

Argan

Secteur : Immobilier

Infléchissement stratégique sur fond de rentabilité record

Fondée en 1993, Argan est une SIIC spécialisée dans la construction pour compte propre, l'acquisition et la location d'entrepôts logistiques de première qualité (classe A) en France. Après les acquisitions et cessions annoncées, le groupe comptera 33 actifs pour 806 000 m². **Fin juin 2010, le patrimoine en exploitation, de 721 000 m² (en excluant les cessions et hors la dernière acquisition de juillet), était évalué à 485,8 M€ droits compris, pour un ANR de remplacement de 146,8 M€ (14,5 € par action).**

Foncière-promoteur d'entrepôts logistiques

Depuis son origine, la foncière est spécialisée dans les entrepôts logistiques de classe A, se concentrant essentiellement sur les zones de circulation de marchandises reconnues avec une demande récurrente, à savoir l'axe Lille-Paris-Lyon-Marseille (77 % du patrimoine fin 2009). Argan a également su saisir des opportunités plus excentrées, comme l'entrepôt à Vichy pour L'Oréal.

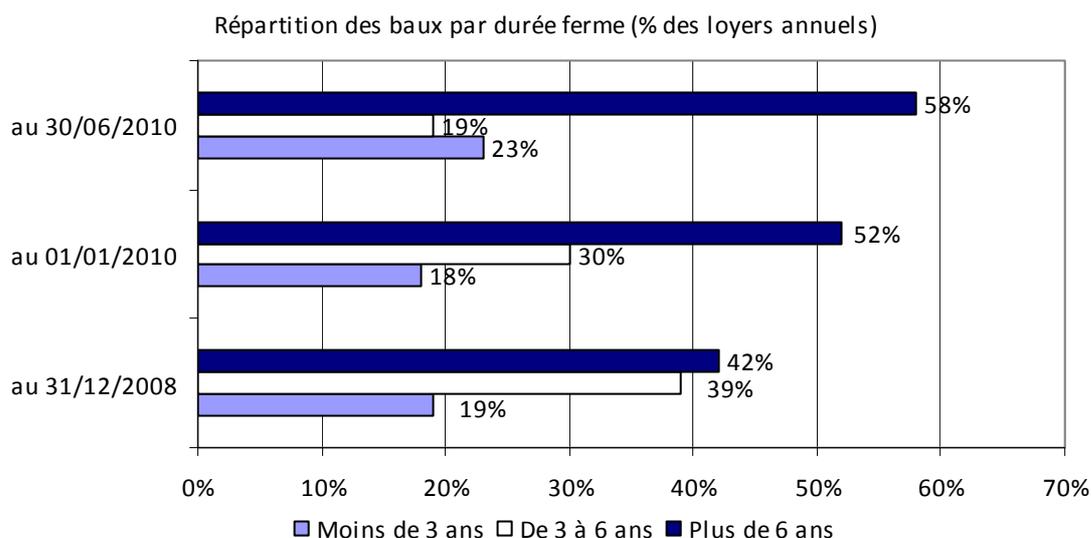
Répartition géographique du patrimoine (fin 2009, % des surfaces)

Ile de France	Orléans	Rhône Alpes	Autres
41,0%	18,0%	18,0%	23,0%

Source: Argan

Historiquement, le développement d'Argan s'est plus appuyé sur la construction que l'acquisition grâce à un savoir-faire de promoteur. Captant la marge de promotion, la rentabilité des capitaux investis a été plus élevée dans les opérations de construction (8,5 % environ). En 2009, la baisse des valeurs vénales poussant les rendements locatifs à la hausse a modifié cette hiérarchie et a amené Argan à diversifier sa stratégie vers les acquisitions. Cette même année, la foncière a ainsi livré 2 actifs pour 25 400 m² avec un rendement moyen de 8,5 % droits compris et réalisé 2 acquisitions pour 58 000 m² et un rendement moyen de 9 %. Le premier semestre 2010 a montré un changement avec des acquisitions à un rythme très élevé de 138 M€, à un rendement proche de 7,5 % alors que le développement d'un entrepôt pour L'Oréal (pour 18 M€ estimé) affichait un taux de 10 %.

Le groupe se concentre essentiellement sur le développement d'opérations en gris (la construction n'est lancée qu'après signature du bail) sur des actifs couverts par la garantie décennale. La stratégie est également d'assurer des baux de longue durée : 23 % des baux fin juin 2010 expirent dans les 3 ans contre 58 % dans plus de 6 ans. Ce taux continuera de baisser avec les acquisitions et développements qui sont basés sur des baux de durée supérieure.



Source: Argan

L'équipe d'Argan, de 9 personnes (dont 6 cadres) fin 2009, s'est récemment étoffée de 3 cadres expérimentés dont un directeur des acquisitions et un directeur chargé du développement et des arbitrages.

2009 : une année record

En 2009, **Argan a réalisé 60,4 M€ d'investissements, en hausse de 44 % sur un an. Les acquisitions représentent deux tiers des investissements** et concernent :

- ✓ Un entrepôt de 36 000 m² à Roissy-en-Brie (77) acquis à Gecina. L'entrepôt a été construit en 2002 et est entièrement loué aux groupes Norbert Dentressangle et Rexel pour 6 ans fermes.
- ✓ Un entrepôt à température dirigée de 22 000 m² à Gonesse (95), construit en 2004 et entièrement loué à Movianto, spécialisée dans la distribution de produits pharmaceutiques.

Le prix de ces actifs est de 693 €/m², soit un niveau supérieur au marché du moment, en raison de l'actif de Gonesse, à température dirigée. D'autre part, le rendement, sur la base de baux ayant été renégociés lors des achats, est estimé autour de 9 % contre 7 % en moyenne lors des acquisitions 2007 et 2008.

La foncière a livré deux actifs construits par elle-même pour moyennant 20,2 M€ et un rendement estimé à 8,5 % :

- ✓ Un entrepôt de 4 700 m² à Bruges, près de Bordeaux, loué à TGR Logistique pour 12 ans fermes. L'investissement est de 4,8 M€ pour 430 K€ de loyer annuel soit un rendement de près de 9 %.
- ✓ Une plateforme de 20 700 m² à Tournan-en-Brie (77) loué à BSH pour 10 ans fermes et 15,4 M€ d'investissements.

Enfin, **Argan a effectué ses premiers arbitrages** à travers la cession de 3 agences bancaires, deux locaux d'activité à Chartres et Freneuse (7 000 m² 4,4 M€) et une plateforme à Douai de 18 000 m². Cette dernière, dont le locataire paraissait en difficulté, a été développée par Argan en 2005 et a été cédée sur la base d'un taux de rendement brut de 9,2 %. **Même si ce taux est élevé, cette vente souligne la capacité d'Argan à céder des actifs à risque dans un**

marché de la logistique toujours très réduit. Le prix de cession est inférieur de 13 % en moyenne à la valeur fin 2008, proche de la baisse de valeur du portefeuille en 2009, de 12 %.

Argan a encaissé 30,2 M€ de loyers en 2009, en hausse de 13,5 %, porté par :

- ✓ **l'effet positif des acquisitions et développements 2008** (42 M€ investis, loyers estimés à 3,4 M€).
- ✓ **L'apport des investissements 2009** (évalué à 2,4 M€), qui se sont concentrés essentiellement sur la première partie de l'année.
- ✓ **Le maintien d'un taux d'occupation particulièrement élevé de 99,5 % fin 2009** (contre 100 % fin 2008).

Durant l'année, **la foncière a mis en place un tunnel d'indexation des baux** (entre 1,5 % et 3,5 %). Cette politique, qui a porté sur 80 % des loyers (90 % fin juin 2010 en incluant la pré-indexation), a permis **de rallonger la durée de baux** (6 ans fermes en moyenne fin 2009 soit le même niveau que fin 2008) **mais en contrepartie d'une baisse de certains loyers.** L'impact en 2009 est de 1,3 M€.

Lors de l'étude de juin 2009, nous avons souligné le risque de hausse de la vacance en raison de la possible défaillance de deux locataires, Uniross et FOG Automotive. Le premier, spécialisé dans les batteries rechargeables a été racheté par le groupe indien Eveready Industries India et poursuit son activité. FOG Automotive, constructeur d'équipements de garages, dispose d'un entrepôt de 15 000 m² à Briare (45) servant également de siège social et de *show-room*. Il a également été repris par un consortium composé du président du groupe de presse Le Monde de l'Automobile, de Sakar SAS et de Bosch. A notre connaissance, la foncière n'est plus soumise à des locataires en situation difficile. De plus, ses sept premiers locataires sont des grands groupes internationaux et représentent 61 % des loyers et des locaux.

Principaux locataires d'Argan

Locataire	% loyers 2008	% loyers 2009	Part du parc
L'Oréal	14,0%	18,0%	14,3%
Geodis	15,0%	11,0%	17,9%
Caterpillar Logistics	9,0%	8,0%	10,7%
ND Logistique	6,0%	8,0%	7,1%
La Poste	7,0%	6,0%	3,6%
Kuehne Nagel	5,0%	5,0%	3,6%
Depolabo	5,0%	5,0%	3,6%
Total	61,0%	61,0%	60,7%
Autres	39,0%	39,0%	39,3%

Source: Argan

Porté par cette hausse des revenus locatifs et la baisse de 8 % des charges d'exploitation, **l'EBE atteint 27,3 M€ soit 90,1 % des loyers** (+2,5 points). Argan approche ainsi un ratio comparable aux petites foncières de commerces à la gestion externalisée (et donc peu coûteuse) comme Foncière Sépric ou Klémurs.

