

## SCBSM

### L'acquisition majeure à Paris entérine le changement de profil

Cours au 03/02/14	Capitalisation	Rendement	Nouvelle	Recommandation	Objectif de cours fin 2014
4,64 €	59,8 M€	0,0%	+	ACHAT	5,25 €

Foncière de bureaux (essentiellement à Paris) et commerces de moyennes villes de province

**Une foncière bicéphale.** Après avoir investi dans tous les secteurs de 2005 à 2007, SCBSM est désormais une foncière dont la stratégie est de : 1° se constituer, par acquisitions opportunistes, un patrimoine de bureaux parisiens liquides et de qualité (objectif à court terme de 50 % du patrimoine) ; 2° rénover et transformer en commerces des sites anciens. Issue de la reprise d'une coquille en 2005, cette Siic dispose fin 2013 d'un patrimoine de plus de 285 M€ hors droits dont plus de 40 % à Paris (8<sup>e</sup>, 9<sup>e</sup> et 2<sup>e</sup> arrondissements) ; 48 % de commerces et le solde en bureaux en 2<sup>e</sup> couronne d'Île-de-France et dans des villes moyennes de province. Elle est animée par une petite équipe dirigée par Jacques Lacroix, qui en est le premier actionnaire (à 41,5 %).

**Depuis cinq ans SCBSM s'emploie à dégonfler un bilan reflétant l'époque d'avant crise. A partir de 2012, la foncière s'est également consacrée à normaliser la qualité du patrimoine.** Les dernières nouvelles, sur l'acquisition de 11 000 m<sup>2</sup> de bureaux essentiellement à Paris 2<sup>e</sup> et le financement à bon prix (sous les 4 %) de 100 M€ sur une dette d'environ 190 M€ viennent conforter l'amélioration du profil de risque. Le résultat en sera pour autant amélioré. La réduction de la vacance (4,7 M€ et 22,5 % des loyers) et le redéveloppement de certains actifs en commerces (devant générer 1,7 M€ de loyers d'ici 3 ans), sont les prochaines étapes pour normaliser le résultat.

### Une rotation de 64 % du patrimoine en 3 ans pour gagner en qualité

Depuis mi-2011, SCBSM a cédé 90 M€ d'actifs matures ou sans potentiel de développement en 2<sup>e</sup> couronne d'Île-de-France et a réalisé 85 M€ d'acquisitions dont 75 M€ à Paris, entraînant une rotation du patrimoine de 64 %. Ce dernier a gagné en qualité : selon nos estimations, les actifs Parisiens, essentiellement de bureaux, dans les 2<sup>e</sup>, 8<sup>e</sup> et 9<sup>e</sup> arrondissements, représentent près de 45 % de la valeur du patrimoine.

**En particulier, SCBSM a acheté fin décembre 2013 deux immeubles de 8 300 m<sup>2</sup> et 2 400 m<sup>2</sup> au 19/21, rue Poissonnière et au 26, rue du Sentier, Paris 2<sup>e</sup>.** Le premier est composé de bureaux multi-locataires entièrement loués avec 142 emplacements de parkings en sous-sol. Le second se décompose entre environ 1 100 m<sup>2</sup> de bureaux loués et 1 300 m<sup>2</sup> de logements que l'on peut imaginer être cédés au fur et à mesure de leur libération. Le changement de propriétaire proroge automatiquement le bail des logements de 6 ans (loi Aurillac) mais la rotation des locataires semble élevée. Les loyers de l'ensemble sont proches de 4 M€ soit un niveau de 364 €/m<sup>2</sup> contre une moyenne Immostat de 390 €/m<sup>2</sup> (centre de Paris hors QCA). SCBSM n'a pas communiqué le prix de cette acquisition mais si l'on se réfère aux critères de ses dernières acquisitions à Paris, nous pouvons espérer un taux de rendement droits compris supérieur à 6,5 %. Même si quelques capex seront nécessaires, ce taux de rendement, positif, semble pérenne compte tenu des niveaux de loyers et nous pouvons espérer un potentiel de plus-value sur les logements cédés à la découpe.

**Dans le même temps, SCBSM a cédé un immeuble de bureaux de 5 725 m<sup>2</sup> à Rouen et des commerces de pieds d'immeubles proches de la gare Saint-Charles à Marseille.** Les bureaux à Rouen avaient été achetés en 2006 pour 11,6 M€ et un rendement de 8,4 % et les commerces à Marseille avaient été acquis en vefa en 2008 (livraisons en 2010 et 2011) pour un investissement de 6,6 M€ et un rendement de 8,5 %. Nous estimons la plus-value à 2,7 M€ et un taux confortable de 14,8 %.

