

Augmentation de capital  
de 30,4 M€

# Argan

Secteur : Immobilier

## Retour à la promotion pour compte propre

### Opinion : souscrire

Paul ARKWRIGHT

01 73 73 90 25

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

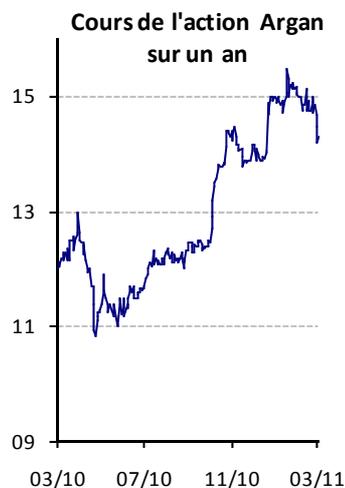
Analyste

Benoît FAURE-JARROSSON

01 44 88 77 88

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

Responsable secteur immobilier



Source: Factset

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 en France. Fin 2010, les 31 actifs alignent 806 000 m<sup>2</sup> d'une valeur droits compris de 559 M€. L'ANR de remplacement au 31 décembre 2010 s'établit à 172,5 M€ et 17,02 € par action, en hausse de 26 % sur un an.

**Un million de m<sup>2</sup> d'ici fin 2012.** 2010 a été marqué par une hausse du patrimoine de 44 % et des résultats record. La foncière souhaite maintenir un rythme élevé d'expansion avec environ 100 M€ d'investissements par an, visant toujours le million de mètres-carrés de patrimoine d'ici fin 2012. Pour cela, **Argan réalise une augmentation de capital de 30,4 M€.** **Le prix de souscription, de 11 €, affiche des décotes aux ANR ex-coupon très généreuses de 32 % et 22 %.**

**Les nouvelles actions ne pourront pas rapporter autant que les précédentes.** En 2010, Argan a actionné tous les leviers de son modèle : ratio d'EBE/loyers élevé de 91 %, forte LTV de 71,7 % associé à un coût de la dette au plus bas (3,89 %). Ainsi, la rentabilité des fonds propres a atteint le niveau exceptionnel chez une foncière de 15,3 % (RNR 2010 sur ANR-R 2009). Les taux d'intérêt remontent et l'augmentation de capital à un prix décoté face à l'ANR entraînera en 2011 une dilution importante des résultats par action. **Néanmoins, même s'il sera moins poussé à l'extrême, le modèle d'Argan continuera à générer une rentabilité très élevée des fonds propres, de 12 % à 10 % d'ici 2014,** grâce à : un endettement encore fort (LTV attendue à 64 % fin 2014) ; une dette à taux fixe à hauteur de 88 % ; la reprise des développements, aux rendements supérieurs à ceux des acquisitions (8,5 %).

A l'horizon de 4 à 5 ans, la rentabilité restera élevée et associée à un risque faible (durée ferme résiduelle des baux de 5,7 ans en moyenne). **L'incertitude repose donc moins dans la qualité de la société que dans l'état du marché de l'immobilier logistique et particulièrement le taux de vacance à maturité.**

En supposant fin 2012 une rentabilité locative (loyers/VE) supérieure à 8 %, qui constitue selon nous une limite pour l'immobilier logistique, le titre serait valorisé environ 16,3 € pré-coupon. Actualisé sur un an et demi à un taux de 9 % et en y ajoutant les coupons, **notre objectif de cours instantané s'établit à 15,8 € (15 € pour les nouvelles actions).** Précisons que cet objectif ne tient pas compte d'un scénario catastrophe au Japon. **Nous conseillons de souscrire à l'augmentation de capital à 11 €, décotée de près de 20 % par rapport au cours actuel ex-coupon.**

### Valorisation

	Cours (€)		Capitalisation boursière : 148,0 M€					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
P/ ANR de remplacement dilué	0,78	0,87	1,08	0,86	0,86	0,78	0,71	0,66
P/ ANR de liquidation dilué	0,84	0,96	1,23	0,98	0,96	0,87	0,79	0,72
P/Résultat net récurrent	15,1	11,0	8,5	7,1	7,7	7,8	7,2	6,8
Loyers/VE	7,3%	7,6%	7,6%	7,9%	8,2%	8,2%	8,4%	8,6%
VE/EBE	14,6	14,5	14,3	13,8	14,2	14,5	14,1	13,8
EBE/VE	6,8%	6,9%	7,0%	7,2%	7,1%	6,9%	7,1%	7,3%
Rendement	4,11%	4,11%	4,52%	5,14%	5,48%	5,82%	6,16%	6,51%

## Retour à la promotion pour compte propre

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. Fin 2010, le groupe dispose de 31 actifs, essentiellement sur la dorsale Paris-Lyon-Marseille, pour 806 000 m<sup>2</sup> et une valeur droits compris de 559,4 M€ contre 608 000 m<sup>2</sup> et 398 M€ fin 2009. **L'ANR de remplacement au 31 décembre 2010 s'établit à 172,5 M€ et 17,02 € par action, en hausse de 26 % sur un an.**

## 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, particulièrement l'axe Lille-Paris-Lyon-Marseille (plus de 80 % du patrimoine fin 2010). Argan a également su saisir des opportunités plus excentrées, comme l'entrepôt à Vichy pour L'Oréal, situé à coté de l'usine.

