

Objectif de cours:

6,5 € en juin 2014

SCBSM

Secteur : Immobilier

Vers une foncière de restructuration de commerces

Après avoir investi de façon opportuniste dans tous les secteurs de 2005 à 2007, SCBSM est désormais une foncière qui souhaite se concentrer sur l'investissement en commerces, avec une spécialisation dans la rénovation et la transformation de sites anciens. Issue de la reprise d'une coquille en 2005, cette Siic dispose fin juin 2011 d'un patrimoine de 289 M€ droits compris dont 61 % de commerces et le solde en bureaux situés à Paris (un immeuble près de la Madeleine représentant 43 % du patrimoine de bureaux), en deuxième couronne d'Île-de-France et dans des moyennes villes de province. Elle est animée par une petite équipe dirigée par Jacques Lacroix, qui en est le premier actionnaire.

Des développements en phase finale. La rentabilité courante est encore symbolique du fait des actifs en développement. L'ANR de remplacement dilué s'élève 105 M€ (8,12 € par action diluée). Le défi, déjà très avancé, consiste à achever d'ici 2013 des restructurations qui devraient faire croître les fonds propres et doper sensiblement la rentabilité courante. Ces projets recèlent près de 14 M€ de création de valeur en deux ans, et 3,6 M€ de loyers supplémentaires. L'objectif plus lointain est de poursuivre le développement dans les *retail parks* et plusieurs actifs déjà en patrimoine recèlent une capacité de transformation après 2013.

Le bilan est lourd mais sous contrôle. Le bilan est caractérisé par une dette élevée (LTV de 68 % selon nos calculs) mais en baisse et SCBSM a renégocié ses principales échéances jusqu'en 2014 (solde de 20 M€). Les cessions, la thésaurisation du cash-flow et la création de valeur sur les développements devraient rééquilibrer le bilan d'ici là (LTV de 50 % d'après notre scénario). Le recentrage sur les meilleurs actifs suppose des ventes en priorité sur des immeubles à rendement élevé, qui pèseront sur la rentabilité.

Pour valoriser la foncière, nous nous plaçons mi-2014, une fois le niveau normatif atteint. Il s'agit d'un investissement proche du *private equity*, fondé sur la confiance en quelques personnes, en attendant que les chiffres parlent d'eux-mêmes auprès d'un spectre plus large d'investisseurs et que les résultats permettent une distribution. En retenant un cours mi-2014 de 6,50 €, le titre afficherait alors encore une décote forte (49 %) mais pour un multiple de résultat récurrent dans la ligne de ceux observés aujourd'hui dans le secteur pour de petites foncières (10,3 x) et un rendement encore faible (3,1 %). En actualisant à 12 %, la valorisation instantanée s'établirait à 4,8 €. Nous estimons que le marché boursier n'est pas près de se porter spontanément vers les petites foncières endettées. Nous recommandons donc l'investissement pour une durée de deux ans, correspondant à l'échéance de la mutation de la société.

Paul ARKWRIGHT, analyste

01 73 73 90 25

parkwright@invest-securities.com

Benoît FAURE-JARROSSON,
responsable secteur
immobilier

01 44 88 77 88

bfaure-jarrosson@invest-securities.com

Valorisation		30/06/09	30/06/10	30/06/11	30/06/12	30/06/13	30/06/14
Cours au 08/12/11 :	P/ ANR-R dilué	0,53	0,48	0,45	0,40	0,33	0,29
	P/ ANR-L dilué	0,80	0,73	0,59	0,51	0,40	0,34
Capitalisation boursière :	P/RNR	15,6	20,1	14,6	8,6	7,3	5,8
46,9 M€	Loyers/VE	7,0%	7,0%	7,2%	7,9%	8,8%	10,1%
	EBE/VE	5,51%	5,31%	5,64%	6,38%	7,08%	8,18%
	Rendement	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	5,48%

Vers une foncière de restructuration de commerces

Après avoir investi dans tous les secteurs entre 2005 et 2007, SCBSM est désormais une foncière qui souhaite se concentrer sur l'investissement en commerces, avec une spécialisation dans la rénovation et la transformation de sites anciens. Issue de la reprise d'une coquille en 2005, cette SIIC dispose fin juin 2011 d'un patrimoine de 289 M€ droits compris dont 61 % de commerces et le solde en bureaux situés à Paris (un immeuble près de la Madeleine représentant 43 % du patrimoine de bureaux), en deuxième couronne d'Île-de-France et dans des moyennes villes de province. Elle est animée par une petite équipe dirigée par Jacques Lacroix, qui en est le premier actionnaire. Le bilan est caractérisé par une dette élevée (LTV de 68 % selon nos calculs). La rentabilité courante est encore symbolique du fait des actifs en développement. L'ANR de remplacement dilué s'élève 105 M€ (8,12 € par action diluée). Le défi, déjà très avancé, consiste à achever d'ici 2013 des restructurations qui devraient faire croître les fonds propres et doper sensiblement la rentabilité courante.

1. Une foncière de particuliers

Créée en 1921, SCBSM (Société Centrale des Bois et Scieries et de Manche) a cessé son activité d'import-export de bois exotiques et est devenue une coquille cotée au Marché libre. En 2005, cette coquille est reprise par un *pool* d'investisseurs emmenés par Jacques Lacroix, dans le cadre de relations personnelles. Ces investisseurs apportent alors à SCBSM plusieurs sociétés civiles immobilières, de sorte que le patrimoine atteint 88 M€ fin 2005. Le tour de table est alors composé de personnes physiques. En juillet 2006, une augmentation de capital de 7,5 M€ à 6,75 € par action (prix ajusté) permet de faire entrer des investisseurs institutionnels, dont la Caisse des Dépôts du Québec. En novembre 2006, SCBSM est introduite sur l'Eurolist d'Euronext et le statut Siic est obtenu en juillet 2007. Le patrimoine bondit à 283 M€ fin 2007.

La société lève des fonds propres grâce à une augmentation de capital de 11 M€ à 6,75 €/action en décembre 2006, à l'exercice de BSA (2,9 M€ à 7,5 €/action, prix ajusté), par une seconde augmentation de capital de 10,7 M€ à 6,66 € par action en juin 2008 et par l'émission de 7 M€ d'Océanes à haut rendement en 2009 (prix d'émission de 6,75 €).

Après la diversité, le recentrage sur le commerce à restructurer

La croissance de SCBSM s'est d'abord faite par des acquisitions opportunistes, à la fois de bureaux et commerces : outre les 88 M€ apportés en 2005, 61 M€ ont été investis en 2006 principalement dans un *retail park* à Wittenheim en Alsace (30 M€), un immeuble de bureaux à Rouen (11,6 M€) et des locaux d'activité à Ris-Orangis (13,8 M€). En 2007, SCBSM a encore quasiment doublé son patrimoine avec la reprise d'une foncière privée détenant 145 M€ d'actifs, essentiellement des commerces de périphérie. La constitution d'un patrimoine de 283 M€ en trois ans (2005-2007) a été permise par un important levier, de sorte que, lorsque la crise a éclaté, SCBSM publiait une LTV de 69 %. Entre le 30 juin 2008 et mi-2010, la stratégie a été de renégocier et réduire l'endettement. Pour ces raisons, la foncière a émis 7 M€ d'Océanes en novembre 2009 à 9 % et un emprunt obligataire de 9,2 M€ à 8 % de rendement en décembre 2010.

Stratégie : réduction de la vacance et constitution d'une foncière de commerces de périphérie. La LTV publiée au 30 juin 2011, de 57,9 % (68,3 % avec la dette obligataire et d'exit tax et en rapportant sur le patrimoine hors droits) reste élevée et ne permet pas encore d'autres investissements que les capex nécessaires à la réduction de la vacance. La stratégie de SCBSM est donc, dans un premier temps, de réduire la forte vacance du patrimoine (19 % fin juin 2011).

Parallèlement, SCBSM souhaite s'orienter vers la restructuration de commerces. La distribution a connu en France une croissance constante depuis un demi-siècle, qui est passée par la construction de surfaces importantes. Aujourd'hui, une partie du parc vieillit et se trouve concurrencée. Dans les centres commerciaux, la rénovation a été régulière et est le fait de grandes foncières bien équipées. Pour le commerce de périphérie, le risque d'obsolescence se développe et ouvre la place à des acteurs dans la rénovation. C'est également l'analyse qu'a faite Frey, qui a annoncé ces jours-ci la création d'un fonds de 200 M€ financés par des institutionnels dédié à ce créneau.

Chez SCBSM, c'est près de la moitié des commerces détenus, situés pour l'essentiels en périphérie de villes moyennes, qui a fait ou va faire l'objet d'une rénovation dans les deux ans qui viennent. L'objectif est de se recentrer sur les actifs commerciaux (61 % du patrimoine actuellement). Compte tenu de l'endettement, le passage obligé est l'augmentation et la thésaurisation du cash-flow, la cession de bureaux et la création de valeur lors des rénovations. SCBSM se donne 18 à 24 mois pour atteindre 21 M€ de loyers hors cessions contre 16,9 M€ en 2010-2011, moyennant 11,6 M€ d'investissements.

Le patrimoine est encore diversifié

Le patrimoine de SCBSM s'élève à fin juin 2011 à 272,3 M€ hors droits et 289,1 M€ droits compris pour 204 833 m², répartis entre commerces (61 %), bureaux (25 %), locaux d'activités (12 %) et habitations (2 %). Les commerces comprennent des actifs vacants ou à restructurer, ce qui explique la faiblesse du résultat récurrent.

Le patrimoine de bureaux et locaux d'activité est composé à 46 % (en valeur) de l'immeuble de la rue Godot de Mauroy près de la Madeleine à Paris, de 4 948 m² de bureaux (et 1 045 m² de commerces). Les autres immeubles sont de qualité bien inférieure, situés dans des grandes et moyennes villes de province (Nantes, Rouen, Nancy, Roubaix, etc.) ou en deuxième couronne d'Île-de-France. Les immeubles les plus risqués nous semblent être ces locaux d'activité de deuxième couronne comme Buc (7 445 m²), Ris Orangis (15 874 m² et 12 000 m² de terrains achetés 13,8 M€ en 2006) et Courtaboeuf.

Les commerces sont constitués de pieds d'immeubles, de boutiques de centres commerciaux et de *retail parks* en deuxième couronne d'Île-de-France et en province (à part 1 045 m² près de la Madeleine à Paris). SCBSM possède des commerces de pieds d'immeubles près de la gare Saint-Charles à Marseille, livrés par Kaufman & Broad fin 2010. Les actifs à rénover (dits *value added*), une fois loués, représentent 46 % des loyers des commerces. Ce sont essentiellement des boutiques de galeries commerciales et de *retail parks*.

