

## Argan

Cours au 18/09/2009 (€)	Capitalisation (m€)	Nouvelle*	Rendement
10,1	96,0	+	5,9%

### Un développement soutenu en phase avec les attentes

Argan a organisé vendredi 18 septembre une visite de site à Tournan-en-Brie qui a permis d'échanger avec la société. De plus, Argan a annoncé avoir remporté le concours organisé par L'Oréal pour développer en propre une plateforme logistique de 40.000m<sup>2</sup> à Roye (80) le long de l'autoroute A1 à 20km d'Amiens. Le site, labellisé BBC (Bâtiment Basse Consommation) sera livré en juin 2010 et loué pour 9 ans fermes, avec un rendement jugé satisfaisant. Argan a fait la différence sur sa capacité à construire très rapidement. Cette nouvelle confirme la capacité d'Argan à être reconnu auprès de grands groupes industriels et logistiques. Le groupe en a profité pour confirmer ses objectifs 2009 de 30m€ de loyers et 26,7m€ de cash flow d'exploitation.

Les résultats du premier semestre 2009, conformes à nos prévisions, avec 14,7m€ de loyers, en hausse de 11,4% sur un an, bénéficient essentiellement de l'apport des acquisitions et livraisons 2008 (+3,4m€ en année pleine). Comme prévu, l'activité du semestre a été marquée par :

- ✓ La livraison de la plate-forme de Bruges (33) pour 4.700m<sup>2</sup> louée à TGR Logistique pour 12 ans fermes et un loyer annuel de 430k€ ; ainsi que l'acquisition d'une plateforme de 22.000m<sup>2</sup> à Gonesse (95) louée à Movianto (distribution de produits pharmaceutiques). Le loyer annualisé est estimé à 1,47m€ soit un rendement brut de 9%.
- ✓ La poursuite de l'allongement de la durée des baux et la mise en place d'un tunnel d'indexation en contrepartie d'une réduction des loyers dans certains cas. Actuellement, 75% des baux ont été renégociés augmentant la durée ferme moyenne pondérée à 6,8 ans (contre 5,8 fin 2008) mais affectant les revenus 2009 de -0,7m€ (soit 2,7 % des loyers).
- ✓ Le maintien d'un taux d'occupation de 100%. Avec le rachat d'Uniross par l'indien Eveready Industries India et la poursuite de son activité, Argan estime dorénavant que seule la société FOG Automotive présente un risque de défaillance. Cette dernière, en redressement judiciaire, représente 2% des loyers et continue actuellement à payer ses engagements. Une décision de justice devrait être prise à la fin du mois concernant la reprise de la société, un repreneur potentiel ayant proposé de reprendre la société et son activité.

Argan a absorbé ses filiales, ce qui a coûté 400 k€. Hors cette dépense, le résultat opérationnel courant est de 13,5 M€, en hausse de 10,6 % sur un an. La baisse du coût moyen de la dette d'un point en un an, à 4,3 %, permet à la foncière d'afficher un cash flow courant (hors frais de fusion) en hausse de 11 %, à 8,2m€. L'impôt affiché tient à l'impôt potentiel sur les plus-values latentes des acquisitions de l'année qui n'ont pas encore rejoint le régime SIIC.

Le patrimoine au 30 juin atteint 372,9m€ droits compris contre 384,2m€ fin 2008. A périmètre constant, le patrimoine est en retrait 9,6% sur six mois. Le taux de capitalisation remonte donc à 8,3% contre 7,5% fin 2008. La hausse de 80 points de base s'inscrit dans la moyenne des comparables tels que Prologis European Property (8,9% de rendement sur la France, en hausse de 50 points de base sur 6 mois), Foncière Europe Logistique (9,17% sur son portefeuille logistique France, en hausse de 95 points de base) ou l'activité logistique de Gecina (8,78%, plus 70 points de base). Le taux légèrement inférieur aux comparables s'explique par une durée résiduelle des baux plus longue et des entrepôts plus récents.

Cette réduction de la valeur du patrimoine, associée à une forte dette (63% de LTV) et à la dilution du titre (de 2,6%) par le paiement d'une part du dividende en actions entraîne une chute de l'ANR par action de 24,1% sur 6 mois et 33% sur un an, à 12,6€ (en reconstitution). La baisse est supérieure aux prévisions, la chute de la demande et l'accroissement de l'offre ont particulièrement pesé sur les valeurs locatives. Un agent immobilier local de la région Pas-de-Calais a récemment signalé une location d'un entrepôt près de Lille avec un rabais approchant 15%. La renégociation des loyers effectuée par Argan dès 2008 accompagnée d'un allongement des durées fermes trouve ici toute sa valeur.

Les résultats du deuxième semestre devraient confirmer la performance du premier. Argan commencera à bénéficier de la livraison et de l'acquisition du premier semestre ainsi que la livraison de l'entrepôt de Tournan en Brie (20.700m<sup>2</sup> loués pour 10 ans fermes avec un rendement de 7,5%). La réduction du coût moyen de la dette permettra la poursuite de l'amélioration du cash flow courant que nous attendons à 16,2m€ à la fin de l'année.