**Un taux de rendement d'expertise qui semble raisonnable.** Fin 2013, le patrimoine s'établit ainsi à environ 285 M€ hors droits pour un montant de loyers estimé à 20,9 M€ si le taux d'occupation atteignait 100 % soit un rendement locatif d'environ 7,3 %. Le taux de capitalisation du patrimoine mi-2013 (avant acquisition parisienne et cessions à Rouen et

Marseille) atteint 7,95 % (8,1 % hors logements). En supposant un taux de capitalisation de 6 % pour les immeubles parisiens, nous obtenons un taux moyen pour le reste des actifs tertiaires de 8,7 % alors que la part des immeubles à retravailler (20 % après acquisition) est élevée. Ce taux est supérieur à celui de foncières de logistique ou de locaux d'activités et bureaux en régions. Foncière Inéa, spécialisée dans les bureaux neufs en province, affiche un taux de 7,5 % comme Affine (bureaux en province et à Paris) et contre 7,6 % pour Argan (foncière de logistique) et 8,4 % pour Foncière Atland (locaux d'activités et bureaux en province).

#### Patrimoine de SCBSM (M€, hors logements)

30/06/2013 avant acquisitions à Paris et cessions à Rouen et Marseille

M€	Surface (m <sup>2</sup> )	Loyers	Loyers des locaux vacants	Valeur locative de marché (VLM)	Vacance fi. (% VLM)	Valeur hors droits	Taux de capitalisation
<b>Bureaux</b>	<b>68 830</b>	<b>5,9</b>	<b>1,2</b>	<b>7,3</b>	<b>17%</b>	<b>99,9</b>	<b>7,3%</b>
<i>dt stabilisés</i>	49 715	5,7	1,2	6,6	17,0%	93,9	7,0%
<i>dt value added</i>	19 115	0,2	0,0	0,7	0,0%	6,0	11,6%
<b>Commerces</b>	<b>127 155</b>	<b>7,9</b>	<b>3,5</b>	<b>11,9</b>	<b>30%</b>	<b>137,5</b>	<b>8,6%</b>
<i>dt stabilisés</i>	68 982	6,0	0,7	7,1	11,0%	87,5	8,1%
<i>dt value added</i>	58 173	2,0	2,8	4,8	58,0%	50,0	9,5%
<b>Total</b>	<b>195 985</b>	<b>13,8</b>	<b>4,7</b>	<b>19,2</b>	<b>24,5%</b>	<b>237,4</b>	<b>8,1%</b>

Source: SCBSM

La vacance, de 22,5 % (4,7 M€) après ces derniers mouvements sur le patrimoine, se décompose entre : 1° un niveau de 17 % dans les bureaux dont la moitié est liée à une vacance sur les actifs de Ris-Orangis (15 874 m<sup>2</sup>) destinés à être restructurés avec le projet de grand stade de la Fédération Française de Rugby (espéré pour 2017). 2° Une vacance de 58 % et 2,8 M€ de loyers sur les actifs de commerce à redévelopper. Le projet de Rivesaltes, livré mi-2014, devrait réduire cette vacance de 1 M€.

#### Les cessions et la hausse de la vacance ont pesé sur les résultats

Pour l'exercice clos 30 juin 2013, SCBSM a réalisé un résultat net récurrent de seulement 1,34 M€ et 0,10 € par action contre 1,85 M€ un an auparavant. L'absence de nouveau loyer lié à des programmes non encore livrés, les cessions et l'accroissement de la vacance (de 1,5 M€ et 6 points) ont entraîné une baisse des revenus de 10,7 % malgré une croissance de 4 % à périmètre constant.

La vacance pèse sur le ratio d'EBE sur loyers. La dégradation de la masse locative, conjuguée à une stabilité des charges de fonctionnement, a entraîné une dégradation du ratio d'EBE sur loyers de 2,7 points, à 76,2 %. La foncière externalise une large partie de sa gestion à une société de Jacques Lacroix, pour des honoraires fixes de 0,17 M€ (1,3 % des loyers) et l'ensemble des charges de structures représentent 1,5 M€ soit 11 % des loyers et 0,62 % du patrimoine. Ce niveau semble raisonnable au regard des autres foncières, particulièrement pour une foncière en développement, et montre que le potentiel d'amélioration se situe au niveau des loyers. La fourchette s'étale de 4 % des loyers pour Argan (0,3 % du patrimoine) à 23 % du Affine (2 % du patrimoine).