En 2009, la foncière a bénéficié à plein de la baisse du coût moyen de la dette, de 5,31 % en 2008 à 3,84 % (3 % en fin d'année) et de l'augmentation de la part de l'endettement variable (de 36 % à 45 %). Le résultat financier est resté pratiquement stable à -10,4 M€ contre -10,2 M€ en 2008 (+2 %) alors que la dette nette a augmenté de 25 %.

Cette triple performance (hausse des loyers et du ratio EBE sur loyers et maintien du résultat

financier) permet une **forte croissance du résultat net récurrent de 33,4 %**, à 16,8 M€ soit 1,72 € par action (l'écart avec CAF publiée par la société, de 17,1 M€, provient de 325 K€ de revenus non récurrents).

Les valeurs des actifs se sont stabilisées au deuxième semestre. La baisse annuelle moyenne atteint 11,6 %. Après avoir augmenté d'1,5 point par rapport au plus bas de 2007, le taux de capitalisation s'est stabilisé à 8,5 % au deuxième semestre. Le patrimoine en fin d'année est de 370,9 M€, stable par rapport à 2008, en raison des livraisons et acquisitions. Ce dernier ne prend pas en compte 11 M€ de construction en cours, lié au développement d'un entrepôt de 40 000 m² pour le groupe L'Oréal, livré en juin dernier.

La dette nette publiée s'élève à 261,1 M€ fin 2009 (273,3 M€ avec la dette d'exit tax), en progression de 25 % sur un an. En enlevant la dette sur les cessions, cette dernière atteint 253,9 M€. Le ratio LTV publiée est en hausse de 11 points, à 67 %. Celui que nous calculons, de 69,7 %, diffère dans la mesure où la dette intègre celle sur les constructions en cours ainsi que la dette d'exit tax et est comparée au patrimoine avec ces en-cours. Le niveau de 67 %, très élevé par rapport à la moyenne des foncières (50 % non pondéré) doit être relativisé par :

- ✓ Une **absence de covenant**. Chaque ligne de dette est affectée à un actif voire est constituée de crédit-bail.
- ✓ Une **échéance finale moyenne longue, de 11,9 ans** (stable par rapport à 2008). La duration est estimée à 7,5 ans, soit un des niveaux les plus élevés parmi les foncières (avec Terreis et Affiparis).
- ✓ Un ratio **EBE/dette moyenne de 11%**, dans la moyenne du secteur.
- ✓ Un résultat net récurrent élevé (16,8 M€) et fortement thésaurisé (distribution faible de 38 % du résultat net récurrent), permettant de faire face aux engagements du groupe.
- ✓ **204,5 M€ de loyers minimaux** à percevoir au total, à fin 2009, soit l'équivalent de 78 % de la dette financière nette publiée d'Argan.

L'ANR de remplacement est en réduction de 17,4 % sur un an mais en hausse de 7,1 % sur six mois, à 130,9 M€ soit 13,43 € par action (114,8 M€ et 11,78 € par action en liquidation).

La forte croissance du résultat net récurrent associée à la baisse de l'ANR permet à Argan d'afficher une rentabilité des fonds propres (résultat net récurrent 2009 sur ANR de remplacement 2008) très élevé de 12,8 % en hausse de 3,4 points.

Enfin, la foncière a distribué un dividende de 0,66 € par action au titre de l'année 2009, en hausse de 10 %. 63 % du capital a souscrit au dividende en actions dont Jean-Claude Le Lan (31,3 % du capital), président du conseil de surveillance et fondateur de la foncière. Cette souscription a apporté 4,1 M€ à la société. Cette option étant mise en place pour la deuxième année consécutive, il est fort probable qu'elle devienne récurrente permettant à Argan d'augmenter progressivement son capital pour son expansion. Le résultat net récurrent thésaurisé et la souscription du dividende en actions apportent une capacité d'investissement de 48 M€ (dans l'hypothèse d'une LTV de 70 %).

Le ratio dividende sur résultat net récurrent baisse de 62 % en 2007 à 38 % en 2009, plaçant Argan parmi les foncières au plus faible taux de distribution (la moyenne non pondérée du secteur est de 66 %).

Tableau comparatif des foncières de taille proche d'Argan

Au 31/12/09	Rendement d'expertise DC	EBE/Loyers	CAF/ ANR-R	Div./ CAF nette	LTV
Argan	8,2%	90%	13%	38%	67%
Affiparis	6,0%	92%	7%	0%	81%
Foncière Atland	8,5%	79%	12%	0%	84%
Foncière Sepric	8,1%	91%	11%	30%	46%
Klémurs	7,1%	93%	13%	35%	64%
Paref	9,1%	73%	9%	27%	70%
Sélectirente	8,2%	87%	9%	36%	44%
Terreïs	6,5%	86%	6%	49%	58%

Source: sociétés, Invest Securities

Comparée aux autres foncières de logistique cotées (ou filiales de groupes cotés), Argan montre une meilleure résistance de ses loyers et un taux de vacance particulièrement faible. **La rentabilité de ses fonds propres est supérieure de 3 à 4 points**, portée en partie par des frais d'exploitation inférieurs (EBE sur loyers de 90 % contre une moyenne de 86,6 %) et par une LTV supérieure d'au moins 11 points dans un environnement de taux d'intérêts bas.

Panorama des foncières de logistiques cotées présentes en France

Au 31/12/09	Taux de vacance	Variation des loyers 09 à périmètre constant	Patrimoine DC (M€)	LTV	Rendement d'expertise DC	EBE/ Loyers	RNR/ ANR-R	Div./ CAF nette	Actionnariat
Argan	0,5%	0,4%	387,0	67,0%	8,1%	90,1%	12,8%	38,4%	Famille Le Lan, 59%
Foncière Europe Logistique	12,3%	-3,5%	1.197,8	60,6%	7,6%	82,6%	9,2%	Pas de dividende	FDR, 67%
Prologis European Property	3,9%	-3,9%	2.980,6	55,0%	8,7%	84,9%	7,8%	versé	Prologis, 25%
WDP	7,6%	n.c.	845,1	55,3%	7,4%	92,4%	9,9%	79,5%	Famille de Pauw, 31,4%
Gecilog	19,8%	-19,6%	574,0	-	8,4%	-	-	-	Gecina, 100%

RNR: résultat net récurrent

Source: sociétés, Invest Securities

La performance se poursuit au cours du S1 2010

Le premier semestre a bénéficié des acquisitions et développements de 2009. Argan a réalisé 16,7 M€ de loyers, en croissance de 13,6 % sur un an. L'apport des opérations 2009 (et marginalement 2010) a été de 2,6 M€, faisant plus que compenser l'impact de 0,6 M€ des cessions. L'évolution des loyers à périmètre constant a été quasiment nulle. Comparée aux autres foncières de logistique cotées, Argan confirme encore la qualité de sa gestion : **le taux d'occupation de son patrimoine est resté stable à 99,6 % alors que sur la même période Foncière Europe logistique voit sa vacance augmenter de 0,5 point, à un taux bien plus élevé de 12,8 %, et Prologis European Properties affiche une vacance de 5,1 % sur son patrimoine français, en progression de 3,3 points.** Notons également que Gecilog, filiale de Gecina dont la gestion locative est externalisée, affiche au 31 mars 2010 une vacance de 26,2 % et a dû réduire ses loyers de 13 % au premier trimestre pour conserver les locataires en place. Enfin, fin 2009, Montéa, contrôlée par la famille dirigeante de WDP et Banimmo

(filiale d’Affine), rend compte d’une vacance de 14,4 % en France, et WDP de 5,5 % (sur le patrimoine total) fin mars.

L’écart de taux de vacance (au moins 4,7 points) avec les autres foncières de logistique, si elle ne doit pas faire occulter la qualité de l’équipe d’Argan, incite néanmoins à une certaine prudence quant à l’évolution à venir du taux d’occupation « normatif », la majorité du patrimoine d’Argan étant toujours en première location. La mise en place du tunnel d’indexation sur 90 % des baux contre un rallongement de leur durée et une baisse de certains loyers montre que la société est prête à faire des concessions afin de conserver un niveau d’occupation élevé.

	Date	Vacance financière	Variation des loyers à périmètre constant	Variation des valeurs d'expertise
Foncière Europe Logistique	30/06/10	12,8% en France	-3,70% dont -5,2% en France	1,50%
Prologis European Property	30/06/10	6,3% dont 5,1% en France	-7,90%	-1,10%
Montéa	31/12/09	14,35% en France	-	-
WDP	31/03/10	5,50%	n.c.	-
Gecilog	31/03/10	26,20%	-7,70%	-
Argan	30/06/10	0,40%	0,00%	2,02%

Sources: sociétés

Le résultat opérationnel est en hausse de 16 % à 15,2 M€, soit 91 % des loyers. Le coût moyen de la dette est estimé à 3,6 % contre 3,84 % en 2009, permettant aux frais financiers d’atteindre 5,7 M€ contre 5,3 M€ fin juin 2009, alors que la dette a augmenté de 39 %. **Argan a annoncé avoir swapé 100 M€ de dette au taux fixe de 3,65 % pour 7 ans fermes. La part à taux fixe de l’endettement passe ainsi de 55 % à 92 % (dont 40 % à 3,65 %).**

Cela permet au résultat net récurrent (CAF) de croître de 17,5 % (en euro par action), à 9,4 M€ soit 0,94 € par action. Enfin, notons un profit d’impôt exceptionnel de 1,7 M€ lié au passage en régime SIIC d’une filiale du groupe. L’ensemble du patrimoine entre dans le cadre du régime SIIC.

