source : société, estimations Invest Securities

2.4 Un gisement de loyers protecteur

Le recentrage sur un portefeuille majoritairement parisien augmente notablement la visibilité du patrimoine et la visibilité sur les loyers de la foncière. Dans un contexte de très bonne tenue des loyers de bureaux parisiens, le gisement de loyers affiché (incluant la vacance) d'environ +9,6% (à fin juin 2024) des loyers actuels nous semble très crédible. Le seul potentiel de réversion semble relativement limité (+2% si bien que la captation du gisement dépend de la résorption de la vacance : elle sera probablement partielle, vu une probable vacance frictionnelle incompressible. La bonne tenue des marchés de bureaux intra-muros permet d'espérer, au moins, une croissance des loyers en ligne avec les indexations.

Les patrimoines franciliens et provinciaux affichent déjà des taux de vacance élevés qui limitent les risques de pertes de loyers en cas de départ des locataires. Le changement de paradigme a cependant rendu plus faible la visibilité sur les portefeuilles périphériques. Les gisements de loyers des patrimoines franciliens et provinciaux (respectivement +36,6% et +14,1%) sont impressionnants mais finalement crédibles au regard des très faibles VLM retenues par les experts (respectivement 123 €/m²/an et 73€/m²/an). La crise des bureaux périphériques et de qualité intermédiaire rend cependant peu probable la captation d'une grande partie de ce potentiel.

2. Un portefeuille offrant une meilleure visibilité

Synthèse des principaux indicateurs du patrimoine (données publiées à fin juin 2024)

	Surface (m ²)	Loyers 30/06/24 (m€)	Loyers des surfaces vacantes	VLM (m€)	Vacance financière	Valeur HD (m€)	Taux de rendement (VLM / Valeur HD)
Actifs parisiens	28 488	16,220	1,234	17,776	7,1%	380,6	4,67%
Actifs franciliens	22 592	2,038	0,459	2,783	18,4%	31,4	8,86%
Actifs en région	14 795	0,945	0,165	1,078	14,9%	11,5	9,34%
Total/Moyenne	65 875	19,2	1,9	21,6	8,8%	423,5	5,11%

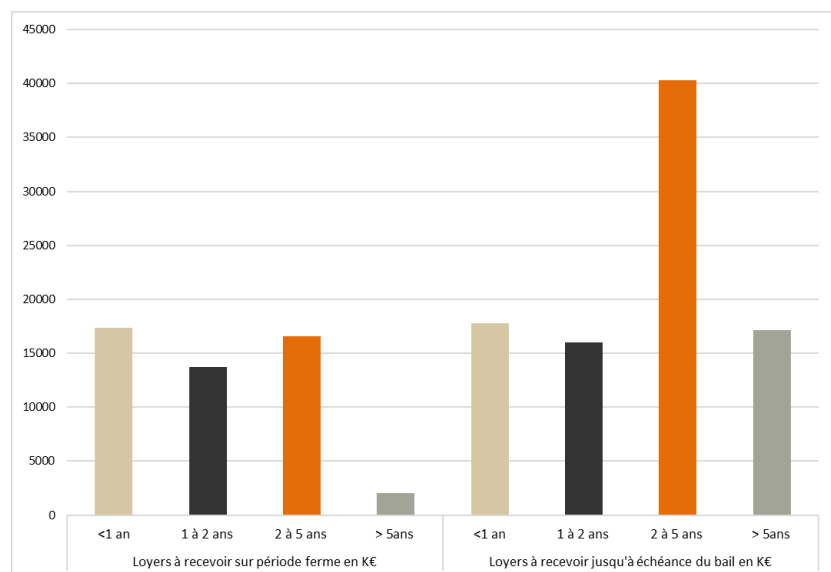
	Gisement de loyers (VLM/Loyers)	Gisement ajusté de la vacance	Loyers 30/6/24 sur Valeur HD	VLM/m ²	Prix HD/m ²
Actifs parisiens	9,6%	2,0%	4,3%	624	13 360
Actifs franciliens	36,6%	14,0%	6,49%	123	1 390
Actifs en région	14,1%	-3,4%	8,2%	73	780
Total/Moyenne	12,7%	3,0%	4,5%	328	6 429

Source : société, estimations Invest Securities

SCBSM s'est, en outre, engagée dans une démarche de certification BREEAM qu'elle a obtenu pour les immeubles parisiens Poissonnière, Madeleine, Ternes et Réaumur. Elle devrait poursuivre cette démarche au fur et à mesure des travaux d'amélioration ce qui devrait aussi augmenter la liquidité du portefeuille. SCBSM a, en outre, fait réaliser pour cela une évaluation extra-financière. La notation ESG du Groupe ressort à 52/100, proche du benchmark. Selon la foncière, cette solide performance s'explique principalement par une bonne formalisation des démarches auditées (RSE, éthique des affaires, environnement, achats responsables, etc.). SCBSM s'est engagé à procéder à une nouvelle évaluation en mars 2025 et a identifié les axes d'amélioration sur lesquels des actions ont été engagées.

