



## PAREF

**Immobilier  
France**

*Des SCPI à la foncière*

	CAF (M€)	CAF nette/actio	Dividende (€/action)	ANR rempl. par action	P/CAF	Rdt	P/ANR
2006	3,9	5,45	1,13	76,0	13,1	1,6%	94%
2007	4,7	6,64	3,52	80,4	10,8	4,9%	89%
2008	4,9	6,89	4,51	84,1	10,4	6,3%	85%
2009	5,0	7,09	4,79	87,7	10,1	6,7%	82%

**Introduction en bourse**

Eurolist C

Capitalisation boursière  
au prix de l'augmentation  
de capital  
**50,8 M€**

Flottant :  
**38 %**

Paref est né des initiatives successives de Hubert Lévy-Lambert, qui a créé en 1991 une société de gestion de SCPI, Sopargem, avec l'appui des AGF. Le produit-phare en est Pierre 48, SCPI investie en logements occupés créée en 1996. Paref a été fondé en 1997 pour investir en immobilier d'entreprise et a repris Sopargem en 2002.

L'entreprise est aujourd'hui à la tête d'un patrimoine locatif de 29,4 M€, d'usufruits évalués 9,2 M€, d'un stock de marchand de biens estimé à 4,1 M€ et d'une société de gestion de SCPI que nous valorisons à 4 M€.

- Après avoir levé, en outre, récemment 9,5 M€, le projet est de procéder à une augmentation de capital de 14,5 M€ qui permettra d'investir environ 72 M€ au cours de l'année 2006 pour porter le patrimoine locatif à près de 100 M€. La croissance pourrait se poursuivre au-delà par apports d'actifs sous le régime SIIC 2 ou appels au marché.
- Les points forts de Paref sont : une activité de gestion qui assure la présence d'une petite équipe qui ne pèse pas sur la rentabilité locative et peut se révéler lucrative si la collecte continue de progresser ; un historique de rentabilité positif manifestement lié à la qualité des personnes et pas seulement à un marché favorable ; un patrimoine actuel disposant d'une bonne visibilité pour les années à venir grâce aux baux en cours, et un positionnement spécifique qui laisse espérer une capacité à déceler des opportunités d'investissement malgré l'abondance.
- Les points faibles de Paref sont : la faible liquidité boursière attachée à une capitalisation boursière qui, à ses débuts, sera parmi les plus petites du secteur ; la nécessité d'assurer le renouvellement de la présidence dans les années qui viennent, le fondateur étant âgé de 70 ans ; l'exposition du patrimoine actuel (11 M€ soit 28 %) à la partie difficile du marché des bureaux de banlieue. Cette exposition pourra être diluée par les acquisitions à venir ; le poids des capitaux frais (près de 50 %) dans l'ANR et donc l'aléa sur leur emploi exact dans un marché très concurrentiel.
- L'introduction prend la forme uniquement d'une augmentation de capital portant sur 202.797 actions nouvelles jouissance 1<sup>er</sup> janvier 2005 au prix de 71,50 € chacune.

**Benoît FAURE-JARROSSON** ☎ 01 40 27 03 99  
bfj@faure-jarrosson.com

**Novembre 2005**

*Achat : Liste des valeurs recommandées ou valeurs sous-évaluées*

*Conserver : En ligne avec les Fondamentaux de la société*

*Alléger : Prise de bénéfices ou déception sur la croissance*

*Rester à l'Écart : Fondamentaux dégradés*

## Sommaire

---

<b>À L'ORIGINE ÉTAIENT LES SCPI</b>	<b>3</b>
<b>PAREF AUJOURD'HUI : GESTION ET PATRIMOINE</b>	<b>4</b>
<i>Les métiers de service</i>	4
<i>Le patrimoine</i>	6
<i>Actionnariat</i>	7
<b>STRATÉGIE ET PERSPECTIVES</b>	<b>8</b>
<i>Une stratégie de niche</i>	8
<i>Une organisation légère</i>	8
<i>Financement</i>	8
<i>Perspectives</i>	9
<b>PRÉVISIONS</b>	<b>9</b>
<i>Acquisitions</i>	9
<i>Financement</i>	10
<i>Loyers</i>	10
<i>Charges d'exploitation locatives</i>	10
<i>Résultat d'exploitation de Sopargem</i>	10
<i>Usufruits</i>	11
<i>Activité de marchand de biens</i>	11
<i>Politique de distribution</i>	11
<b>ACTIF NET RÉÉVALUÉ</b>	<b>11</b>
<i>Actif net réévalué au 30 juin 2005</i>	11
<i>Actif net réévalué au 31 décembre 2005</i>	11
<b>VALORISATION</b>	<b>14</b>
<i>Composition du capital</i>	14
<i>Profil de risque</i>	14
<i>Évolution boursière du secteur</i>	14
<i>Méthode</i>	15

L'analyste peut communiquer avant publication son étude à l'émetteur ou à son conseil, mais il n'est en aucune façon tenu par leurs observations.

## À L'ORIGINE ÉTAIENT LES SCPI

Paref est né des initiatives successives de Hubert Lévy-Lambert. Polytechnicien, ingénieur en chef des Mines, diplômé du CPA, il a effectué sa carrière à la fois dans la sphère publique (sous-directeur à la Direction de la Prévision, rapporteur au Commissariat au Plan) et bancaire (Banque Indosuez, Société Générale, Ficofrance, président du Directoire de la Caisse Centrale de Crédit Immobilier).

En 1991, Hubert Lévy-Lambert crée Sopargem, société de gestion de SCPI, avec l'appui des AGF, et Propierre 1, première SCPI de droit français destinée à investir sur le marché israélien. Les événements politiques en Israël et l'évolution du secteur immobilier dans ce pays empêcheront le développement de ce produit d'épargne. En 1995, Sopargem est agréée par la COB (aujourd'hui AMF) comme société de gestion de SCPI. Le succès viendra avec la deuxième idée, en 1996, inventer une SCPI investie en logements régis par la Loi de 1948, Pierre 48. La loi de 48 donne des droits exorbitants au locataire et lui assure un loyer souvent symbolique. Les locataires ne quittent donc que rarement leur logement de leur vivant. Investir dans ces actifs ressemble fort, par conséquent, à l'achat d'un viager. La création d'un fonds permet de mutualiser l'aléa et de lisser la survenance des libérations dans le temps. L'autre atout est fiscal. Le rendement locatif est symbolique et la performance prend principalement la forme d'une plus-value liée aux libérations. Ce placement intéresse, de ce fait, les épargnants fortement imposés sur le revenu. Il est même particulièrement adapté à ceux d'entre eux qui possèdent déjà un patrimoine locatif. En achetant à crédit des parts de Pierre 48, ils peuvent créer un déficit foncier imputable sur leurs autres revenus locatifs.

C'est en juin 1997 que Paref (Paris Realty Fund) est fondée par Hubert Lévy-Lambert et une dizaine d'associés. Il s'agit alors d'une société en commandite par actions à capital variable, dont l'objet était la constitution d'un patrimoine immobilier à dominante commerciale. L'associé commandité était Parfond, société contrôlée par la famille Lévy-Lambert. Dès lors, Paref développe son patrimoine par acquisition d'immeubles mais aussi d'usufruits, et pratique des opérations de marchand de biens. En 2002, Paref prend le contrôle de Sopargem, ce qui lui permet d'être une foncière disposant, indirectement, d'un personnel propre. Parallèlement, Sopargem avait créé en 1999 une SCPI de murs de magasins, Novapierre. Le groupe gère, en outre, des actifs pour Westbrook et Shelbourne.

En 2002, Paref tente de lancer une OPA sur les SCPI Méhaignerie d'autres sociétés de gestion afin de mettre à profit le blocage du marché secondaire alors constaté sur leurs parts. Cette initiative est reçue comme hostile par les autres sociétés de gestion de SCPI et Paref doit renoncer à l'opération après n'avoir acquis qu'un petit montant de parts. En 2005, en vue de l'introduction en bourse, Paref a abandonné son statut de société en commandite par actions.

Au total, les dirigeants de Paref ont accumulé une expérience de plus de 300 M€ d'acquisitions d'immeubles en France.