Les acquisitions et livraison du semestre augmentent la surface du patrimoine de 39,5 %.

La principale nouvelle du semestre tient à l’annonce de trois acquisitions totalisant 200 000 m² et 10,4 M€ de loyers en année pleine (30 % des revenus 2009) :

- ✓ 43 000 m² dans la zone commerciale et logistique de l’Isle d’Abeau (2 millions de m² d’entrepôts), au sud-est de Lyon et en façade de l’autoroute A 43. La plateforme est louée à Décathlon. Nous estimons le taux de rendement entre 7,5 et 8 %.
- ✓ 72 600 m² près de Châtres dans la zone industrielle du Val Bréon, proche de Tournan-en-Brie (où Argan possède 20 700 m²) et de l’autoroute A 4. L’entrepôt est loué à Castorama pour 12 ans fermes (il reste 8,5 années fermes). Argan ne

publie par les montants des investissements ni les taux de rendement, mais le site Businessimmo évoque le montant de 51,5 M€ hors taxes soit 709 €/m². Un calcul sur la base du loyer de marché nous donnerait un rendement de 7,1 % mais le loyer négocié étant un peu supérieur à celui du marché, le rendement serait plutôt de l'ordre de 7,5 %.

- ✓ 85 000 m² à Coudray Montceaux (91). L'entrepôt de classe A est loué à ND Logistics pour 6 ans fermes et situé à 35 km de Paris et 5 km de la francilienne, en bordure de l'autoroute A 6. Une première tranche de 58 400 m² a été livrée mi-avril et la livraison du solde est prévue pour novembre. Une fois de plus, aucune donnée financière n'est communiquée. Nous estimons l'investissement droits compris à 56,6 M€ sur la base d'un loyer de marché économique de 50 €/m² et d'un rendement droits compris de 7,5 %.

La foncière a également livré fin juin l'entrepôt de 40 000 m² loué à L'Oréal pour 9 ans fermes. Argan ayant bénéficié de coûts de construction en baisse avec un loyer élevé, le taux de rendement est estimé proche de 10 %. **Ces investissements apporteront en année pleine environ 12,7 M€ soit près de 30 % des loyers du patrimoine actuel.**

La société a également annoncé la signature de **deux promesses de vente portant sur deux entrepôts pour une surface totale de 42 000 m²**. Ces derniers devraient être cédés au cours du dernier trimestre 2010. Les ventes concernent :

- ✓ Un entrepôt de 16 570 m² situé près de Calais et loué à Géodis pour le groupe de jouets Meccano. Cela est une bonne nouvelle dans la mesure où cet actif nous paraissait l'un des plus risqués du patrimoine. L'entrepôt représentait un investissement d'environ 10 M€ pour une société réalisant 45 M€ de chiffre d'affaires en 2009.
- ✓ Un actif de 25 600 m² près de Grenoble et loué à Caterpillar Logistics. Le risque lié à cet actif nous apparaît plus faible dans la mesure où le groupe Caterpillar n'est plus en danger (les résultats du semestre sont en forte hausse et les prévisions annuelles ont été relevées). La région étant montagneuse, la disponibilité foncière est limitée, assurant une certaine sécurité aux actifs. Cette vente correspond néanmoins à la stratégie de la foncière de se recentrer sur les grands axes logistiques.

Nous estimons que les cessions se sont réalisées sur la base d'un taux de rendement de 9 % et devraient apporter près de 24 M€. Après cessions, **le patrimoine de la foncière atteindra donc 806 000 m² contre 608 000 m² fin 2009** (augmentation de 32 % en sept mois).

La baisse des rendements sur les acquisitions participe à la remontée des valeurs du patrimoine.

Après deux années de baisse, les valeurs d'expertise repartent à la hausse, avec une progression de 7,5 M€ soit **2,9 % à périmètre constant** (en retirant les cessions). Le taux de capitalisation s'établit à 8,1 % contre 8,5 % fin 2009. De plus, grâce aux acquisitions et livraison, la durée ferme des baux fin juin 2010, de 6,2 années, est en augmentation de 0,2 an par rapport à fin 2009. La gestion locative continue donc de se montrer excellente. Le patrimoine expertisé après prise en compte des cessions mais avant la dernière acquisition, est de 485,8 M€ droits compris (467,5 M€ hors droits), en hausse de 26 % sur un semestre. **L'ANR de remplacement progresse de plus d'un euro par action**, à 14,5 € contre 13,4 € fin 2009 (12,7 € en liquidation contre 11,8 €).

Fin juin 2010, avant la dernière acquisition et les cessions, la dette nette atteint 360,5 M€, faisant ressortir une **LTV de 72,7 % contre 67 % fin 2009**. Rappelons que la foncière n'est

soumise à aucun covenant bancaire et qu'elle finance chaque investissement individuellement à travers des emprunts amortissables sur 15 ans en moyenne. Néanmoins, même si les banques ont, pour le moment, financé les dernières acquisitions avec le levier habituel (proche de 85 %), cette hausse de l'endettement commence à créer une inquiétude chez les actionnaires minoritaires.

Un marché de la logistique incertain

2009 : annus horribilis...

Le départ des logisticiens et l'attentisme des chargeurs et industriels (qui avaient soutenu le marché en 2008) **ont entraîné une forte réduction (particulièrement au deuxième semestre) des transactions de 40 %**, à 1,5 millions de m² pour 107 opérations. Ces dernières n'ont pu bénéficier que des opérations en compte propre et clé en main, pour 650 000 m². L'axe nord-sud (80 % des transactions), plus actif en termes de transport, a connu une meilleure résistance.

A la différence de 2008, l'Île-de-France a mieux résisté que la province avec un volume de transactions en baisse de 18 %, autour de 369 000 m² contre une réduction de 45 % en régions. **Depuis le point haut de 2006, le volume de transactions dans la région francilienne a néanmoins été divisé par 3 contre une division par 1,8 pour la province** (point haut atteint en 2007). On remarque par ailleurs que les trois grandes zones logistiques (Grand Nord, Couloir Rhodanien et Île-de-France) pèsent de manière quasi-identique avec 21 %, 22 % et 25 % des transactions.

Avec 300 000 m², les opérations en blanc ont été réduites de 70 % en 2009. L'Île-de-France regroupe 53 400 m² d'opérations en blanc, en diminution de 72 %, retrouvant son niveau de 2005 (55 000 m²). Cependant, **les projets en gris restent dynamiques**, avec 3,9 millions de m², en hausse de 28 % sur un an.

Si les loyers faciaux sont restés relativement stables voire ont connu une légère baisse, les mesures d'accompagnement ont été plus importantes (un mois de loyer par an en moyenne).

Le stock immédiat d'entrepôts supérieurs à 10 000 m² a atteint 3 276 000 m², en hausse de 43 % par rapport à 2008 et représentant 2,2 fois la demande placée en 2009. le stock est particulièrement élevé en Île-de-France avec 1,2 million de m² disponibles, soit 3,5 fois la demande placée.

... mais un mieux en 2010

Le premier trimestre 2010 marque une rupture face à la fin d'année 2009. La demande placée s'est élevée à 579 600 m², en hausse de 28 % sur un an portée par une reprise de 173 % en Île-de-France (304 000 m² pour 13 opérations, soit 53 % des transactions). Cette dernière s'apparente plus à un effet rattrapage favorisé par une baisse des prix et un stock de bonne qualité (65 % des actifs échangés étant neufs). Les marchés régionaux restent cependant en berne. Notons par ailleurs que le retour des logisticiens n'a pas encore eu lieu.

Du côté des loyers, les valeurs sur les actifs prime sont restées stables tandis que celles sur les actifs de seconde main en province continuent de baisser.

L'absence de reprise dans les régions pèse sur **l'offre disponible totale qui atteint 3,8 millions de m² à la fin du premier trimestre 2010, en hausse de 16 % par rapport à fin 2009.** Mais le stock francilien est en réduction de 13 %. Les transactions ayant concerné

majoritairement des bâtiments neufs, la qualité du stock se réduit. Enfin, si les projets en blanc poursuivent leur réduction (-57 % à 130 000 m²), on constate que l'offre en gris dépasse les 4 millions de m².

En considérant le volume moyen de transaction en France depuis 10 ans, de 1,84 millions de m², **il faudrait deux années pour apurer le stock d'entrepôts de fin mars 2010** (1,97 en Île-de-France et 2,11 années en province).

Quel taux de vacance sur le marché ?

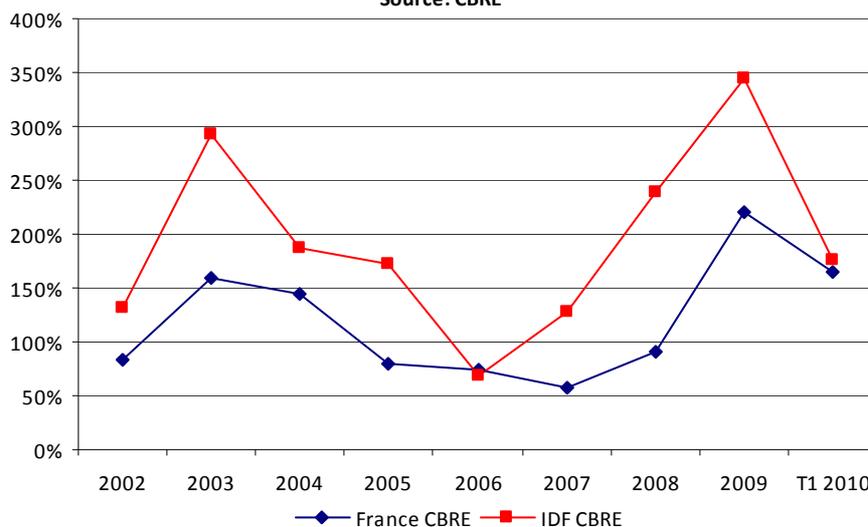
La mesure de la taille du parc existant des entrepôts en France est, paradoxalement, moins fiable que celle des bureaux, alors qu'il s'agit d'actifs moins nombreux et très visibles. L'Observatoire de l'Immobilier Logistique évalue le parc d'entrepôts supérieurs à 5 000 m² à 36 millions de m² et la Direction Régionale de l'Équipement d'Île-de-France à 17 millions de m² dans cette région.