#### Progression régulière de l'ANR

L'endettement, élevé, est néanmoins normalisé. Dans le cadre de sa dernière acquisition et anticipant l'échéance de crédit 2014 (15 M€), SCBSM a levé près de 100 M€ de crédits bancaires à bon prix (le taux de la dette bancaire passe sous les 4 %). La LTV avec emprunts obligataires et sur le patrimoine hors droit, qui était passée de 73 % mi-2009 à 60 % mi-2013, augmente avec les nouveaux investissements vers 65 % (la foncière publie une LTV bancaire sur le patrimoine droits compris, de 60 %). La prochaine échéance significative aura lieu en 2015 avec 37 M€ de dettes. Un tiers de cette ligne est portée par RBS que l'on sait sortant du marché. Si l'ICR (de 1,1 en 2013) reste trop faible, SCBSM peut s'appuyer sur environ 128 M€ d'actifs parisiens très liquides. En supposant que l'ensemble des actifs parisiens, loués, est financé entièrement à crédit, le solde de la dette (environ 62 M€) représente 39,5 % du patrimoine hors Paris.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission.

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION

2

Invest Securities 73 boulevard Haussmann 75008 PARIS, France

Tel : +33 (0) 1 44 88 77 99 / Fax : +33 (0) 1 44 88 77 90

**Les emprunts obligataires pèsent sur le coût de la dette.** SCBSM affiche un coût de la dette bancaire estimé inférieur à 4 % qui se compare favorablement à celui des foncières comme Peref (5,8 %) et Foncière Atland (4,5 %). Cependant, SCBSM est pénalisée par le coût de ses emprunts obligataires (entre 5,75 % et 9 %) qui font passer le coût net de l'endettement financier autour de 5 %.

**L'amélioration qualitative du patrimoine et la thésaurisation du cash-flow, même réduit, permettent une croissance de l'ANR de 6,5 % à 92,4 M€ en liquidation.** L'ANR par action, en croissance de 13,6 %, à 7,68 €, a également bénéficié du rachat d'actions par la société à un cours très décoté (autocontrôle de 8 % à fin 2013). L'écart avec l'ANR publié (7,93 € en liquidation) tient au retraitement de la variation de juste valeur des instruments financiers (que nous maintenons dans l'ANR de liquidation) et à la part en fonds propres des Océanes (0,61 M€ et 0,05 € par action) que nous enlevons, considérant qu'elles seront remboursées en numéraires. Sur les quatre dernières années, l'ANR de liquidation a progressé de 14 % par an en moyenne.

**Une performance relative honorable.** Depuis son plus haut de mi-2008 (6,23 €), l'ANR a cru de 3,3 % par an en moyenne. Sur la même période, l'indice IPD hors logement (rendement locatif et en capital) a performé de 3,6 % en moyenne par an. Compte tenu de l'absence d'effet de levier sur cet indice, dont l'impact est négatif sur la période, SCBSM a donc probablement fait légèrement mieux que son marché. La performance de SCBSM se compare également favorablement à celle des autres foncières très endettées mi-2008. Le tableau ci-dessous calcule la performance annuelle moyenne des ANR de liquidation, dividendes inclus, et en supposant que l'investisseurs a suivi les augmentations de capital à sa quote-part.

#### TRI entre juin 2008 et juin 2013 des foncières en fort endettement mi-2008

	TRI	LTV estimée	
		30/06/2008	30/06/2013
Indice IPD hors logement et hors levier	3,64%	-	-
Peref	5,3%	65,0%	43,5%
SCBSM	3,3%	69,0%	60,0%
Foncière Atland	3,2%	80,0%	61,0%
Foncière des Murs	1,2%	57,0%	49,0%
Affine (hors TSDI)	-2,7%	58,6%	48,0%
Tour Eiffel	-3,0%	53,5%	52,0%
Züblin Immobilière France (30/03/08 et 30/09/)	-10,2%	54,6%	51,4%
MRM	-34,2%	73,0%	51,0%

Sources : estimations Invest Securities (dividendes et augmentations de capital inclus) ; rendement IPD global (locatif et en capital)

Notons que Peref est la seule foncière dont l'ANR était déjà en baisse au 30 juin 2008. Le calcul avec l'ANR de liquidation fin 2007 publié, ramènerait le TRI à 4,1 %.