Patrimoine de SCBSM au 30/06/11 (M€, hors logements)

Typologie	Surface (m ²)	Loyers	Loyers des locaux vacants	Valeur locative de marché (VLM)	Vacance fi. (% VLM)	Valeur HD	Taux de capitalisation
Bureaux	86 328	7,2	0,8	7,8	10,03%	100,9	7,78%
Commerces	118 505	9,6	2,9	13,3	21,97%	166,7	8,00%
<i>dt stabilisés</i>	41 580	6,6	0,6	7,3	8,90%	95,7	7,83%
<i>dt value added</i>	76 925	3,1	2,3	6,0	37,73%	71,0	9,30%
Total	204 833	16,8	3,7	21,1	17,54%	267,6	7,92%

Source: SCBSM

Patrimoine de SCBSM au 30/06/11 (hors logements)

Immeuble	Adresse	Surface (m ²)
Bureaux		
La Madeleine	12 rue Godot de Mauroy, Paris 9e	4 948
Abaquesne	Bd. Europe, Rouen (76)	5 725
Parabole IV	15 av. des Parabole, Roubaix (59)	13 572
Portefeuille Est	Immeubles de bureaux à Mulhouse, Nancy et environs	6 817
Buc	106 rue du Fourny, Buc (78)	7 445
Baltique	Av. de la Baltique, Villebon sur Yvette (91)	5 218
Des Bois	3 av. de la Résistance, Ste-Geneviève-des-Bois (91)	5 320
Ris Orangis	Z.I. du Bois de L'Epine, Ris-Orangis (91)	15 874
Les Sporades	Allée des Terriers, Antibes (06)	1 498
Elysée Village	Centre commercial Route de la Jonchère, la Celle-Saint-Cloud (78)	796
Nantes	Terrain loué en bail à construction jusqu'en 2016	19 115
Total bureaux		86 328
Commerces		
La Madeleine	12 rue Godot de Mauroy, Paris 9e	1 045
Les Sporades	Allée des Terriers, Antibes (06)	1 357
Les Arcades	Pl. du Marché, Gif-sur-Yvette (91)	3 394
La Grande Vallée	Galerie marchande du centre commercial Leclerc, Gonesse (95)	3 409
Grigny	Centre commercial Grigny 2, Grigny (91)	1 098
Pacé	Magasin Gifi, Pacé (35)	1 572
Bois de Norvège	Nîmes	1 864
Bois de Norvège	Biarritz/Sillé-le-Guillaume/Nîmes/Saint-Sauveur/Le Pouget/Combourg	12 083
PBM Saint-Malo	Rue de la Grassinai, Saint-Malo (35)	4 190
PBM Angoulême	Av. du Général de Gaulle, Soyaux (16)	3 600
PBM Mantes	Z.I. des Closeaux, Buchelay (78)	9 636
Forum 20	Galerie Marchande, av A. Briand, Arcueil (94)	3 791
Wittenheim	Retail Park, rue de Soultz, Wittenheim	17 400
Cap Rousillon	Retail Park, Rivesaltes (66)	13 971
Elysée Village	Centre commercial, route de la Jonchère, la Celle-Saint-Cloud (78)	10 961
Le Chêne Vert	Retail Park, Plérin (22)	13 520
Besançon	Ensemble immobilier mixte, Dannemarie-sur-Crète (25)	12 744
Atrium/Trianum/Patio	Pieds d'immeubles à La Joliette, Marseille (13)	940
Trianum	Pieds d'immeubles proche de Gare Saint-Charles, Marseille	1 513
Berlioz	Commerce de pied d'immeuble, Sainte-Geneviève-des-Bois (91)	417
Total commerces		118 505

Source: SCBSM

A fin juin 2011, le taux de rendement du patrimoine ressort à 7,55 % dont 7,83 % pour les commerces stabilisés. Ce dernier se compare à 7,53 % pour Sélectirente, spécialisé dans

les commerces de centre-ville, 6,67 % pour Foncière Sépric, spécialisée dans les *retail parks* de périphérie de villes moyennes et 7,20 % pour Patrimoine & Commerce qui se concentre également dans les *retail parks* de périphérie mais dispose encore de bureaux (pour le moment). Le patrimoine de SCBSM est plus diversifié que celui de Sélectirente et de Foncière Sépric et affiche une vacance largement supérieure aux trois autres foncières (19 % contre 2,5 % pour Foncière Sépric, 4,3 % pour Sélectirente et 2,0 % pour P&C). Le taux est, néanmoins, tiré vers le bas par la valorisation de l'immeuble de la Madeleine à Paris qui représente 17 % du patrimoine.

2. Une foncière gérée par son premier actionnaire

La foncière est dirigée par Jacques Lacroix (42 ans), PDG et principal actionnaire avec 39 % du capital. Jacques Lacroix, qui a une formation financière et comptable (HEC, diplôme d'expertise comptable) a débuté sa carrière dans l'audit et le conseil, avant de pratiquer le financement et l'investissement immobilier. La direction immobilière est assurée depuis fin 2006 par Sophie Erre (32 ans, DEA de droit des affaires), issue de l'immobilier commercial (direction de centres commerciaux). Enfin, SCBSM doit encore embaucher un directeur financier, la fonction étant assurée par Jacques Lacroix depuis juin 2010.

SCBSM est gérée en partie en interne (4 salariés) et en partie via la holding de Jacques Lacroix, Compagnie Financière Brocéliande (CFB) avec 3 salariés travaillant pour SCBSM. CFB facture à SCBSM deux types de prestations :

- ✓ la gestion locative, administrative et comptable : les honoraires représentent entre 2 et 5 % des loyers.
- ✓ L'assistance en matière de développement, structuration, stratégie, etc. : la facturation par CFB s'élève à 172 K€ par an (1 % des loyers).

Ce niveau d'honoraires, qui s'ajoute aux quatre salaires, est cohérent avec celui des autres foncières à gestion externe (cf. tableau).

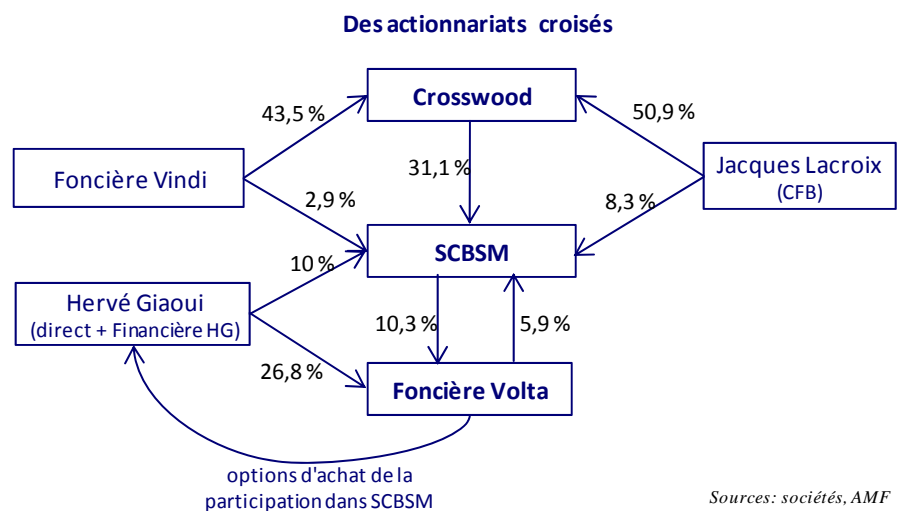
Au 31/12/10	Commissions des foncières sans équipe propre		
	gestion administrative/juridique/etc.	gestion locative	investissements
Affiparis	Par semestre: fonction du temps passé. Au S2 2010: 150K€, au S1 2011: 271K€	Par semestre: 3 % des loyers du semestre précédent	Par semestre: 0,3 % de valeur réévaluée des immeubles
Foncière Atland	Fixe: 360 K€+150 K€ / Variable: 5 % de la variation de l'ANR-L et cash flow d'exploitation		
Foncière Sepric	4 % du chiffre d'affaires en France et 1 % en Suisse	4 % des loyers et charges, refacturés aux locataires	Intégré dans les frais de gestion administratifs
Klémons	178 K€ indexé à l'indice du Syntec + 3% des loyers et charges		1 % du prix d'achat/vente
Paref	Dégressif, de 5 % à 2 % des loyers		1% à 0,3 % du prix d'achat/vente
Sélectirente	8 % des loyers, droits d'entrée et prod. Fi.		4 % du prix d'achat
Terreïs	250 K€ indexés sur l'ICC	2-5 % des loyers, hors charges	De 1,5 % à 5 % du prix d'achat si apporté par Foncia
Patrimoine & Commerce	251 K€ indexés + 10% de la hausse de l'Ebitda consolidé à périmètre constant	693 K€ en 2009/2010 refacturés	0,25 % à 1 % du prix d'achat Cessions: 0,25 %
SCBSM	4 salariés + 2 à 5% des loyers + 172 K€		

Source: sociétés, Invest Securities

Le président est dominant au capital et au conseil

Jacques Lacroix contrôle 39,4 % de SCBSM, dont 31,1 % via Crosswood (foncière cotée qu'il contrôle à 50,9 %) et le solde en direct. Lors de l'introduction en bourse (novembre 2006), la majorité du capital de SCBSM était partagée entre Jacques Lacroix (28,4 %) et les dirigeants du groupe de distribution coté Cafom (Hervé Giaoui, André Saada et Luc Wormser) à hauteur de 39,5 %. Depuis, les dirigeants de Cafom, souhaitant prendre leurs profits et développer une nouvelle activité immobilière via Foncière Volta, ont cédé leur participation à Jacques Lacroix. Ce mouvement explique leur recul au tour de table de SCBSM, au bénéfice de Jacques Lacroix, ainsi que l'organigramme complexe qui fait intervenir la Foncière Volta. Le profil de cette dernière est différent : son patrimoine est très diversifié, en Île-de-France, dans les DOM et en Israël, et elle se développe essentiellement dans les bureaux et logements de la région francilienne et à Tel-Aviv.

Foncière Volta, vestige d'une réorganisation. En 2007, SCBSM a acquis 87 % de la coquille cotée Foncière Volta (ex-Sport Elec) à 6,15 €/action. Début 2008, les principaux actionnaires du groupe de distribution Cafom et plus faiblement SCBSM (des immeubles de logements pour 6,4 M€) lui ont apporté des actifs, ramenant la participation de SCBSM à 19,1 %. Les actions Foncière Volta ont alors été valorisées à 6,15 €/action. En février 2010, SCBSM a cédé à Hervé Giaoui, PDG du groupe Cafom, 8,9 % du capital de Foncière Volta à 5,23 € par action, permettant à ce dernier de devenir premier actionnaire de la foncière avec 26,8 % du capital. Hervé Giaoui et Foncière Volta ont également investi dans SCBSM (à hauteur de respectivement 10 % et 5,9 %). Enfin, Foncière Volta détient des options d'achat (prix de l'option : 3,26 € permettant d'acquérir une action à un prix d'exercice de 3,74 € par action) lui permettant d'acheter 13,9 % du capital de SCBSM (dont 10 % auprès de Hervé Giaoui). SCBSM considère sa participation dans Foncière Volta comme un investissement financier qui a vocation à être cédé à terme (valeur de 3,5 M€ au dernier cours de 4,21 €/action).



Depuis 2006, Jacques Lacroix a renforcé sa présence au capital de SCBSM. Rappelons que la réglementation boursière plafonne à 2 % par an l'augmentation de la part des actions de la part d'un actionnaire à plus de 30 %. La holding Crosswood facilitant le contrôle de SCBSM, nous n'anticipons pas de fusion entre les deux foncières, qui aurait pour effet de diluer le pourcentage de contrôle de Jacques Lacroix. Notons que parmi les résolutions de l'assemblée générale de SCBSM du 22 décembre prochain, il est prévu d'autoriser une augmentation de capital avec ou sans droits de souscription de 35 M€.

Un conseil d'administration aux mains du premier actionnaire. Le conseil d'administration est composé de cinq administrateurs dont trois rattachés au président :

- ✓ Jacques Lacroix ;
- ✓ La société Hoche Partners représentée par Jean-Daniel Cohen, ancien banquier d'affaires et ancien associé de Jacques Lacroix dans le cadre d'activités de refinancement immobilier ;
- ✓ Foncière Vindi, actionnaire de Crosswood à 43,5 %, représentée par Sandrine Chokroun ;
- ✓ Jérémy Morel, représentant la société Hailaust et Gutzeit, filiale à 100 % de Crosswood, contrôlée et dirigée par Jacques Lacroix. Jérémy Morel est responsable d'exploitation de Brocéliande Patrimoine, holding de Jacques Lacroix ;
- ✓ Crosswood, représentée par Sophie Erre, directrice du patrimoine de SCBSM.

Notons que Jean-Daniel Cohen est également administrateur de Foncière Volta, dans laquelle SCBSM détient 10,1 % du capital.

Différents conflit d'intérêts

CFB (holding de Jacques Lacroix) détient 50,9 % de Crosswood et 65,9 % des droits de vote. Crosswood est une « mini-SCBSM » avec un patrimoine de 47,5 M€ hors droits (près de 6 fois plus faible que SCBSM) composé à 54 % de commerces de périphérie et 45 % de bureaux de province. L'ANR de remplacement s'établit à 33,6 M€ (mais sans statut SIIC). Les principaux actifs sont un immeuble de 4 500 m² de bureaux à Lyon Part Dieu, un ancien multiplexe de 4 500 m² près du Havre en cours de restructuration et le centre commercial de Champigny-sur-Marne restructuré en 2006.