Le parc total des entrepôts en France est estimé à 92 millions de m² mi-2009 par CBRE, dont 63 millions en province et 29 millions en Île-de-France. **Sur le segment des entrepôts supérieurs à 10 000 m², correspondant au marché d'Argan, CBRE estime le parc à 24 millions de m²** dont 8 millions en Île-de-France et 16 en province. La région lyonnaise, deuxième zone d'entrepôts logistiques, regrouperait 6 millions de m² (suivi par Lille avec 4 millions).

En prenant les données de CBRE, **la vacance fin 2009 en France atteindrait 13,7 %** dans les entrepôts supérieurs à 10 000 m² dont **15,9 % en Île-de-France contre 12,5 % en province**. Rappelons qu'il convient de rester prudent sur ces données, particulièrement le parc en Île-de-France, stable depuis 2006 selon CBRE. Par comparaison, Jones Lang Lasalle publie une vacance de 8,8 % sur les entrepôts A et B supérieurs à 5 000 m² en Île-de-France fin juin 2009. Celle en région Paca serait de 6,5 % contre 9,9 % dans le Nord-Pas-de-Calais et 15,3 % en Rhône-Alpes.

Rapport stock/demande placée des entrepôts en France (> à 10.000m²) -

Source: CBRE



T1 2010: extrapolation de la croissance de la demande du trimestre sur l'année 2010

La vacance du marché à maturité reste incertaine. La constitution du parc de grands entrepôts s'est faite au cours des vingt dernières années, en même temps que le métier lui-même évoluait, notamment par l'externalisation de la fonction logistique. La vacance est toujours restée sous contrôle dans la mesure où la croissance du métier assurait celle de la demande. Cette externalisation est désormais à peu près achevée et les entrepôts ne peuvent plus compter sur cette croissance spontanée. Le marché arrive à maturité. De plus, la production industrielle en France reste encore près de 10 % inférieure à ce qu'elle était à son sommet il y a trois ans. Des entrepôts sont donc sous-utilisés mais n'ont pas été libérés du fait de l'échéancier des baux. Compte tenu de l'absence de rareté foncière, sauf éventuellement en Île-de-France, une vacance significative d'entrepôts de seconde main n'est pas à exclure. Toutefois, il faut souligner que le recul des valeurs locatives a été étonnamment modeste, de l'ordre de 10 %, pour un marché en surcapacité. Les loyers ont paradoxalement moins baissé que ceux des bureaux.

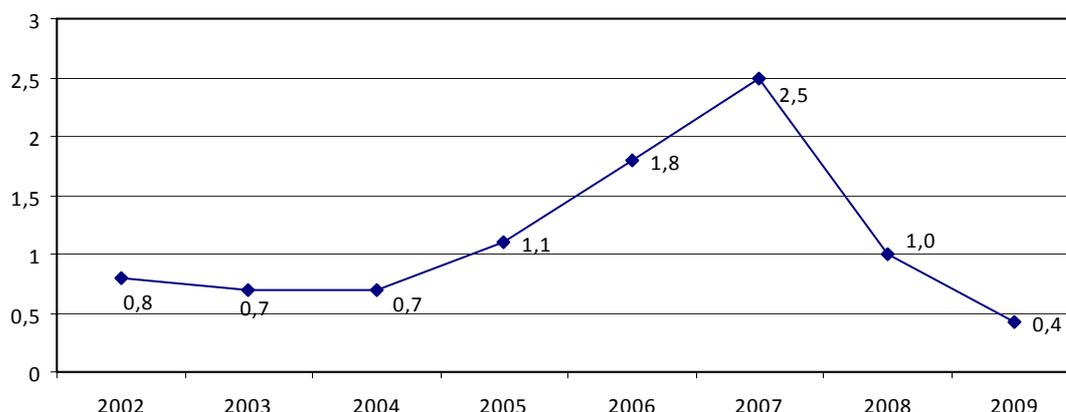
Investissements en 2010 : fin de la chute sans vraie reprise

L'année 2009 a été marquée par un volume d'investissements particulièrement faible en immobilier commercial (-44 % à 8,5 M€, niveau inférieur à 2002). Le secteur des entrepôts logistiques n'a pas été épargné avec 360 M€ investis, en chute de 70 % (après une baisse de 60 % en 2008) selon Jones Lang Lasalle. Sa part dans l'investissement immobilier est passée de 8 % à 4,3 %. Le gel du marché des crédits a fortement réduit la taille moyenne des transactions, cette dernière passant de 30 M€ en moyenne entre 2005 et 2008 à 15 M€ en 2009. Les transactions de portefeuilles ont quasiment disparues avec 2 opérations seulement, inférieures à 30 M€, représentant 10 % des investissements contre 58 % en 2008. Les investisseurs ont privilégié les actifs de qualité, situés en Île-de-France, neufs ou en VEFA (64 % des volumes) et sécurisés (48 % des investissements ont porté sur des actifs loués pour au moins 6 ans fermes et 44 % sur des entrepôts loués).

Par ailleurs, les foncières et les fonds d'investissements ont été les plus actifs avec 37 % et 23 % des investissements. **Notons qu'Argan à elle seule a représenté 17 % des volumes investis.**

Investissements en immobilier logistique en France (en Mds€)

Source: BNP Real Estate



Au premier semestre 2010, le mouvement s'est inversé avec 255 M€ investis, soit une hausse de 95 % sur un an. La part des entrepôts dans les investissements en immobilier commercial est revenue à 7 %, plus proche de sa moyenne 2004-2008 (8 %). Ce volume demeure

cependant loin des niveaux d'avant crise. Sur l'ensemble de l'année et avant la publication des investissements du premier trimestre, Jones Lang Lasalle attendait un volume de 400 à 500 M€, inférieur de 50 % à la moyenne de long terme (770 M€ sur 1998-2008).

Après avoir connu une chute continue depuis la fin des années 1990 jusqu'à un point bas de 6 % en 2007, les taux de rendement des actifs prime se sont fortement redressés en 2008 et 2009, récupérant 200 points de base. Les actifs acquis par Argan en 2009 présentent même des rendements proches de 9 % (après renégociation des baux) selon nos estimations.

Le retour d'une certaine concurrence sur les meilleurs actifs commence à peser sur les taux de rendements. Les récentes acquisitions d'Argan au cours du semestre en sont l'exemple.

Cette chute des taux de rendement d'environ 75 à 100 points de base sur les meilleurs actifs est à relativiser au regard du peu de volume d'investissements. Néanmoins, elle réduit l'écart de taux avec les autres classes d'actifs immobilières et incite à la méfiance si ce mouvement se poursuivait.

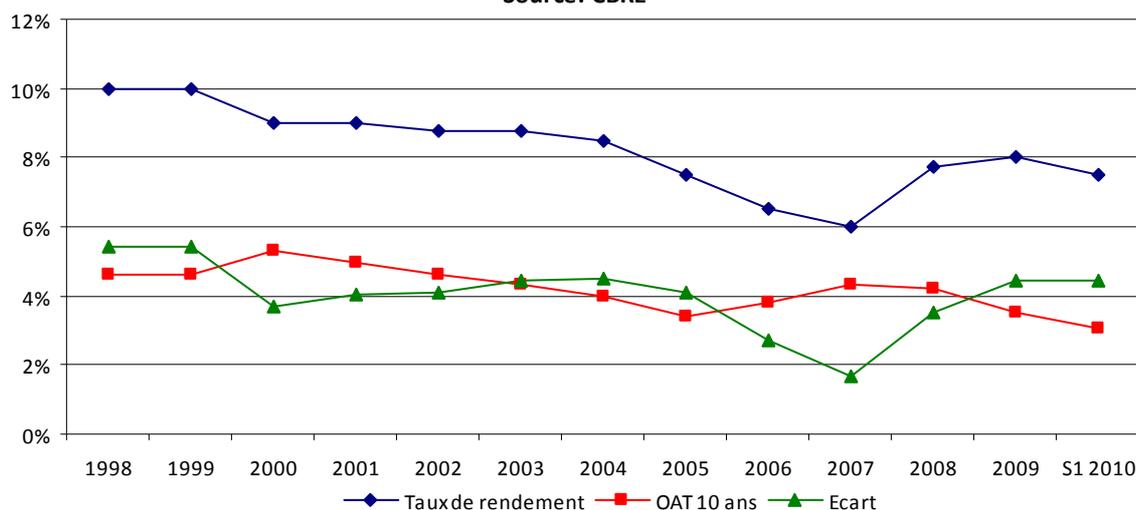
Taux de rendement par actifs (médiane) - source: BNP Paribas Real Estate