Répartition géographique du patrimoine (% des surfaces)

	Ile de France	Orléans	Rhône Alpes	Autres
31/12/2009	41,0%	18,0%	18,0%	23,0%
31/12/2010	50,0%	14,0%	15,0%	21,0%

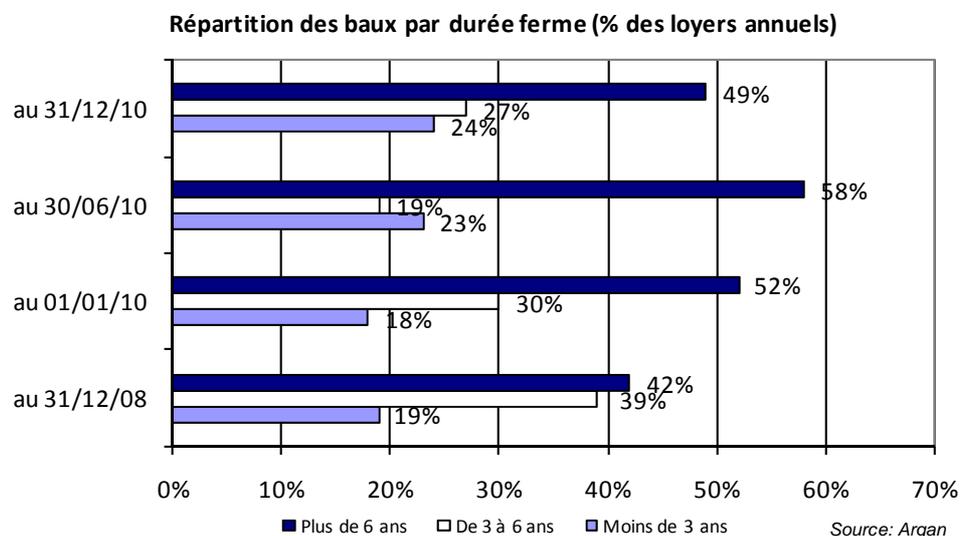
Source: Argan

**Un métier historique de développeur.** Historiquement, le développement d'Argan s'est appuyé plus sur la construction que sur 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). Le groupe se concentre essentiellement sur le développement d'opérations dédiées (la construction n'est lancée qu'après signature du bail) sur des actifs couverts par la garantie décennale.

**Une stratégie opportuniste d'acquisitions en 2009 et 2010.** La baisse des valeurs vénales à partir de fin 2008, poussant les rendements locatifs à la hausse et l'arrêt des demandes de nouveaux entrepôts ont modifié cette hiérarchie développements/acquisitions et amené Argan à diversifier sa stratégie vers ce second axe à partir de 2009. Cette même année, la foncière a ainsi livré deux actifs pour 25 400 m<sup>2</sup> avec un rendement moyen de 8,5 % droits compris et réalisé deux acquisitions pour 58 000 m<sup>2</sup> et un rendement moyen de 9 %. 2010 a accéléré ce phénomène malgré des taux moins favorables. Les acquisitions ont atteint 147 M€ soit 37 % du patrimoine fin 2009, à un rendement droits compris proche de 7,25 % alors que le seul développement, pour L'Oréal (pour 22 M€) affichait un taux de 9,5 %. Argan justifie le rendement des acquisitions par l'achat d'actifs *prime* (classe A, très bien situés, loués sur longue durée à des locataires de qualité) et un coût d'emprunt très faible de sorte que l'objectif d'un écart de rendement d'au moins 3,50 points a été maintenu.

**Un taux d'occupation très élevé associé à des baux longs.** Le marché des entrepôts logistique se caractérise par une absence de rareté foncière, sauf exception dans certaines zones en Île-de-France (cf. chapitre relatif au marché) de sorte que la location d'un entrepôt vide est un exercice particulièrement difficile. L'objectif d'Argan est d'insister sur le taux d'occupation. La vacance est historiquement quasi-nulle, notamment depuis l'introduction en bourse il y a quatre ans, et le taux d'occupation atteint 100 % en début d'année 2011. Le meilleur moyen de pérenniser une faible vacance est d'y associer des baux longs. A ce titre, 24 % des baux fin 2010 expirent dans les 3 ans contre 49 % dans plus de 6 ans. Les

acquisitions et développements à venir, basés sur des baux de longue durée, devraient permettre de maintenir une maturité élevée des baux (5,7 ans début 2011 pour la période ferme et 6,6 ans pour la durée contractuelle).



**Une préférence pour les chargeurs.** Les logisticiens (Géodis, Norbert Dentressangle, etc.) travaillent dans le cadre de contrats de prestation de plus en plus courts. Le risque est donc toujours élevé que le locataire quitte l'entrepôt à la fin du contrat avec son client. Les chargeurs sont des industriels et des distributeurs qui utilisent les entrepôts pour leur propre besoin (L'Oréal, Décathlon, etc.). Ces besoins sont plus stables et la durée d'occupation probable est plus élevée. Argan a donc une préférence pour ces derniers et souhaite augmenter leur part dans les loyers, aujourd'hui de 59 %. Une partie du savoir-faire d'Argan est de s'imprégner en profondeur de la stratégie de ses clients ou prospects pour mesurer l'espérance de fidélité.

**Une équipe adaptée au million de m<sup>2</sup> de patrimoine.** L'équipe d'Argan est aujourd'hui constituée de 13 personnes (contre 9 fin 2009) dont 10 cadres, avec une direction des développements, une liée aux acquisitions et arbitrage et une dernière attachée à la gestion du patrimoine. La société estime avoir atteint la taille humaine suffisante pour son plan de développement à 3 ans.