#### Perspectives : poursuivre la normalisation vers celle des résultats

**A coté de la poursuite du recentrage sur Paris, l'objectif de SCBSM est de développer un pipeline pour le moment d'une demi-douzaine de projets** dont nous estimons qu'ils pourraient représenter plusieurs dizaine de millions d'euros de marges s'ils sont menés à bien. L'équipe de la foncière, de taille modeste, doit permettre de faire sortir un projet par an. C'est la cession de ces développements, une fois la création de valeur captée, qui permettra d'acquérir de nouveaux actifs parisiens.

En matière de développement de commerces, SCBSM a fait ses preuves sur quelques actifs cédés et sur le retail park de Wittenheim. Certains projets ont pris du retard ou connaissent des difficultés (Chalon-sur-Saône, Saint-Brieuc) et plusieurs autres avancent (Rivesaltes, Angoulême, Saint-Malo). **La livraison du retail park de Rivesaltes, d'une envergure supérieure à ce qu'a réalisé SCBSM jusqu'à présent, permettra de se donner une idée de la confiance que l'on peut attribuer au reste du pipeline.**

D'ici fin 2015, SCBSM doit livrer deux projets principaux pour 2,45 M€ de loyers supplémentaires en contrepartie de 12 M€ d'investissements portant sur :

- ✓ la restructuration-extension du centre commercial de Rivesaltes (14 000 m<sup>2</sup> près de Perpignan) permettant de créer 5 000 m<sup>2</sup> de commerces. Le taux de pré-commercialisation atteint 66 % sur la partie en rénovation à laquelle s'ajouteront 4 500 m<sup>2</sup> à 6 500m<sup>2</sup>. L'enjeu représente 1,45 M€ de loyers supplémentaires (dont 1 M€ par remplissage de la vacance) et une création de valeur de 2 M€. Le taux de rendement sous-jacent atteint 9 %. Le site, d'apparence tout à fait obsolète et dont les travaux ont débuté en mai 2013, dispose d'une bonne chalandise et se trouve dans la zone de Clairà-Rivesaltes. Klépierre y a inauguré début avril 2013 son centre Salanca (20 000 m<sup>2</sup>) et Carrefour a ouvert en 2012 un *retail park* de 8 600 m<sup>2</sup>. La concurrence est importante dans la région avec en particulier l'ouverture du centre commercial à bas prix Gran Jonquera qui semble attirer du monde. Situé de l'autre côté de la frontière, à 30 min en voiture de Perpignan, il parie sur le phénomène *outlet* avec également de l'alimentation destinée aux français comme l'alcool et le tabac (14 000 m<sup>2</sup>). Pour le moment, la situation pénalise surtout le centre-ville qui pâtit d'une absence de parking et de loyers supérieurs ;
- ✓ la création d'un *retail park* de 12 000 m<sup>2</sup> près d'Angoulême. SCBSM était propriétaire des murs d'un distributeur de matériaux. Un accord a été trouvé un départ de ce locataire fin 2014, libérant un foncier disposant d'un fort attrait commercial, le long de la rocade. Le nouveau site est pré-loué à 50 %. La société souhaite débiter les travaux d'ici fin 2014 pour une livraison estimée à fin 2015. Le potentiel de 1 M€ de loyers (soit un total de 1,2 M€ de loyers) se compare à un budget d'investissements de 7 M€.

**Nos prévisions** prévoient uniquement une réduction de la vacance sur Rivesaltes d'ici fin 2015 (1 M€). L'arrivée de nouveaux actifs loués, par développements et acquisitions, viendra diluer mécaniquement le taux de vacance. Ce dernier, attendu autour de 16 % d'ici 2016-2017 restera élevé mais est inhérent à la part d'activité de redéveloppement d'actifs. Nous ne prévoyons pas de croissance provenant des renégociations de loyers, dans un contexte économique difficile où le rapport de force est en faveur du locataire et compte tenu d'indices de révision de loyers proches de zéro. Le coût de la dette bénéficiera des récents financements et de l'expiration de couverture (pour 12,8 M€ de dettes, à échéance entre mars 2013 et janvier 2015). Nous supposons un retour à une LTV bancaire d'environ 50 % d'ici 2 ans (soit une LTV totale sur le patrimoine hors droits d'environ 60 %) par la poursuite des cessions d'actifs de régions matures ou sans potentiel (environ 15 M€ par an). SCBSM devrait continuer à acheter des immeubles dans Paris. La stratégie, que l'on retrouve chez Terreïs, d'acquisition d'immeubles mixtes et multi-locataires devrait lui permettre de maintenir un taux de rendement supérieur à celui du marché.