	2007	2008	2009	T2 2010
Bureaux paris QCA	3,8%	5,8%	5,5%	5,0%
Bureaux Paris hors QCA	4,5%	6,1%	6,5%	6,3%
Bureaux province	6,3%	7,1%	7,3%	7,0%
Commerces centre-ville	3,6%	5,3%	5,1%	5,0%
Centres commerciaux	3,8%	5,8%	6,0%	6,0%
Parcs d'activités	5,0%	7,3%	8,0%	7,8%
Entrepôts Classe A	6,1%	7,8%	8,5%	7,1%

Reste que **le maintien à un faible niveau (3,08 %) du taux d'emprunt d'Etat a permis à l'écart taux de rendement – taux « sans risque » de rester à un niveau très élevé, équivalent à celui de 2003-2004.**

Evolution des taux de rendement prime en France (entrepôts classe A)

Source: CBRE



En reprenant les hypothèses de calcul de l'étude d'introduction en bourse, avec un taux « sans risque » proche de 3,1 % et en ajoutant une prime de risque de 2 points (rémunérant le risque de vacance et la durée), nous obtenons un rendement net exigé de sortie de 5,1 %. Considérant une vacance statistique de 15 % à la fin du bail, proche de la vacance

actuelle estimée par CBRE de 13,7 %, et une décote de 20 % liée au coût de rénovation de l'actif et à l'effet seconde main, le revenu net de seconde main représente $(1-15\%)(1-20\%)=68\%$ du revenu initial. Le rendement initial devrait donc être de $5,1\%/68\%=7,5\%$, en adéquation avec les rendements actuels, mais sur le fondement d'un taux dit sans risque qui n'est probablement pas éternel.

Prévisions : visibilité jusqu'en 2014

Lors de la présentation des résultats 2009, en février dernier, Argan s'est donnée comme objectifs une croissance des revenus locatifs de 15 % et un patrimoine de 700 000 m² fin 2010 contre 608 000 m² fin 2009. Suite à la deuxième acquisition de l'année, près de Châtres, la foncière a relevé à 20 % sa prévision de loyers en 2010. Enfin, la publication des résultats semestriels, d'une troisième acquisition et de deux cessions l'ont amené à rehausser sa prévision à 23 %, soit 39,2 M€.

De plus, la foncière avait évoqué l'objectif d'un million de m² et de 50 M€ de loyers d'ici 2012-2013. Si ce dernier n'a pas été rappelé au cours de la dernière publication, le très fort développement du patrimoine pendant le semestre parle de lui-même.

Nos modifications donc nos hypothèses 2010-2014 comme suit :

✓ **une vacance maîtrisée**

La vacance moyenne mi-2010 est de 0,4 %. La foncière n'a pas connu de détérioration de son taux d'occupation au premier semestre et la renégociation des baux en 2008 et 2009 autour de la mise en place du tunnel d'indexation lui ont permis de sécuriser une large partie de ses baux. Sur le patrimoine fin juin, 77 % des durées fermes des baux sont supérieures à 3 ans, ce taux montant mécaniquement avec l'arrivée dans le patrimoine des acquisitions, loués pour plus de 6 ans fermes. La durée ferme des baux est ainsi de 6,2 ans fin juin 2010, contre 6 ans six mois plus tôt. Cela souligne également la qualité de l'équipe de gestion et le souci de la foncière à protéger ses baux. Actuellement, Argan n'a reçu qu'un seul préavis de départ pour 2011 et se montre confiant dans sa capacité à relouer l'actif. Ce dernier, libéré en juin 2011 représente 2 % des loyers annualisés (sur la base du patrimoine après les récentes cessions et acquisitions) soit un risque sur les loyers 2011 de 1 %.

Le risque de vacance nous apparaît maîtrisé à horizon 3-4 ans. L'incertitude repose sur la capacité de la foncière à contenir sa vacance à plus moyen terme (42 % des baux fermes sur le patrimoine fin juin 2010 arrivent à expiration dans moins de 6 ans) alors que la visibilité sur la vacance du marché, une fois arrivé à maturité, est incertaine.

Nous supposons une vacance stable en 2010, à 0,5 %, puis une légère hausse de 1 point par an (soit un entrepôt de 10 000 m² environ) pour arriver à 4,5 % en 2014. Rappelons par comparaison que des comparables comme Prologis European Properties et Foncière Europe Logistique affichent une vacance de 5,1 % et 12,8 % en France au 30 juin dernier. La vacance moyenne de WDP entre 2001 et 2009 est de 4 %.

Les investissements (entièrement occupés) entre 2010 et 2014 doivent représenter selon nos prévisions (voir plus bas) près de 60 % du patrimoine de 2014. L'hypothèse de 4,5 % de vacance en 2014 sur le patrimoine total signifie donc une vacance de plus de 11 % sur le patrimoine fin 2009. Cela nous semble donc prudent.

✓ **La variation à périmètre constant sera limitée par les renégociations de baux**

Compte tenu de la renégociation à la baisse de certains loyers, liée à la mise en place du tunnel d'indexation, et d'indices très faibles, voire négatifs, la variation à périmètre constant des loyers a été nulle au premier semestre. Ensuite, la foncière bénéficiera du tunnel d'indexation ou d'une pré-indexation pour 90 % de ses baux. Le retour à la hausse (faible) de l'ICC constitue également un élément favorable. Cependant, nous n'attendons pas de hausse des loyers d'ici 2014 en raison de l'absence de pénurie foncière et d'une situation économique toujours morose. Les loyers de la foncière d'ici 2014 risquent donc de dépasser ceux du marché, devant entraîner des renégociations. Cela limitera selon nous l'effet positif des indexations. **Dans ce cas, nous prévoyons une évolution des loyers à périmètre constant nulle en 2010 et de 0,5 % entre 2011 et 2014.**

✓ **La hausse des frais généraux sera inférieure à celle des loyers**

En 2009, Argan comptait 9 salariés dont 6 cadres pour 1,053 M€ de charges de personnels soit 117 K€ par salarié. Cette année, la foncière a recruté 3 cadres seniors : un directeur délégué en charge du développement âgé de 46 ans, un contrôleur de gestion et trésorerie de 44 ans et un directeur des acquisitions de 35 ans.

Ces recrutements vont représenter une augmentation non négligeable de la charge de personnel compte tenu de la taille de la foncière. Néanmoins, la société estime que la hausse des frais généraux sera couverte par l'augmentation des loyers liée aux opérations externes et considère avoir atteint un niveau de charges opérationnelles normatif. Le ratio EBE sur loyers est même en hausse de 1 point sur le semestre. Il devrait selon nous rester quasiment stable d'ici 2014, gagnant 0,4 point à cet horizon.

✓ **La part de la dette variable passe de 45 % à 8 % en 2010**

Fin 2009, 55 % de la dette était contractée à taux fixe de 4,9 % et 45 % à taux variable (Euribor 3 mois plus une marge de 1,4 % en moyenne). Au premier semestre 2010, Argan a continué à bénéficier à plein du faible niveau des taux d'intérêt avec un Euribor 3 mois moyen autour de 0,7 %. **Au cours du semestre, la société a également mis en place un swap de taux d'intérêts sur 100 M€ de nominal faisant passer la part de la dette à taux variable à 8 %.** Cette opération, qui sera effective à partir du deuxième semestre, pour 7 ans fixe le taux d'intérêt après marge bancaire sur le nominal de 100 M€ à 3,75 %. Le coût de la dette sur l'année 2010 est donc attendu à 3,84 % en moyenne.

En 2011, l'effet année pleine du swap de taux devrait amener le coût à 4 %. Ensuite, dans un contexte de reprise économique, une hausse des taux d'intérêts serait de mise, entraînant une augmentation du coût des nouveaux investissements. Cela nous conduit à attendre un coût de la dette en légère hausse, jusqu'à 4,13 % en 2014

✓ **La foncière poursuivra un rythme de développement soutenu**

Le patrimoine de la foncière atteindra après l'acquisition de l'entrepôt de Coudray Montceaux et les deux cessions 806 000 m² contre 608 000 m² fin 2009 et 700 000 m² prévus initialement par Argan pour la fin d'année 2010.

La foncière visant 50 M€ de loyers et 1 million de m² de patrimoine d'ici 2012-2013, le rythme des investissements devrait donc rester soutenu d'ici 2014 mais dépendra des arbitrages et de la thésaurisation du cash-flow. **Nous attendons environ 70 M€ d'investissements répartis équitablement entre les acquisitions et les développements** (ces

dernières devraient redémarrer avec la reprise progressive de l'économie). Au vu des rendements estimés sur les derniers achats, les taux sont attendus en légère baisse, à 7,2 % pour les acquisitions et 8,5 % pour les développements.

✓ **Les valeurs d'expertises, en hausse en 2010, évolueront ensuite faiblement**

En ligne avec la hausse de 2,9 % des valeurs au premier semestre 2010, nous attendons une progression de 3 % sur l'ensemble de l'année. Ensuite, l'absence de hausse attendue dans les loyers nous conduit à attendre une faible hausse des valeurs, de 0,5 % entre 2011 et 2014.

En fin d'année, la LTV devrait se maintenir à 72,9 % (72,7 % au S1 2010). Ce niveau très élevé ne semble pas inquiéter la société qui a obtenu des conditions de financements similaires (85 % de LTV) aux opérations précédentes sur les acquisitions 2010, mais constitue une source d'inquiétude de la part des investisseurs. La grande partie de l'expansion du patrimoine vers le million de m² ayant été réalisée, nous visons une diminution progressive de l'endettement vers 70 % en 2014.