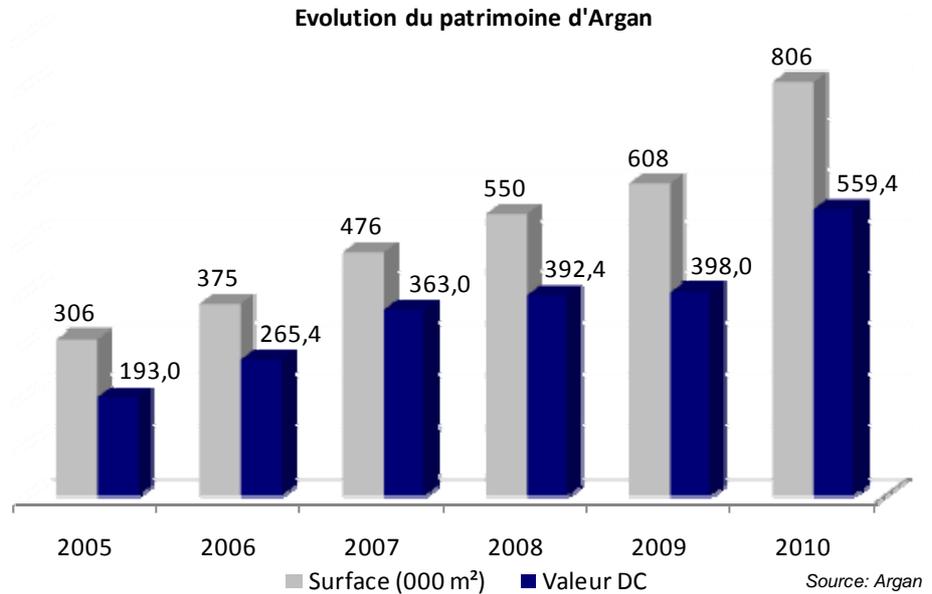
#### Principaux locataires d'Argan

Locataire	% loyers 2008	% loyers 2009	% loyers 2010	Part du parc
ND Logistique	6,0%	8,0%	17,0%	12,9%
L'Oréal	14,0%	18,0%	14,0%	12,9%
Castorama	0,0%	0,0%	9,0%	3,2%
Geodis	15,0%	11,0%	7,0%	12,9%
Caterpillar Logistics	9,0%	8,0%	< 4%	n.c.
La Poste	7,0%	6,0%	5,0%	3,2%
Kuehne Nagel	5,0%	5,0%	4,0%	3,2%
Depolabo	5,0%	5,0%	4,0%	3,2%
<b>Total</b>	<b>55,0%</b>	<b>53,0%</b>	<b>43,0%</b>	<b>38,7%</b>
Autres	45,0%	47,0%	57,0%	61,3%

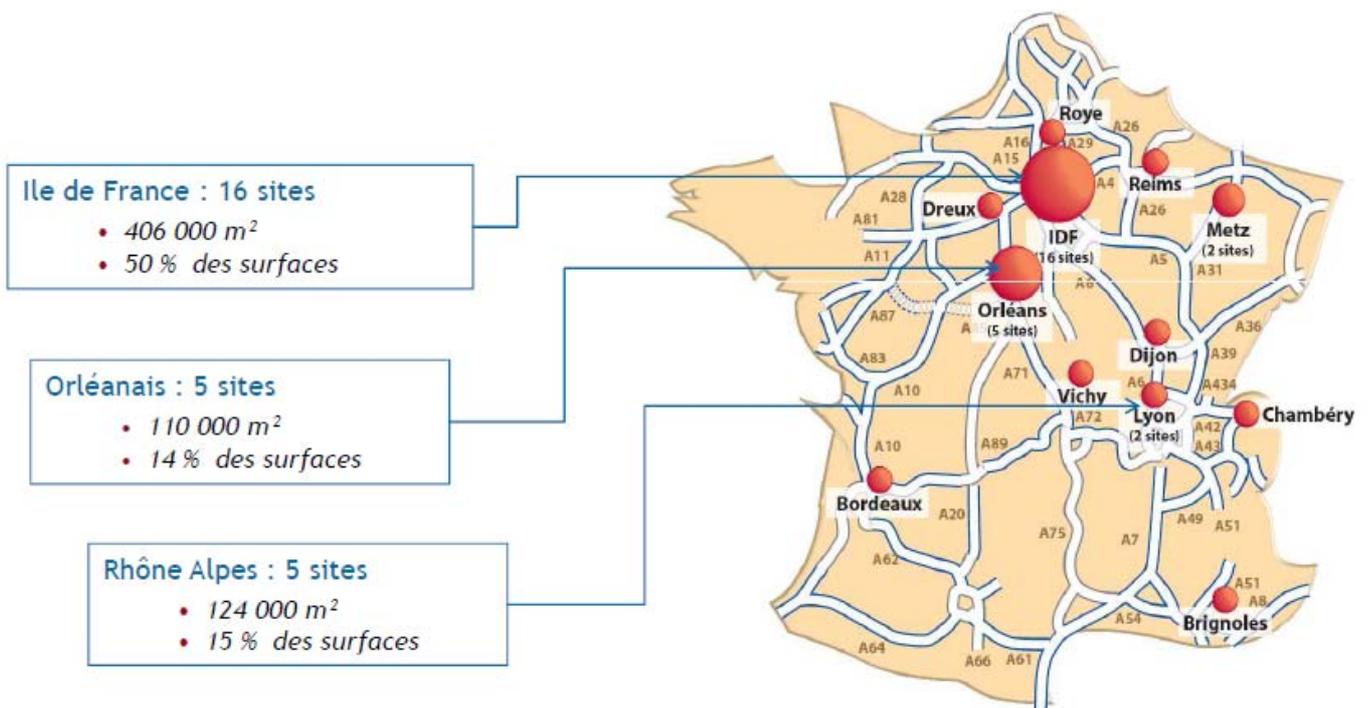
*Source: Argan*

## Le patrimoine a crû de 54 % depuis l'introduction en 2007

Le patrimoine s'établit fin 2010 à 806 000 m<sup>2</sup> pour 29 plateformes et 2 messageries de catégorie A, en augmentation de 33 % sur un an et de 65 % depuis l'introduction en bourse en juin 2007. La valeur droits compris atteint 559,4 M€, en progression de 41 % sur un an et de 56 % depuis l'introduction.