La règle qui permet d'éviter le conflit d'intérêt en cas d'investissement est que toute acquisition supérieure à 7 M€ est destinée à SCBSM. Le fort endettement des deux sociétés (58 % et 51 % publiés par respectivement SCBSM et Crosswood mi-2011) rend à court terme la question sans objet.

Par ailleurs, figure au bilan de fin juin 2011 de SCBSM une avance non rémunérée de 1,18 M€ accordée à la SCI Val Sans Retour, filiale de Crosswood, dans le cadre du projet de restructuration du centre commercial Les Franciades à Massy. En cas d'obtention du projet par SCBSM, il était prévu l'achat à Crosswood d'un actif de commerce situé sur la zone. SCBSM n'ayant pas été sélectionné par la mairie en 2011, Crosswood devra rembourser l'avance de SCBSM moins 180 K€ correspondant aux différents frais engagés.

Aujourd'hui, le conflit d'intérêts entre SCBSM et son premier actionnaire peut surgir à cinq niveaux : 1° dans les opérations sur titres avec l'autre groupe d'actionnaires ; 2° dans la

facturation d'honoraires avec CFB ; 3° avec Crosswood en cas d'acquisitions ; 4° dans l'opération d'acquisition intra-groupe Val-sans-Retour ;. Dans les prochaines années, SCBSM devra s'attacher à clarifier son organisation pour éviter la suspicion des investisseurs, échaudés par les pratiques d'autres intervenants. Cette structure complexe a cependant l'avantage d'être constituée d'entités cotées, rendant visible l'essentiel du patrimoine de Jacques Lacroix (qui ne détient quasiment pas d'actif immobilier hors de ces deux sociétés).

3. Le résultat 2010-2011 est encore pénalisé par la vacance

La vacance du patrimoine, représentant 3,7 M€ de loyers, pèse sur les résultats et entraîne une rentabilité des fonds propres particulièrement faible, à 3,3 % (résultat net récurrent 2010-2011 sur ANR de remplacement 2009-2010 dilués). En 2010-2011, SCBSM (qui clôture au 30 juin) a réalisé un résultat net récurrent après dilution des Océanes, BSA et options, de 4,5 M€ et 0,25 € par action, en hausse de 39 % sur un an (en données par action diluées). Le résultat est marqué par :

- ✓ **une baisse des loyers de 3,5 %** à 16,9 M€ en raison des 12 M€ de cessions réalisées en 2009-2010. A périmètre constant, les loyers ont progressé de 1,5 % mais les revenus locatifs ont diminué de 0,6 M€ entre le premier et second semestre 2010-2011, **signe d'un accroissement de la vacance du patrimoine malgré les relocations**. Ces dernières ont concerné la location en mai de 1 000 m² de bureaux dans l'immeuble de la Madeleine (450 K€ de loyers par an) et de 2 500 m² de commerces de pieds d'immeubles à Marseille (700 K€ par an à partir de début 2012). Les effets se feront sentir cette année ;
- ✓ **une hausse des charges d'immeubles en raison de 1,1 M€ de travaux sur les immeubles vacants non capitalisés**. Malgré cela, le ratio d'EBE sur loyers s'améliore sur un an à 77,9 % contre 76,1 % (qui tenait compte d'1,2 M€ de dépréciations de créances clients). Ce ratio est très inférieur à la moyenne des petites foncières de commerce (84 %). La réduction de la vacance (3,6 M€ de loyers soit 21 % des revenus 2010-2011) et des travaux non capitalisés permettraient de faire remonter le ratio d'EBE sur loyers à 87 %.

Un endettement sous contrôle mais toujours élevé. La foncière respecte pour le moment ses covenants et a traité l'ensemble de ses échéances de crédit jusqu'en 2014. Le ratio de LTV s'est réduit de 1,6 point en un an à 68,3 %, selon nos calculs, mais ce niveau sera difficile à tenir dans un marché où le crédit va se raréfier. Notre calcul, basé sur le patrimoine hors droits, intègre les dettes obligataires et la dette d'*exit tax* alors que la foncière publie une LTV de 57,9 % en raisonnant sur le patrimoine droits compris et la dette bancaire seule. Surtout, le niveau d'ICR (EBE sur frais financiers), de 1,3 est l'un des plus faibles du secteur et très en dessous du seuil de 2 fois usuellement considéré comme un minimum. La modicité de ce ratio montre que la foncière verrait son cash-flow fondre rapidement en cas de vacance aggravée. La renégociation de 17 M€ de dettes a contribué à réduire le coût moyen de la dette à 4,66 % en fin de période contre 4,88 % en moyenne en 2010-2011. L'endettement de SCBSM est fixe ou couvert à 90 % pour une durée moyenne (pour la dette bancaire) de 3,9 ans. En termes de covenants, la principale contrainte

concerne un portefeuille financé par une ligne de crédit de 74 M€ pour laquelle SCBSM doit respecter des limites d'ICR (EBE sur frais financiers supérieurs à 175 % puis 195 %) et de LTV (de 75 % à 66 % selon la période). L'amélioration du bilan passera par la création de richesse sur les développements en cours et par la cession de bureaux. Soulignons que le management envisage, de préférence, un renforcement de la qualité de son patrimoine par la cession des actifs secondaires. Cette stratégie signifie la vente d'immeubles à rendement plus élevé, avec un impact négatif sur le résultat récurrent.

Le fort levier permet une croissance plus marquée de l'ANR. L'ANR de remplacement dilué des options atteint 104,6 M€ et 8,12 € par action, en progression de 7,3% (81,3 M€ et 6,29 € en liquidation). Le levier multiplie l'effet de la hausse des valeurs d'expertises et l'absence de distribution permet de thésauriser tout le résultat. Ce dernier ne représente néanmoins que 3,3 % des fonds propres. Notre calcul de l'ANR ne tient pas compte de la valorisation en fonds propres de l'option de conversion attachée à l'Océane (1,14 M€) faisant l'hypothèse d'un remboursement de cette obligation. A la différence de l'ANR de liquidation, nous ne tenons pas compte dans l'ANR de remplacement de l'ajustement de juste valeur des instruments de couverture et conservons les impôts différés passifs.

4. Perspectives : achever les projets commerciaux en 2013

La stratégie de SCBSM consiste à réduire la vacance représentant 3,7 M€ de loyers dont 2,9 M€ pour les seuls commerces. La foncière travaille à capter 2,1 M€ de loyers parmi ces 2,9 M€ et 1,5 M€ de revenus provenant d'extension/rénovation soit un total de 3,6 M€ pour 11,6M€ d'investissements, d'ici mi-2013 à travers cinq projets :

- ✓ la commercialisation du *retail park* de 13.520 m² Le Chêne Vert à Plérin (Côtes-du-Nord). L'opération avait été lancée en blanc par le promoteur local mais non spécialisé Celeos, qui a fait faillite. L'actif a été repris par SCBSM qui en assure la commercialisation. Il s'agit d'une petite zone dans une petite ville mais la presse locale (Le Télégraphe, Ouest-France) évoque une fréquentation globalement satisfaisante. Le potentiel est de 0,5 M€ de loyers ;
- ✓ la réhabilitation de l'actif commercial de 10 500 m² de Wittenheim (67). SCBSM a complètement rénové et reloué un grand bâtiment vétuste et laid mais à forte visibilité dans une zone établie. Un restaurant doit encore être livré en décembre 2011 (potentiel de 0,6 M€ de loyers) ;
- ✓ la création d'un *retail park* de 12 000 m² près d'Angoulême. SCBSM était propriétaire des murs d'un distributeur de matériaux. Un accord a été trouvé pour déplacer et resserrer ce locataire dans des bâtiments plus adaptés, libérant un foncier disposant d'un fort attrait commercial, le long de la rocade. Le nouveau site est pré-loué à 60 %. Le début des travaux est attendu pour 2012 pour une livraison estimée en mi-2013 (potentiel de 0,8 M€ de loyers) ;
- ✓ la restructuration-extension du centre commercial de Rivesaltes (près de Perpignan) permettant de créer 7 000 m² de commerces. Le site, d'apparence tout à fait obsolète mais disposant d'une bonne chalandise, va être rénové et étendu. La CDAC a été obtenue en mai 2011, la commercialisation devrait débuter et nous attendons une livraison fin 2012. SCBSM attend de l'opération une augmentation

des loyers de 1,5 M€ (dont 0,7 M€ par l'extension).

- ✓ le départ négocié d'un locataire permettra d'installer à Nîmes deux enseignes de grands groupes la location 2 500 m² par un bail à construction de 40 ans. Le revenu est ainsi porté de 0,15 à 0,20 M€/an sans investissement et avec baisse du risque.

Les restructurations doivent permettre de créer 14 M€ de valeur. En appliquant un taux de rendement de 7 % aux projets d'Angoulême et Rivesaltes, nous obtenons une valorisation de 40,5 M€ contre 26,5 M€ (expertise fin juin 2011 plus investissements restant), soit un gain de valeur de 14 M€ représentant 13,3 % de l'ANR de remplacement dilué fin juin 2011. Cela s'entend à taux de rendement de marché constant mais nous ne pouvons exclure une pression à la hausse sur les taux compte tenu de la dégradation économique et de la remontée des taux d'emprunt de l'Etat français. Avec un taux de rendement de 8 %, la création de valeur atteindrait 8 M€.

SCBSM dispose également d'un potentiel de réversion de 6 %. Dans la mesure où une partie de ce potentiel doit concerner des baux portant sur des actifs destinés à une restructuration, nous ne prenons pas en compte l'ensemble de la réversion.

Un savoir-faire en cours de validation. Lors de sa création en 2005, SCBSM ne pouvait pas se prévaloir d'une compétence sectorielle spécifique. Depuis, le travail sur les murs de commerces a commencé à prendre forme. En décembre 2006, SCBSM, allié au promoteur CFA (Financière Duval) avait été choisi comme aménageur de la Zac Les Portes du Grand Chalon, comportant 30 à 40.000 m² de commerces à Chalon-sur-Saône et d'autres surfaces. Ce projet phare de SCBSM (90 M€ d'investissement) n'a pu voir le jour du fait du retournement de la conjoncture et de recours. Les différentes opérations en cours sont beaucoup plus modestes mais montrent une efficacité certaine. Leur aboutissement en 2012 et 2013 permettra de valider de façon tangible ce savoir-faire acquis depuis 2005. La restructuration réussie de la galerie commerciale du Cora à Arcueil et la pré-commercialisation à 60 % du *retail park* d'Angoulême vont dans ce sens. Le projet de Chalon n'est pas enterré : il pourrait voir le jour avec une surface accrue, mais sans calendrier à ce jour. Le patrimoine de SCBSM se prête à d'autres restructurations d'actifs commerciaux par des extensions, des négociations pour reloger des locataires à petit loyer, l'échéance prochaine du bail à construction historique de Nantes, etc.

Des acquisitions opportunistes. En marge de la stratégie de restructuration d'une partie du patrimoine de commerces, la foncière ne s'interdit pas de réaliser des acquisitions opportunistes, toujours dans la restructuration de commerces, sous réserve des moyens financiers, notamment via les cessions..

L'amélioration de la qualité du patrimoine pèsera sur la rentabilité. La stratégie doit permettre d'ici 3 ans :

- ✓ **d'augmenter le résultat net récurrent** en captant les loyers des locaux vacants (2,1 M€) et des extensions (1,5 M€) ;
- ✓ **d'améliorer la qualité du patrimoine**, d'une part en se séparant des actifs de bureaux et d'activité à risque. D'autre part en transformant en commerces des entrepôts ou boîtes commerciales biens situées mais mal utilisés.

Cependant, la présence d'actifs de bureaux de bonne qualité mais peu rentables,

particulièrement celui de la Madeleine pour 46 M€ (17 % du patrimoine), pèse sur une rentabilité en progression mais encore faible (résultat net récurrent sur ANR de remplacement inférieur à 6 % en juin 2014). De plus, l'ICR devrait s'approcher du seuil de 2 mais restera tendu.