✓ **La politique de distribution modeste ne devrait pas être modifiée**

La foncière ne semble pas vouloir augmenter significativement sa distribution. Cette dernière était de 0,66 € par action soit 38,4 % du résultat net récurrent en 2009 et est attendue à 0,75 € par action au titre de l'exercice 2010 soit autour de 34 % du résultat net récurrent. Nous prévoyons ensuite une légère croissance proche de 10 % par an, maintenant la distribution entre 35 % et 40 % du résultat net récurrent.

Argan devrait également maintenir la possibilité de dividende en actions. En 2010, 63 % du capital y a souscrit contre 20 % en 2009. Nous supposons un taux de souscription de 40 % considérant que la famille Le Lan, qui possède 59,9 % du capital ne peut dépasser le seuil de 60 %. Le prix de souscription est estimé à 70 % de l'ANR de remplacement. **La dilution serait d'environ 2 % par an.**

Cette solution d'augmentation de capital progressive, associée à la thésaurisation de près de 65 % du résultat net récurrent (soit de 15 à 20 M€ par an d'ici 2014), permet à la foncière de poursuivre son développement sans faire un appel large au marché. Ces deux éléments devraient permettre à la société de disposer de 18 à 27 M€ de fonds propres par an entre 2010 et 2014 soit une capacité d'investissement de 60 M€ à 90 M€ par an avec un levier de 70 %. Celui utilisé aujourd'hui pour les acquisitions est plus proche de 85 %.

Le patrimoine fin 2010 devrait donc atteindre 530,4 M€ droits compris pour un **ANR de remplacement de 161,9 M€** (142 M€ en liquidation) **soit 16 € par action**. Les loyers sont attendus à 37,3 M€ la même année pour un **résultat net récurrent de 21,7 M€ soit 2,18 € par action**. **Le ratio résultat net récurrent 2010 sur ANR de remplacement 2009 devrait donc atteindre un niveau record de 16,2 %** en hausse de 6 points sur un an.

Comme en 2009, Argan bénéficie à plein d'une mécanique particulièrement favorable avec des taux de rendements, de marges opérationnelles et d'endettements élevés, liés à un coût de financement faible.

Le passage au dessus des 50 M€ de loyers est attendu pour 2013 (52,7 M€) pour un résultat net récurrent de 29,6 M€ (2,72 € par action). Le patrimoine sera alors de 718,1 M€ droits compris pour un ANR de remplacement de 237 M€ (21,50 € par action).

Malgré une stratégie moins rentable car portée sur l'expansion, la rentabilité à 5 ans est sécurisée

Avec les acquisitions du semestre présentant un rendement de 7,5 %, inférieur aux développements, Argan a adopté un profil de développement plus « classique » achetant à ses concurrents et perdant un avantage compétitif. La foncière défend cette orientation par l'absence de demande de développements de la part des utilisateurs et le profil des actifs acquis, de qualité supérieure à celle des entrepôts développés (particulièrement en raison de l'emplacement). Il reste que sa politique de forte croissance se fait à des rendements inférieurs.

Les 4-5 prochaines années annoncent une croissance forte et sécurisée (durée moyenne des baux fermes de 6,2 ans) des résultats de la foncière. Le risque de marché à horizon 2014 est pris en compte dans nos prévisions. D'ici 2012-2013, 23 % des périodes fermes des baux du patrimoine fin juin 2010 doivent arriver à expiration. Cela représentera 15 % des loyers du patrimoine fin 2013. En supposant un non-renouvellement de 50 %, la vacance atteindrait 7 % contre 3,5 % attendu. L'impact sur le résultat net récurrent fin 2013 serait de 2,3 M€ soit 7,7 % de notre prévision de 29,6 M€.

Valorisation

Le capital de la foncière est aujourd'hui composé de 10 136 514 actions contre 9 744 494 actions, suite à la souscription du dividende en actions par 63 % du capital.

Nous considérons trois types de valorisations : la valeur par actualisation des dividendes et la valorisation par comparables et la valeur de contrôle.

Il nous semble cependant que l'intérêt de la valeur de contrôle est limité en raison d'un caractère spéculatif quasi-inexistant. En effet, la famille Le Lan détient 59,9 % du capital et la société est dirigée par son fondateur, Jean-Claude Le Lan (président du conseil de surveillance) et son fils, Ronan (président du directoire). Ces derniers ne montrent pas de volonté de cesser leur activité ni de se rapprocher d'un concurrent. Historiquement, les cessions de foncière se sont pour la plupart réalisées autour de l'ANR de remplacement. En cas, peu probable, de changement de contrôle, le prix devrait être proche de l'ANR de remplacement 2010, soit 161,9 M€ (16 € par action).

1. Valorisation par actualisation des dividendes

Nous retenons les hypothèses suivantes :

- ✓ une **indexation des loyers à 0,5 %** à partir de 2015, sur la base des hypothèses prises en compte pour 2012 à 2014.
- ✓ Un emploi du cash flow thésaurisé avec **un levier de 60 %**. Le doublement du patrimoine prévu entre 2009 et 2014 devrait conduire les banquiers à être plus attentifs à l'endettement consolidé. De plus, Argan atteignant son objectif de taille de patrimoine, devrait être tentée de réduire sa dette.
- ✓ Un **coût de la dette de 4,5 %** contre près de 4 % en 2014.
- ✓ **Une rentabilité des investissements de 7,25 %**, proche de la moyenne des taux de rendement des actifs prime en Île-de-France entre 2003 et 2009 (source : BNP Paribas Real Estate).
- ✓ Un **TRI de 11,5 %**. La rentabilité exigée sur les marchés s'approche actuellement de

10,25 % (prime de risque de 7,25 % et OAT 10 ans de 3 %). L'incertitude sur la vacance de marché à maturité justifie selon nous une prime de risque supérieure.

Sur la base d'une projection des dividendes sur 50 ans et sans valeur terminale, nous obtenons une valorisation de **204,6 M€ (20 € par action)**. Avec des projections sur 30 et 20 ans, la valeur atteint 164 M€ et 129 M€ (16,2 et 12,7 € par action).

L'évolution du TRI entre 6 % et 15 % montre une variation de la valorisation de 67 € à 12 € par action.

Tableau de sensibilité de la valeur par action € (en fonction du TRI)

6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%	11,0%	12,0%	13,0%	14,0%	15,0%
66,8	51,3	40,3	32,3	26,4	22,0	18,6	16,0	13,94	12,3

La croissance du résultat net récurrent en 2015 (servant de base à la projection des dividendes) avec ces hypothèses atteint un niveau encore élevé de 7,5 %. Il nous semble qu'un tel taux de croissance est très difficile à tenir sur une longue période, amenant une certaine prudence.

2. Valorisation par comparables

Nous avons identifiés **deux types de comparables : les foncières françaises de tailles similaires et les foncières ou fonds d'investissement cotés spécialisés en logistique et présents en France**. Dans les deux cas, nous avons pris en compte les multiples d'ANR et de résultats ainsi que le rendement.

En dehors d'Argan, le paysage des foncières de logistique cotées à Paris se limite à **Foncière Europe Logistique**, filiale à 67,1 % de Foncière des Régions (codétenu avec Morgan Stanley, 14,6 %, Sophia, 9,7 % et Cardif Assurance Vie, 7,5 %). Le flottant, de seulement 1,1 % ne permet pas une vie boursière significative. La foncière dispose d'un patrimoine fin juin 2010 de 1 157 Mds€ hors droits dont 53 % d'entrepôts logistique en France. Le reste du patrimoine correspond au site de Garonor à Aulnay-sous-Bois (93), composé de 33 locaux, essentiellement de logistique, à des locaux d'activité en France et des actifs logistique en Allemagne.

Les autres structures cotées opérant en France sont :

- ✓ La Sicafi belge **Warehouse de Pauw (WDP)**, créée et détenue à hauteur de 31,4 % par la famille de Pauw et dont les actifs français sont soumis au régime SIIC. Le patrimoine, de 845 M€ droits compris fin 2009, est situé à 68 % en Belgique, 9 % en France (essentiellement nord-est) et le solde aux Pays-Bas, en République Tchèque ainsi qu'en Roumanie. En 2009, la foncière a réalisé une augmentation de capital de 73 M€ afin principalement d'acquérir des entrepôts en Belgique et aux Pays-Bas et de réduire sa LTV de 63 % à 55 %. Auparavant, WDP était cotée à la fois à Bruxelles et Paris afin de bénéficier du statut SIIC sur ses actifs français. Le changement réglementaire permettant de conserver ce statut sans obligation de cotation à Paris, la foncière s'y est délistée le 28 juin dernier.
- ✓ Le fonds luxembourgeois **Prologis European Properties**, filiale à 25% du groupe américain Prologis, leader mondial de la logistique. La maison mère Prologis, en difficultés financières, a levé 1,4 Md\$ en 2009 et cédé 2,9 Mds\$ d'actifs, afin de réduire son endettement (-25 %). En raison d'une situation financière tendue liée à des échéances de dettes importantes et dans le cadre de négociations avec ses créanciers, le fonds a suspendu la distribution de dividendes depuis le 4^e trimestre

2008 jusqu'à la levée de 200 M€. En 2009, 61 M€ ont été levés. Prologis European Properties a également renégocié ou remboursé 1,3 Mds€ de dettes en 2009. 29 % du patrimoine est situé en France. Au premier semestre, suite à une hausse de la vacance et des perspectives économiques moins favorables, le fonds a réduit son objectif de résultat net récurrent.