Nous rehaussons notre prévision de taux de capitalisation à 8,6% en fin d'année (contre 8,3% au 30 juin 2009). Notre prévision d'ANR par action est donc diminuée, à 12,87€ (en valeur de remplacement) après apport du cash flow.

Le titre a pleinement bénéficié de la reprise des marchés, s'adjugeant 54,7% depuis le premier janvier, retrouvant son niveau de début septembre 2008. Rapporté à la CAF, le prix reste modique (6,1 fois la CAF 2009) et le rendement locatif implicite s'affiche à un niveau élevé de 9,1%. La particularité d'Argan est de cumuler un rendement locatif élevé, de faibles frais généraux et un endettement marqué, de sorte que la rentabilité de ses fonds propres surclasse de loin tout le reste du secteur. La CAF/action 2010 devrait représenter 13,4 % de l'ANR de remplacement 2009. C'est pourquoi le titre pourrait afficher à la fois une faible décote et un multiple de CAF modique. Cette rentabilité pourrait justifier que le titre efface, fin 2010, sa décote sur l'ANR (14,12 €). Il afficherait alors un multiple de CAF 2010 (1,89€ par action) de 7,5 x. Reste que le cours risque d'être encore pénalisé par une taille de patrimoine encore modeste et par un rendement encore faible, comparé à la moyenne du secteur (6% sur la base du dividende 2008). Après la flambée des cours du secteur, **nous rehaussons à 12 € notre objectif pour la fin de 2009.**

#### Valorisation

Cours (€)	10,1		Capitalisation boursière :	96,0 M€			
	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
P/ANR de remplacement non dilué	0,14	0,54	0,61	0,78	0,72	0,64	0,56
P/ANR de liquidation non dilué	0,17	0,58	0,66	0,89	0,81	0,72	0,63
P/ ANR de remplacement dilué	0,14	0,54	0,61	0,78	0,72	0,64	0,56
P/ ANR de liquidation dilué	0,17	0,58	0,66	0,89	0,81	0,72	0,63
P/CAF	2,2	10,4	7,6	6,1	5,3	4,9	4,7
Loyers/VE	na	8,9%	9,1%	9,1%	9,3%	9,7%	10,1%
VE/EBE	na	12,4	12,5	12,5	12,3	11,8	11,3
EBE/VE	na	8,06%	7,99%	7,99%	8,13%	8,50%	8,87%
Rendement	0,00%	5,94%	5,94%	6,44%	7,43%	7,92%	8,42%

*Prochain événement : chiffre d'affaires du T3 2009, le 1<sup>er</sup> octobre 2009 après bourse*

Paul ARKWRIGHT  
 01 73 73 90 25  
[parkwright@invest-securities.com](mailto:parkwright@invest-securities.com)  
 Analyste

Benoît FAURE-JARROSSON  
 01 44 88 88 09  
[bfaure-jarrosson@invest-securities.com](mailto:bfaure-jarrosson@invest-securities.com)  
 Responsable secteur immobilier

## Prévisions

Résultat (M€)	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012
				e	e	e	e
Total loyers	16,86	22,27	26,10	29,94	33,60	36,29	38,48
- Loyers patrimoine n-1 loué 100%	nc	19,94	24,86	28,55	33,57	36,95	39,23
- Vacance	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	4,0%	4,0%	4,0%
Variation à périmètre constant	nc	nc	1,2%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%
Revenus d'usufruits	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dot. amortissement usufruit	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Intérêt usufruit	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Charges d'immeubles	-0,21	-0,74	-1,24	-1,51	-1,87	-2,01	-2,14
Frais généraux	-2,00	-2,00	-2,00	-2,06	-2,12	-2,19	-2,25
EBE	14,65	19,52	22,86	26,37	29,61	32,09	34,09
Dot. amortissement LS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rés. opérationnel courant	14,65	19,52	22,86	26,37	29,61	32,09	34,09
Rés. Financier	-6,45	-10,15	-10,23	-10,15	-11,17	-12,05	-13,05
Résultat courant	8,21	9,37	12,63	16,21	18,44	20,04	21,04
Taux IS courant	-12,7%	-10,4%	-0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impôt sur les sociétés	-1,04	-0,98	-0,08	0,00	0,00	0,00	0,00
CAF nette publiée	7,17	8,39	12,55	16,21	18,44	20,04	21,04
Impact de la dilution	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CAF nette après dilution	7,17	8,39	12,55	16,21	18,44	20,04	21,04
Variation de juste valeur des actifs	31,30	41,67	-27,47	-46,27	0,00	4,06	6,44
Résultat exceptionnel	0,00	0,05	0,49	0,56	0,00	0,00	0,00
Résultat net publié (JV)	38,47	50,12	-14,44	-29,50	18,44	24,10	27,48
Distribution courante (N)	0,00	5,70	5,70	6,33	7,31	7,80	8,28