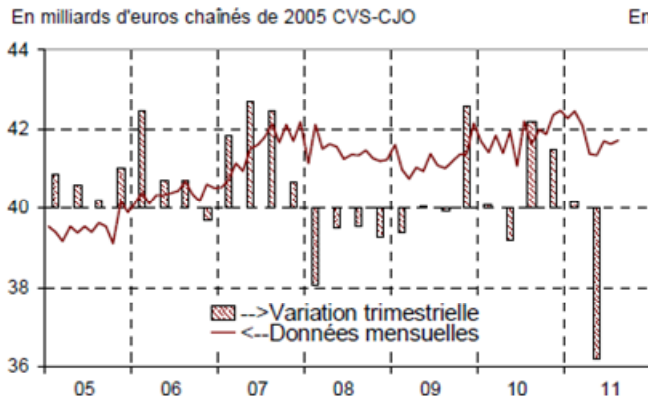
5. Le marché des bureaux et commerces de périphérie

SCBSM souhaite faire progresser la part des commerces dans son patrimoine et ne conserver à terme que les bureaux de meilleure qualité. L'immeuble de la rue Godot de Mauroy à La Madeleine, qui correspond à ce critère, concentre 46 % de la valeur du patrimoine de bureaux de SCBSM. Le solde correspond à des bureaux dans des villes moyennes de provinces (Mulhouse, Nancy, etc.) et des locaux d'activité en seconde couronne d'Île-de-France.

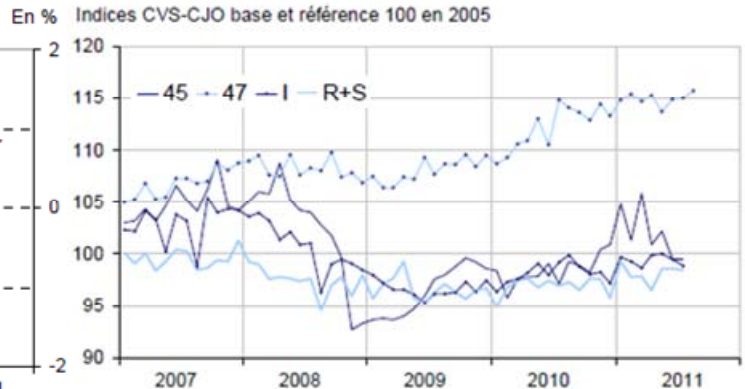
Si le **marché des bureaux** parisiens dans le quartier de La Madeleine est favorable aux propriétaires avec un manque d'offre structurel, celui des bureaux en région doit toujours faire face à une progression de l'offre de seconde main alors que celle de première main se fait plus rare. De son côté, le **marché des locaux d'activité en Île-de-France** représente 60 % de la surface des bureaux mais un dixième de la valeur du parc francilien de bureaux. Structuellement, la tertiarisation et désindustrialisation de la région parisienne entraînent un **mouvement continu de reconversion des locaux en bureaux**, d'une valeur ajoutée supérieure. Néanmoins, l'Île-de-France est toujours la première région industrielle du pays et les locaux d'activité restent nécessaires pour de nombreux services. De plus, Internet ouvre de nouveaux besoins (comme les *drive*). Le marché des locaux d'activités en IDF se caractérise actuellement par une demande relativement stable proche de ses niveaux 2003-2006 (environ 900 000 m²) avec en face une offre élevée (près de 3 années de transactions en 2010) et de mauvaise qualité (seulement 30 000 m² d'offre neuve en 2010).

Du côté des commerces, la consommation française stagne à un niveau élevé. En masse, les ventes de produits manufacturés se situent à un niveau historiquement élevé et stable depuis fin 2006. Depuis 10 ans et 42 trimestres, les dépenses de consommation des ménages n'ont été en décroissance que sur 10 trimestres et seulement deux ont connu une réduction de plus de 1 %. **Le chiffre d'affaires du commerce de détail a été encore plus régulier.** Les gros achats, au premier rang desquels l'automobile, sont la principale variable d'ajustement. Le chiffre d'affaires du commerce de détail hors auto et motos (graphique ci-dessous, courbe 47) a reculé fin 2008 et en 2009 par rapport à son sommet de début 2008 mais a dépassé ces plus hauts au début de 2010 et a repris, depuis, une ascension tout à fait significative.

Consommation totale de biens en France
(source Insee, août 2011)



Chiffre d'affaires du commerce de détail hors auto et moto (courbe 47)
(Source Insee, données de juillet 2011 publiées en octobre 2011)



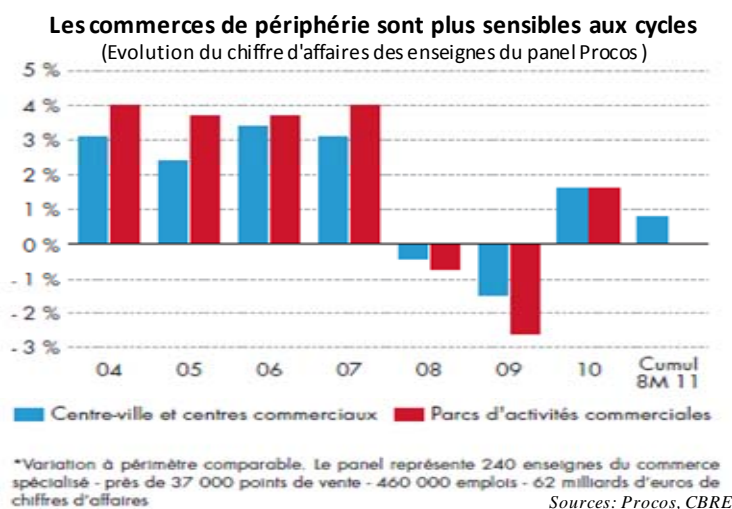
Mais les inquiétudes s'intensifient en 2011. La consommation française a fait la preuve de sa résistance lors de la précédente crise mais cela s'est fait en partie au prix d'une forte stimulation budgétaire qui n'est pas reproductible. En 2011, les signaux de prudence voire d'inquiétude se multiplient. Au 2^e trimestre 2011, la consommation a connu la première baisse trimestrielle de plus de 1 % et a stagné cet été. Les soldes d'été ont déçu avec une baisse de 5 % des ventes d'habillement en juin-juillet sur un an (qui efface le décalage calendaire du début des soldes). Selon le Procos, qui représente 240 enseignes du commerce spécialisé pour 62 Mds€ de chiffre d'affaires, les ventes sur les 8 premiers mois de l'année sont en faible progression de 0,3 %. Les commerces de centre-ville s'en sortent légèrement mieux avec une hausse de 0,8 % alors que la périphérie connaît une stabilité. Particulièrement, les ventes dans les grandes et moyennes surfaces de périphérie subissent un retrait de 0,9 %. Pour 2012, les enseignes de la fédération Procos attendent une progression de leur activité comprise entre 0 et 1,5 % à périmètre constant, guère réjouissante. Après 10 années exceptionnelles (avec une croissance supérieure à celle du PIB), la consommation risque de pâtir d'un environnement économique morose, d'une politique fiscale restrictive, d'un retour de l'inflation porté par la hausse des matières premières (5 % de hausse de l'ICC au T2 2011) et plus structurellement d'une croissance démographique plus faible (+4,9 % pour la décennie 2010 versus +6,7 % pour celle 2000).

Pour le moment, les loyers ont bien résisté. En France, les enseignes ont supporté le recul des ventes en 2009 et n'ont exigé que très marginalement des efforts sur les loyers. Chez les foncières cotées, les impayés et le gonflement de la vacance sont restés très marginaux. Ce sont plutôt les centres récents qui ont souffert du manque d'entrain des consommateurs et de loyers parfois fixés un peu haut. Cependant, **les marges des enseignes sont sous pression.** L'inflation importée alors que le pouvoir d'achat stagne pénalise les enseignes. L'accroissement constant des taux d'efforts chez les grandes foncières vers des niveaux élevés (entre 9 % et 12 %) **témoigne de la pression sur les enseignes et favorise les retail parks, aux loyers plus faibles.** Malgré cela, si le Procos notamment demande des renégociations des loyers depuis début 2011, ces revendications ne sont pour le moment pas visibles chez les foncières. Il ne faudrait pas que les indices (surtout l'ICC avec une progression moyenne de 4 % depuis début 2011) ne progressent trop rapidement dans un environnement de stagnation des chiffres d'affaires.

D'importantes ruptures récentes pour les enseignes

Déclin des hypermarchés et regain des commerces alimentaires de centre-ville. Depuis une décennie, le territoire est quasiment saturé en hypermarché. La fréquentation baisse, le nombre moyen de visites est passé de 42,7 par an en 2002 à 37,9 en 2009. Pour sa première ouverture depuis dix ans, dans un site pourtant très peuplé, Auchan a reconnu que son hypermarché dans le centre commercial Okabé du Kremlin-Bicêtre n'atteindra pas les 150 M€ de CA prévus au bout de 3 ans. En face, la bataille du centre-ville s'accroît avec les nouveaux concepts de magasins de proximité de Carrefour (Carrefour City Café et Carrefour Express) et d'Auchan (A2pas) venant concurrencer la suprématie de Casino. Le relèvement du seuil d'autorisation de 300 à 1000 m² entraîne une profusion de supermarchés en centre-ville ou de hard-discount en périphérie, qui viennent tailler des croupières aux hypermarchés. Une réforme de l'urbanisme commercial est en cours, qui supprimerait les CDAC et CNAC pour faire entrer les commerces dans le droit commun, avec un Plan Local d'Urbanisme qui indiquerait les zones d'implantation. Ces nouvelles règles pourraient être plus malthusiennes et incitent les enseignes et les promoteurs à forcer la cadence.

La périphérie monte en gamme. Le succès des grandes surfaces spécialisées comme Ikéa, Décathlon, Leroy-Merlin, etc. a donné l'habitude aux consommateurs de se rendre dans les zones commerciales de périphérie, seules capables d'accueillir de pareils espaces. Depuis 2005 environ, les enseignes nationales et internationales historiquement concentrées dans les centres-villes et les grands centres commerciaux osent s'implanter en périphérie. C'est le cas de Fnac, Zara, Camaieu ou Alain Afflelou. Dans ce cas, ce n'est pas l'hypermarché qui est mis en concurrence, mais le centre commercial traditionnel, dont les loyers sont beaucoup plus élevés. Alors que les loyers des *retails parks* sont de 100 à 130 €/m²/an, ils atteignent fréquemment 300 à 400 € dans les centres commerciaux, sans compter les charges. Le commerce de périphérie attire mais est plus sensible à la conjoncture économique (cf tableau ci-dessous) et voit son parc continuer à progresser, faisant peser le risque de surchauffe.



Explosion de l'offre future ? SCBSM compte se développer dans les commerces de périphérie. Ces derniers représentent un parc de 49,4 millions de m² contre 19,7 millions pour le centre-ville (source : Cushman & Wakefield). Le marché est relativement mature

avec 250 m² de surface de centres commerciaux pour 1 000 habitants, dans la moyenne de l'Union Européenne (Cushman & Wakefield). En décomposant et tous commerces confondus, on compte 1,13 m² de commerce par habitant en centre-ville contre 1,45 m² en périphérie (mais 1,09 si l'on tient compte également de la population en zone rurale). Parmi les commerces en périphérie, les parcs d'activités commerciales et les *retail parks* représentent 58 % et 7 % de la surface. Les parcs des centres commerciaux et des *retail parks* de périphérie ont crû de 1,9 % et 1,5 % par an depuis 2007, en ligne avec la croissance de la population de 1,3 % par an. Selon le Procos, il y avait en France 582 projets commerciaux de plus de 4 000 m² représentant 7,5 millions de m² pour les 5 prochaines années dont 87 % en périphérie. Même si ce pipeline a légèrement décru, il n'en représente pas moins de 13 % du parc existant. Cushman & Wakefield estime de son côté que le ratio de transformation n'est que de 34 %. Ce taux rapporté aux 7,5 millions de m² serait synonyme d'une croissance de 5,2 % à horizon 2014-2015 qui paraît gérable. Cependant, on ne sait pas si ces données tiennent compte d'un phénomène nouveau consistant à restructurer de vieux centres commerciaux et *retail parks* ou à transformer des coques commerciales en périphérie de villes en *retail parks*. Si ce n'est pas le cas, sans même créer de nouvelle surface, la concurrence entre les commerces risque de s'intensifier. C'est sur ce créneau des restructurations que compte se développer SCBSM comme Banimmo ou Frey alors que le groupe allemand ECE vient de lancer un fonds de 800 M€ spécialisé dans la restructuration de centres commerciaux. Parallèlement, la population augmente faiblement et, surtout, elle augmente par le vieillissement alors que les plus âgés consomment moins. Enfin, certains acteurs comme la foncière Eurocommercial Properties avancent l'idée de surcapacité dans certaines villes comme Tours (1 186 m² de commerces pour 1 000 habitants contre une moyenne en France de 927 m²) voire Bordeaux ou certains quartiers de Marseille.