Données 2009 des comparables logistiques (€ par action)

	Cours	Flottant	Loyers	EBE	Dividende	RNR	ANR-R	ANR-L
Argan	12,13	50,43	3,10	2,80	0,66	1,72	13,43	11,78
Prologis European Properties	4,20	nc	1,39	1,18	0	0,54	6,89	6,15
WDP	33,67	284,97	5,34	4,93	2,5	3,14	31,67	29,27

RNR: résultat net récurrent

Source : Invest Securities, sociétés.

Ratios 2009 des comparables logistiques (€ par action)

	P/RNR	Rendement	P/ANR-R	P/ANR-L	VE/EBE	VE/Loyers
Prologis European Properties	7,78	ns	0,61	0,68	11,84	10,05
WDP	10,71	7,4%	1,06	1,15	16,32	15,07

RNR: résultat net récurrent

Valorisation d'Argan à partir des ratios 2009 des comparables logistiques (€ par action)

	P/RNR	Rendement	P/ANR-R	P/ANR-L	VE/EBE	VE/Loyers	Moyenne
Prologis European Properties	13,38	ns	8,19	8,05	8,22	6,30	8,83
WDP	18,43	8,89	14,28	13,55	20,75	21,87	16,29
Moyenne	15,90	8,89	11,23	10,80	14,49	14,08	12,56
M€	161,2	90,1	113,9	109,5	146,8	142,7	127,3

RNR: résultat net récurrent

Nous obtenons une valorisation moyenne de 127,3 M€ soit 12,56 € par action. Cette dernière est pénalisée par un rendement de WDP de 7,4 %, de 2 points supérieur à celui d'Argan et par les faibles multiples du fonds Prologis European Properties. Nous donnons plus de crédits aux multiples de WDP dont la structure de la foncière est similaire à celle d'Argan. De plus l'absence de dividende, liée à une situation financière toujours tendue, pénalise fortement la valeur de la part de Prologis European Properties. Enfin, ses résultats semestriels avec une baisse des loyers à périmètre constant de 7,9 % et une réduction de la prévision de résultat net récurrent 2010 montrent que le fonds subit encore les effets de la crise, particulièrement en Europe Centrale. Sur deux ans, la part a perdu 53,7 % de sa valeur contre une baisse du cours de WDP de 14,1 % alors que le cours d'Argan affiche une performance positive de 15,9 %.

Depuis le départ de WDP, Argan est la seule foncière logistique cotée sur la place de Paris disposant d'un flottant autorisant de vrais échanges de titres. Notre deuxième échantillon de comparables prend en compte les foncières françaises de taille comparable à Argan :

- ✓ **Affiparis**, filiale du groupe Affine et spécialisée dans l'immobilier de bureaux à

Paris. Le patrimoine droits compris fin 2009 atteint 219 M€.

- ✓ **Foncière Sépric** est une foncière spécialisée dans les parcs d'activité commerciale situés dans les agglomérations de province. Fin 2009, la société affichait un patrimoine de 122 M€ droits compris.
- ✓ La filiale de l'exploitant de centre commerciaux Klépierre (84,1 %), spécialisée dans les murs de magasins indépendants, **Klémurs**. La foncière a pour principaux locataires les enseignes Buffalo Grill et Defi Mode (groupe Vivarte), représentant respectivement 61 % et 16 % des loyers. Le patrimoine 2009 droits compris est de 619 M€.
- ✓ **Paref**, foncière investissant dans des immeubles de bureaux en région parisienne et en province avec un patrimoine droits compris de 202 M€ fin 2009. Le groupe exerce également une activité de gestion pour compte de tiers à travers la commercialisation de SCPI et OPCI.
- ✓ **Sélectirente**, filiale du gestionnaire de SCPI et OPCI Sofidy (27,3 % du capital) et spécialisée dans les murs de commerces indépendants en centre ville et en périphérie. Le patrimoine fin 2009 était évalué à 138 M€ droits compris.
- ✓ **Terreïs**, foncière dont le patrimoine était historiquement composé de murs d'agences du groupe Foncia. La société a ensuite profité de l'environnement de crise pour se diversifier dans l'immobilier de bureaux parisien. Son patrimoine fin 2009 atteint 310 M€ droit compris.

Données 2009 des foncières comparables (€ par action)

	Cours	Flottant	Loyers	EBE	Dividende	RNR	ANR-R	ANR-L	LTV	Rendement locatif (DC)
Argan	12,13	50,43	3,10	2,80	0,66	1,72	13,43	11,78	67,0%	8,1%
Affiparis	6,80	7,00	3,94	3,62	0,00	1,05	15,7	11,21	81,0%	6,0%
Foncière Sépric	7,80	23,79	1,33	1,21	0,25	0,95	8,81	8,07	46,0%	8,1%
Klémurs	14,65	17,44	5,27	4,90	1,00	2,85	21,26	16,05	71,0%	7,1%
Paref	45,15	15,99	17,85	16,09	2,25	8,39	91,01	78,92	70,0%	9,1%
Sélectirente	38,90	22,96	7,22	6,31	1,70	4,70	52,17	46,90	44,0%	8,2%
Terreïs	11,80	47,00	1,69	1,45	0,46	0,94	16,84	14,79	58,0%	6,5%

RNR: résultat net récurrent

Source : Invest Securities. Les données correspondent à l'année civile 2009 y compris pour Foncière Sépric qui clôt son exercice en juin

Ratios 2009 des foncières comparables

	P/RNR	Rendement	P/ANR-R	P/ANR-L	VE/EBE	VE/Loyers
Argan	7,05	5,4%	0,90	1,03	13,24	11,93
Affiparis	6,48	0,0%	0,43	0,61	18,25	16,77
Foncière Sépric	8,21	3,2%	0,89	0,97	12,54	11,40
Klémurs	5,14	6,8%	0,69	0,91	12,95	12,04
Paref	5,38	5,0%	0,50	0,57	11,46	10,33
Sélectirente	8,28	4,4%	0,75	0,83	11,67	10,20
Terreïs	12,55	3,9%	0,70	0,80	15,86	13,61
Moyenne comparables	7,67	4,7%	0,66	0,78	13,79	12,39

RNR: résultat net récurrent

Valorisation d'Argan à partir des ratios 2009 des foncières comparables (€ par action)

	P/RNR	Rendement	P/ANR-R	P/ANR-L	VE/EBE	VE/Loyers	Moyenne
Affiparis	11,14	n.s.	5,82	7,15	26,16	27,14	15,48
Foncière Sépric	14,12	20,59	11,89	11,39	10,18	10,48	13,11
Klémurs	8,84	9,67	9,26	10,75	11,34	12,48	10,39
Paref	9,26	13,24	6,66	6,74	7,16	7,16	8,37
Sélectirente	14,24	15,10	10,02	9,77	7,75	6,75	10,60
Terreïs	21,59	16,93	9,41	9,40	19,47	17,34	15,69
Moyenne	13,20	15,11	8,84	9,20	13,68	13,56	12,27
M€	133,8	153,1	89,6	93,3	138,6	137,4	124,4

RNR: résultat net récurrent

La valorisation moyenne obtenue atteint 124,4 M€ soit 12,27 € par action. La valorisation d'Argan est aujourd'hui proche de ses comparables. Hors Foncière Sépric, Argan présente des décotes aux ANR plus faibles que ses pairs. Cependant ses multiples de résultats sont légèrement inférieurs. Le fort endettement de Klémurs (71 % de LTV en intégrant le prêt subordonné à durée indéterminée de Klépierre) source d'inquiétudes sur une possible augmentation de capital dilutive pèse sur le titre. Les faibles multiples de Paref sont également liés à un endettement élevé (71 %) ainsi qu'une problématique actionnariale.

On notera que les deux échantillons de comparables donnent deux valorisations particulièrement proches de 12,3 et 12,6 € par action.

Moyenne des valorisations

Méthode	€/a	M€
Dividendes 50 ans	20,2	204,6
Dividendes 30 ans	16,2	163,9
Dividendes 20 ans	12,7	129,0
Comparables France	12,3	124,4
Comparables Logistique	12,6	127,3
Valeur de contrôle (ANR-R 2010)	16,0	161,9
Moyenne	15,0	151,8

Valorisation

Cours (€) 12,1 Capitalisation boursière : 123,0 M€

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
P/ANR de remplacement non dilué	0,65	0,73	0,90	0,76	0,68	0,62	0,56	0,52
P/ANR de liquidation non dilué	0,70	0,80	1,03	0,87	0,77	0,70	0,64	0,58
P/ ANR de remplacement dilué	0,65	0,73	0,90	0,76	0,68	0,62	0,56	0,52
P/ ANR de liquidation dilué	0,70	0,80	1,03	0,87	0,77	0,70	0,64	0,58
P/CAF	12,5	9,2	7,1	5,6	4,8	4,5	4,5	4,3
Loyers/VE	8,0%	8,3%	8,3%	8,5%	8,7%	8,9%	9,1%	9,2%
VE/EBE	13,3	13,4	13,2	12,9	12,5	12,3	12,2	12,1
EBE/VE	7,52%	7,48%	7,56%	7,75%	7,99%	8,11%	8,17%	8,26%
Rendement	4,95%	4,95%	5,44%	6,18%	7,25%	8,24%	9,07%	9,48%

Source : Invest Securities

Cours de l'action Argan sur un an



Conclusion – objectif de cours maintenu à 13 € fin 2010

Les résultats du premier semestre se sont inscrits dans la lignée de 2009 grâce à une grande qualité de gestion (maintien d'une vacance quasiment nulle, réduction des frais généraux améliorant le ratio EBE sur loyers) et des taux d'intérêts faibles, associés à un fort levier (72,7 % de LTV).