L'échéancier des baux et nos discussions avec la société ne laissent pas non plus craindre de départs massifs à court terme.

Un échéancier de baux rassurant (à fin juin 2024)



Source : société

2. Un portefeuille offrant une meilleure visibilité

2.5 Des optimisations à venir après la réussite des travaux sur l'immeuble Ponthieu

La foncière a mené à bien la restructuration de l'immeuble de Ponthieu (Paris 8) (remplacement de l'intégralité des façades, extension des surfaces locatives et création de plusieurs terrasses) avec succès. L'immeuble souffrait de sa façade des années 1970, ce qui expliquait une VLM autour de 480€/m². Les travaux devraient l'avoir faite passer autour de 650€/m². Nos calculs estiment le prix d'acquisition à 25,5m€ (droits compris) soit 11 604€/m², bien inférieure aux prix pratiqués dans le QCA en raison de l'aspect de l'immeuble, de sa localisation au sein du QCA et de sa rentabilité immédiate faible. Après rénovation, l'immeuble pourrait générer un loyer proche de 1,4m€. Sur la base d'un taux de capitalisation autour de 4,8%, la valorisation de l'actif ressortirait au-dessus de 29m€ couvrant ainsi le coût des travaux malgré les baisses de valorisations des bureaux à la suite du changement de paradigme.

A l'avenir, SCBSM devrait, à la marge, profiter de la poursuite de l'optimisation de son portefeuille. Le patrimoine s'approchant d'une certaine maturité et le projet de la rue de Ponthieu ayant été livré, les projets d'optimisation sont moins nombreux.

SCBSM pourra par exemple bénéficier à terme de la rénovation progressive de son immeuble de l'Avenue de l'Opéra (2 380m²) : les travaux devraient cependant suivre le rythme des rotations de locataires si bien que la captation des gisements de loyers pourrait être étalée sur plus de quatre ans. Nous devinons que les actifs récemment acquis (e.g. 3, boulevard des Capucines) pourraient aussi faire l'objet d'optimisations.

Un exemple d'amélioration du portefeuille malgré le changement de paradigme : immeuble de la rue de Ponthieu

Projet	Localisation	Type	Surface (m ²)	Nature du projet	Investissement (foncier et travaux) (m€)	Yield-on-cost	Valeur de marché après travaux (m€)	Création de valeur (m€)
47, rue de Ponthieu	Paris QCA	Bureaux	2200	Restructuration des bureaux	28,1	4,9%	29,0	0,9

Source : société, estimations Invest Securities

SCBSM a, en outre, annoncé l'acquisition d'un immeuble de 1 700m² situé au 32 bis, boulevard Haussmann, à grande proximité de l'Opéra et des Grands Magasins. L'ensemble qui comprend 2 commerces sur le boulevard, 4 étages de bureaux et 2 de logements sera détenu en pleine propriété. Son positionnement prime correspond aux ambitions de la foncière qui comptera désormais dix immeubles au cœur de Paris.

Sur la base des transactions dans le secteur et de l'état locatif à améliorer de l'actif, le prix d'acquisition pourrait se situer entre 20m€ et 25m€ soit un peu plus de 13 000€/m². Les loyers initiaux, minorés par le départ d'un locataire en novembre, s'élèvent à environ 700k€ soit un rendement initial faible de 3,1% (sur la base d'un prix d'acquisition de milieu de fourchette de 22,5m€). La marge d'amélioration des loyers est cependant significative grâce (i) à la rénovation et la relocation de l'espace libéré et (ii) l'optimisation progressive des surfaces. Le positionnement central de l'actif autorise ce genre d'investissement. La foncière estime pouvoir atteindre, à terme, des loyers totaux de l'ordre de 1,2m€. Le rendement ressortirait alors à 5,3% rendant, à terme l'opération à la fois relative et source d'amélioration de la qualité moyenne du patrimoine.

3. Une excellente résilience face à la crise

Après un exercice 23/24 qui a vu une forte croissance du RNR (+20%) et une stabilisation des ANR, le patrimoine devrait voir ses loyers croître régulièrement permettant une hausse d'en moyenne +4,1% sur 5 ans du RNR/action. Les valeurs d'actifs étant stabilisées, les ANR croîtraient eux d'environ +5,0% par an. Ces deux chiffres bénéficient bien sûr d'un politique de distribution mesurée qui renforcent encore une situation bilancielle désormais plus lisible et saine. Notre valorisation du titre est en hausse (10,9€/action vs 9,2€/action) en particulier grâce à la meilleure lisibilité des marchés sous-jacents. Elle justifie notre recommandation ACHAT (vs NEUTRE).