## PAREF AUJOURD'HUI : GESTION ET PATRIMOINE

Paref est aujourd'hui constitué d'une petite équipe de 13 personnes qui exercent à la fois une activité de service (gestion de SCPI et pour compte de tiers) et d'investissement (immeubles, usufruits, marchand de biens).

### Répartition des principaux actifs à l'introduction (M€)

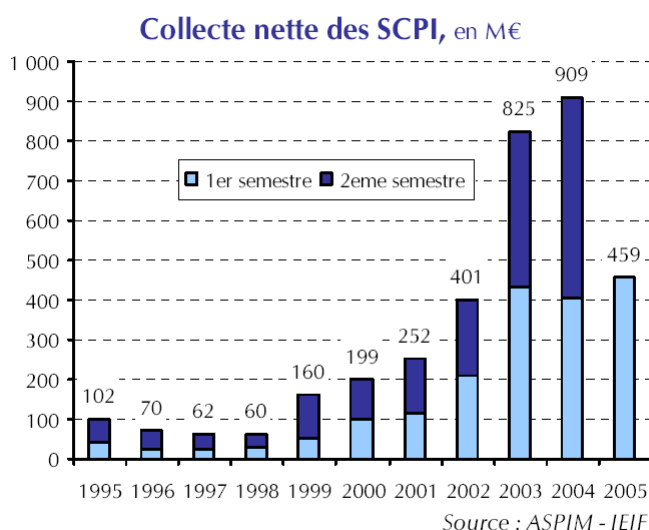
Patrimoine locatif	29,4
Usufruits	9,2
Activité de gestion (Sopargem)	4,0
Stock marchand de biens (Parmarch)	4,1
Produit des augmentations de capital	23,6
Total	70,3

### Les métiers de service

#### - La gestion de SCPI

Sopargem gère trois SCPI : principalement Pierre 48 (111 M€ de capitalisation) investie en logements, Novapierre 1, constituée de murs de magasins principalement situés dans Paris (17 M€) et Interpierre, l'ancienne Propierre récemment reconvertie en SCPI de bureaux avant d'être relancée (2 M€). La collecte du marché des SCPI dans son ensemble s'est fortement redressée depuis 2003 après près de dix ans de marasme suivant la crise immobilière.

La collecte de Novapierre sur le premier semestre 2005 s'est élevée à 4 M€, contre 1 M€ sur le premier semestre 2004 et 5 M€ pour toute l'année 2004. Celle de Pierre 48 s'est élevée à 14 M€ sur le premier semestre 2005 contre 7 M€ sur le premier semestre 2004 et 16 M€ pour toute l'année 2004.



Du fait même de ces temps difficiles, le marché de la gestion de SCPI s'est fortement concentré au cours de la dernière décennie. Les années quatre-vingt avaient vu une multiplication des intervenants dans une période de collecte faste. La crise immobilière a sonné le glas pour les plus petits. Les banques de réseau, hormis le Crédit Agricole et la BNP, ont ralenti leur activité, très échaudées par les

pertes subies par leurs clients. L'UFG a été le catalyseur de plusieurs fusions et a créé un leader. Les trois opérateurs cités (UFG, Crédit Agricole, BNP Paribas) pèsent, à eux seuls, 54 % des encours. Sopargem est un acteur de niche, classé environ 13<sup>e</sup> de ce marché.

### Collecte brute, collecte nette et capitalisation au 1er semestre 2005 par groupe

Par collecte nette décroissante

GROUPE	Collecte brute		Collecte nette		Capitalisation au 30/06	
	M€	(a)	M€	(b)	M€	
U.F.G.	117,87	19,8%	96,03	20,9%	2 972,52	24,7%
SOFIDY S.A.	74,68	12,6%	71,81	15,6%	639,77	5,3%
HSBC C.C.F.	47,86	8,0%	42,52	9,3%	312,91	2,6%
NATEXIS BANQUES POPULAIRES	50,49	8,5%	42,06	9,2%	783,71	6,5%
UNOFI	37,53	6,3%	35,46	7,7%	355,63	3,0%
GROUPE AGF	36,73	6,2%	32,34	7,0%	396,14	3,3%
CREDIT AGRICOLE	55,84	9,4%	28,07	6,1%	1 927,56	16,0%
COFRAG - GROUPE GPD	23,76	4,0%	16,49	3,6%	492,54	4,1%
BANQUE POPULAIRE ATLANTIQUE	17,98	3,0%	15,42	3,4%	173,38	1,4%
GROUPE BNP PARIBAS	36,05	6,1%	14,41	3,1%	1 476,92	12,3%
ADYAL	18,22	3,1%	11,81	2,6%	603,46	5,0%
SOCIETE GENERALE	14,24	2,4%	11,75	2,6%	234,48	1,9%
PAREF	11,99	2,0%	10,20	2,2%	129,16	1,1%
C.D.C. <sup>(1)</sup>	18,63	3,1%	9,53	2,1%	474,79	3,9%
FONCIA	9,47	1,6%	6,62	1,4%	286,07	2,4%
FIDUCIAL	5,71	1,0%	4,74	1,0%	107,76	0,9%
CABINET VOISIN	4,14	0,7%	3,63	0,8%	86,50	0,7%
CREDIT MUTUEL DE BRETAGNE / LOIRE ATLANTIQUE	3,89	0,7%	3,39	0,7%	69,99	0,6%
INTER GESTION	2,83	0,5%	2,71	0,6%	45,57	0,4%
UNION FINANCIERE DE FRANCE	6,51	1,1%	-	0,0%	280,56	2,3%
<b>AUTRES</b>	0,62	0,5%	-	0,0%	187,30	2,6%
<b>TOTAL</b>	<b>595,06</b>		<b>458,98</b>		<b>12 036,70</b>	

<sup>(1)</sup> CAISSE D'EPARGNE-POSTE-CAIXA BANK-ACTIGESTION

Source : ASPIM - IEIF

(a) émissions nouvelles + volumes échangés sur le marché des parts (b) émissions nouvelles

#### - La gestion pour compte d'institutionnels

La gestion est également exercée pour le compte de deux importants investisseurs institutionnels étrangers : Westbrook Partners, depuis 1998, et, depuis 2002, Shelbourne Development. Ces contrats sont renouvelés chaque année. Des études de nouveaux investissements pour ces clients sont en cours par Paref.

En ajoutant les immeubles des SCPI (147 M€), les immeubles et usufruits de Paref (51 M€ après l'acquisition aux Halles) et les actifs de Westbrook et Shelbourne (85 M€), Sopargem gère 283 M€ d'actifs immobiliers.

#### - L'activité de marchand de biens

Cette activité est principalement annexe aux précédentes. Elle permet d'acquérir des immeubles entiers et d'en revendre certains lots aux SCPI du groupe et le solde à la découpe. Une opération de ce type est en cours boulevard Beaumarchais avec un immeuble expertisé en valeur au détail à 4.400 K€, soit 4.100 K€ hors TVA sur marge. Un hôtel et un restaurant à Lisieux viennent d'être acquis pour 650 K€.

Rappelons que le statut de marchand de biens, en l'occurrence porté par la filiale Parmarch, permet d'acquérir des actifs sans payer les droits d'enregistrement à 4,80 % à condition de les revendre rapidement et d'acquitter une TVA sur la marge. Cette TVA n'est pas récupérable pour les ventes de logements.

## Le patrimoine

### - Les immeubles

Le patrimoine locatif est composé de huit immeubles, dont un en cours de vente et un autre en cours d'acquisition. Ces actifs sont à dominante de bureaux et tous situés en région parisienne. Le taux d'occupation moyen en valeur est de 95 %, la vacance étant concentrée à Vitry.