Cette performance devrait se poursuivre en 2010, portée par un fort rythme d'investissements (les acquisitions et développements depuis le début de l'année représenteront 30 % des loyers du patrimoine en année pleine) et des taux d'intérêts toujours faibles. **En fixant sa dette à taux variable pour les sept prochaines années au moins et avec une durée ferme de ses baux de 6,2 ans, Argan s'assure une forte rentabilité sur son patrimoine actuel sur cet horizon.**

Au-delà, le risque de marché, dont la vacance à maturité reste très incertaine, et donc la capacité de la foncière à relouer son patrimoine dans de bonnes conditions demeure la principale incertitude.

Depuis le début de l'année, le titre connaît l'un des meilleurs parcours du secteur (+13,2 %). Néanmoins, les rentabilités estimées des récentes acquisitions et le fort endettement inquiètent les investisseurs. **Acheter l'action Argan revient à s'assurer un fort rendement des fonds propres** (résultat net récurrent sur ANR de remplacement attendu de 16 % à 13 %

entre 2010 et 2014) **pendant une période limitée, suivi d'un risque important de vacance plus marquée des actifs.**

La société reste néanmoins faiblement valorisée au regard de ses multiples de résultats (multiple de résultat net récurrent 2010 de 5,6 fois) même si le rendement est encore faible (5,4 % en 2009). Compte tenu de la valorisation de titres plus liquides avec une décote sur ANR supérieure et un rendement plus élevé, comme Eurosic (décote de 19 et 30 %, rendement de 7 %), Foncière des Murs (9 à 32 % pour 8,1 % de rendement) ou Tour Eiffel (24 et 28 % avec un rendement de 7,6 %), **nous maintenons notre objectif de cours de 13 €.** Au premier semestre, le marché a favorisé les grandes capitalisations. Les moyennes capitalisations devraient suivre au second semestre avant un regain d'intérêt pour les petites valeurs début 2011. Dans ce cadre, Argan pourrait bénéficier de ce mouvement.

Achévé de rédiger le 29 Juillet 2010

Paul ARKWRIGHT

01 73 73 90 25

parkwright@invest-securities.com

Analyste

Benoît FAURE-JARROSSON

01 40 27 03 99

bfaure-jarrosson@invest-securities.com

Responsable secteur immobilier

Prévisions

Résultat (M€)	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
				e	e	e	e	e
Total loyers	22,27	26,10	30,23	37,29	44,12	48,43	52,67	56,83
- Loyers patrimoine n-1 loué 100%	19,94	24,86	28,37	32,19	42,45	47,33	52,24	57,17
- Vacance	0,0%	0,0%	0,5%	0,5%	1,5%	2,5%	3,5%	4,5%
Variation à périmètre constant	nc	1,2%	0,4%	0,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Revenus d'usufruits	0,00	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	0,00
Intérêt usufruit	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Charges d'immeubles	-0,74	-1,24	-1,10	-1,39	-1,74	-2,00	-2,29	-2,58
Frais généraux	-2,00	-2,00	-1,88	-2,16	-2,20	-2,25	-2,29	-2,34
EBE	19,52	22,87	27,25	33,74	40,18	44,18	48,09	51,91
Dot. amortissement LS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rés. opérationnel courant	19,52	22,87	27,25	33,74	40,18	44,18	48,09	51,91
Rés. Financier	-10,15	-10,23	-10,42	-12,00	-14,97	-16,54	-18,45	-20,22
Résultat courant	9,37	12,64	16,83	21,74	25,20	27,64	29,64	31,69
Taux IS courant	-10,4%	-0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impôt sur les sociétés	-0,98	-0,08	-0,06	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CAF nette publiée	8,39	12,56	16,76	21,74	25,20	27,64	29,64	31,69
Impact de la dilution	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CAF nette après dilution	8,39	12,56	16,76	21,74	25,20	27,64	29,64	31,69
Variation de juste valeur des actifs	41,67	-27,47	-43,64	11,13	2,55	2,85	3,15	3,46
Résultat exceptionnel	0,05	0,49	-0,67	1,70	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat net publié (JV)	50,12	-14,43	-27,55	34,57	27,76	30,50	32,79	35,15
Distribution courante (N)	5,70	5,70	6,43	7,60	9,16	10,70	12,12	13,04

Bilan (M€)

Patrimoine val. vénale DC	363,0	384,2	387,0	530,4	592,7	655,2	718,1	781,3
Patrimoine val. vénale HD	350,6	370,3	370,9	510,5	570,4	630,6	691,2	752,0
Evolution des val. d'expertises	nc	-8,9%	-11,6%	3,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Taux moyen des droits	3,5%	3,8%	4,3%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Acquisitions DC	16,0	15,5	40,2	138,3	35,0	35,0	35,0	35,0
Rdt des acquisitions	7,00%	7,11%	9,00%	7,50%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%
Développements DC	41,1	26,8	20,2	18,0	35,0	35,0	35,0	35,0
Rdt des développements	8,50%	8,60%	8,50%	10,00%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%
Investissements dans les encours			11,0	9,0	35,0	35,0	35,0	35,0
Cessions HD	0,0	0,0	17,0	23,6	10,0	10,0	10,0	10,0
Rdt perdu des cessions	0,00%	0,00%	8,90%	9,00%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%
Capex taux	0,0%	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	0,0
Profit de promotion		4,4	2,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Construction en cours		8,2	11,0					
Var. BFR	8,0	1,3	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	27,5	0,0	1,6	4,1	3,0	3,7	4,3	4,8
Dettes financières nette	183,1	222,9	266,1	370,4	409,8	447,6	484,4	520,0
Dettes financières moyenne	154,6	190,3	242,4	314,0	381,5	419,7	456,8	492,6

Actif net réévalué (M€)

ANR de remplacement non dilué	177,0	158,4	130,9	161,9	185,2	210,3	236,8	264,8
ANR de liquidation non dilué	164,6	144,5	114,8	142,0	162,9	185,7	209,8	235,5
Impact de dilution	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ANR de remplacement dilué	177,0	158,4	130,9	161,9	185,2	210,3	236,8	264,8
ANR de liquidation dilué	164,6	144,5	114,8	142,0	162,9	185,7	209,8	235,5

Nb d'actions (M)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Moyen (CAF)	8,6663	9,5000	9,7445	9,9940	10,0283	10,2915	10,8904	11,2084
Fin d'année	9,5000	9,5000	9,7445	10,1365	10,4085	10,7027	11,0140	11,3360
Moyen (CAF) après dilution	8,6663	9,5000	9,7445	9,9940	10,0283	10,2915	10,8904	11,2084
Fin d'année après dilution	9,5000	9,5000	9,7445	10,1365	10,4085	10,7027	11,0140	11,3360
Droit au dividende	9,5000	9,5000	9,7445	10,1365	10,4085	10,7027	11,0140	11,3360
Données par action (€/a)								
CAF nette publiée	0,97	1,32	1,72	2,18	2,51	2,69	2,72	2,83
CAF nette après dilution	0,97	1,32	1,72	2,18	2,51	2,69	2,72	2,83
Dividende	0,60	0,60	0,66	0,75	0,88	1,00	1,10	1,15
ANR de remplacement non dilué	18,63	16,67	13,43	15,97	17,79	19,65	21,50	23,36
ANR de liquidation non dilué	17,33	15,21	11,78	14,01	15,65	17,35	19,05	20,77
ANR de remplacement dilué	18,63	16,67	13,43	15,97	17,79	19,65	21,50	23,36
ANR de liquidation dilué	17,33	15,21	11,78	14,01	15,65	17,35	19,05	20,77
EBE	2,25	2,41	2,80	3,38	4,01	4,29	4,42	4,63
Loyers	2,57	2,75	3,10	3,73	4,40	4,71	4,84	5,07
Dette financière nette moyenne	17,84	20,03	24,88	31,42	38,04	40,78	41,94	43,95
Ratios								
Endettement (LTV)	52,2%	58,9%	69,7%	72,6%	71,8%	71,0%	70,1%	69,1%
EBE/loyers	87,7%	87,6%	90,1%	90,5%	91,1%	91,2%	91,3%	91,3%
EBE/frais financiers (ICR)	1,9	2,2	2,6	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6
EBE/Dette nette moyenne	12,6%	12,0%	11,2%	10,7%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Frais généraux / loyers	-9,0%	-7,7%	-6,2%	-5,8%	-5,0%	-4,6%	-4,4%	-4,1%
CAF N / ANR N-1 avant dilution	1,3%	7,1%	10,3%	16,2%	15,7%	15,1%	13,9%	13,2%
CAF N / ANR N-1 après dilution	1,3%	7,1%	10,3%	16,2%	15,7%	15,1%	13,9%	13,2%
Div/CAF nette/action avant dilution	62,0%	45,4%	38,4%	34,5%	35,0%	37,2%	40,4%	40,7%
Div/CAF nette/action après dilution	62,0%	45,4%	38,4%	34,5%	35,0%	37,2%	40,4%	40,7%
Div/patrimoine HD	1,6%	1,5%	1,7%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%	1,7%
Div/ANR-R N-1	0,81%	3,22%	3,96%	5,58%	5,51%	5,62%	5,60%	5,35%
Div/ANR-L N-1	1,03%	3,46%	4,34%	6,37%	6,28%	6,39%	6,34%	6,04%

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
Non	Non	Oui	Non	Oui

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation d'achat ou de vente des actions émises par le 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.