Les actifs sont tous situés en France et pour la plupart, sur les zones de circulation de marchandises reconnues avec une demande récurrente, particulièrement l'axe Lille-Paris-Lyon-Marseille (plus de 80 % du patrimoine fin 2010). La surface moyenne est de 27 000 m<sup>2</sup> et l'âge moyen atteint 6 ans contre 6,7 ans fin 2009.



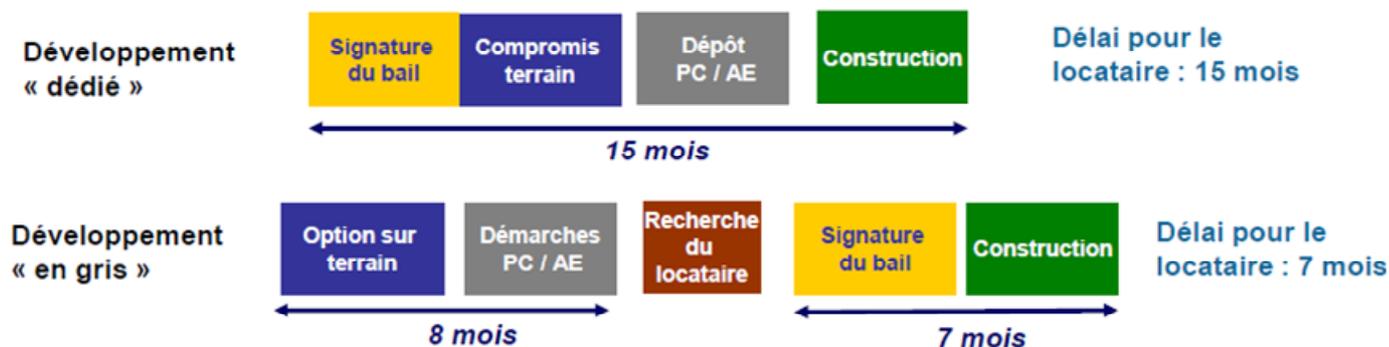
## Stratégie à 3 ans : le retour des développements

L'objectif de fond est toujours d'atteindre 1 million de m<sup>2</sup> de patrimoine à l'horizon de fin 2012. La foncière estime pouvoir réaliser environ 100 M€ d'investissements par an et 25 %, soit 25 M€, de cessions.

**Recentrage sur les développements dédiés.** Lors de la publication des résultats 2010, la foncière a annoncé vouloir se recentrer sur les développements, profitant d'un contexte de marché en amélioration, certes très progressive, et surtout de la volonté des acteurs de la logistique de rationaliser leur parc. Ces derniers souhaitent s'installer dans de nouvelles plateformes répondant à des soucis :

- ✓ de taille permettant de regrouper des entrepôts et générer des économies d'échelle ;
- ✓ d'emplacement dans un souci de baisse des coûts de transport ;
- ✓ de qualité dans un contexte de pression environnementale et de réduction des coûts.

Tenant compte de ce contexte, la foncière cherche en particulier à accélérer les développements dédiés, comme par exemple celui de Roye pour L'Oréal, livré en 2010. Ces derniers demandent, logiquement, la même durée que les développements en gris (15 mois) mais à la différence des seconds, le gain de la recherche du terrain et de l'obtention des permis (permettant de gagner 8 mois) n'y est quasiment pas possible.



Source: Argan

Argan est déjà en discussion pour livrer 100 000 m<sup>2</sup> d'entrepôts en quatre opérations en 2012. Deux baux ont été signés pour un total de 54 000 m<sup>2</sup> à livrer courant 2012. Le rendement moyen serait de 8,5 %, 100 points de base au dessus du rendement moyen estimé que pourrait obtenir la foncière par des acquisitions.

La foncière compte également poursuivre ses acquisitions mais le rythme sera plus faible qu'en 2010, l'accent étant mis sur les développements. Une première plateforme neuve de 20 000 m<sup>2</sup> a d'ailleurs été acquise début 2011.

A un coût moyen de 600 € du m<sup>2</sup>, un rythme d'investissement net de 75 M€ apporterait 125 000 m<sup>2</sup> supplémentaires par an permettant d'atteindre le million de m<sup>2</sup> fin 2012.

### Une levée de fonds de 30,4 M€

Argan a basé son développement sur un fort endettement et semble avoir atteint la limite de l'exercice fin 2010 avec un ratio LTV (*loan to value*) de 71,7 %.

**Un besoin de 20 % de fonds propres par opération.** La foncière finance chaque opération séparément, par des prêts amortissables, avec un endettement de 80 à 90 % et estime le niveau des prochaines années à 80 %. Ces dernières années, outre sa génération de cash-flow et le dividende en actions, Argan a trouvé les fonds propres nécessaires à son expansion par le refinancement d'actifs déjà en patrimoine. Ce relais est épuisé, l'ensemble des actifs ayant été refinancés.

Afin de financer les 20 % de fonds propres nécessaires, en plus des cessions, Argan a annoncé vouloir lever 50 M€ par une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription pour les actionnaires actuels, et une émission d'obligations. **La levée de fonds propres devrait être de 30,4 M€ avec une clause d'extension pouvant l'amener à 34,97 M€.**

**Augmentation du nombre d'actions de 25 %.** Le prix de souscription de 11 € affiche une décote aux ANR ex-coupon de liquidation et de remplacement fin 2010 de 22 % et 32 %. Le nombre d'actions créées atteint 2 764 503, augmentant le capital fin 2010 de 27,3 % à 12 508 997 actions. Avec l'option de sur-allocation, l'accroissement du nombre d'action serait de 31,4 % et le capital atteindrait 12 923 672.