- un immeuble de 566 m<sup>2</sup> rue Danielle Casanova, près de la place Vendôme, loué pour 249 K€/an à BNP Paribas par bail commercial à échéance du 31 août 2012 et évalué à 3.100 K€ ;

- un hôtel de 58 chambres rue du Helder, près de l'Opéra Garnier. Le bail est à échéance du 30 juin 2011 pour un loyer actuel de 241 K€ par an. L'immeuble est évalué à 3.100 K€ ;

- un immeuble de 1.048 m<sup>2</sup> de bureaux construit en 1987 dans la zone de Paris Nord II, loué à la direction régionale des Douanes par bail à échéance du 14 août 2005, pour un loyer de 150 K€. La négociation du renouvellement du bail est en cours. L'immeuble est évalué à 1.400 K€ ;

- un immeuble de 3.684 m<sup>2</sup> construit en 2000 dans la zone d'activité de Croissy-Beaubourg (Marne la Vallée), loué 283 K€/an à la société De La Rue Cash Systems par un bail à échéance du 30 septembre 2008. Il est évalué à 2.900 K€ ;

- un immeuble de 2.204 m<sup>2</sup> construit en 2001 dans la zone d'activité Europarc de Créteil. Il est loué 277 K€/an à la société MTS avec un bail à échéance du 31 décembre 2009. Il est évalué à 3.000 K€ au 30 juin 2005 (contre 2.700 K€ à la fin de 2004) ;

- un immeuble de 3.800 m<sup>2</sup> de bureaux situé à Courbevoie rue de Bitche. Le Club Med Gym a souhaité dénoncer le bail qui avait une échéance 2010 moyennant un loyer de 608 K€/an. Peref a accepté ce départ en mars 2005 moyennant une indemnité de 1.013 K€ et en signant simultanément une promesse de vente de l'immeuble avec un grand promoteur pour 8.175 K€ net vendeur, sous la condition suspensive de l'octroi d'un permis de construire avant le 21 novembre puis 21 décembre 2005. Le promoteur négocie avec Peref un nouveau délai. En cas d'échec, l'immeuble a été valorisé à 7,4 M€ par l'expert, soit une valeur inférieure de 775 K€ au prix de vente et à la valeur dans les comptes IFRS. La valeur d'expertise (loyer de 175 €/m<sup>2</sup> et rendement de 8,5 %) semble extrêmement prudente pour des bureaux à 500 m de la Défense où les valeurs locatives sont plus proches du double et les rendements plus faibles ;

- un immeuble construit en 1995 à Vitry sur un terrain de 12.750 m<sup>2</sup>, comprenant 2.250 m<sup>2</sup> de halle industrielle équipée et 2.100 m<sup>2</sup> de bureaux. La plus grande partie de la halle (1.939 m<sup>2</sup>) est louée à la société Art Cyl pour 130 K€/an par à échéance du 30 septembre 2013. Les bureaux sont loués à hauteur de 866 m<sup>2</sup> à divers locataires pour 109 K€. L'ensemble a été expertisé à 3.200 K€ sans tenir compte du COS de 2,25 qui permettrait construire 24.000 m<sup>2</sup> supplémentaires de locaux d'activités et de bureaux ;

- 2.000 m<sup>2</sup> de bureaux et de locaux commerciaux loués à France Telecom dans le quartier des Halles à Paris. Une promesse de vente pour l'acquisition pour 12 M€ a été signée le 8 novembre 2005 et devrait faire l'objet d'un acte authentique avant la fin de l'année.

## - Les usufruits

Des usufruits temporaires, d'une durée de 5 à 10 ans, ont été acquis par Peref auprès de divers investisseurs, dont la SCPI Pierre 48 sur la base d'un TRI de 11 %. Ce portefeuille est en cours de filialisation. En outre, Peref détient pour 794 K€ d'usufruit de parts de la SCPI Novapierre.

### Les investissements de Peref au 30 juin 2005

Ville	Adresse	Hors droits	Droits compris
<b>Usufruits résidentiels</b>			
Paris	Bastille	1 090	1 155
Paris	Saint-Antoine	1 750	1 855
Paris	Lafayette	710	753
Paris	M. de Fontenay	800	848
Paris	Botzaris	3 600	3 816
	Total	7 950	8 427
<b>Pleine propriété immobilier d'entreprise</b>			
Paris	Danielle Casanova	3 100	3 286 bureaux
Paris	Helder	3 100	3 286 hôtel
Croissy-Beaubourg	Vieilles Vignes	2 900	3 074 bureaux
Courbevoie	Bitche	8 175	8 666 bureaux
Tremblay- Paris Nord II	Bois de La Pie	1 400	1 484 bureaux
Créteil	Auguste Perret	3 000	3 180 bureaux
Vitry	Julian Grimau	3 200	3 392 mixte
	Total	24 875	26 368
<b>Marchand de biens</b>			
Paris	Beaumarchais	4 099	4 099
<b>Usufruit de parts de SCPI</b>			
	Novapierre	794	794
	Total	37 718	39 688

Accessoirement, Peref détient fin 2005 des parts de la SCPI Interpierre pour 0,2 M€.

## Actionariat

À la veille de l'introduction, la famille Lévy-Lambert détient 39,54 % du capital et des droits de vote. Huit autres actionnaires, qui représentent 43,36 % du capital, ont signé avec la famille fondatrice un pacte d'actionnaires. Ils représentent ensemble 82,9 % du capital. À l'issue de l'augmentation de capital, en la supposant entièrement souscrite par le public, la famille Lévy-Lambert tombera à 27,09 % du capital et les autres signataires du pacte à 29,71 %, soit ensemble une détention de 56,8 %.

Un pacte d'actionnaire a été conclu le 27 octobre 2005, sous condition suspensive de l'introduction en bourse de Peref, pour une durée initiale de 5 ans entre les Sociétés Parfond, Bielle, Anjou Saint Honoré, Gesco, SL1, L'œil écoute, Madar et Messieurs Hubert Lévy-Lambert, Jean-Louis Charon, Guillaume Lévy-Lambert. Les sociétés MO 1, Saffia et Parunion ont adhéré au pacte d'actionnaire lors de l'augmentation de capital réservée du 17 novembre 2005. Ce pacte comporte un engagement de conservation des actions détenues préalablement à l'introduction dans la proportion suivante à compter de l'introduction : 90 % des actions d'origine pendant 6 mois, 70 % des actions d'origine pendant 12 mois, 50 % pendant 18 mois et 30 % pendant 24 mois.

## **STRATÉGIE ET PERSPECTIVES**

### **Une stratégie de niche**

La vocation de Peref est :

- d'investir dans des actifs immobiliers de rendement avec un effet de levier permettant une espérance de retour sur fonds propres, plus-value incluse, de plus de 15 % par an,
- de gérer des capitaux pour compte de tiers sur des niches spécifiques.

Sa stratégie est de :

- créer des synergies entre les activités de gestion et d'investissement : découpe des immeubles, achat d'usufruit, et accessoirement suivi de marché, économie de charges de structure ;
- se concentrer sur les actifs délaissés par les autres investisseurs : usufruit, immeubles de 5 à 20 M€, trop gros pour les particuliers, trop petits pour les institutionnels ;
- viser des apports d'actifs dans le cadre du régime SIIC 2 qui permet aux apporteurs de bénéficier du taux d'impôt réduit de 16,5 % sur les plus-values.

L'exigence de rentabilité devrait écarter l'investissement en logement, sauf dans le cadre d'opérations de marchand de biens.

Compte tenu des 24 M€ levés lors des deux augmentations de capital successives, l'objectif est d'acquérir environ 72 M€ afin d'atteindre un patrimoine de l'ordre de 90 à 100 M€. Les actifs sont aujourd'hui concentrés en région parisienne mais Peref n'exclut pas d'investir en province voire à l'étranger.

Peref fait état de négociations portant sur une demi-douzaine de projets : immeuble monovalent dans Paris (10 M€), portefeuille diversifié (17 M€), centre commercial en banlieue parisienne (15 M€), portefeuille provincial (7 M€), portefeuille de logements à Paris (quote-part de 15 M€), portefeuille d'immobilier d'entreprise en région parisienne (26 M€). Rien n'est encore assuré sur le débouché de ces discussions.

Le statut SIIC sera adopté dès l'exercice 2006. Il permettra l'exonération d'impôt sur les sociétés en contrepartie d'une distribution de 85 % du résultat courant et de 50 % des plus-values. Ce régime ne s'applique qu'aux profits des immeubles locatifs. Chez Peref, en sont donc exclus les bénéfices provenant de la gestion pour compte de tiers (Sopargem), de l'activité de marchand de biens (Parmarch) et les revenus des usufruits. L'exit tax associée à l'entrée dans le régime est évaluée à 1,7 M€.