Projets de commerces en France en 2010 (> 4 000 m²)

Nombre	Surface m ² GLA		Part (en % surface) des :		
	total	dont périphérie	Parcs d'activité	Centres commerciaux	
				total	centre-ville
582	7 496 000	87%	51,0%	29,0%	11,0%

Source: Procos, Eurelia

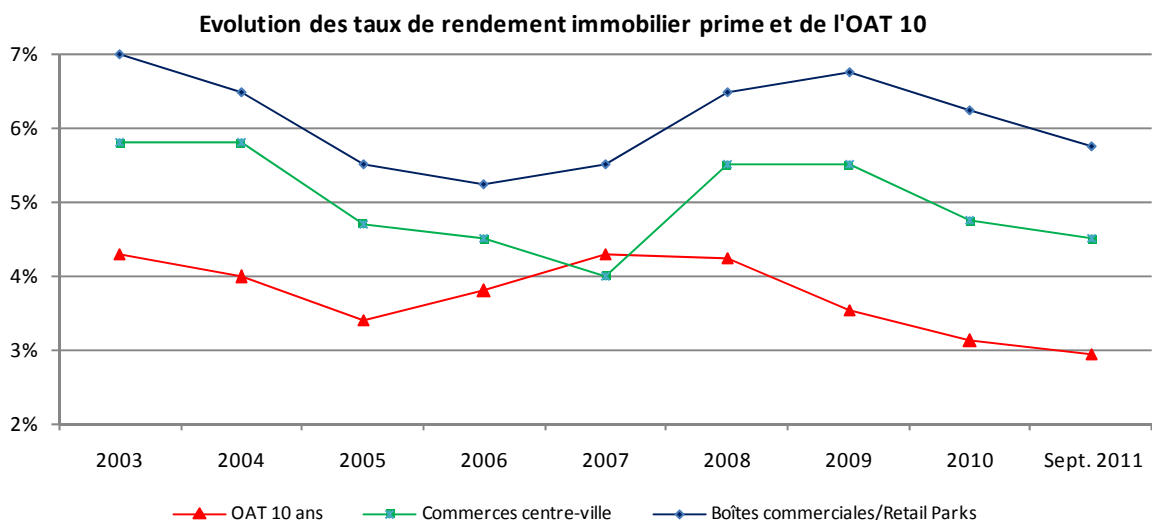
Internet est désormais un concurrent qui compte. Jusqu'à présent, la concurrence d'internet avec les centres commerciaux a été relativement contenue. L'essentiel du commerce en ligne a d'abord concerné des services (billets de train, d'avion, de spectacle) ou des produits technologiques peu vendus dans les centres, sauf à la Fnac. L'usage s'est étendu, y compris dans le domaine du vêtement, que l'on pouvait croire réservé au commerce physique : on veut essayer, toucher, voir avant d'acheter. Mais les habitudes évoluent et, surtout, les masses en jeu ont mué. Le cap des 40 Mds€ traités sur internet en France pourrait être franchi cette année, et la croissance reste forte. En France, 45 % des particuliers consomment en ligne contre 56 % en Allemagne et 66 % au Royaume-Uni. La nouveauté est le drive, qui permet aux clients des hypermarchés de commander en ligne et de venir chercher leur commande en voiture. Cette pratique peut paraître anecdotique mais porte en elle trois révolutions : 1° les hypermarchés pratiquent en ligne les prix des magasins. C'est la porte ouverte à la concurrence frontale par la comparaison instantanée des prix ; 2° les centres de retrait ne sont pas des commerces puisque l'acte d'achat a eu

lieu en ligne. Ils ne sont donc pas soumis à CDAC. Du coup, Auchan peut installer sans autorisation commerciale un drive devant un Carrefour. Les ouvertures se font à un rythme effréné (800 ouvertures prévues d'ici 1 à 2 ans pour un parc actuel de 500) et la guerre des prix va être totale ; 3° le site commercial perd en fréquentation. A cela, les gérants de centres commerciaux ripostent par des promotions réservables en ligne mais qui doivent être retirées dans le centre ou plus simplement par la reprise d'acteurs de l'e-commerce comme celle de Rue du Commerce par Altarea.

Les investisseurs restent hypnotisés par les commerces

Des volumes de transactions redevenus significatifs. Après des années de marché gelé, les transactions en immobilier d'entreprise ont pris une nouvelle ampleur depuis 2010 sans pour autant revenir à des niveaux d'avant crise. Le premier semestre 2011 va dans le même sens avec une progression de 37 % sur un an mais masque un retour aux inquiétudes depuis l'été dernier. Du côté des commerces, en 2010, les investissements ont fortement progressé à 2,8 Mds€ contre 1 Md€ en 2008, bénéficiant : 1° d'un effet de mode, la planète se pressant sur ce marché qui a montré sa résistance en période de crise ; 2° de l'allègement des bilans de certaines foncières alors qu'elles pratiquaient jusqu'à présent une thésaurisation systématique de leurs commerces : Hammerson, Klépierre, Altarea, etc. Particulièrement, Unibail a entrepris de se concentrer sur ses plus grands actifs et a alimenté le marché en centres de taille moyenne. Cependant, le manque d'offre surtout de grands centres a entraîné une réduction des investissements en commerces de 11 % sur un an au premier semestre.

Les rendements sont aussi sous pression. Dans les *retail parks*, Altarea a fait sensation en vendant un parc près de Mâcon au-dessus des valeurs d'expertises, avec un rendement de 6 %. Il est vrai que la zone est de bonne qualité et que les loyers sont modiques (106 €/m²). Le commerce de pied d'immeubles en centre-ville suscite également beaucoup d'attrait. A Paris, les bons actifs changent de main à 4,5 %. A Bordeaux, Vastned Retail a investi dans les meilleurs emplacements de la rue Sainte-Catherine pour un rendement de 5 %. Ces faibles rendements à l'achat favorisent l'émergence des restructurations de centres et parcs existants permettant de percevoir de meilleurs rendements.



Sources: Jones Lang Lasalle

6. Prévisions

Pratiques comptables

La présentation comptable de SCBSM amène quelques remarques qui ne représentent qu'un enjeu très mineur par rapport aux fonds propres (106 M€).

- ✓ La foncière a opté pour la norme IAS 40 qui implique la comptabilisation des immeubles à leur juste valeur. Seule la part de l'immeuble de La Madeleine occupée par SCBSM est comptabilisée au coût amorti du fait de sa qualité d'immeuble d'exploitation (1,3 M€) ;
- ✓ les autres actifs financiers concernent la participation dans Foncière Volta de 10,1 %, valorisée au cours de bourse de clôture (4,05 M€) ;
- ✓ les capitaux propres de SCBSM comprennent 1,14 M€ pour la valeur de l'option de conversion ou d'échanges en actions nouvelles ou existantes des Océanes. Cette comptabilisation, justifiable à la date de l'émission, est aujourd'hui sans objet. Nous retirons ce montant des fonds propres ;
- ✓ les intérêts minoritaires sont négligeables (21 K€ sur le résultat net sur l'exercice). Ils ne comprennent que les 15 % détenus par CFA dans la SCI Les Promenades de Thalie qui porte les terrains de la Zac des Portes du Grand Chalons.

Communication financière

Le degré de précision du document de référence (publié in extremis) est tout à fait satisfaisant pour une foncière de cette taille. Seuls les calculs de l'ANR et du ratio LTV (*loan to value*) amènent une remarque.

- ✓ L'ANR publié est retraité des impôts différés et des variations de juste valeur des instruments financiers, suivant le modèle Epra. Notre calcul d'ANR de remplacement retraite de la même manière ces éléments mais celui de l'ANR de liquidation tient compte de ces deux impacts. Rappelons que le coût des instruments financiers est déjà intégré dans le compte de résultat avec un coût d'intérêt fixe. L'ANR de liquidation renseignant sur la valeur en cas de vente sous la pression, nous conservons cet impact de juste valeur des instruments financiers. Nous retirons, de plus, les 1,14 M€ de valeur théorique de l'option de conversion des Océanes.
- ✓ La LTV publiée (57,9 %) est calculée sur la base du patrimoine droits compris et tient compte seulement des dettes bancaires. Notre calcul de LTV (68,3 %) tient compte des deux dettes obligataires (14,5 M€), de la dette d'*Exit Tax* (1 M€), et se rapporte au patrimoine hors droits.

Hypothèses : augmenter les loyers à périmètre constant de 20 % d'ici 2013-2014

Les perspectives de développement du patrimoine d'ici 2013 ont été évoquées plus haut. Nous supposons que les projets en cours, assez avancés pour ceux qui ont été décrits dans le détail, permettront la perception des 3,6 M€ d'ici mi-2013 avec la livraison des

opérations de Rivesaltes et Angoulême, avec effet en année pleine en 2014. Ensuite, nous maintenons une vacance supérieure aux concurrents, à 7 %, SCBSM disposant d'autres actifs en patrimoine destinés à être restructurés. La société ne communique pas d'échéancier de ses baux.

Nous supposons un ratio LTV cible proche de 50 % en juin 2014. Le problème de la dette est réglé jusqu'en 2014-2015 avec la renégociation de deux lignes de crédit pour 14,2 M€. La principale échéance est repoussée à 2015 avec un emprunt de 70 M€ contracté auprès de RBS. Mais la contraction générale du crédit nous semble inévitable et il nous semble prudent de tabler sur un tel ratio. Pour cela, la stratégie de la foncière est de se séparer des actifs à des emplacements plus risqués (tels que ceux de Courtaboeuf et Roubaix, représentant une valeur d'expertise d'environ 20 M€). Nous supposons la cession d'immeubles avec un rendement perdu élevé (9,5 %), qui pénalise le résultat mais permet de financer des projets rentables et d'améliorer la qualité du patrimoine. Le ratio LTV est amélioré par la création de fonds propres grâce aux développements. L'emprunt obligataire pèse sur le coût de la dette. Le coût moyen de la dette bancaire atteint 4,66 % après les derniers refinancements du deuxième semestre 2010-2011 contre 4,98 % précédemment mais SCBSM a également contracté à 7 M€ d'Océanes à 9 % en 2009 et à 9 M€ d'obligations à 8 % fin 2010.

Une première distribution en 2014 ? SCBSM n'a encore jamais distribué de dividende et le l'endettement et la rentabilité contraignent toute distribution pour le moment. En 2013-2014, SCBSM devrait avoir terminé la première partie de son développement et réduit son endettement permettant d'attendre une première distribution symbolique (30 % du résultat net récurrent, comparable aux autres petites foncières de commerce) au titre de l'exercice 2014-2015.

Choix de dilution : nos prévisions ne tiennent compte que de l'exercice des stock-options (exerçables à 4,75 € jusqu'en 2013 contre un cours de bourse de 3,4 €). Les Océanes (émises à 6,75 € pour une parité de 1 et offrant 9 % d'intérêt) et les BSA (exerçables à 5,80 € jusqu'en 2014) ayant des prix d'exercice très au-delà du cours actuel ne sont pas intégrés dans la dilution.