### Une année 2010 record tant en termes d'investissements que de rentabilité

Le résultat net récurrent de la foncière a atteint 20,6 M€ fin 2010 soit 2,06 € par action, en croissance de 19,8 % sur un an. Ce dernier a été tiré par :

- ✓ un taux d'occupation toujours au plus haut, à 100 % fin 2010 ;
- ✓ un fort programme d'investissements 2009 et 2010 à des rentabilités élevées surtout en 2009 : Argan a réalisé en 2009 40 M€ d'acquisitions à 9 % de rendement et 20 M€ de développements à 8,5 %. En 2010, les achats ont représenté 146,9 M€ pour un rendement de 7,25 % et le développement, de 22 M€, affiche un rendement de 9,5 % ;
- ✓ un fort levier avec une LTV de 71,7 % fin 2010 contre 69,7 % (avec la dette d'*exit tax*) fin 2009 ;
- ✓ un coût de la dette particulièrement faible. La dette d'Argan était à 45 % à taux variable jusqu'à mi-2010, lui permettant d'afficher un coût moyen de 3,89 % sur l'année.

**Bonne résistance des loyers.** Les loyers 2010 ont représenté 37,8 M€, en hausse de 25 % sur un an. Malgré 80 % des baux bénéficiant d'un tunnel d'indexation (entre 1,5 et 3,5 %), la variation des loyers à périmètre constant est nulle sur l'année. Cela montre d'une part, un indice ICC (-4,1 %) en recul sur les baux hors tunnel et, d'autre part, un effet de quelques renégociations à la baisse intervenues en 2009. Ces renégociations ont contribué au maintien d'un taux d'occupation de 100 %. L'échéance moyenne des baux s'établit à 5,7 ans fin 2010 contre 6 ans un an plus tôt, sous l'effet principal des acquisitions d'actifs loués à long terme. Cette résistance du taux d'occupation et des loyers est d'autant plus remarquable au vu des concurrents, dont la vacance varie de 4 % à 28 % (Cf. tableau ci-dessous). Le marché locatif de la logistique est toujours atone, avec des valeurs locatives

stables.

**La croissance du patrimoine absorbe l'accroissement de la structure.** L'EBE s'établit à 34,4 M€, en hausse de 26 % et le ratio d'EBE sur loyers se maintient à un niveau très élevé de 91 %. L'écart de performance entre l'EBE et le résultat net récurrent tient à une progression plus importante des frais financiers liée à l'accroissement de l'endettement (LTV de 71,7 % et 72,1 % avec la dette d'exit tax) et surtout à la mise en place de couvertures. Au 31 décembre 2010, 88 % de la dette est couverte pour un coût moyen de 3,89 %.

**Les acquisitions et livraison augmentent la surface du patrimoine de 39,5 % et les loyers de 40 %.** Argan a réalisé trois acquisitions et une livraison représentant 168,9 M€ d'investissements droits compris :

- ✓ 43 000 m<sup>2</sup> dans la zone commerciale et logistique de l'Isle-d'Abeau (2 millions de m<sup>2</sup> d'entrepôts), au sud-est de Lyon et en façade de l'autoroute A 43. La plateforme est louée à Décathlon.
- ✓ 72 600 m<sup>2</sup> près de Châtres dans la zone industrielle du Val Bréon, proche de Tournan-en-Brie (où Argan possède 20 700 m<sup>2</sup>) et de l'autoroute A 4. L'entrepôt est loué à Castorama pour 12 ans (il reste 8,5 années fermes).
- ✓ 85 000 m<sup>2</sup> au Coudray-Montceaux (91). L'entrepôt de classe A est loué à ND Logistics (groupe Norbert Dentressangle) pour 6 ans fermes et situé à 35 km de Paris et 5 km de la francilienne, en bordure de l'autoroute A 6. La première tranche de 58 400 m<sup>2</sup> a été livrée mi-avril et la seconde en novembre.

Le rendement droits compris de ces investissements est estimé à 7,25 %, en net réduction par rapport aux 9 % obtenus en 2009, soit 10,7 M€ de loyers.

La foncière a livré fin juin l'entrepôt de 40 000 m<sup>2</sup> loué à L'Oréal (4<sup>e</sup> plateforme d'Argan pour le groupe) pour 9 ans fermes. Argan ayant bénéficié de coûts de construction en baisse, le taux de rendement est estimé à 9,5 %. **L'ensemble de ces investissements apporteront en année pleine environ 12,7 M€ soit plus de 30 % des loyers du patrimoine actuel.**

**Les cessions réalisées et sous promesses ont porté sur 25 M€ avec un rendement moyen estimé à 8,0 %.** Comme annoncé précédemment, Argan a procédé à la cession d'un entrepôt à Calais (16 000 m<sup>2</sup> loués à Géodis pour le groupe de jouets Meccano). Un autre entrepôt prêt de Grenoble (26 000 m<sup>2</sup> loués à Caterpillar Logistics) a été cédé début 2011. Ces ventes d'actifs potentiellement à risque (via une situation locative difficile ou un éloignement de l'axe stratégique Lille-Paris-Lyon-Marseille) confortent la stratégie de sécurisation des revenus sur longue période. L'entrepôt de Calais nous semblait le plus incertain du patrimoine. **La cession de l'entrepôt de Vichy de 26 000 m<sup>2</sup> loué à L'Oréal annoncée en novembre n'aura finalement pas lieu.** Après défection de l'acquéreur (qui n'a pas trouvé le financement nécessaire), Argan a décidé de garder et de refinancer l'entrepôt de Vichy. Ce dernier, situé à coté de l'usine L'Oréal est loué pour encore 7 à 8 années avec un rendement estimé autour de 8,5 %-9 %, de sorte que la foncière est assurée de récupérer encore 72 % de son investissement. Le risque de vacance paraît limité.