### **Une organisation légère**

Le directoire comprend Hubert Lévy-Lambert, président, et Alain Perrollaz. Celui-ci, diplômé de l'ESSEC et expert comptable diplômé, a consacré dix ans à l'audit avant de devenir dirigeant de sociétés de Bourse (CCF Elysées Bourse, Dynabourse, Cheuvreux) puis responsable de DexiaPlus, projet de banque directe du groupe Dexia. Au total, Peref emploie 13 personnes.

La gestion des SCPI ne peut être confiée qu'à une société agréée par l'AMF. La filiale Sopargem a reçu son visa en 1995. Elle gère également les immeubles pour le compte des deux institutionnels et ceux détenus par Peref. La filiale Parmarch porte les opérations sous le statut de marchand de biens. Pour l'activité patrimoniale, une SCI est constituée pour porter chaque investissement.

### **Financement**

Au 30 juin 2005, Peref est endetté à hauteur de 49 % de son patrimoine retenu pour sa valeur hors droits. Actuellement, la dette bancaire est constituée de crédits amortissables à long terme, généralement de 15 ans. Elle ressort à 18.514 K€ au 30 juin 2005, soit moins de la moitié de la valeur vénale des actifs financés. Ces crédits sont amortissables sur une longue durée, généralement 15 ans. Les principaux usufruits sont financés par une dette à taux fixe (capital restant dû de 4,4 M€). Le solde de la dette (14,1 M€) est conclu à taux variable avec des caps jusqu'en novembre 2009 au-delà d'un Euribor à 5%.



## **Perspectives**

### **Un patrimoine multiplié par 4 en un an**

Paref a procédé à une augmentation de capital de 9,5 M€ en novembre 2005 puis une autre attendue de 14,5 M€ lors de son introduction en bourse. Le patrimoine devrait rapidement approcher la centaine de millions d'euros, soit un quadruplement par rapport au patrimoine de la mi-2005. Une première acquisition est en cours de finalisation. Le projet à plus long terme est de développer Paref à une échelle beaucoup plus substantielle. Il nous semble préférable de procéder par étape et de ne solliciter à nouveau le marché que lorsque les fonds propres auront pu être investis de façon satisfaisante.

### **La gestion des SCPI devrait être renouvelée par le statut d'OPCI**

Le statut des SCPI présentait plusieurs inconvénients, de sorte que les professionnels de la gestion d'actifs ont suscité la naissance d'un nouveau statut, les OPCV, qui présente plus de souplesse. Sa mise en œuvre réglementaire devrait être achevée au premier semestre 2006 et les premiers produits commercialisés d'ici un an. Les SCPI pourront opter pour ce nouveau statut. Deux formes sont prévues, les Spicav, dont la fiscalité sera celle des valeurs mobilières, et les FPI qui seront soumis, comme les SCPI aujourd'hui, à la fiscalité immobilière. Sopargem envisage de proposer la transformation de ses SCPI en OPCV.

On peut supposer que les banques de réseau ne manqueront pas de se saisir de cette réforme pour lancer de nouveaux produits d'épargne. Notre crainte est qu'il en résulte une collecte lancée à un moment inapproprié du cycle immobilier. Le marché souffre cruellement d'un excédent de capitaux et il ne faudrait pas alimenter cette tendance, au risque de créer un réveil douloureux.

Par ailleurs, le plafonnement des avantages fiscaux par foyer ne concernera pas Pierre 48, qui relève du droit commun, et pourrait même, de ce fait, lui profiter.

### **Le métier de marchand de biens va être atrophié par la réforme**

Le régime fiscal du marchand de biens a été déjà durci en 2004 par un raccourcissement du délai de détention des immeubles. En outre, la position des locataires a été déjà renforcée, allongeant le délai incompressible des opérations. Enfin, et surtout, à la suite du pseudo-scandale des ventes à la découpe, une disposition législative est en cours d'adoption qui devrait priver les marchands de biens d'une large part de leurs approvisionnements. Le vote de cette réforme est désormais envisagé au début de 2006. Il s'agirait d'offrir aux locataires d'acheter leur logement lorsque leur immeuble entier est cédé sur la base d'une quote-part du prix d'ensemble, sauf pour l'acquéreur du bloc à garantir la location pendant six années supplémentaires. L'incertitude pour l'acquéreur attachée à ce système risque de gripper les ventes en bloc. Cela pourrait être favorable à Pierre 48.

### **Au total, une rentabilité satisfaisante**

Par l'addition des métiers de service, peu consommateurs de fonds propres, des usufruits à rentabilité élevée, d'un patrimoine de rendement et d'un recours à l'effet de levier, Paref devrait afficher une rentabilité satisfaisante. Sur le fondement de nos estimations, la CAF 2007 (après achèvement des investissements liés à l'introduction en bourse), devrait représenter 8,7 % de l'ANR de remplacement de la fin 2006. La foncière se situerait ainsi parmi les bons élèves du secteur.

## **PRÉVISIONS**

### **Acquisitions**

L'objectif annoncé est d'acquérir des immeubles avec deux-tiers d'endettement marginal. Compte tenu d'une levée de capitaux de 24 M€ (9,5 M€ avant l'introduction et 14,5 M€ lors de l'introduction), le programme d'investissement est de 72 M€. L'immeuble en cours d'acquisition en fait partie. Nous anticipons une réalisation de cet objectif au cours de l'année 2006, soit une date moyenne de prise d'effet au 30 juin 2006. Les hypothèses de rentabilité sont celles de la société (loyer net de 7 % et

emprunt à 4,3 %). Nous les validons car elles sont cohérentes avec les transactions récentes et avec les taux obtenus par les autres foncières. Les opérations ultérieures sur le capital (apports d'actifs, fusions, augmentations de capital en numéraire) ne sont pas prises en compte. Le patrimoine détenu à la fin de 2005 est conservé, à l'exception de l'immeuble de Courbevoie, en cours de vente. Il serait vendu à la mi-2006 au prix fixé par les accords actuels, soit 8175 K€, après perception d'un intérêt équivalent à un loyer de 7 %/an.

## **Financement**

Deux augmentations de capital sont réalisées. La première de 9,5 M€ avant l'introduction en bourse, la seconde, lors de l'introduction, de 14,5 M€. La dette financière nette au 31 décembre 2005 est égale à celle du 30 juin réduite du résultat du second semestre estimé à 0,8 M€ net, et augmentée de la distribution de 0,65 M€. Le statut SIIC pénalise la détention de trésorerie, dont les produits sont fiscalisés. En conséquence, nous supposons une optimisation du solde.

## **Loyers**

Le patrimoine locatif actuel affiche une vacance de 5 % en valeur. Nous anticipons à partir de 2007 une vacance statistique tendant vers celle du marché des bureaux en Ile-de-France, soit 6,5 %. L'indice du coût de la construction (ICC) a connu une croissance annuelle de 3 à 5 % au cours des dernières années sous diverses influences (inflation de l'acier, du plastique, hausse des salaires, rattrapage des marges par des entreprises du BTP passées d'une surcapacité jusqu'en 1999 à une sous-capacité depuis). À long terme, on observe plutôt une sur-performance de cet indice de l'ordre de 0,5 % sur la hausse des prix à la consommation, due aux faibles gains de productivité dans un secteur très consommateur de main d'œuvre. Le dernier indice publié en octobre 2005 fait apparaître un brutal ralentissement avec une hausse annuelle de 0,7 %. Nous retenons dans la durée une indexation au taux de 1,7 %, plus conforme aux tendances lourdes.

## **Charges d'exploitation locatives**

Pour déterminer les charges d'exploitation cash (par opposition aux dotations aux amortissements et provisions), nous appliquons un coefficient de 15 % des loyers, usuellement observé chez les foncières d'immobilier d'entreprise. Ce taux comprend non seulement les charges non récupérables auprès des locataires mais les charges sur locaux vacants et la quote-part des frais de siège.