L'impact relatif des Océanes et BSA. En cas, peu probable pour le moment au vu du cours, d'échange des Océanes (émises à 6,75 € pour une parité de un) et de conversion des BSA à 5,80 €, l'ANR serait dilué mais les résultats s'en trouveraient améliorés. La levée de fonds de 15 M€ (dont 5,9 M€ provenant des Océanes) réduirait la LTV de 5,5 points à 62,8 %. En outre, les frais financiers diminueraient sensiblement car les Océanes portent intérêt à 9 % (6,3 % des frais financiers en 2010-2011).

7. Valorisation

Thème d'investissement

SCBSM est une foncière jeune dont les premiers résultats et les projets en cours incitent à parier sur sa réussite. L'ANR a progressé de 6 € par action en juin 2006 à 8,23 € en juin 2011 et 7,79 € dilué, soit un TRI de 5,4 % à 6,5 % sur la période. Cette rentabilité est honorable pour une entreprise qui a vu surgir la crise financière alors qu'elle était en cours de constitution et avec un levier élevé, comparable, par exemple, à la performance de Tour

Eiffel.

A ce jour, les investisseurs sont allergiques à la faible liquidité et aux endettements marqués et se concentrent sur des entreprises à forte visibilité. Dans moins de deux ans, SCBSM devrait avoir changé de profil, en améliorant fortement son taux d'occupation, son résultat récurrent (x 2) et son bilan, et en ayant fait la preuve d'un savoir-faire propre. Il s'agit donc d'un investissement proche du *private equity*, fondé sur la confiance en quelques personnes, en attendant que les chiffres parlent d'eux-mêmes auprès d'un spectre plus large d'investisseurs et que les résultats permettent une distribution.

Points faibles

- ✓ Une taille boursière modeste ;
- ✓ une forte dépendance à un ou deux dirigeants ;
- ✓ un patrimoine d'une faible homogénéité et de qualité variable ;
- ✓ un endettement élevé (LTV de 68 %, ICR de 1,3) ;
- ✓ une absence logique de distribution.

Points forts

- ✓ Un fort potentiel de croissance à travers le remplissage des actifs vacants ou en développement;
- ✓ un actif de bureaux rénové dans Paris QCA, segment très demandé par les investisseurs, représentant 17 % du patrimoine ;
- ✓ un patrimoine recelant plusieurs actifs loués porteurs d'améliorations ;
- ✓ un savoir-faire déjà perceptible laissant présager une amélioration qualitative du patrimoine et la création de valeur.

Capital

Actionnariat

Le capital de SCBSM est contrôlé à 39,35 % par Jacques Lacroix (dont 31,1 % à travers Crosswood, détenu à hauteur de 51 % par Jacques Lacroix). La Caisse de Dépôts et Placements du Québec, entrée au capital en juin 2006, a cédé sa participation fin novembre 2011 à Mme Sara Weinstein. Cette dernière est entrée au capital dans une optique de long terme et en accord avec Jacques Lacroix.

Actionnariat de SCBSM au 01/12/11

Groupe Lacroix (dt Crosswood: 31,1%)	39,35%
Sophie Erre	0,16%
Sara Weinstein	14,22%
Financière HG (Hervé Giaoui)	10,00%
Asset Value Investors	7,48%
W.G.S (Foncière Volta)*	5,93%
Foncière Vindi **	2,96%
autodétention	0,50%
Flottant	19,40%

* Hervé Giaoui est premier actionnaire de Foncière Volta avec 26,8% du capital

** actionnaire de Crosswood à 43,5 %

Jacques Lacroix se renforce progressivement dans le capital de SCBSM depuis 2008 par achats sur le marché. Ce dernier ne peut acquérir plus de 2 % par an et dépasser le seuil des 50 % du capital sous peine de devoir déclencher une OPA.

Un renforcement récent de la part de J. Lacroix dans SCBSM

Evolution du capital contrôlé par J. Lacroix (y compris via Crosswood)

mai-06	28,38%
nov-06	42,84%
déc-06	38,50%
déc-06 et mai-07	Augmentation de capital
juin-07	36,18%
juin-08	Augmentation de capital
juin-08	37,22%
juin-09	37,22%
juin-10	38,60%
juin-11	39,35%

Source: SCBSM

Crosswood détient des BSA donnant droit de souscrire à 115 000 actions et 148 130 Océanes. Enfin, l'assemblée générale de décembre a autorisé l'attribution d'actions gratuites et d'option dans la limite de 10 % du capital social pour chaque instrument.

Composition du capital

Le capital de la foncière comprend 12 882 399 actions et autant de droits de votes. Les plans de dilutions peuvent créer 2 732 280 actions soit 21,2 % du capital contre une levée de 9,74 M€, à travers :

- ✓ deux plans de stock-options émis en 2007 et 2008, destinés au management sauf Jacques Lacroix. Si le premier, non exercé, est arrivé à expiration en janvier 2011, le second peut entraîner la création de 95 000 actions à 4,80 € par action jusqu'en 2013 (Sophie Erre possède 75.000 de ces options) ;
- ✓ 16 102 930 BSA émis en 2008 pouvant créer 1 610 293 actions à 5,80 € jusqu'en juin 2014. 16 102 430 BSA sont encore en exercice pour une levée potentielle de

9,3 M€. Code Isin : FR0010622241.

- ✓ 1 037 037 Océanes (Obligations Convertibles ou Echangeables en Actions Nouvelles ou Existantes) émises en 2009 pour 7 ans à un prix d'émission de 6,75 € et un taux d'intérêt de 9 %. Chaque Océane permet la création d'une action et est remboursable au pair le 1^{er} juillet 2016. Code Isin : FR0010820209.

Historique du capital

Suite à la reprise de la coquille SCBSM en 2006 par Jacques Lacroix et ses partenaires, la foncière a réalisé trois augmentations de capital et une émission d'Océanes pour un total de 31,52 M€ et 4 648 758 actions (dont 1 037 037 pouvant provenir des Océanes) :

- ✓ décembre 2006 : levée de fonds de 10,9 M€ à 6,75 € (sur la base du nouveau nominal) créant 1 614 204 actions ;
- ✓ mai 2007 : levée de 2,9 M€ à 7,5 € par la l'exercice de BSA créant 387 224 actions (sur la base du nouveau nominal) ;
- ✓ juin 2007 : division par 4 du nominal de l'action ;
- ✓ juin 2008 : augmentation de capital de 10,7 M€ à 6,66 € pour 1 610 293 actions nouvelles ;
- ✓ novembre 2009 : émission de 1 037 037 Océanes à 6,75 € permettant de créer le même nombre d'actions. Ces instruments n'ont pour le moment pas été échangés en actions et peuvent être remboursées à échéance (mi-2016) au pair.

Méthodes de valorisation

- ✓ **Valorisation de majoritaire**
- ✓ **Méthode de Bates**
- ✓ **Comparaisons boursières.**

La valorisation par les dividendes ne nous semble pas cohérente, dans la mesure où la foncière n'a jamais distribué de dividende et où n'attendons pas de première distribution avant 2014-2015.

1. Valorisation de majoritaire

Un aspect spéculatif très faible. Jacques Lacroix et ses partenaires sont entrés dans SCBSM sur des prix allant de 5,8 € à 7,5 €, contre un ANR de remplacement dilué au 31 juin 2011 de 7,79 € et un cours de bourse de 3,2 €. La réussite de SCBSM semble être le projet principal des deux jeunes dirigeants, sans compter que, par des achats en bourse, le président s'est renforcé au capital. Dans ces conditions, rien ne laisse présager un changement de contrôle de SCBSM à court terme. Jacques Lacroix ne détient pas la majorité du capital, ce qui ne permet pas d'exclure une offre hostile, mais l'expérience en cours de FPF montre que les candidats à ce type d'opération sont rares.

La référence de l'ANR de remplacement comme prix de changement de contrôle est remise en cause. Les 16 changements de contrôles de foncières répertoriés depuis 2003 révèlent une décote moyenne de 4 % sur l'ANR de remplacement et une surcote moyenne de 7 % sur l'ANR de liquidation. En pleine période de crise, en décembre 2009, le rachat de la Compagnie La Lucette par Icade a été réalisé avec une décote de 20 % par rapport à l'ANR

de remplacement et une surcote de 7 % sur l'ANR hors droits. Parmi les offres les plus récentes, la prise de contrôle d'Eurosic par Batipart (holding de Charles Ruggieri) en juin 2011 s'est effectuée à l'ANR triple net Epra post coupon. L'OPA en cours de PHRV sur Foncière Paris-France à 110 € fait ressortir une décote de 18 % par rapport à l'ANR de liquidation Epra. Le succès d'une telle opération, qui n'est pas assuré, créerait un inquiétant précédent. L'ANR de liquidation non dilué est de 6,30 €/action. En appliquant cette décote de 18 % à SCBSM, le prix serait de 5,2 €/action.

2. La méthode de Bates

Cette dernière consiste à considérer une valeur future de la société, une fois sa vitesse de croisière atteinte, et à l'actualiser, y compris les dividendes distribués entre temps. Cette méthode est particulièrement adaptée pour valoriser des entreprises à la fin d'une étape de croissance forte comme SCBSM.

Nous nous plaçons au 30 juin 2014, date à laquelle SCBSM doit avoir atteint un niveau normatif de vacance, de rentabilité et d'endettement. En l'absence de dividende, la méthode de Bates revient à actualiser la valeur de l'ANR. Le tableau ci-dessous fait figurer la valorisation actuelle de l'action SCBSM selon la décote qu'elle affichera en juin 2014.

Valorisation selon le TRI et la décote
(sur la base de l'ANR de remplacement et en €/a diluée)

	TRI									
	3,0%	4,0%	5,0%	7,0%	10,0%	12,0%	15,0%	20,0%	25,0%	30,0%
Décote 0%	11,7	11,4	11,2	10,6	9,9	9,5	8,8	7,9	7,1	6,5
10%	10,6	10,3	10,0	9,6	8,9	8,5	8,0	7,1	6,4	5,8
20%	9,4	9,2	8,9	8,5	7,9	7,6	7,1	6,3	5,7	5,2
25%	8,8	8,6	8,4	8,0	7,4	7,1	6,6	5,9	5,4	4,8
30%	8,2	8,0	7,8	7,4	6,9	6,6	6,2	5,6	5,0	4,5
40%	7,0	6,9	6,7	6,4	5,9	5,7	5,3	4,8	4,3	3,9
50%	5,9	5,7	5,6	5,3	5,0	4,7	4,4	4,0	3,6	3,2

On en retient que même en retenant une décote élevée (40 %) et un taux d'actualisation fort (12 %), la valeur actuelle de l'action (5,7 €) est très supérieure au cours de bourse instantané.

3. Valorisation par les comparables boursiers

SCBSM est une foncière en pleine transformation ce qui la rend difficilement comparable aux autres foncières cotées. Nous avons considéré deux types de comparables : les petites foncières de commerce et les petites foncières très endettées.

Patrimoine & Commerce, par son recentrage sur les commerces, particulièrement les *retail park*, au détriment des bureaux et par l'importance du patrimoine non encore productif (20 % du patrimoine) se rapproche le plus de SCBSM.

Les petites foncières de commerces sont les suivantes :

- ✓ **Klémurs**, filiale de la foncière de centre commerciaux Klépierre (à 84,1 %), est spécialisée dans les externalisations de murs de magasins indépendants situés dans des zones commerciales en périphérie de ville de province. Klémurs a pour principaux locataires les enseignes Buffalo Grill et Defi Mode (groupe Vivarte), représentant respectivement plus de 60 % et 15 % des loyers. La foncière possède

également un *retail park* à Chalon-sur-Saône où SCBSM a un projet.