3.1 Un résultat 23/24 en forte hausse malgré la crise

La foncière a connu une forte hausse de +8,7% de ses loyers bruts (18,7m€) sur l'exercice 23/24 : la foncière a, en premier lieu, bénéficié de fortes indexations mais aussi des acquisitions réalisées au cours des exercices 22/23 et 23/24, plus importantes que les cessions (cf. 1.3). Malgré une hausse de la vacance (8,8% en moyenne à fin juin 2024 vs fin juin 2023), le portefeuille a ainsi confirmé sa résilience logique vu sa centralité.

Le solde des charges locatives ajusté des charges refacturées aux locataires a légèrement baissé (718k€ vs 824k€) si bien que le résultat opérationnel a progressé de +10,8%, plus vite que les loyers. L'amélioration globale de la qualité du patrimoine justifie cette amélioration structurelle même si la hausse de la vacance observée sur l'exercice 23/24 pèsera probablement (et temporairement) sur les marges d'EBE 24/25.

Les frais financiers ont légèrement baissé (-5,79m€ vs -5,98m€) du fait de la conversion partielle de l'ORNANE : le coût moyen de la dette a cependant logiquement progressé pour s'établir à 3,26% à fin juin 2024 (vs 2,68% à fin juin 2023). A terme, de nouvelles hausses du coût moyen de la dette sont probables même si les échéances notables à moins de cinq ans sont relativement limitées (cf. partie 3.3).

Dans un contexte de forte hausse des loyers nets à périmètre constant et de stabilité des frais financiers, le bénéfice net récurrent 23/24 s'est établi à 10,8m€ (0,79€/action), en hausse de +20% par rapport à l'exercice 22/23. La performance est notable, l'une des meilleures de notre univers, en particulier en phase de changement de paradigme. La foncière proposera à son Assemblée Générale la distribution d'un dividende de 0,17€/action correspondant à un taux de distribution 21,5%.

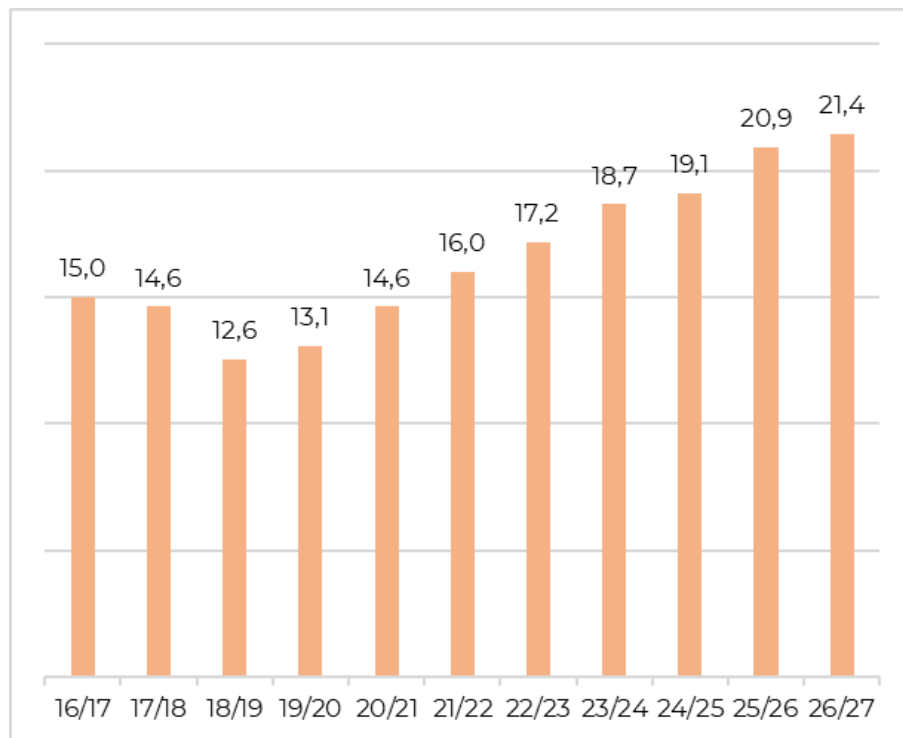
3.2 Vers une croissance régulière des loyers

La foncière devrait continuer à bénéficier d'indexations relativement soutenues en 2025 même si nous anticipons à terme un retour autour de +2,0%. La progressive remise à niveau des loyers de l'immeuble de Ponthieu (Paris 8) et la captation de potentiels de réversion à Paris permettront d'améliorer encore la performance à périmètre constant.

A périmètre courant, nous avons intégré dans notre modèle des cessions annuelles de l'ordre de 10m€ en ligne avec la volonté de parfaire la centralité du portefeuille. L'impact négatif sur la progression des loyers sera néanmoins modéré en raison de la vacance élevée des actifs périphériques. Il sera probablement contrebalancé par des acquisitions que la LTV autorise (nous avons modélisé des acquisitions de l'ordre de 10m€ par an).