Le modèle de SCBSM visant à accroître la qualité du patrimoine d'une part et à réaliser des opérations de développement d'autre part est peu propice à la distribution de dividendes. **Néanmoins, l'amélioration des résultats pourrait permettre une première distribution symbolique à partir de 2014-2015.**

### **Objectif de cours fin 2014 : 5,25 €**

**Le titre a participé au regain d'intérêt sur les petites foncières depuis un an** (hausse de 34 % contre 12,4 % pour l'indice IEIF Siic France avec coupons). Le cours a bénéficié de rachats de ses actions par la société (746 051 actions au prix moyen de 3,33 €) et du soutien régulier du premier actionnaire, Jacques Lacroix, qui profite de certaines baisses pour se renforcer (achat de 158 730 actions et 1,2 % du capital à 3,15 € en mai 2013). Ce dernier détient 41,54 % du capital de SCBSM dont 32,1 % à travers la société Crosswood qu'il contrôle à hauteur de 51,6 %. **Malgré un faible flottant (11 M€), le titre n'a pas à rougir de sa liquidité, avec un volume d'échange supérieur à la plupart des foncières de 50 M€ de flottant.** La liquidité du titre est surtout tenue par les investisseurs particuliers et l'accès aux investisseurs institutionnels reste un enjeu (il faut huit jours pour écouler une ligne de 100 000 €) d'autant que la 1<sup>ère</sup> distribution reste incertaine.

Société	Flottant M€	Volume échangé en moyenne par jour en €		
		Sur 1 an	2 ans	début d'année
Unibail-Rodamco SE	18194	40 863 772	38 270 688	33 983 268
Klepierre SA	3217	4 341 151	4 805 102	5 628 700
Icade SA	2096	2 995 085	3 021 560	3 903 131
Fonciere des Regions SA	1457	2 782 076	3 031 125	2 657 249
Gecina SA	2022	2 698 922	3 120 259	2 168 202
Mercialys SA	723	1 052 978	1 206 987	678 434
Altearea SCA	222	543 475	327 307	265 619
Societe de la Tour Eiffel	240	381 714	330 549	177 490
Foncière 6-7	87	323 299	166 136	7 212
Fonciere de Paris	108	242 277	130 698	15 224
ANF Immobilier	141	183 210	284 841	114 774
Eurosic SA	25	164 892	87 030	1 903
Affine RE SA	77	98 187	132 040	82 629
Societe Fonciere Lyonnaise SA	114	94 716	81 916	36 651
Terreis	174	93 835	70 217	37 566
Argan SA	96,4	67 623	50 834	81 686
Fonciere des Murs SA	123,8	59 327	49 710	77 478
CeGeREAL SA	58,8	40 603	25 906	305 200
CBo Territoria SA	79	30 275	28 018	38 808
<b>SCBSM</b>	<b>10,5</b>	<b>13 578</b>	<b>13 226</b>	<b>12 375</b>
Immobiliere Dassault SA	22,1	12 577	9 812	12 811
Acanthe Developpement SA	32	12 187	19 658	16 951
Paref SA	19	10 400	11 541	16 737
Patrimoine et Commerce	44	10 043	10 005	7 254
Selectirente SA	44,5	7 358	13 189	3 577
Fonciere Inea	29,2	6 464	5 739	7 374
Zueblin Immobiliere France SA	8,3	5 882	10 130	5 712
Siic de Paris	2,7	5 578	3 941	9 024
Cie Fonciere Internationale	10,8	5 280	2 842	206
Fonciere Volta SA	0,3	4 678	4 857	536
FIPP SA	0,1	3 319	6 854	2 169
Frey SA	12,2	2 873	2 192	1 410
Sofibus SA	15,1	2 785	1 518	5 053
FDL	12,9	2 354	1 732	5 904
M.R.M. SA	35,5	2 185	2 216	712
Fiducial Real Estate	10,4	1 644	2 288	505

Source : JCF Factset

Au cours de 4,64 €, SCBSM se traite avec une décote de 40 % sur son ANR de liquidation mi-2013 mais un rendement locatif implicite de 6,7 %. Le multiple de résultat net récurrent une fois les premiers développements livrés, atteint 10 fois, mais à attendre mi-2016. **Le profil de SCBSM est atypique avec d'une part des immeubles parisiens dont la forte liquidité permet de maintenir une LTV supérieure au secteur, et d'autre part des actifs à restructurer pesant sur la vacance et donc les résultats.** La qualité du travail réalisé depuis quatre ans se constate dans l'évolution de l'ANR (7,68 €), en progression constante depuis mi-2009 et de 23 % supérieur au plus haut de 2008.