- ✓ **Sélectirente**, filiale du gestionnaire de SCPI et OPCI Sofidy (27,3 % du capital) est spécialisée dans les murs de commerces indépendants en centre ville et en périphérie.
- ✓ **Frey**, historiquement promoteur de *retail parks*, depuis 1983, avec 600 000 m² livrés, a changé de modèle économique en 2008 en devenant une foncière conservant l'essentiel de sa production. Ainsi, à la différence d'autres foncières, Frey internalise son activité de promotion, lui permettant de capter la marge associée. Frey possède des *retail parks* en périphérie de ville moyenne. L'activité de promotion (15 % du résultat opérationnel) la rend encore peu comparable aux autres foncières de commerce.
- ✓ **Foncière Sépric** est spécialisée dans les parcs d'activité commerciale situés dans les agglomérations de province et en Suisse. La foncière se fournit auprès du promoteur le Groupe Sépric, détenu par les actionnaires majoritaires de la foncière.
- ✓ **Patrimoine & Commerce** est une foncière de la galaxie d'Eric Duval (actionnaire à hauteur de 51,1 %). Comme SCBSM, la foncière s'est vu apporter un patrimoine diversifié entre commerces, bureaux et locaux d'activité et souhaite se développer dans les commerces de centre-ville et périphérie de villes moyennes (elle a levé pour cela 47 M€ en 2010-2011). Nous considérons les données 2013-2014, une fois le pipeline livré.

Une valorisation à la livraison du pipeline. Les premières années, SCBSM sera pénalisée par une part importante de développements non encore productifs. Il nous semble qu'une valorisation avec les données 2013-2014, une fois le pipeline livré, et actualisée est plus cohérente. Le taux d'actualisation, de 12 % paraît élevé mais tient compte de la prime de risque importante demandée par le marché actuellement (prime de risque moyenne sur 3 mois de 8,1 % et OAT 10 ans moyen de 2,9 %) et du risque propre à la société (location des projets, retard, etc.).

Nous ne tenons pas compte des valorisations par les ratios VE/EBE et VE/loyers pour l'échantillon sur les foncières de commerces, non significatives en raison de l'endettement plus élevé de SCBSM. Nous ne considérons pas non plus la valorisation par le rendement, celui de SCBSM étant actuellement nul et le calendrier d'une première distribution encore incertain. Enfin, les ratios de Frey tenant en grande partie à son activité de promotion ne sont pas utilisés pour la valorisation de SCBSM.

Données financières des foncières de commerce au 30/06/11

€/a	Cours	Capi. M€	Loyers	EBE	Résult. Net récurrent	Div. 2010	Patrimoine DC (M€)	ANR-R	ANR-L	LTV
SCBSM 2010-2011e (dilué)	3,65	46,9	1,31	1,02	0,25	0,00	289,1	8,12	6,20	68%
SCBSM 2013-2014e (dilué)	3,65	46,9	1,56	1,27	0,63	0,20	308,5	12,65	10,60	51%

Petites foncières de commerce

Klémurs	15,47	127,6	2,56	2,41	1,34	1,54	645,0	32,34	25,32	61%
Frey	14,00	85,7	0,61	0,34	0,14	0,50	158,0	14,27	12,56	55%
Sélectirente	43,95	64,4	3,78	3,34	2,50	1,85	154,0	59,81	53,74	45%
Foncière Sépric (annuel)	8,16	60,3	1,53	1,37	1,07	0,35	172,0	12,40	11,35	48%
Patrimoine & Commerce (2013-2014)	14,78	82,5	3,82	3,42	2,13	1,00	193,0	31,80	29,90	48%

Petites foncières endettées

Affiparis	8,37	24,3	1,90	1,35	0,24	0,42	223,0	22,36	18,00	76%
Foncière Atland (dilué)	54,99	16,2	9,19	7,22	2,54	0,00	118,0	75,58	57,81	72%
Klémurs	15,47	127,6	2,56	2,41	1,34	1,54	645,0	32,34	25,32	61%
MRM	6,30	22,1	2,71	1,31	0,05	0,00	354,3	15,90	10,50	88%
Züblin (31/03/11 - annuel - dilué)	2,25	21,9	1,86	1,57	0,71	0,00	330,2	10,14	7,87	65%

Sources: Invest Securities, sociétés

Ratios des foncières

	P/ANR-R	P/ANR-L	P/Rés. Net Récurrent	Rendement	VE/EBE	VE/loyers
SCBSM 2011e (30/06/11, dilué)	0,45	0,59	14,56	0,0%	17,74	13,82
SCBSM 2014e (30/06/14, dilué)	0,29	0,34	5,76	5,5%	12,23	9,93

Petites foncières de commerce

Klémurs	0,48	0,61	5,77	10,0%	12,50	11,77
Frey	0,98	1,11	50,00	3,6%	37,94	21,15
Sélectirente	0,73	0,82	8,79	4,2%	13,08	11,55
Foncière Sépric (annuel)	0,66	0,72	7,63	4,3%	13,86	12,41
Patrimoine & Commerce (2013-2014)	0,46	0,49	6,93	6,8%	13,19	11,83
<i>Moyenne non pondérée</i>	<i>0,61</i>	<i>0,70</i>	<i>8,59</i>	<i>5,8%</i>	<i>15,11</i>	<i>13,02</i>

Ratios des petites foncières endettées

	P/ANR-R	P/ANR-L	P/Rés. Net Récurrent	Rendement	VE/EBE	VE/loyers
Affiparis	0,37	0,47	17,44	5,0%	23,39	16,62
Foncière Atland (dilué)	0,73	0,95	10,82	0,0%	15,85	12,45
Klémurs	0,48	0,61	5,77	10,0%	12,50	11,77
MRM	0,40	0,60	59,31	0,0%	35,88	17,42
Züblin (31/03/11 - annuel - dilué)	0,22	0,29	3,15	0,0%	11,97	10,13
<i>Moyenne non pondérée</i>	<i>0,38</i>	<i>0,50</i>	<i>7,61</i>	<i>3,0%</i>	<i>16,82</i>	<i>13,10</i>

Source: Invest Securities

Valorisation avec les données du S1 2011 des foncières et de SCBSM

€/a	P/ANR-R	P/ANR-L	P/Rés. Net Récurrent	Moyenne	M€	VE/EBE	VE/loyers
Petites foncières de commerce							
Klémurs	3,88	3,79	1,45	3,04	39,34	n.s. (< 0)	0,95
Sélectirente	5,97	5,07	2,20	4,41	57,12	n.s. (< 0)	0,68
Foncière Sépric (annuel)	5,34	4,46	1,91	3,90	50,53	n.s. (< 0)	1,80
Patrimoine & Commerce (2013-2014)	3,77	3,06	1,74	2,86	37,00	n.s. (< 0)	1,03
<i>Moyenne</i>	4,74	4,10	1,82	3,55	46,00	n.s. (< 0)	1,12
Petites foncières endettées							
Affiparis	3,04	2,88	4,37	3,43	44,40	9,43	7,33
Foncière Atland (dilué)	5,91	5,90	2,71	4,84	62,63	1,71	1,86
Klémurs	3,88	3,79	1,45	3,04	39,34	n.s. (< 0)	0,95
MRM	3,22	3,72	14,86	7,27	94,06	22,21	8,38
Züblin (31/03/11 - annuel - dilué)	1,80	1,77	0,79	1,45	18,83	n.s. (< 0)	n.s. (< 0)
<i>Moyenne</i>	3,57	3,61	4,84	4,01	51,85	11,12	4,63
<i>Moyenne</i>	4,16	3,85	3,33	3,78	48,92	n.s. (< 0)	2,87
<i>M€</i>	53,79	49,87	43,11	48,92		n.s. (< 0)	37,21

Valorisation avec les données du S1 2011 des foncières et de 2013-2014 de SCBSM

€/a	P/ANR-R	P/ANR-L	P/Rés. Net Récurrent	VE/EBE	VE/loyers	Moyenne	M€
Petites foncières de commerce							
Klémurs	4,53	4,84	2,74	2,98	4,88	3,99	51,68
Sélectirente	6,95	6,48	4,17	3,53	4,63	5,15	66,70
Foncière Sépric (annuel)	6,23	5,70	3,62	4,28	5,63	5,09	65,88
Patrimoine & Commerce (2013-2014)	4,40	3,92	3,29	3,64	4,94	4,04	52,25
<i>Moyenne</i>	5,53	5,24	3,45	3,61	5,02	4,57	59,13
Petites foncières endettées							
Affiparis	3,54	3,69	8,27	13,31	10,54	7,87	101,87
Foncière Atland (dilué)	6,89	7,54	5,13	6,17	5,68	6,28	81,29
Klémurs	4,53	4,84	2,74	2,98	4,88	3,99	51,68
MRM	3,75	4,76	28,12	25,16	11,48	14,65	189,64
Züblin (31/03/11 - annuel - dilué)	2,10	2,27	1,50	2,48	2,97	2,26	29,27
<i>Moyenne</i>	4,16	4,62	9,15	10,02	7,11	7,01	90,75
<i>Moyenne</i>	4,84	4,93	6,30	6,81	6,06	5,79	74,94
<i>M€</i>	62,70	63,78	81,56	88,18	78,49	74,94	

Taux d'actualisation

12,0%

Source: Invest Securities

Avec la méthode des comparables, nous obtenons une valorisation moyenne de 4,79 € et 62 M€. La moyenne actualisée avec les données de SCBSM au 30 juin 2014, une fois les projets livrés est, de façon logique, plus favorable (5,79 € et 5,10 € hors MRM). On remarquera une très forte hétérogénéité des valorisations, allant de 1,5 € (P/RNR de Züblin) à 28,12 € (P/RNR de MRM).

La valorisation de SCBSM est pénalisée par les fortes décotes des foncières en cette période de turbulences sur les marchés. Dans un marché du financement atone, les foncières fortement endettées sont particulièrement impactées. De plus l'absence de liquidité rebute les investisseurs, qui craignent des décollectes au sein de leurs fonds.

Des valorisations de comparables à relativiser par les volumes rachitiques. L'absence de

liquidité est la raison de cours peu significatifs comme celui de Foncière Atland (4 titres échangés en moyenne par jour depuis un an). C'est le cas également de Foncière Sépric (1 000 € échangé en moyenne par jour sur un an) ou Frey (moins de 3 000 €). **A ce titre, SCBSM n'est pas la plus mal logée**, se situant comme première foncière en termes de volumes échangés par jour (en euros) alors qu'elle est la 6^e foncière de l'échantillon en termes de capitalisation.

Volume moyen journalier des petites foncières (moyenne sur un an en euros)

	SCBSM	Affiparis	Züblin	Klémurs	Sélectirente	Frey	P&C	Foncière Sépric	MRM	Foncière Atland
Volume €	35 693	19 976	24 124	18 297	7 043	2 575	1 670	1 025	405	224
Capitalisation boursière M€	43	27	26	132	65	96	84	60	5	18

Source: Factset

Moyenne des valorisations (après dilution)

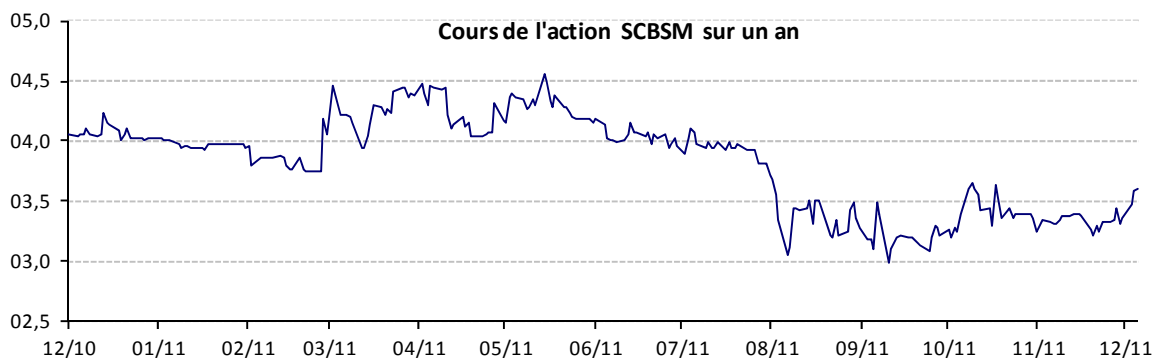
	M€	€/a
<i>Bates 2014</i>	124,8	8,01
Comparables petites foncières de commerce 2011	56,3	3,61
Comparables petites foncières de commerce 2014	65,2	4,19
Comparables foncières endettées 2011	68,5	4,40
Comparables foncières endettées 2014	103,5	6,64
<i>Moyenne des comparables</i>	73,4	4,71
Moyenne	99,1	6,36