3. Une excellente résilience face à la crise

Des loyers bruts orientés à la hausse malgré des arbitrages stratégiques



Source : société, estimations Invest Securities

3.3 Des valorisations d'actifs en voie de stabilisation

Au cours de l'exercice 23/24, les valeurs des actifs ont continué à baisser sur l'exercice 23/24, la juste valeur des actifs ayant baissé de -8,74m€ suggérant une variation à périmètre constant de l'ordre de -2%. Nous notons cependant qu'elle est restée stable (+0,3% hors travaux capitalisés) au S2 23/24, en ligne avec une stabilisation des taux de capitalisation parisiens et notre lecture d'expertises du patrimoine en ligne avec les standards du marché (cf. partie 2).

En toute logique, vu la capitalisation du résultat (la foncière n'a pas distribué de dividende au titre de l'exercice 22/23), l'ANR de liquidation s'inscrit légèrement en hausse (+1% à 18,22€/action). Nous n'anticipons plus d'ajustement majeur de valorisation sur les actifs parisiens. Ils devraient progresser au rythme des indexations et des optimisations qui seront étalées dans le temps. La visibilité sur les actifs périphériques est moins bonne : les cessions pourraient entraîner des moins-values mais cela n'est pas non plus certain en raison d'éventuelles améliorations des états locatifs. Vu le poids réduit des actifs périphériques, la variation de leur valeur est cependant devenue moins importante.

3.4 Un endettement en baisse régulière

La LTV HD de SCBSM a fortement baissé sur les dernières années, passant de 62,9% en juin 2014 à 39,7% à fin juin 2024 (LTV DC à 37,3%). La foncière a bénéficié de ses arbitrages, de la création de valeur issue de ses projets de redéveloppement et de la baisse des taux de capitalisation des bureaux parisiens jusqu'en 2022. Ces derniers sont en effet passés de 8,28% en 2010 à 5,11% à fin juin 2024 en raison du recentrage sur Paris et de la baisse structurelle des rendements sur la décennie 2010.

3. Une excellente résilience face à la crise

Le niveau de LTV reste clairement inférieur aux covenants de la foncière : le ratio le plus restrictif à fin juin 2024 était à 50% mais pour des montants relativement faibles. Les dettes les plus anciennes, contractées à une époque où SCBSM était beaucoup plus endettée disposent de covenants très confortables. La LTV de SCBSM se compare donc favorablement à celles des foncières patrimoniales qui ont historiquement eu un recours plus marqué à l'endettement.

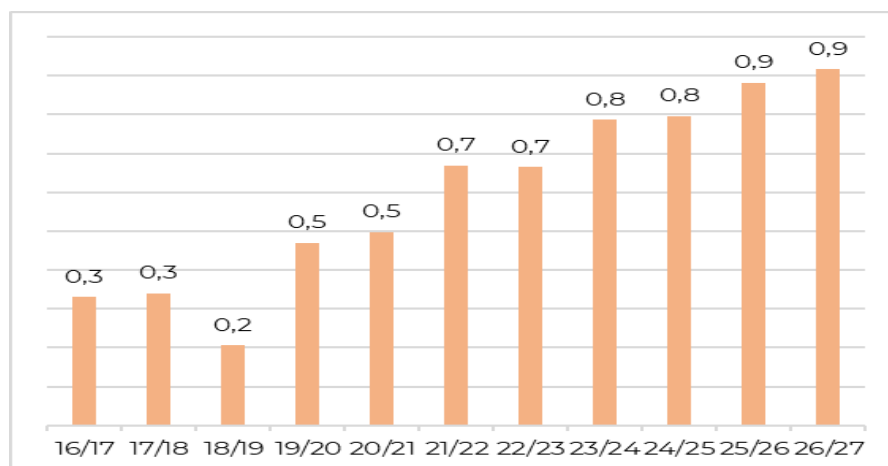
Nous soulignons par le passé un ratio Dette nette/EBE mais ce n'est plus le cas puisqu'il s'établissait à 10,1X sur l'exercice 23/24. Le niveau est meilleur que d'autres foncières majeures de bureaux (Covivio 13,7x, Gecina 11,7x) qui affichent des ratios plus élevés mais en ligne avec le meilleur positionnement de leurs actifs. De même l'ICR s'est nettement amélioré à 2,9x. Il est encore légèrement tiré vers le bas par la taille encore limitée du patrimoine qui amplifie l'impact des frais de structure mais ne nous inquiète pas. La remontée du coût de la dette (3,26% à fin juin 2024) pourrait le faire baisser mais (i) le processus sera étalé dans le temps puisque la maturité moyenne de la dette est de 3,9 années (pas de remboursement significatif d'ici 2026 pour environ 30m€) et (ii) la politique de distribution très prudente devrait permettre le remboursement d'une partie de la dette. La foncière dispose donc, grâce à sa politique de distribution, d'une flexibilité qui devrait la mettre à l'abri de problème de surendettement même en cas d'aggravation des environnements économiques et financiers. La situation bilancielle de la foncière nous semble donc correcte. Elle autorise une rotation régulière des actifs, au profit des localisations parisiennes.