## **Résultat d'exploitation de Sopargem**

Sopargem a dégagé un résultat net de 495 K€ en 2004 contre 267 K€ en 2003 et un résultat avant impôt de, respectivement, 775 et 420 K€ pour un chiffre d'affaires de 2.509 K€ et 2.084 K€. La marge d'exploitation s'est ainsi établie à 31 et 20 %. Nous considérons que les commissions de gestion couvrent les frais de personnel et qu'une faible partie de l'effectif est dévolue à la collecte de capitaux nouveaux. Ainsi, la rentabilité provient surtout des commissions de souscriptions. Le résultat 2005 devrait être en amélioration sensible puisque les coûts sont essentiellement fixes et que le chiffre d'affaires sur douze mois arrêté au 30 septembre est en hausse de 55 %. Si l'on suppose un quatrième trimestre 2005 égal à celui de 2004 et un profit marginal de 40 % du chiffre d'affaires, le résultat d'exploitation de 2005 s'établira à 1,2 M€. La disparition des niches fiscales devrait favoriser Pierre 48 mais nous estimons que les prix du logement en France sont élevés. Une stagnation voire un repli de ce marché pourraient freiner la collecte. Par prudence, nous retenons pour l'avenir un résultat d'exploitation de 1 M€, un peu inférieur à celui de 2005. Les charges d'exploitation ne devraient progresser que modérément par la cotation et l'introduction en bourse dans la mesure où Peref pratique déjà l'expertise de son patrimoine, la révision approfondie des comptes et la publication d'un rapport annuel.

En matière de SCPI, les commissions de souscription sont usuellement élevées, de l'ordre de 10 % des capitaux collectés (8 % hors taxes pour Sopargem). Ce taux se comprenait lors du développement des SCPI dans les années quatre-vingt alors que les taux d'intérêt étaient égaux ou supérieurs à 10 %. Aujourd'hui, une telle commission, sans compter les frais de cession, représente trois ans de revenu obligataire. Nous estimons qu'il existe à terme un risque de compression de ce taux.

## Usufruits

Le revenu indiqué est net de charges. Celles-ci font l'objet d'une répartition spécifique entre nu-propriétaire et usufruitier qui permet à Paref de bénéficier d'un chargement inférieur à celui du secteur. Le taux d'occupation de 97 % est supposé constant. Il correspond à celui observé depuis de nombreuses années chez les foncières de logement parisiennes. S'agissant d'un revenu à durée finie, il doit être comptablement réduit de l'amortissement du capital. Pour les usufruits d'immeubles (expertisés 8 M€), nous avons procédé à un calcul de l'amortissement actuariel. Pour les usufruits de SCPI, au vu du grand nombre de lignes (37) pour un faible montant (0,75 M€ au total), nous avons retenu un amortissement linéaire.

## Activité de marchand de biens

L'activité ultérieure de marchand de biens est supposée continuée avec un volume modéré, soit l'équivalent d'un immeuble du type Beaumarchais tous les deux ans (Par exemple, un petit immeuble haussmannien de 4 M€ avec 15 % de marge hors taxe, soit 300 K€/an. Pour 2006, ce résultat n'est pas comptabilisé dans les prévisions car il est déjà intégré dans le calcul de l'ANR.)

## Politique de distribution

La distribution que nous avons retenue est calée de manière à respecter les règles suivantes :

- distribution de plus de 85 % du résultat consolidé SIIC (en pratique cette obligation est calculée sur les compte sociaux, de sorte qu'il peut exister une distorsion transitoire avec le calcul consolidé),
- distribution inférieure au résultat en norme française (contrainte juridique, également calculée en réalité sur les comptes sociaux),
- croissance du dividende année après année, conformément à l'usage constant des foncières,
- distribution de la CAF de l'ordre de 70 %, proportion observée dans le secteur,
- respect d'un endettement global inférieur à 60 % de la valeur du patrimoine.

## ACTIF NET RÉÉVALUÉ

### Actif net réévalué au 30 juin 2005

L'actif net comptable au 30 juin 2005 est de 19,4 M€ en normes IFRS. Les immeubles sont évalués hors droits et l'impôt latent sur ces plus-values latentes est provisionné. Il s'agit donc d'un ANR liquidatif. Pour obtenir l'ANR de remplacement, il convient d'ajouter les droits (1,5 M€ sauf pour Courbevoie, en cours de vente, maintenu hors droits) et les impôts différés passifs (1,6 M€ sur Sopargem et 3,9 M€ sur les immeubles) 5,4 M€. L'actif net réévalué de remplacement à méthode identique s'établit alors à 26,3 M€.

### Actif net réévalué au 31 décembre 2005

Nous retenons comme base de calcul l'actif net au 30 juin en lui apportant les modifications suivantes.

- L'évaluation de **Sopargem**, que nous jugeons modérée dans le cadre IFRS, est révisée à 3,3 fois le résultat d'exploitation estimé pour 2005, ou 4 fois le résultat d'exploitation supposé récurrent ou 6 fois ce résultat après impôt. Nous retenons ainsi une valorisation de 4 M€, supérieure de 1 M€ à la valeur comptable.

- Le **patrimoine** est retenu à sa valeur dans les comptes au 30 juin. Cette hypothèse minore la valorisation car l'inflation des valeurs vénales d'immobilier d'entreprise a, de toute évidence, connu une accélération au second semestre 2005. L'expertise a été réalisée hors droits. Pour la valeur droits compris, nous retenons les droits à 6 % qui ont été pris en compte pour la détermination de la valeur hors droits.

		<b>Synthèse des prévisions</b>						
<b>Résultat</b>			<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Loyers périmètre actuel	1,70%		1,74	1,45	1,45	1,46	1,46	1,46
Loyers acquisitions	1,70%	7%	2,52	5,08	5,17	5,26	5,35	5,44
Total loyers			4,26	6,54	6,62	6,71	6,80	6,90
Produits usufruit			1,59	1,61	1,63	1,64	1,65	1,67
Amortissement usufruit			0,85	0,95	1,04	1,13	1,22	1,32
Intérêt usufruit			0,74	0,66	0,59	0,52	0,43	0,35
Marge marchand de biens			0,00	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
DAA LS fiscale	1,40%		0,83	1,29	1,30	1,31	1,32	1,34
Charges cash location	15%		0,64	0,98	0,99	1,01	1,02	1,03
Rés. expl. Sopargem	1,70%		1,00	1,02	1,03	1,05	1,07	1,09
Rés. exploitation			5,36	7,53	7,56	7,58	7,59	7,60
Rés. financier	4,30%		-0,91	-2,16	-2,02	-1,92	-1,81	-1,69
Résultat SIIC			2,71	3,40	3,61	3,79	3,97	4,17
IS hors SIIC	33,3%		0,58	0,66	0,64	0,62	0,60	0,58
Var. juste valeur			0,27	0,91	0,92	0,93	0,94	0,95
CAF nette			3,87	4,71	4,90	5,03	5,18	5,33
RN IFRS			4,14	5,63	5,82	5,97	6,12	6,28
Résultat net normes F			3,04	3,43	3,60	3,72	3,85	3,99
<b>Distribution</b>								
Distribution (n-1)			0,8	2,5	3,2	3,4	3,6	3,8
Dividende / rés. SIIC			92%	94%	94%	95%	96%	96%
Dividende / rés. normes F			82%	93%	95%	97%	99%	100%
Div. / CAF nette			65%	68%	69%	72%	73%	75%
<b>Bilan</b>								
Patrimoine DC	1%	27,3	91,4	92,3	93,2	94,1	95,1	96,0
Acquisitions		0,0	72,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cessions		0,0	8,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dettes financières	4,50%	-9,5	49,9	46,0	43,8	41,5	38,9	36,1
Trésorerie		0	0	0	0	0	0	0
Endettement (LTV)			55%	50%	47%	44%	41%	38%
<b>Actif net réévalué</b>								
ANR remplacement		50,6	54,0	57,1	59,7	62,3	64,8	67,3
ANR liquidation		47,6	46,6	49,7	52,3	54,9	57,4	59,9
<b>Données par action</b>								
Nombre d'actions moyen			0,710	0,710	0,710	0,710	0,710	0,710
Nombre d'actions fin		0,710	0,710	0,710	0,710	0,710	0,710	0,710
CAF nette			5,45	6,64	6,89	7,09	7,29	7,51
Dividende			1,13	3,52	4,51	4,79	5,07	5,35
ANR remplacement			76,0	80,4	84,1	87,7	91,2	94,7
ANR liquidation			65,6	70,0	73,7	77,3	80,8	84,3

Toutefois, nous apportons un correctif à l'évaluation du site de Vitry. Celui-ci dispose de réserves foncières importantes, permettant la construction de 24.000 m<sup>2</sup>, qui sont ignorées par l'expertise qui repose uniquement sur la capitalisation des revenus et la valeur métrique du bâti. Nous supposons la construction de 3.000 m<sup>2</sup> de locaux d'activité loués 90 € moyennant un coût de 700 € HT. En supposant un rendement de sortie de 8,5 %, la valeur à terminaison serait de 1060 €, soit une valeur de 3,17 M€ pour un coût de 2,1 M€ soit une marge de 1,07 M€. Actualisée à 15 % pendant 18 mois, la valeur actuelle serait de 0,88 M€.