Nous continuons à considérer l'absence d'intérêt spéculatif, la réussite de SCBSM semblant être le projet principal du dirigeant qui se renforce régulièrement au capital. Les rachats de titres ont été bénéfiques au cours de bourse mais restent limités à terme par les seuils de déclenchement d'OPA. Le projet d'investissement, proche de Terreis par certains aspects,

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission.

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION

consiste à accompagner un entrepreneur, qui contrôle la société, dans la création de valeur par la croissance de l'ANR. Le risque pourrait être un taux de distribution du dividende restant faible dans la durée de sorte que le multiple de résultat reste clé.

L'investissement dans SCBSM se rapproche toujours de celui 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-2015 de 5,5 €, le titre afficherait alors encore une décote forte de 40 % contre 23 % en moyenne chez les petites foncières (27 % hors Frey) et une faible décote chez les grandes foncières (en moyenne). Mais le multiple de résultat récurrent de l'année en cours (11,9x) serait dans la fourchette haute des petites foncières (de 9x pour Peref à 11x pour Eurosic, et 22x pour Immobilière Dassault) pour un rendement encore incertain. **Avec un taux d'actualisation de 10 %, la valorisation fin 2014 s'établirait à 5,25 €.** La confirmation de l'amélioration du résultat net récurrent, le succès des développements en cours ou l'accroissement du pipeline pourraient nous amener à relever notre objectif de cours.

#### Valorisation SCBSM

	Cours (€) : 4,64				Capitalisation boursière (M€) : 59,8			
	<b>30/06/10</b>	<b>30/06/11</b>	<b>30/06/12</b>	<b>30/06/13</b>	<b>30/06/14</b>	<b>30/06/15</b>	<b>30/06/16</b>	<b>30/06/17</b>
P/ANR de remplacement non dilué	0,61	0,57	0,55	0,51	0,48	0,43	0,39	0,36
P/ANR de liquidation non dilué	0,93	0,75	0,69	0,61	0,58	0,51	0,47	0,43
P/ ANR de remplacement dilué	0,61	0,57	0,55	0,51	0,48	0,42	0,39	0,36
P/ ANR de liquidation dilué	0,93	0,75	0,69	0,60	0,58	0,51	0,47	0,43
P/Résultat net récurrent dilué	25,6	18,5	32,2	43,7	25,3	13,4	10,0	9,2
Loyers/VE non dilué	6,6%	6,9%	6,7%	6,7%	6,5%	6,9%	7,6%	7,9%
VE/EBE non dilué	19,8	18,7	18,8	19,7	19,9	18,2	16,5	15,8
EBE/VE non dilué	5,05%	5,34%	5,31%	5,07%	5,03%	5,48%	6,08%	6,33%
Rendement	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,16%	2,59%	3,02%

Achévé de rédiger le 2 février 2014

**Paul ARKWRIGHT, CFA, analyste immobilier**

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

## Prévisions part du groupe

Résultat (M€)	30/06/2010	30/06/2011	30/06/2012	30/06/2013	30/06/2014	30/06/2015	30/06/2016	30/06/2017
					e	e	e	e
Total loyers	17,55	16,94	15,20	13,57	15,05	17,26	18,61	19,09
- Loyers patrimoine n-1 loué 100%	22,20	20,90	20,80	18,62	18,50	21,64	22,51	22,98
- Vacance	16,1%	19,2%	19,3%	25,4%	23,8%	19,4%	16,4%	16,1%
Variation à périmètre constant	n.c.	1,5%	0,0%	4,0%	0,0%	1,5%	1,5%	1,5%
Charges d'immeubles	-1,61	-1,89	-1,70	-1,73	-1,93	-2,05	-2,04	-2,08
Frais généraux	-2,59	-1,86	-1,50	-1,51	-1,54	-1,57	-1,60	-1,63
EBE	13,35	13,19	12,00	10,34	11,58	13,64	14,97	15,38
Dot. amortissement LS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rés. opérationnel courant	13,35	13,19	12,00	10,34	11,58	13,64	14,97	15,38
Rés. Financier	-10,96	-9,97	-10,15	-8,99	-9,24	-9,21	-9,05	-8,90
Résultat courant	2,39	3,22	1,85	1,34	2,33	4,43	5,92	6,48
Taux IS courant	-2,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impôt sur les sociétés	-0,06	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat net récurrent non dilué	2,32	3,22	1,85	1,34	2,33	4,43	5,92	6,48
Impact de la dilution	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Résultat net récurrent après dilution	2,34	3,25	1,87	1,37	2,36	4,46	5,95	6,51
Variation de juste valeur des actifs	8,03	3,59	6,42	2,47	3,70	4,29	4,46	4,55
Résultat exceptionnel	-2,49	3,59	-0,65	-0,67	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat net publié (JV)	7,87	10,40	7,61	3,15	6,03	8,73	10,38	11,04
Distribution courante (N)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,21	1,45	1,69