3.5 Des RNR et ANR résilients à moyen terme malgré la hausse des taux d'intérêt

La hausse du RNR 23/24 de +20% matérialise ainsi l'amélioration régulière des performances du portefeuille (qui s'ajoutent à l'indexation). La profitabilité s'améliore mais reste encore un peu faible (EBE 23/24 annualisé/patrimoine HD de 3,9% vs 3,0% au SI 20/21) en raison de frais de structure incompressibles, de la vacance et des potentiels de réversion par définition exclus de l'EBE. Dans la perspective d'une meilleure occupation du patrimoine et d'une captation des potentiels de réversion, les résultats devraient donc continuer à croître significativement même si l'intégralité du gisement de loyers ne sera probablement pas captée.

De fait, nous attendons maintenant une hausse des RNR sur les exercices à venir malgré la remontée des frais financiers déjà bien amorcée. Selon nos estimations, le RNR croîtrait en moyenne de +4,1% entre 2024 et 2029. La croissance est cependant étroitement liée à la politique de distribution (nous avons pris en compte un dividende de 0,17€/action chaque année).

Evolution du RNR/action dilué en €/action

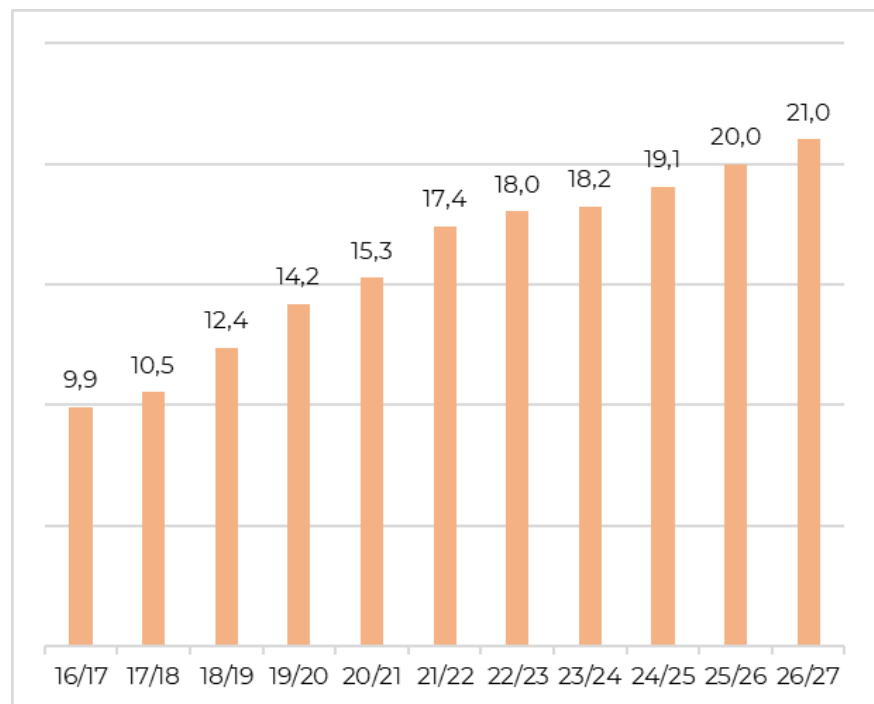


Source : société, estimations Invest Securities

3. Une excellente résilience face à la crise

Au vu de la valorisation correcte du portefeuille, nous n'avons pas pris en compte de remontée des taux de capitalisation. L'ANR de liquidation devrait donc croître de +4,9% par an. Ici encore, tout dépend de la politique de distribution, la rétention de résultat amplifiant nettement la hausse.

Evolution des ANR dilués en €/action



Source : société, estimations Invest Securities

3.6 Une valorisation plus élevée dans un environnement plus lisible

A moyen terme, nos prévisions de RNR comme d'ANR tiennent compte de la stabilisation en cours des valeurs d'actifs qui profite tout particulièrement au patrimoine plus lisible de SCBSM. A court terme nous avons en outre relevé nos prévisions de RNR, l'impact de la remontée des taux devant être plus étalé dans le temps que ce que nous attendions (le phénomène reste cependant inéluctable comme précisé plus haut).