- Nous avons testé la valeur des **usufruits** en procédant à nos propres calculs par actualisation des flux nets. Ils sont expertisés avec un taux de 8 % de flux fondés sur une occupation à 100 % qui nous semble peu probable. Nous préférons retenir le taux d'occupation actuel, plus réaliste, des flux nets de charges indexés à 1,7 % par an et un taux de 7,5 %. Il en ressort, pour les cinq immeubles une valeur de 8,39 M€, quasi-identique à celle de l'expertise (8,43 M€).

- L'activité de **marchand de biens** n'est pas valorisée dans l'ANR au-delà de la marge latente. Nous estimons qu'une activité de petite taille et sans stock ne pourrait être vendue séparément. De surcroît, le durcissement en cours des conditions de revente à la découpe pourrait freiner ce marché. Nous considérons qu'elle constitue surtout un moyen d'améliorer les volumes et les prix d'achat. La marge latente est estimée à la différence entre la valeur d'expertise au détail (4.400 K€) réduite de la TVA sur marge (300 K€) et la valeur comptable au 30 juin 2005, soit de 2.864 K€, soit 1.235 K€. Il en est retiré l'impôt sur les sociétés (411 K€) soit une marge nette de 822 K€.

- L'entrée dans le statut SIIC entraînerait le paiement d'une **exit tax** en contrepartie de la reprise des provisions pour impôt différé passif. L'imposition latente sur le patrimoine de 3,9 M€ serait remplacée par l'exit tax de 1,7 M€.

- La valeur au 30 juin est augmentée du résultat du second semestre estimé à 0,8 M€ net et réduit de la distribution de 0,65 M€. Les deux augmentations de capital de la fin 2005 représentent un produit brut de 24 M€ réduit des frais d'introduction (1 M€) et d'augmentation de capital (0,5 M€), eux-même amputés d'un tiers après prise en compte de l'impôt.

**Détermination de l'actif net réévalué  
(en milliers d'euros)**

<b>Actif net comptable 30/6/2005</b>	<b>19 402</b>
<hr/>	
Impôts différés SIIC	3 905
Exit tax	-1 654
Rés. 2e semestre 2005	800
Acompte versé	-648
Marge nette latente marchand de biens	823
Coût net introduction et aug. capital	-956
Réserve foncière Vitry	880
Réévaluation Sopargem	1 000
Aug. de capital pré-IPO	9 500
Aug. de capital IPO	14 500
<b>ANR liquidatif 31/12/2005</b>	<b>47 552</b>
<hr/>	
Autres impôts différés	1 606
Droits de mutation	1 479
<b>ANR de remplacement 31/12/2005</b>	<b>50 637</b>
<hr/>	

## VALORISATION

### Composition du capital

Le capital est composé lors de l'introduction de 507.482 actions anciennes et augmenté par l'émission de 202.797 actions nouvelles pouvant être porté à 233.216 actions. Le capital sera composé après l'opération de 710.279 actions ou 740.698 actions en cas d'exercice de la clause d'extension. Il n'y a pas d'autre titre donnant accès au capital.

Évolution du nombre de titres au cours de l'année 2005 préalablement à l'introduction :

- augmentation de capital au titre de l'indemnisation de l'associé commandité entraînant la création de 11 000 actions nouvelles avant division,
- division du titre par deux,
- augmentation de capital réservée par émission de 147.630 actions au prix de 64,35 €.

### Profil de risque

Les points forts de Paref sont :

- une activité de gestion qui assure la présence d'une petite équipe qui ne pèse pas sur la rentabilité locative et peut se révéler lucrative si la collecte continue de progresser,
- un historique de rentabilité positif manifestement lié à la qualité des personnes et pas seulement à un marché favorable,
- un patrimoine actuel disposant d'une bonne visibilité pour les années à venir grâce aux baux en cours,
- un positionnement spécifique qui laisse espérer une capacité à déceler des opportunités d'investissement malgré l'abondance de capitaux.

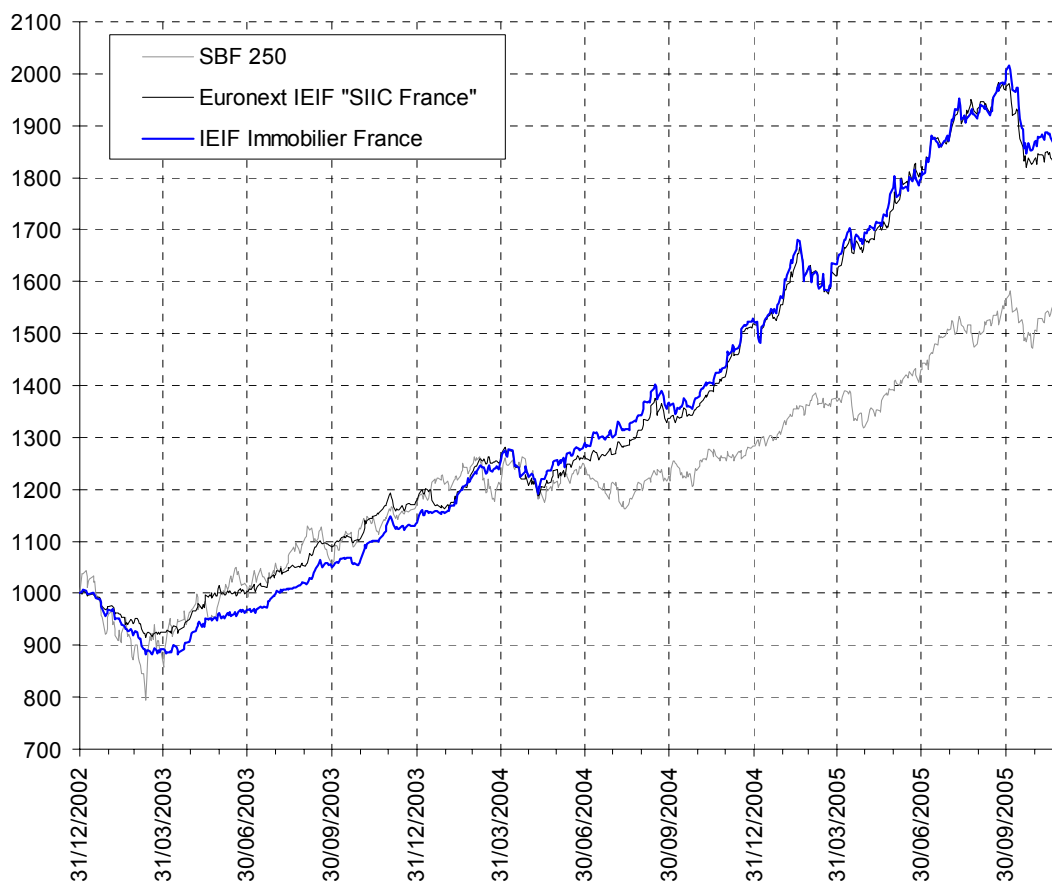
Les points faibles de Paref sont :

- la faible liquidité boursière attachée à une capitalisation boursière qui, à ses débuts, sera parmi les plus petites du secteur ;
- la nécessité d'assurer le renouvellement de la présidence dans les années qui viennent, le fondateur étant âgé de 70 ans ;
- l'exposition du patrimoine actuel (11 M€ soit 28 %) à la partie difficile du marché des bureaux de banlieue. Cette exposition pourra être diluée par les acquisitions à venir ;
- le poids des capitaux frais (près de 50 %) dans l'ANR et donc l'aléa sur leur emploi exact dans un marché très concurrentiel.