**L'année 2010 marque la reprise de la baisse (trop marquée ?) des taux de capitalisation.** Le patrimoine fin 2010 (après cession de Grenoble) s'inscrit à 559,4 M€ droits compris contre 387 M€ fin 2009. La principale nouvelle tient dans la poursuite de la baisse des taux de rendement, passés de 8,15 % fin 2009 à 7,5 % fin 2010. Néanmoins, **un tel niveau de taux de capitalisation incite à la prudence** dans la mesure où :

- ✓ Argan a alimenté cette baisse des taux de rendement avec près de 150 M€ d'acquisitions à 7,25 % droits compris, représentant 27 % des investissements dans le secteur en 2010. Argan aura difficilement les moyens de maintenir cette

part de marché en 2011 ;

- ✓ ces rendements ont été tenus par le faible niveau des taux d'intérêts et constituent, selon nous, un point bas si le marché reste raisonnable. Cependant, on signale des transactions à 7,1 % en Île-de-France et à 7,2 % en région lyonnaise. Une légère hausse des taux d'emprunts, source de remontée des taux de capitalisation, n'est pas à exclure en 2011.

**Un endettement lui aussi au plus haut.** La dette a continué à progresser en 2010 sous l'effet des investissements, pour s'établir à 387 M€ en fin d'année. La LTV continue de battre des records à 71,7 % contre 69,7 % et 58,9 % en 2009 et 2008. Si elle ne compte pas la réduire fortement, Argan estime avoir atteint un point haut. Rappelons que ce niveau peut 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 12,8 ans** (stable par rapport à 2008). La duration, de 9,2 ans, est également l'une des plus longue du secteur ;
- ✓ un ratio **EBE/dette moyenne de 10,3 %**, proche de la moyenne du secteur (11 %) ;
- ✓ un résultat net récurrent élevé (20,6 M€) et fortement thésaurisé (distribution faible de 36 % du résultat net récurrent), permettant de faire face aux engagements du groupe. Hors nouveaux investissements, le résultat permet à la foncière de rembourser l'équivalent de 5 points de LTV par an ;
- ✓ **240 M€ de loyers minimaux restant** à percevoir au total, à fin 2010, soit l'équivalent de 62 % de la dette financière nette publiée d'Argan.

**L'endettement élevé favorise une forte progression de l'ANR.** L'ANR par action progresse de 26 % à 17,02 € en remplacement (hors impact de juste valeur des instruments financiers de 0,1 €) et 14,94 € en valeur de liquidation (avec impact de juste valeur des instruments financiers). En masse, l'ANR augmente de 31 %. Avec une LTV de 71,7 %, une hausse des valeurs d'expertise de 6 % a un fort impact de 21 % sur l'ANR.

**La rentabilité des fonds propres (résultat net récurrent sur ANR de remplacement) atteint un niveau record de 15 %** contre 10 % en 2009. Argan tire profit de marges opérationnelles élevées associées à un endettement fort et un coût de financement faible.

**Enfin, la foncière proposera un dividende de 0,75 € par action au titre de 2010** en hausse de 13,6 %, mais inférieure à la croissance du résultat net récurrent. En masse, la croissance est de 18 %, supérieure en raison de la création d'actions liée à la distribution d'une partie du dividende 2009 en actions. A 37 %, le taux de distribution est toujours l'un des plus faibles de la cote. Rappelons qu'Argan distribuait en 2007 62 % de son résultat. Pour la troisième année consécutive, le dividende pourra être souscrit en actions à un prix décoté de 10 % par rapport à la moyenne des cours de bourse des 20 jours précédant l'assemblée générale (prévue le 30 mars 2011). Les deux années précédentes, une telle option avait permis de lever 1,6 M€ et 4,1 M€ et augmenté le nombre d'actions de 2,6 % et 4 %.

**Une meilleure performance que le secteur.** Parmi les foncières logistiques (ou filiales de foncières) cotées et opérant (au moins en partie) en France, Argan est la seule à afficher un taux de vacance nul, montre une meilleure résistance de ses loyers et bénéficie de la durée des baux la plus longue à 5,7 ans. La performance opérationnelle est l'une des meilleures avec le belge WDP (EBE sur loyers de 91 %). La rentabilité des fonds propres est de 3 points supérieure au deuxième de la classe même s'il faut rester mesuré compte tenu de l'écart de levier.

Seule ombre au tableau (et non des moindres) : alors que la performance opérationnelle de la foncière est supérieure aux comparables, **Argan affiche le taux de distribution le plus faible de l'échantillon** après un Prologis European Properties qui ne distribue plus depuis fin 2008. C'est parce que la foncière rembourse un peu sa dette chaque année qu'elle parvient à obtenir un crédit aussi élevé et donc une rentabilité aussi forte. La contrepartie est la capitalisation partielle du résultat récurrent.

**Panorama des foncières de logistiques cotées présentes en France**

Au 31/12/10	Taux de vacance	Variation des loyers à péri.const.	Patrimoine HD (M€)	Rendement d'expertise HD	LTV	Durée rési. ferme des baux (années)	EBE/ Loyers	RNR/ ANR-R	Div./ RNR
Argan	0,0%	0,0%	539,3	7,8%	72,0%	5,7	91,0%	12,1%	36,4%
Foncière Europe Logistique	11,5% en logist. Fr.	-3,0%	1 180 dt 622 en	7,4%	57,6%	2,8	81,9%	6,1%	56,7%
Gecilog	28,3%	n.c.	441,0	8,3%	n.c.	4,4	-	-	-
Montéa	4,2% en Fr.	n.c.	233 dt 92 en Fr.	7,6%	47,6%	n.c.	77,3%	6,9%	90,6%
Prologis European Property	3,8% en Fr.	-6,0%	2 822 dt 812 en Fr.	7,7%, 8% en Fr.	53,0%	2,3 en Fr.	86,8%	6,4%	0,0%
WDP	4,3%	n.c.	821,5 dt 81 en Fr.	8,27%, 8,26% en Fr.	55,2%	5,3	90,6%	9,0%	80,4%