La normalisation de la foncière étant presque achevée, notre valorisation intrinsèque du titre progresse. Notre objectif de cours est calculé comme la moyenne d'une valorisation Bates-ANR (12,3€/action) et d'une valorisation Bates-RNR (9,5€/action). Cette dernière est structurellement plus faible en raison de la taille du véhicule qui pèse sur sa rentabilité. La valorisation du titre est en outre modérée par son taux de distribution encore faible et sa liquidité réduite. Nous n'intégrons pas d'intérêt spéculatif sur le titre au vu de l'atonie du marché de l'investissement mais nous notons qu'à terme une cession réalisée sur un marché plus porteur se ferait probablement à un prix supérieur à notre objectif de cours. Au final, celui-ci s'établit à 10,9€/action (vs 9,2€/action). Il correspond à des ratios attractifs comme un P/RNR 2024 de 13,8x et une décote de 40% sur l'ANR de liquidation 2024 mais un rendement du dividende 2024 faible de 1,6%. Le potentiel de revalorisation du titre justifie notre recommandation ACHAT (vs NEUTRE).

THÈSE D'INVESTISSEMENT

SCBSM a maintenant presque achevé son plan de recentrage sur les actifs parisiens qui représentent 90% du portefeuille. La foncière est donc bien positionnée pour profiter de la rareté de ce type d'actifs. Son endettement limité autorise une politique de rotation d'actifs qui devrait encore améliorer la qualité moyenne : elle pourra continuer ses acquisitions à l'image de l'immeuble boulevard Haussmann acquis fin 2024 et céder au fil de l'eau les 10% d'actifs franciliens ou régionaux encore présents dans le portefeuille. Nous anticipons une rotation disciplinée qui n'entamerait pas la croissance régulière des loyers, en ligne avec la résilience affichée au cours des derniers exercices.

ANALYSE SWOT

FORCES

- ☐ Optique patrimoniale de long terme
- ☐ 90% du patrimoine parisien
- ☐ Situation bilancielle désormais saine et claire

FAIBLESSES

- ☐ 90% du patrimoine parisien
- ☐ Situation bilancielle désormais saine et claire

OPPORTUNITES

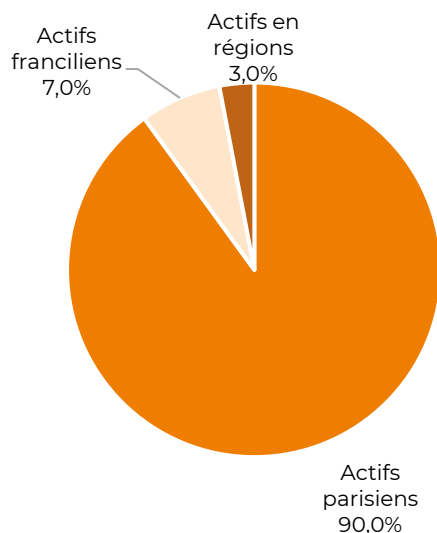
- ☐ Patrimoine parisien encore partiellement à optimiser
- ☐ Cessions permettant d'améliorer encore le profil du patrimoine

MENACES

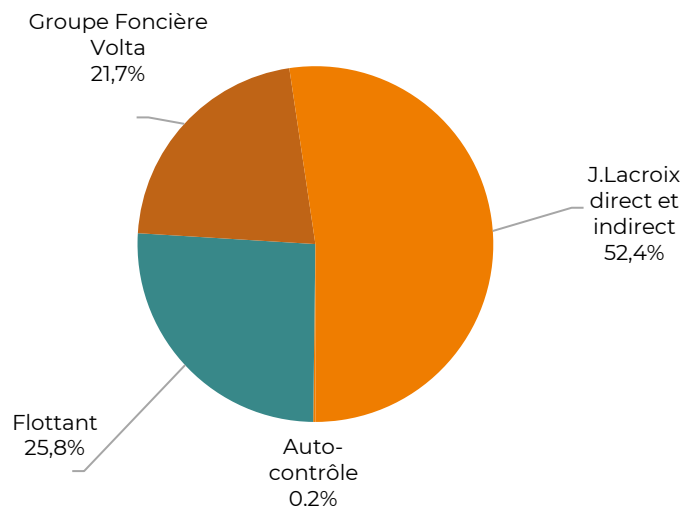
- ☐ Remontée des taux d'intérêt
- ☐ Inquiétudes sur l'impact du télétravail

INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

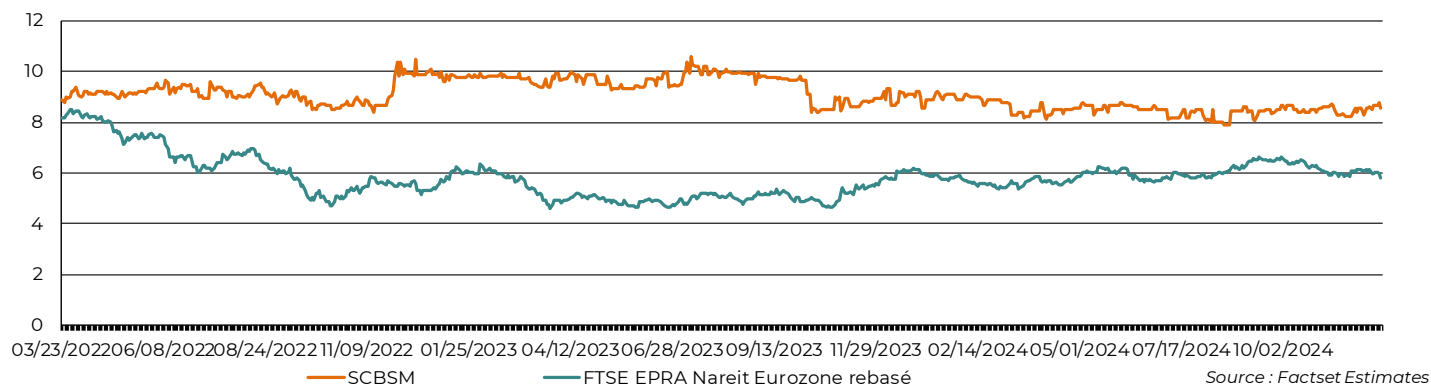
REPARTITION DU PATRIMOINE



ACTIONNARIAT



ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS 5 ANS



AVERTISSEMENT GÉNÉRAL

Invest Securities est agréée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et régulée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation à souscrire, acheter ou vendre des titres financiers, ou à participer à toute autre transaction.

Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques considérées fiables, mais n'ont pas été vérifiées de manière indépendante. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations publiques qui ont permis d'établir le présent document et Invest Securities n'accepte aucune responsabilité quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations publiques qui ont permis la réalisation du présent document, sauf dans la mesure requise par la loi.

Les opinions, prévisions et estimations contenues dans le présent document sont celles de leurs auteurs uniquement. Les appréciations formulées reflètent leur opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'évolution ou d'invalidation à tout moment, sans préavis. Invest Securities n'a aucune obligation d'actualiser, de modifier ou d'amender le présent document ou d'informer d'une quelconque manière le destinataire de ce document dans le cas où un fait, une opinion, une prévision ou une estimation contenus dans ce document, changent ou deviennent inexacts.

Les investissements mentionnés dans ce document peuvent ne pas convenir à tous ses destinataires. Les destinataires du document sont invités à fonder leurs décisions d'investissement sur les diligences appropriées qu'ils jugent nécessaires. Il est rappelé que les performances passées ne préjugent pas des performances à venir. Investir sur les marchés présente un risque de perte en capital. Toute perte ou autre conséquence découlant de l'utilisation des informations contenues dans le document relève exclusivement de la responsabilité de l'investisseur. Ni Invest Securities, ni une quelconque autre personne ne pourra être tenue responsable de quelque manière que ce soit au titre d'un quelconque dommage direct ou indirect résultant de l'utilisation de ce document. En cas de doute sur un quelconque investissement, les destinataires doivent contacter leurs propres conseillers en investissement, juridiques et/ou fiscaux pour obtenir des conseils concernant l'opportunité d'investir.

Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux dispositions du règlement abus de marché (UE) n°2014/596 et du règlement délégué (UE) n°2016/958 sur les modalités techniques de présentation objective des recommandations d'investissement. Le présent document est destiné uniquement (A) à des personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers et/ou (B) à des investisseurs qualifiés agissant pour compte propre, au sens de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier.

Le présent document vous est fourni à titre confidentiel pour information et ne peut être reproduit ou transmis, en tout ou partie, à toute autre personne ou publié.

OBJECTIFS DE COURS ET RECOMMANDATION

Nos opinions boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur le profil de risque de l'entreprise et sur les objectifs de cours définis par l'analyste, élément intégrant des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché qui sont susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse financière d'Invest Securities établit ses objectifs de cours sur la base d'une approche fondamentale multicritères, incluant, de façon non exhaustive, l'actualisation des flux de trésorerie disponibles, l'approche analogique des comparables boursiers ou des multiples de transactions, la somme des parties, l'actif net réévalué, l'actualisation des dividendes.

Les opinions boursières émises par le bureau d'analyse financière d'Invest Securities sont définies comme tel :

- **ACHAT** : potentiel de hausse supérieur à +10% (le potentiel requis minimum peut être revu à la hausse selon le profil de risque de la société)
- **NEUTRE** potentiel compris entre -10% et +10% (le potentiel requis maximum peut être revu à la hausse selon le profil de risque de la société)
- **VENTE** : potentiel de baisse supérieur à -10%
- **APPORTER, ou NE PAS APPORTER** : recommandations utilisées lorsque l'émetteur fait l'objet d'une offre publique (OPA, OPE, Retrait Obligatoire...)
- **SOUSCRIRE ou NE PAS SOUSCRIRE** : recommandations utilisées dans le cadre d'une augmentation de capital
- **SOUS REVUE** : recommandation temporaire, lorsqu'un événement exceptionnel à l'impact significatif sur les résultats de l'entreprise ou notre objectif de cours, ne permet plus d'émettre une opinion ACHAT, NEUTRE ou VENTE

HISTORIQUE DES RECOMMANDATIONS DES 12 DERNIERS MOIS

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des changements de recommandation et d'objectif de cours réalisés par le bureau d'analyse financière d'Invest Securities au cours des 12 derniers mois.