## Bilan (M€)

Patrimoine val. vénale DC	286,0	289,1	262,3	257,0	304,0	315,6	322,4	329,4
Patrimoine val. vénale HD	269,3	272,3	247,5	241,8	286,3	297,2	303,6	310,1
Evolution des val. d'expertises	3,0%	1,3%	2,4%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Taux moyen des droits	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Acquisitions DC	0,0	2,6	21,1	4,7	59,2	10,0	10,0	10,0
Rdt des acquisitions		8,5%	6,7%	10,0%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Développements livrés DC	0,0	0,0	0,6	0,0	5,0	7,0	6,0	6,0
Rdt des développements					9,0%	14,3%	10,0%	10,0%
Investissements dans les encours	0,0	0,0	0,5	2,0	5,0	7,0	6,0	6,0
Cessions HD	12,2	3,4	55,4	14,5	20,9	15,0	15,0	15,0
Rdt perdu des cessions	9,0%	9,5%	7,2%	6,0%	7,3%	7,5%	7,5%	7,5%
Capex taux	1,3%	0,4%	0,7%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Capex sur immeubles de placement	3,5	1,0	1,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Profit de promotion	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	5,5	1,5	1,5
Construction en cours en fin d'année	0,0	0,0	0,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Var. BFR	0,4	-0,9	0,0	-2,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Titres de participation (Foncière Volta)	4,1	4,1	3,5	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Dette financière nette	188,3	186,0	151,2	148,7	190,2	188,2	185,0	181,5
Dette financière moyenne	204,4	187,0	166,3	144,1	170,4	189,2	186,6	183,2

## Actif net réévalué (M€)

ANR de remplacement non dilué	97,3	104,6	108,4	110,3	117,2	131,7	142,6	154,0
ANR de liquidation non dilué	64,1	79,8	86,7	92,4	96,2	109,8	119,9	130,4
Impact de dilution	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
ANR de remplacement dilué	97,7	105,0	108,8	110,6	117,5	132,0	143,0	154,3
ANR de liquidation dilué	64,5	80,1	87,1	92,8	96,5	110,1	120,2	130,7

## Nb d'actions (M)

	30/06/2010	30/06/2011	30/06/2012	30/06/2013	30/06/2014	30/06/2015	30/06/2016	30/06/2017
Moyen (RNR)	12,8824	12,8824	12,8824	12,8824	12,8824	12,8824	12,8824	12,8824
Fin d'année	12,8475	12,8475	12,8102	12,0707	12,0707	12,0707	12,0707	12,0707
Moyen (RNR) après dilution	12,9574	12,9574	12,9574	12,8824	12,8824	12,8824	12,8824	12,8824
Fin d'année après dilution	12,9225	12,9225	12,8852	12,0707	12,0707	12,0707	12,0707	12,0707
Droit au dividende	12,8475	12,8475	12,8102	12,0707	12,0707	12,0707	12,0707	12,0707

## Données par action (€/a)

Résultat net récurrent non dilué	0,18	0,25	0,14	0,10	0,18	0,34	0,46	0,50
Résultat net récurrent dilué	0,18	0,25	0,14	0,11	0,18	0,35	0,46	0,51
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,12	0,14
ANR de remplacement non dilué	7,58	8,14	8,47	9,14	9,71	10,91	11,81	12,76
ANR de liquidation non dilué	4,99	6,21	6,77	7,65	7,97	9,09	9,93	10,80
ANR de remplacement dilué	7,56	8,12	8,44	9,16	9,74	10,94	11,84	12,79
ANR de liquidation dilué	4,99	6,20	6,76	7,68	8,00	9,12	9,96	10,83
EBE	1,04	1,02	0,93	0,80	0,90	1,06	1,16	1,19
Loyers	1,36	1,31	1,18	1,05	1,17	1,34	1,44	1,48
Dette financière nette moyenne	15,87	14,51	12,91	11,19	13,23	14,69	14,49	14,22