### Bilan (M€)

Patrimoine val. vénale DC	265,4	363,0	384,2	390,3	422,3	446,5	473,2
Patrimoine val. vénale HD	258,2	350,6	370,1	375,3	406,1	429,4	455,0
Evolution des val. d'expertises	nc	nc	-8,9%	-12,5%	0,0%	1,0%	1,5%
Taux moyen des droits	2,8%	3,5%	3,8%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Acquisitions DC	nc	16,0	15,5	36,0	10,0	10,0	10,0
Rdt des acquisitions	nc	7,00%	7,11%	9,00%	8,50%	8,50%	8,50%
Développements DC	nc	41,1	26,8	15,2	22,0	10,0	10,0
Rdt des développements	nc	8,50%	8,60%	8,50%	9,00%	8,50%	8,50%
Cessions HD	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rdt perdu des cessions	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Capex taux	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capex M€	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Profit de promotion			4,4	2,9	0,0	0,0	0,0
Var. BFR	6,1	8,0	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	27,5	0,0	1,6	0,0	0,0	0,0
Dette financière nette	169,7	183,1	222,9	262,0	281,9	289,1	295,9
Dette financière moyenne	n/a	154,6	190,3	231,7	266,0	279,2	285,9

### Actif net réévalué (M€)

ANR de remplacement non dilué	113,3	177,0	158,4	125,4	137,5	154,5	174,5
ANR de liquidation non dilué	89,1	164,6	144,3	110,4	121,3	137,3	156,2
Impact de dilution	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ANR de remplacement dilué	113,3	177,0	158,4	125,4	137,5	154,5	174,5
ANR de liquidation dilué	89,1	164,6	144,3	110,4	121,3	137,3	156,2

Moyen (CAF)	1,5319	8,6663	9,5000	9,7445	9,7445	9,7445	9,7445
Fin d'année	1,5319	9,5000	9,5000	9,7445	9,7445	9,7445	9,7445
Moyen (CAF) après dilution	1,5319	8,6663	9,5000	9,7445	9,7445	9,7445	9,7445
Fin d'année après dilution	1,5319	9,5000	9,5000	9,7445	9,7445	9,7445	9,7445
Droit au dividende	1,5319	9,5000	9,5000	9,7445	9,7445	9,7445	9,7445

#### Données par action (€/a)

CAF nette publiée	4,68	0,97	1,32	1,66	1,89	2,06	2,16
CAF nette après dilution	4,68	0,97	1,32	1,66	1,89	2,06	2,16
Dividende	0,00	0,60	0,60	0,65	0,75	0,80	0,85
ANR de remplacement non dilué	73,96	18,63	16,67	12,87	14,12	15,86	17,90
ANR de liquidation non dilué	58,16	17,33	15,19	11,33	12,45	14,09	16,03
ANR de remplacement dilué	73,96	18,63	16,67	12,87	14,12	15,86	17,90
ANR de liquidation dilué	58,16	17,33	15,19	11,33	12,45	14,09	16,03
EBE	9,57	2,25	2,41	2,71	3,04	3,29	3,50
Dette financière nette moyenne	n/a	17,84	20,03	23,78	27,30	28,65	29,34

Ratios	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Endettement (LTV)	65,7%	52,2%	60,2%	69,8%	69,4%	67,3%	65,0%
EBE/loyers	86,9%	87,7%	87,6%	88,1%	88,1%	88,4%	88,6%
EBE/frais financiers (ICR)	2,3	1,9	2,2	2,6	2,7	2,7	2,6
EBE/Dette nette moyenne	n/a	12,6%	12,0%	11,4%	11,1%	11,5%	11,9%
Frais généraux / loyers	-11,9%	-9,0%	-7,7%	-6,9%	-6,3%	-6,0%	-5,8%
CAF N / ANR N-1 avant dilution	n/a	1,3%	7,1%	10,0%	14,7%	14,6%	13,6%
CAF N / ANR N-1 après dilution	n/a	1,3%	7,1%	10,0%	14,7%	14,6%	13,6%
Div/CAF nette/action avant dilution	0,0%	62,0%	45,4%	39,1%	39,6%	38,9%	39,4%
Div/CAF nette/action après dilution	0,0%	62,0%	45,4%	39,1%	39,6%	38,9%	39,4%
Div/patrimoine HD	0,0%	1,6%	1,5%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%
Div/ANR-R N-1	n/a	0,81%	3,22%	3,90%	5,83%	5,67%	5,36%
Div/ANR-L N-1	n/a	1,03%	3,46%	4,28%	6,62%	6,43%	6,03%

#### Détection de conflit d'intérêt

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

\* Le signe lié à la nouvelle reflète l'opinion générale du commentaire. Il peut être positif (+), neutre