Société couverte	Analyste principal	Date de publication	Opinion	Objectif de Cours	Cours à date	Potentiel vs Objectif
SCBSM	Bruno Duclos	05-avr.-24	VENTE	55,0	68,8	-17%
SCBSM	Bruno Duclos	03-nov.-23	NEUTRE	59,0	65,0	-6%

DÉTAIL DES CONFLITS D'INTÉRÊTS POTENTIELS

	SCBSM
Invest Securities a été chef de file ou co-chef de file dans une offre publique concernant les instruments financiers de cet émetteur durant les douze derniers mois.	Non
Invest Securities a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.	Oui
Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse.	Oui
Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de Listing sponsor.	Oui
Invest Securities a été rémunérée par cet émetteur en échange de la fourniture d'autres services d'investissement au cours des douze derniers mois (RTO, Exécution pour compte tiers, conseil, placement, prise ferme).	Oui
Le présent document a été communiqué à l'émetteur préalablement à sa publication. Cette relecture n'a pas conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.	Oui
Le présent document a été communiqué à l'émetteur pour relecture préalablement à sa publication. Cette relecture a conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.	Non
L'analyste financier a des intérêts dans le capital de l'émetteur.	Non
L'analyste financier a acquis des titres de capital de l'émetteur avant l'opération d'offre publique.	Non
L'analyste financier perçoit une rémunération directement liée à l'opération ou à un service d'investissement fourni par Invest Securities.	Non
Un dirigeant d'Invest Securities est en situation de conflit d'intérêt avec l'émetteur et a eu accès à la recommandation avant son achèvement.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par l'émetteur.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient, à titre temporaire, une position longue nette de plus de 0.5% du capital de l'émetteur.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient, à titre temporaire, une position courte nette de plus de 0.5% du capital de l'émetteur.	Non
L'émetteur détient ou contrôle 5 % ou plus du capital d'Invest Securities ou du groupe All Invest.	Non

La politique de gestion des conflits d'intérêts d'Invest Securities est accessible sur le site d'Invest Securities dans la rubrique Règlementation. Une liste de toutes les recommandations diffusées sur 12 mois ainsi que la publication trimestrielle de la part des « ACHAT, VENTE, NEUTRE, AUTRES » sur 12 mois, sont accessibles sur le site de recherche d'Invest Securities.

DIRECTION

Marc-Antoine Guillen
Président

+33 1 44 88 77 80
maguillen@all-invest.com

Jean-Emmanuel Vernay
Directeur Général

+33 1 44 88 77 82
jevernay@all-invest.com

Pascal Hadjedj
Directeur Général Délégué

+33 1 55 35 55 61
phadjedj@all-invest.com

BUREAU D'ANALYSE FINANCIÈRE

Maxime Dubreil
Responsable Recherche

+33 1 44 88 77 98
mdubreil@all-invest.com

Bruno Duclos
Analyste Immobilier

+33 1 73 73 90 25
bduclos@all-invest.com

Jamila El Bougrini
Analyste Biotech

+33 1 44 88 88 09
jelbougrini@all-invest.com

Benoît Faure-Jarrosion
Senior advisor Immobilier

+33 1 73 73 90 25
bfaure-jarrosion@all-invest.com

Claire Meilland
Analyste CleanTech

+33 1 73 73 90 34
cmeilland@all-invest.com

**Thibaut Voglimacci-
Stephanopoli**
Analyste Medtechs / Biotech

+33 1 44 88 77 95
tvoglimacci@all-invest.com

SALLE DE MARCHÉ

Pascal Hadjedj
Responsable Vente Primaire
+33 1 55 35 55 61
phadjedj@all-invest.com

Anne Bellavoine
Senior Advisor
+33 1 55 35 55 75
abellavoine@all-invest.com

Eric Constant
Négociation
+33 1 55 35 55 64
econstant@all-invest.com

Jean-Philippe Coulon
Négociation
+33 1 55 35 55 64
jpcoulon@all-invest.com

Edouard Lucas
Vente Institutionnelle
+33 1 55 35 55 74
elucas@all-invest.com

Ralph Olmos
Vente Institutionnelle
+33 1 55 35 55 72
rolmos@all-invest.com

Kaspar Stuart
Vente Institutionnelle
+33 1 55 35 55 65
kstuart@all-invest.com

SERVICES AUX ÉMETTEURS

Thierry Roussilhe
Responsable
+33 1 55 35 55 66
troussilhe@all-invest.com

Fabien Huet
Contrat Liquidité
+33 1 55 35 55 60
fhuet@all-invest.com