Source: Invest Securities

Valorisation

Cours (€) 3,65 Capitalisation boursière (M€) : 46,9

	30/06/09	30/06/10	30/06/11	30/06/12	30/06/13	30/06/14
P/ANR de remplacement non dilué	0,52	0,48	0,45	0,40	0,33	0,29
P/ANR de liquidation non dilué	0,80	0,73	0,59	0,51	0,40	0,34
P/ ANR de remplacement dilué	0,53	0,48	0,45	0,40	0,33	0,29
P/ ANR de liquidation dilué	0,80	0,73	0,59	0,51	0,40	0,34
P/Résultat net récurrent	15,6	20,1	14,6	8,6	7,3	5,8
Loyers/VE	7,0%	7,0%	7,2%	7,9%	8,8%	10,1%
VE/EBE	18,1	18,8	17,7	15,7	14,1	12,2
EBE/VE	5,51%	5,31%	5,64%	6,38%	7,08%	8,18%
Rendement	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	5,48%



Source: Factset

8. Conclusion : objectif de cours : 6,5 € en juin 2014.

Pour valoriser la foncière, nous nous plaçons mi-2014, une fois le niveau normatif atteint. En retenant un cours mi-2014 de 6,50 €, le titre afficherait alors encore une décote forte (49 %) mais pour un multiple de résultat récurrent dans la ligne de ceux observés aujourd'hui dans le secteur pour de petites foncières (10,3 x) et un rendement encore faible (3,1 %). En actualisant à 12 %, la valorisation instantanée s'établirait à 4,8 €. Nous estimons que le marché boursier n'est pas près de se porter spontanément vers les petites foncières endettées. Nous recommandons donc l'investissement pour une durée de deux ans, correspondant à l'échéance de la mutation de la société.

Achévé de rédiger le 8 décembre 2011

Prévisions part du groupe

Résultat (M€)	30/06/2009	30/06/2010	30/06/2011	30/06/2012	30/06/2013	30/06/2014
				e	e	e
Total loyers	17,56	17,55	16,94	17,81	18,35	20,12
- Loyers patrimoine n-1 loué 100%	n.c.	22,20	21,21	21,64	20,33	21,66
- Vacance	22,3%	16,1%	19,2%	13,9%	9,6%	7,2%
Variation à périmètre constant	n.c.	n.c.	1,5%	2,5%	3,0%	3,0%
Charges d'immeubles	-1,42	-1,61	-1,89	-1,60	-1,65	-1,81
Frais généraux	-2,35	-2,59	-1,86	-1,90	-1,94	-1,97
EBE	13,79	13,35	13,19	14,31	14,76	16,33
Dot. amortissement LS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rés. opérationnel courant	13,79	13,35	13,19	14,31	14,76	16,33
Rés. Financier	-10,78	-10,96	-9,97	-8,81	-8,29	-8,14
Résultat courant	3,01	2,39	3,22	5,51	6,47	8,19
Taux IS courant	0,0%	-2,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impôt sur les sociétés	0,00	-0,06	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat net récurrent non dilué	3,01	2,32	3,22	5,51	6,47	8,19
Impact de la dilution	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Résultat net récurrent après dilution	3,04	2,35	3,25	5,54	6,50	8,22
Variation de juste valeur des actifs	-12,49	8,03	3,59	6,81	7,80	8,36
Résultat exceptionnel	0,81	-2,49	3,61	0,00	0,00	0,00
Résultat net publié (JV)	-8,67	7,87	10,42	12,31	14,27	16,55
Distribution courante (N)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,57

Bilan (M€)

Patrimoine val. vénale DC	286,8	286,0	289,1	276,2	296,0	308,5
Patrimoine val. vénale HD	270,1	269,3	272,3	260,1	278,7	290,5
Evolution des val. d'expertises	-4,6%	3,0%	1,3%	2,5%	3,0%	3,0%
Taux moyen des droits	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Acquisitions DC	4,2	0,0	2,6	0,0	0,0	0,0
Rdt des acquisitions			8,5%			
Développements livrés DC	4,0	0,0	0,0	0,6	11,0	5,0
Rdt des développements					13,6%	9,0%
Investissements dans les encours	0,0	0,0	0,0	7,6	4,0	5,0
Cessions HD	1,5	12,2	3,4	20,0	10,0	5,0
Rdt perdu des cessions		9,0%	9,5%	9,5%	8,0%	8,0%
Capex taux	0,3%	1,3%	0,4%	0,2%	0,2%	0,2%
Capex sur immeubles de placement	0,7	3,5	1,0	0,5	0,5	0,5
Profit de promotion	0,0	0,0	0,0	0,0	10,6	3,5
Construction en cours en fin d'année	0,0	0,0	0,0	7,0	0,0	0,0
Var. BFR	1,9	0,4	-0,9	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Titres de participation (Foncière Volta)	8,9	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Dette financière nette	203,2	188,3	186,0	168,6	156,6	148,9
Dette financière moyenne	203,2	204,4	187,0	177,3	161,6	152,7

Actif net réévalué (M€)

ANR de remplacement non dilué	89,4	97,3	104,6	117,4	142,7	163,3
ANR de liquidation non dilué	58,9	64,1	79,8	92,1	116,7	136,7
Impact de dilution	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
ANR de remplacement dilué	89,9	97,8	105,1	117,8	143,2	163,7
ANR de liquidation dilué	59,3	64,6	80,2	92,5	117,2	137,1

Nb d'actions (M)	30/06/2009	30/06/2010	30/06/2011	30/06/2012	30/06/2013	30/06/2014
Moyen (RNR)	12,8824	12,8824	12,8824	12,8824	12,8824	12,8824
Fin d'année	12,8475	12,8475	12,8475	12,8475	12,8475	12,8475
Moyen (RNR) après dilution	12,9774	12,9774	12,9774	12,9774	12,9774	12,9774
Fin d'année après dilution	12,9425	12,9425	12,9425	12,9425	12,9425	12,9425
Droit au dividende	12,8475	12,8475	12,8475	12,8475	12,8475	12,8475

Données par action (€/a)

Résultat net récurrent non dilué	0,23	0,18	0,25	0,43	0,50	0,64
Résultat net récurrent dilué	0,23	0,18	0,25	0,43	0,50	0,63
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,20
ANR de remplacement non dilué	6,96	7,58	8,14	9,14	11,11	12,71
ANR de liquidation non dilué	4,58	4,99	6,21	7,17	9,09	10,64
ANR de remplacement dilué	6,94	7,56	8,12	9,10	11,06	12,65
ANR de liquidation dilué	4,58	4,99	6,20	7,15	9,05	10,60
EBE	1,07	1,04	1,02	1,11	1,15	1,27
Loyers	1,36	1,36	1,31	1,38	1,42	1,56
Dette financière nette moyenne	15,77	15,87	14,51	13,76	12,55	11,86

Ratios

	30/06/2009	30/06/2010	30/06/2011	30/06/2012	30/06/2013	30/06/2014
Endettement (LTV)	75,2%	69,9%	68,3%	63,1%	56,2%	51,3%
Taux d'intérêt sur dette	5,2%	5,0%	4,9%	5,0%	5,3%	5,3%
EBE/loyers	78,5%	76,1%	77,9%	80,3%	80,4%	81,2%
EBE/frais financiers (ICR)	1,3	1,2	1,3	1,6	1,8	2,0
EBE/dette nette moyenne	6,8%	6,5%	7,1%	8,1%	9,1%	10,7%
Frais généraux / loyers	-13,4%	-14,8%	-11,0%	-10,7%	-10,6%	-9,8%
RNR N / ANR N-1 avant dilution	n/a	2,6%	3,3%	5,2%	5,5%	5,7%
RNR N / ANR N-1 après dilution	n/a	2,6%	3,3%	5,3%	5,5%	5,7%
Div/RNR/action avant dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	31,4%
Div/RNR/action après dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	31,6%
Div/patrimoine HD	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,9%
Div/ANR-R N-1	n/a	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,80%
Div/ANR-L N-1	n/a	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,20%

Détection de conflit d'intérêt

Corporate Finance	Détention capitalistique de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Intérêt personnel de l'analyste	Contrat de liquidité/analyse
Non	Non	Oui	Non	Oui

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation d'achat ou de vente des actions émises par la société. Bien que toutes les précautions nécessaires aient été prises pour s'assurer que les faits mentionnés dans le présent document soient exacts et que les prévisions, opinions et anticipations qu'il contient soient sincères et raisonnables, Invest Securities n'a pas vérifié les informations contenues dans le présent document et en conséquence ni Invest Securities, ni l'un de ses mandataires sociaux, dirigeants ou employés ne peut être tenu pour responsable d'une quelconque manière de son contenu. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations contenues dans le présent document. Aucune personne n'accepte une quelconque responsabilité pour une perte de quelque nature que ce soit résultant de l'utilisation du présent document ou de son contenu, ou encore liée d'une quelconque manière au Présent document. Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux articles 321-122 à 321-142 du Règlement général de l'AMF.

ANALYSTES FINANCIERS

Daniel Anizon

Biotechs

☎ 33 1 44 88 77 88

✉ danizon@invest-securities.com

Paul Arkwright

Immobilier

☎ 33 1 73 73 90 25

✉ parkwright@invest-securities.com

Louis Bazy

Greentech - Cleantech - Small Caps

☎ 33 1 44 88 77 93

✉ lbazy@invest-securities.com

Benoît Faure-Jarrosion

Immobilier

☎ 33 1 44 88 88 09

✉ bfaure-jarrosion@invest-securities.com

Nicolas Maïquès

Media - Software - Internet - Agro

☎ 33 1 44 88 77 98

✉ nmaiques@invest-securities.com

Laurent Wilk

Greentech - Cleantech - Small Caps

☎ 33 1 44 88 77 97

✉ lwilk@invest-securities.com

Nailin Zhang

Valeurs chinoises

☎ 33 1 73 73 90 27

✉ nzhang@invest-securities.com

INVEST SECURITIES CHINA

Pacific Century Place – IBM Tower – 14F, 48A, 2A Workers Stadium Road N
Chaoyang District - Chaoyang District - 100027 Beijing PR China

Christine Lambert Goue

Directeur

☎ 86 158 010 52 732

✉ clambert-goue@invest-securities.com

SALLE DES MARCHES

Eric d'Aillières

Directeur

☎ 33 1 55 35 55 62 / 33 1 44 88 77 99

✉ edaillieres@invest-securities.com

Claude Bouyer

Relations investisseurs institutionnels

☎ 33 1 44 88 88 02 / 33 1 44 88 77 99

✉ clbouyer@invest-securities.com

Pascal Hadjedj

Vendeur actions

☎ 33 1 55 35 55 61 / 33 1 44 88 77 99

✉ phadjedj@invest-securities.com

Thierry Roussilhe

Vendeur actions

☎ 33 1 55 35 55 66 / 33 1 44 88 77 99

✉ troussilhe@invest-securities.com

Kaspar Stuart

Vendeur actions

☎ 33 1 55 35 55 65 / 33 1 44 88 77 99

✉ kstuart@invest-securities.com

Malika Haddaoui

Vendeur actions

☎ 33 1 55 35 55 67 / 33 1 44 88 77 99

✉ mhaddaoui@invest-securities.com

Frédéric Micaelli

Négociateur

☎ 33 1 55 35 55 68 / 33 1 44 88 77 99

✉ fmicaelli@invest-securities.com

René Reymond

Négociateur

☎ 33 1 55 35 55 63 / 33 1 44 88 77 99

✉ rreymond@invest-securities.com

Dominique Humbert

Négociateur

☎ 33 1 55 35 55 64 / 33 1 44 88 77 99

✉ dhumbert@invest-securities.com

Bruno Guillemet

Négociateur

☎ 33 1 55 35 55 60 / 33 1 44 88 77 99

✉ bguillemet@invest-securities.com