RNR: résultat net récurrent

Source: sociétés, Invest Securities

## Le marché des entrepôts logistiques : la prudence domine

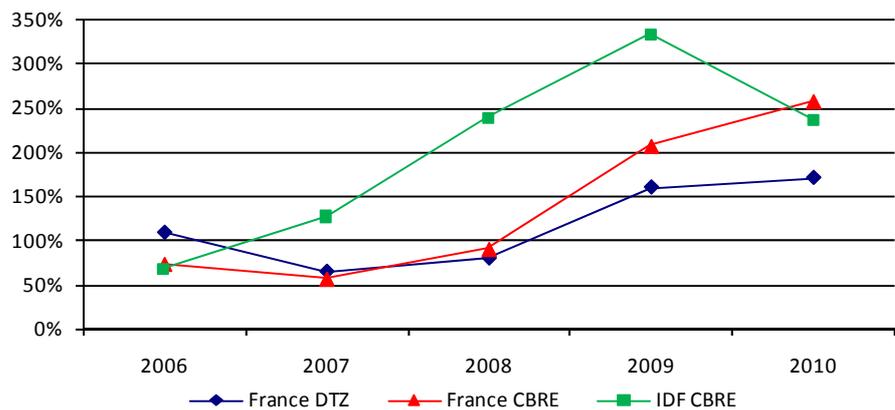
### En 2010, seule l'Île-de-France tire son épingle du jeu

Le marché de la logistique (>10 000 m<sup>2</sup>) en France est toujours à la peine avec 1,53 millions de m<sup>2</sup> placés en 2010 (contre 1,58 millions en 2009) proches des niveaux de 2004. Alors que la demande en régions reste atone, le volume en Île-de-France, en hausse de 47 % sur un an à 560 000 m<sup>2</sup>, retrouve sa moyenne des dix dernières années. Cette amélioration fait suite à une année 2009 calamiteuse pour la région parisienne. Notons une réduction de la surface moyenne liée au développement de la logistique de flux.

**Le stock atteint des niveaux record.** Le stock immédiat a continué à croître, de 20 %, à 3,95 millions de m<sup>2</sup>. Ce niveau record représente 2,6 années de demande et 2,4 années en Île-de-France. En ajoutant les projets en blanc (54 000 m<sup>2</sup>) et surtout en gris (4,4 millions de m<sup>2</sup>), le stock potentiel représente 5,5 années de demande (3,7 années en Île-de-France).

**Une concentration pour les entrepôts de classe A.** La demande est essentiellement orientée vers les actifs de classe A, notamment en raison des exigences environnementales. Ces derniers ne représentent que 60 % du stock immédiat en France (soit 2,4 millions de m<sup>2</sup>) et 58 % en Île-de-France (769 000 m<sup>2</sup>).

Rapport stock/demande placée des entrepôts en France (> à 10.000m<sup>2</sup>)



### L'incertitude sur le taux de vacance demeure

**Quelle taille de parc ?** 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. Le parc total des entrepôts en France est estimé par CBRE à 92 millions de m<sup>2</sup> mi-2009, dont 63 millions en province et 29 millions en Île-de-France. L'Observatoire de l'Immobilier Logistique (Oblog) évaluait le parc d'entrepôts de plus de 5 000 m<sup>2</sup> à 36 millions de m<sup>2</sup> en 2008. En Île-de-France, la Direction Régionale de l'Équipement d'Île-de-France évalue le parc d'entrepôts de plus de 5 000 m<sup>2</sup> à 14 millions de m<sup>2</sup>, l'ORIE 13,4 millions et Parcolog (investisseur en entrepôts logistiques) 22 millions de m<sup>2</sup>. **Sur le segment des entrepôts supérieurs à 10 000 m<sup>2</sup>, correspondant au marché d'Argan, CBRE estime le parc à 24 millions de m<sup>2</sup> dont 8 millions en Île-de-France et 16 en province.** Ces chiffres sont à manier avec précaution. La région lyonnaise, deuxième zone d'entrepôts logistiques, regrouperait 6 millions de m<sup>2</sup> (suivie par Lille avec 4 millions).

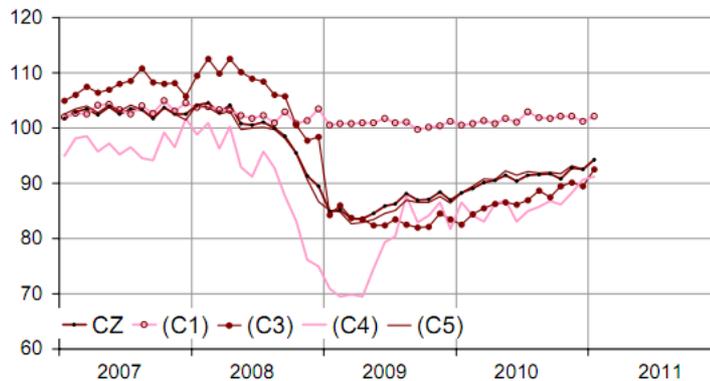
En prenant le parc des entrepôts supérieurs à 10 000 m<sup>2</sup> estimé par CBRE en 2009 (et en supposant faible la construction en pleine crise), **la vacance fin 2010 atteindrait 16,2 % en France dont 15,5 % en Île-de-France.** Par comparaison, Jones Lang Lasalle publie une vacance de 9 % sur les entrepôts A et B supérieurs à 10 000 m<sup>2</sup> en Île-de-France fin juin

2010. Celle en région lilloise serait de 16 % contre 15 % en Rhône-Alpes.

**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, malgré une hausse de 6 % en 2010, reste encore à environ 10 % inférieure à ce qu'elle était à son sommet il y a trois ans.