## Ratios

	30/06/2010	30/06/2011	30/06/2012	30/06/2013	30/06/2014	30/06/2015	30/06/2016	30/06/2017
Endettement (LTV)	68,9%	67,3%	60,2%	60,0%	65,1%	62,1%	59,7%	57,4%
Taux d'intérêt sur dette	5,0%	4,9%	5,0%	6,4%	5,6%	5,0%	5,0%	5,0%
EBE/loyers	76,1%	77,9%	78,9%	76,2%	76,9%	79,1%	80,4%	80,6%
EBE/frais financiers (ICR)	1,2	1,3	1,2	1,1	1,3	1,5	1,7	1,7
EBE/dette nette moyenne	6,5%	7,1%	7,2%	7,2%	6,8%	7,2%	8,0%	8,4%
Frais généraux / loyers	-14,8%	-11,0%	-9,9%	-11,1%	-10,2%	-9,1%	-8,6%	-8,5%
RNR N / ANR N-1 avant dilution	2,6%	3,3%	1,8%	1,2%	2,0%	3,5%	4,2%	4,3%
RNR N / ANR N-1 après dilution	2,6%	3,3%	1,8%	1,3%	2,0%	3,6%	4,2%	4,3%
Div/RNR/action avant dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	29,1%	26,1%	27,8%
Div/RNR/action après dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	28,9%	26,0%	27,7%
Div/patrimoine HD	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,5%	0,5%
Div/ANR-R N-1	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,03%	1,10%	1,19%
Div/ANR-L N-1	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,26%	1,32%	1,41%

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission.

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION

## 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
<b>Non</b>	<b>Non</b>	<b>Oui</b>	<b>Non</b>	<b>Oui</b>

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 / medtechs

33 1 44 88 77 88

[danizon@invest-securities.com](mailto:danizon@invest-securities.com)**Paul Arkwright, CFA**

Immobilier

33 1 73 73 90 25

[parkwright@invest-securities.com](mailto:parkwright@invest-securities.com)**Louis Bazy, CFA**

Cleantech - Energies renouvelables

33 1 44 88 77 93

[lbazy@invest-securities.com](mailto:lbazy@invest-securities.com)**Benoît Faure-Jarrosion**

Immobilier

33 1 44 88 88 09

[bfaure-jarrosion@invest-securities.com](mailto:bfaure-jarrosion@invest-securities.com)**Nicolas Maïquès**

Media - Software - Internet - Agro

33 1 44 88 77 98

[nmaiques@invest-securities.com](mailto:nmaiques@invest-securities.com)**Laurent Wilk**

Cleantech - Energies renouvelables

33 1 44 88 77 97

[lwilk@invest-securities.com](mailto:lwilk@invest-securities.com)**Nailin Zhang**

Valeurs chinoises - Stock picking

33 1 73 73 90 27

[nzhang@invest-securities.com](mailto:nzhang@invest-securities.com)

## CHINE

**Christine Lambert Goue**

Directeur

86 10 65 87 69 70

[clambert-goue@invest-securities.com](mailto:clambert-goue@invest-securities.com)**Valérie Van Kerckhove**

Chef de projet

86 10 65 87 69 05

[vkkerckhove@invest-securities.com](mailto:vkkerckhove@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](mailto:edaillieres@invest-securities.com)**Claude Bouyer**

Responsable relations investisseurs institutionnels

33 1 44 88 88 02 / 33 1 44 88 77 99

[clbouyer@invest-securities.com](mailto:clbouyer@invest-securities.com)**Pascal Hadjedj**

Vendeur actions

33 1 55 35 55 61 / 33 1 44 88 77 99

[phadjedj@invest-securities.com](mailto:phadjedj@invest-securities.com)**Thierry Roussilhe**

Vendeur actions

33 1 55 35 55 66 / 33 1 44 88 77 99

[troussilhe@invest-securities.com](mailto:troussilhe@invest-securities.com)**Kaspar Stuart**

Vendeur actions

33 1 55 35 55 65 / 33 1 44 88 77 99

[kstuart@invest-securities.com](mailto:kstuart@invest-securities.com)**Frédéric Micaelli**

Négociateur

33 1 55 35 55 68 / 33 1 44 88 77 99

[fmicaelli@invest-securities.com](mailto:fmicaelli@invest-securities.com)**René Reymond**

Négociateur

33 1 55 35 55 63 / 33 1 44 88 77 99

[rreymond@invest-securities.com](mailto:rreymond@invest-securities.com)**Dominique Humbert**

Négociateur

33 1 55 35 55 64 / 33 1 44 88 77 99

[dhumbert@invest-securities.com](mailto:dhumbert@invest-securities.com)**Bruno Guillemet**

Négociateur

33 1 55 35 55 60 / 33 1 44 88 77 99

[bguillemet@invest-securities.com](mailto:bguillemet@invest-securities.com)