### Évolution boursière du secteur

Les foncières françaises ont connu en 2005 une poursuite de la puissante progression de leurs cours entamée depuis 2000 avec un gain de 20 % (*source IEIF*). Depuis la fin de 2002, les cours des SIIC ont gagné 83 % alors que l'indice SBF 250 gagnait 55 %. L'envolée a été régulière jusqu'à la fin de septembre dernier, l'indice sectoriel gagnant alors 31 %, avant une rechute de 8 %.

On pourrait croire ce succès lié à l'instauration du régime SIIC. Cette réforme a, certes, eu un effet ponctuel bénéfique de l'ordre de 10 % lors de son annonce à la fin de 2002. Mais pour le reste de la période, les foncières françaises n'ont fait que suivre une tendance mondiale. Cette vogue a touché non seulement l'Europe mais aussi l'Amérique et l'Asie. Elle s'inscrit dans le retour des investisseurs vers les valeurs de rendement, à la fois par désaffection pour les actions des grandes sociétés, et par souhait de compenser la chute des revenus obligataires. Après des années de chute, la tension sur les taux d'intérêt à long terme a mis un terme à la hausse continue. Ce mouvement a, lui aussi, été international, les foncières américaines perdant 6 % depuis leur sommet de juillet. Sur une interprétation et une prévision plus détaillées sur le secteur des foncières, nous renvoyons au *Guide de l'immobilier coté*, édité en septembre 2005 par Fideuram Wargny.



Base 1000 au 31/12/2002

## Méthode

L'objectif est ici de déterminer un prix d'équilibre après cotation en bourse de Paref. La particularité de cette foncière à l'instant de son introduction en bourse est de présenter une forte proportion de fonds propres neufs en instance d'investissement. Bien que les prévisions que nous avons dressées nous semblent plausibles, il convient de prendre en risque l'incertitude pesant sur leur réalisation. Le même prix ne peut être donné à une foncière qui aurait les mêmes prévisions de résultat mais avec un patrimoine déjà acquis.

Paref sera l'une des plus petites foncières cotées. Il est d'usage de considérer que la liquidité réduit le risque. En conséquence, il conviendrait d'appliquer aux petites sociétés une décote sur les ratios affichés par les grandes. La conjoncture boursière est en rupture avec cette tradition et les petites valeurs - tous secteurs confondus - ont actuellement des ratios supérieurs à ceux du CAC 40. Néanmoins, il nous paraît prudent de prendre en compte ce paramètre.

### - actualisation de dividendes

Le calcul qui suit s'appuie sur les prévisions de dividende telles que reproduites dans les comptes joints. Au-delà de 2011, il est supposé une croissance annuelle des loyers de 1 % et un emploi de la CAF thésaurisée avec un endettement de 50 % au taux de 4,5 % dans des actifs procurant un rendement de 6,5 %. Il en résulte une croissance de 2,5 % par an à cette échéance. La valorisation retient les cinquante premières années de dividendes.

### Valeur de Paref par actualisation des dividendes selon le taux d'actualisation (en M€)

Taux	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%
Valeur	86,7	79,2	72,6	66,9	61,8	57,3	53,4	49,8	46,7	43,8	41,3	38,9	36,9

Comment choisir le taux d'actualisation ? Le taux d'intérêt sans risque (OAT à dix ans) s'élève à 3,5 % et la prime de risque des actions cotées françaises est évaluée à 4,9 %, soit une rentabilité globale de 8,4 %. Le bêta du secteur des foncières est traditionnellement très faible, parfois même négatif pour certains titres. L'application mécanique de ce bêta aurait pour effet de se contenter d'une rentabilité très modique. Nous écartons cette approche car elle repose sur le postulat que la volatilité boursière passée d'un secteur préjuge de sa volatilité future. Concernant Peref, il nous semble que le risque est supérieur à la moyenne du secteur compte tenu de la part des liquidités lors de l'introduction et de la faible liquidité du titre.

Nous estimons que la rentabilité exigée peut être comparable à celle de la moyenne du marché des actions, soit 8,4 %. Mais elle ne devrait pas dépasser 10 %. En effet, le principal risque est la difficulté à trouver des investissements. Un échec serait synonyme d'une hausse des prix qui bénéficierait au patrimoine en place et rien n'empêcherait la redistribution de capitaux devenus excédentaires. La fourchette de valorisation s'établit ainsi entre 43,8 M€ pour une rentabilité de 10 % et 54,1 M€ pour une rentabilité de 8,4%. La valeur médiane serait de 48,9 M€ équivalente à un taux de 9,15 %.

#### - méthode de Bates

Cette méthode permet de mieux juger la rentabilité relative des foncières dans la durée. Elle permet de prendre en compte l'existence d'un pipeline de projets ou, à l'inverse, l'effet d'une faible rentabilité. Elle consiste à déterminer une valeur future de l'entreprise et à actualiser celle-ci. En l'espèce, les foncières offrent une bonne visibilité de leurs profits et de leurs dividendes pour les cinq années à venir, soit par la qualité de leurs actifs, notamment chez les grandes foncières, soit par les baux fermes qui engagent les locataires. D'autre part, à cet horizon, l'actif net réévalué paraît devoir dépasser à nouveau les cours actuels, ce qui redonne un sens à l'espérance d'OPA. Ces deux arguments militent en faveur d'une valorisation sur le fondement des prévisions à la fin de 2010, avec les réserves d'usage sur des estimations lointaines.

Pour les autres foncières, nous avons supposé que les dividendes intercalaires présentaient une grande prévisibilité et pouvaient être actualisés à 5 %. La valeur finale est supposée égale à l'actif net de remplacement à cette date. Pour Peref comme pour les autres foncières, cet ANR provient de l'accroissement de l'ANR actuel par la thésaurisation partielle du cash-flow et par la hausse des valeurs au rythme de l'indexation de 1 % par an.

L'inconnue est le taux d'actualisation de cette valeur finale. Nous avons procédé à un calcul similaire sur les principales foncières dont le résultat apparaît dans le tableau ci-dessous.

**Rentabilité implicite par la méthode de Bates**  
**Cotation à l'ANR 2010 en mai 2011 et actualisation à 5 % des dividendes 2005-2010**

Société	Affine	Bail Inv.	Cofinimmo	Corio	ECP	F. Lyonn.	FDR	Gecina	Klépierre	Rodamco	Silic	Tour Eiffel	Unibail
Cours	91,2	39,0	130,9	47,5	30,5	44,2	85,5	91,6	78,8	66,6	77,7	86,0	110,2
TRI	8,6%	10,5%	5,6%	6,2%	9,0%	7,3%	6,2%	10,7%	9,7%	7,6%	10,2%	10,6%	8,3%

La fourchette des rentabilités apparaît très large, de 5,6 % pour Cofinimmo à 10,7 % pour Gecina. Elle s'explique, en partie seulement, par l'écart de rentabilité des fonds propres, qui laisse espérer une cotation avec une prime ou non à l'horizon 2011. La moyenne des cinq foncières les plus proches de Peref (Affine, Bail Investissement, Foncière des Régions, Silic et Tour Eiffel) ressort à 9,2 %.

Compte tenu de la petite taille de Peref et de l'ampleur des investissements à réaliser, la société ne peut qu'offrir un taux supérieur à toutes ces sociétés, soit au moins 10,7 %. Nous arrêtons ce taux à 10,9 %. Une valorisation de Peref par cette méthode aboutirait à 48,4 M€ au taux de 10,9 % et à une fourchette de 48,9 M€ au taux de 10,6 % à 58,25 M€ au taux de 6,2 %. Cette méthode est défavorable à Peref car la rentabilité implicite offerte par certaines sociétés établies est élevée au regard de la prime de risque du marché.



### - comparables en termes de prime sur ANR

Paref se distingue des autres foncières par l'exercice de plusieurs métiers. L'addition des métiers de foncière, à titre principal, et de gérant pour compte de tiers à titre très accessoire se rencontre déjà chez Klépierre, Foncière des Régions voire, marginalement, Foncière Lyonnaise. À l'étranger, Pirelli & C° Real Estate est le plus engagé dans ce second métier.

L'approche consiste ici à considérer Paref par la somme des parties :

1° des fonds propres à employer. Ceux-ci sont valorisés à leur nominal au motif que l'espérance de rentabilité du projet est en phase avec l'exigence de rentabilité des investisseurs. Soulignons qu'aucune augmentation de capital de foncière française n'a eu lieu au-dessus de l'ANR. La situation la plus comparable serait celle de Foncière Masséna levant une vingtaine de millions d'euros en décembre 2004 pour une capitalisation préalable de 8 M€, sans patrimoine mais avec une promesse de vente pour acheter un portefeuille de murs de commerces.

2° une activité de foncière comparable à celle des foncières cotées. Nous estimons que les caractéristiques de Paref peuvent justifier une décote de 10 % sur les ratios des sociétés établies. Ces ratios sont indiqués plus bas. Dans la catégorie des foncières à actifs de rendement, la prime ressort à 8 % sur l'ANR de remplacement 2006 et 16 % sur l'ANR liquidatif.

#### Ratios 2006 des principales foncières

Société	P/CAF nette	Rendt net	P/ANR rempl.	P/ANR liq.	Cours (€)	Capi. (M€)
<b>Foncières d'actifs de rendement</b>						
Foncière des Murs	13,9	4,13%	108%	114%	67,00	418
Foncière Masséna	16,6	NS	104%	114%	9,82	38
Tour Eiffel	12,6	4,77%	110%	116%	86,00	218
Affine	15,1	4,72%	110%	118%	91,15	235
Bail Investissement	12,8	4,95%	107%	114%	38,99	1 374
Foncière des Régions	13,4	4,33%	116%	128%	85,45	1 479
Silic	14,2	4,72%	99%	105%	77,70	1 346
<b>Moyenne pondérée</b>	<b>13,5</b>	<b>4,62%</b>	<b>108%</b>	<b>116%</b>	<b>Total</b>	<b>5 109</b>
<b>Foncières d'actifs de rareté</b>						
Cofinimmo	16,4	4,81%	115%	142%	130,90	1 237
Corio	14,7	5,39%	118%	123%	47,49	3 194
Eurocommercial Prop.	19,6	5,14%	107%	115%	30,53	1 052
Foncière Lyonnaise	17,1	5,32%	102%	108%	44,19	1 900
Gecina	17,5	4,80%	96%	103%	91,60	5 689
Klépierre	15,4	3,43%	105%	113%	78,75	3 635
Rodamco Europe	16,9	5,11%	112%	126%	66,55	5 965
Unibail	18,0	3,86%	114%	122%	110,20	5 016
<b>Moyenne pondérée</b>	<b>16,9</b>	<b>4,63%</b>	<b>108%</b>	<b>118%</b>	<b>Total</b>	<b>27 688</b>

Pour Paref, on peut isoler un ANR patrimonial à partir de la valeur des immeubles conservés d'environ 15 M€ en remplacement. Cette quote-part procure un ROE d'environ 9 %. Après distribution, cet ANR vaudrait 15,75 M€ fin 2006. En lui appliquant une prime boursière de 8 % et une décote spécifique de 10 %, cette quote-part patrimoniale vaudrait 15,5 M€. La prime est donc de 0,5 M€.

3° des usufruits. Leur rentabilité attendue est élevée et permet d'en espérer une cotation à la valeur d'expertise. Une prime sur cette valeur n'est pas acquise car il s'agit de flux de courte durée. Au demeurant, une actualisation à 6 % au lieu de 7,5 % n'augmenterait la valeur que de 0,4 M€. Nous maintenons donc la valeur retenue dans l'ANR.

4° l'activité de gestion pour compte de tiers. Son multiple de profit implicite dans l'ANR est faible (6 x) et une cotation à ce prix au moins est probable. Le marché applique des ratios supérieurs à quasiment toutes les sociétés cotées, tous secteurs confondus, mais il s'agit d'entreprises beaucoup plus importantes.

Au total, l'application de ces raisonnements conduit à considérer que l'objectif de cours pourrait être l'ANR de remplacement amélioré d'une prime de 0,5 M€ soit 51,1 M€.

En retenant cette méthode, on suppose que le cours de bourse de Paref progressera au fur et à mesure de ses investissements pour rattraper la prime sur ANR du secteur, pondérée du risque de liquidité.

Les différentes méthodes se résument ainsi :

Actualisation des dividendes	de 43,8 M€ à 54,1 M€
Méthode de Bates	de 48,4 M€ à 58,2 M€
Comparables par la prime sur ANR	51,1 M€
Capitalisation au prix de l'augmentation de capital	50,8 M€

## VENTE INSTITUTIONNELLE

**Philippe PLOMION**, Directeur de la Vente Actions : 01 53 29 13 13

Assistante, Marketing : Sibylle de CHÊNEVARIN 01 53 29 13 76

### Vendeurs :

Anne-Marie BAB-HAMED	01 53 29 15 82	Carine PAUWELS	01 53 29 14 88
Christelle CASSIMALLY	01 53 29 15 98	Benjamin PHILIPPE	01 53 29 14 82
Antoine ESPOSITO MORRONE	01 53 29 13 66	Christophe SIMONET	01 53 29 13 34
Fabrice MATUSZEWSKI	01 53 29 15 01	Kaspar STUART	01 53 29 14 83
Azzedine MERIDJA	01 53 29 15 06	Just de VAZELHES	01 53 29 15 04
Henri PASTRÉ	01 53 29 13 46		

### Middle Office :

Sylviane LEVEILLEY	01 53 29 14 85	Nathalie BOHN	01 53 29 15 92
--------------------	----------------	---------------	----------------

## BUREAU D'ÉTUDES

Co-responsables : **Hugues DOUMENC** et **Guy FRANCHETEAU**

Assistante : Charlotte de LAGARDE 01 53 29 14 26

### SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

Banque - Assurance Europe	Hugues DOUMENC, responsable sectoriel	01 53 29 13 99
Banque - Assurance France	Pierre BUCAILLE	01 53 29 15 35
Immobilier	Benoît FAURE-JARROSSON	01 40 27 03 99

### BIENS - SERVICES

Distribution spécialisée	Henri BIERER	01 53 29 14 23
Restauration - Hôtellerie - Loisirs	Virginie BLIN	01 53 29 14 71
Média - Publicité	Pierre BUCAILLE	01 53 29 15 35
Automobile - Transport	Sébastien CARON	01 53 29 13 47
Distribution européenne	Guy FRANCHETEAU	01 53 29 15 08
Luxe	Manuelle de LA RIVIÈRE	01 53 29 15 87
Pharmacie	Jacques Aymon LAPLUYE	01 53 29 15 59
Vins & Spiritueux - Agroalimentaire	Cédric LOUBOUTIN	01 53 29 15 72

### RESSOURCES - INDUSTRIES

Énergie - Chimie	Dominique ARNOULT	01 53 29 13 63
Équipementiers automobiles - Industries	Vincent COURTOIS	01 53 29 14 95
Industries - Défense - Espace	Jean-Michel SALVADOR	01 53 29 14 72
Énergie - Produits de base	Jean-Jacques LIMAGE	01 53 29 15 71
Construction - Utilities	Julien PICARD	01 53 29 13 20

### TECHNOLOGIES DE L'INFORMATION

SSII - Logiciels - Électronique	Lionel PELLICER	01 53 29 15 85
Télécoms - Internet/Multimédia	Jean-Michel SALVADOR	01 53 29 14 72

Ce document vise à présenter la société Paref à l'occasion de son introduction sur l'Eurolist d'Euronext Paris, pour laquelle Banque Privée Fideuram Wargny est la banque introductrice.

Ce document ne comporte pas de recommandation boursière.

Banque Privée Fideuram Wargny relève de l'autorité de l'AMF.