### Indices mensuels de la production industrielle

Données CVS-CJO, base et référence 100 en 2005



Légende : CZ : industrie manufacturière - (C1) : IAA - (C3) : équipements électriques, électroniques, informatiques ; machines - (C4) : matériels de transport - (C5) : autres industries

Sources : INSEE, SSP, SOeS

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. Certains évoquent un million de m<sup>2</sup> de surface d'entrepôt louée par les logisticiens et non utilisée. 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.

**Incertitude sur la typologie de la vacance.** L'enjeu pour le secteur, donc pour Argan, est de savoir si la vacance actuelle et potentielle concerne des actifs *prime* ou de seconde main inadaptés à la demande actuelle. Dans le premier cas, les loyers des actifs de classe A seraient durablement sous pression, à la différence du second cas. Le recul relativement modeste des valeurs locatives et la reprise de la demande en entrepôts de classe A militent plutôt dans le sens d'une inadaptation de l'offre.

**Stabilité des loyers pour les actifs *prime*.** A court terme, le niveau actuel du stock (2,6 années de demande et 5,5 années avec les projets en blanc et gris) empêche toute hausse des loyers. Néanmoins, le risque de baisse est limité pour les entrepôts de classe A en raison d'une demande très orientée vers ces actifs, notamment lié aux exigences environnementales. En supposant que la demande placée soit quasi-exclusivement en classe A, l'offre ne couvre plus que respectivement 1,5 et 1,4 années de demande. **En l'absence d'une explosion des nouveaux projets d'entrepôts de classe A, une baisse des loyers sur ces actifs nous semble donc peu probable.**

### Etat du marché de la logistique en France en 2010 (entrepôts > 10 000 m<sup>2</sup>)

m <sup>2</sup>	Demande placée	Stock immédiat	Stock / demande	Stock de classe A	Stock classe A / demande totale	Projets en gris	Projets en blanc	Stock+projets / demande
France	1 531 500	3 948 100	2,6	60%	1,5	4 413 800	54 100	5,5
IDF	560 300	1 325 300	2,4	58%	1,4	768 600	n.s.	3,7

Source: CBRE

### Les développements en Île-de-France : vers l'exemple des bureaux ?

Chez certains grands chargeurs, la crise a entraîné un mouvement de concentration vers des entrepôts de grande taille rendant la localisation encore plus importante. Castorama, par exemple, s'est concentré sur deux grandes plateformes : une au sud de la France et l'autre, de 72 000 m<sup>2</sup>, louée par Argan, à Châtres (77). Ce mouvement crée une croissance de la demande pour des grands entrepôts *prime* et très bien localisés en Île-de-France. La forte hausse de la demande d'entrepôts de plus de 10 000 m<sup>2</sup> en Île-de-France en 2010, qui a retrouvé sa moyenne des douze dernières années, et la baisse de 100 points de base des taux de rendement sur cette typologie d'actifs en sont des illustrations. S'il est encore tôt pour parler de pénurie, une concurrence sur les meilleures localisations dans certaines zones de la région parisienne commence à se faire sentir.

**Dans le même temps, les charges explosent.** Le déséquilibre des finances locales et les mesures de financement du Grand Paris ont entraîné :

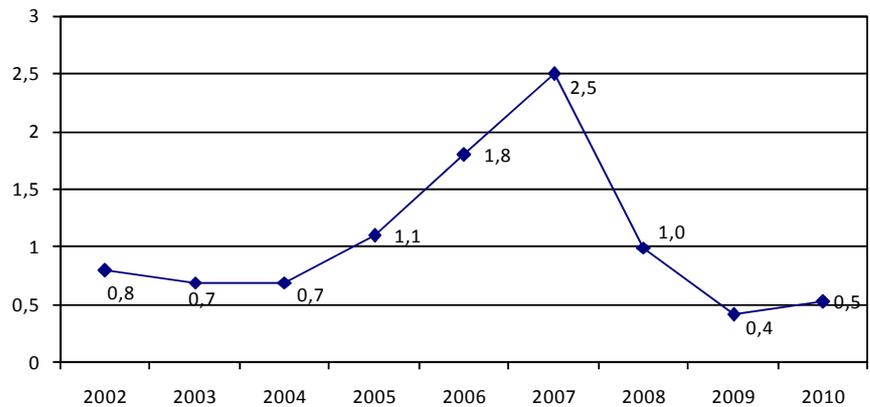
- ✓ une augmentation, jusqu'à 40 %, de la taxe foncière qui n'impacte pas Argan dans la mesure où les baux, triple nets, prévoient la répercussion de ce paiement sur les loyers ;
- ✓ la création d'une taxe sur la construction de locaux et donc d'entrepôts payable au dépôt du permis de construire et dont l'impact pour la société est plus incertain. Comme pour la taxe foncière, le législateur a différencié trois zones en Île-de-France avec des coûts différents de : 51,6 € par m<sup>2</sup> pour la zone 1, quasiment pas utilisée pour la construction d'entrepôts car concernant Paris et les Hauts-de-Seine. 32,1 €/m<sup>2</sup> pour la zone 2 qui comprend les communes de l'unité urbaine de Paris hors zone 1 c'est-à-dire l'intégralité de la première couronne et une partie de la seconde. 12,9 €/m<sup>2</sup> pour la zone 3 (autres communes de la région d'Île-de-France).

**Avec un coût de construction de l'ordre de 450 €/m<sup>2</sup> en Île-de-France, cette taxe représente 3 % à 7 % du coût au m<sup>2</sup>.** Cette mesure aura pour effet d'empêcher une nouvelle baisse des loyers sur les développements.

### Un marché de l'investissement toujours atone

**Des volumes inférieurs à 2004.** Malgré une hausse de 46 %, les volumes investis en immobilier logistique n'ont représenté que 585 M€ en 2010, soit 6 % des engagements en immobilier professionnel en France selon DTZ et 4,4 % selon BNP Paribas Real Estate. **Rappelons qu'Argan, avec 150 M€ d'acquisitions, a représenté 27 % du marché.**

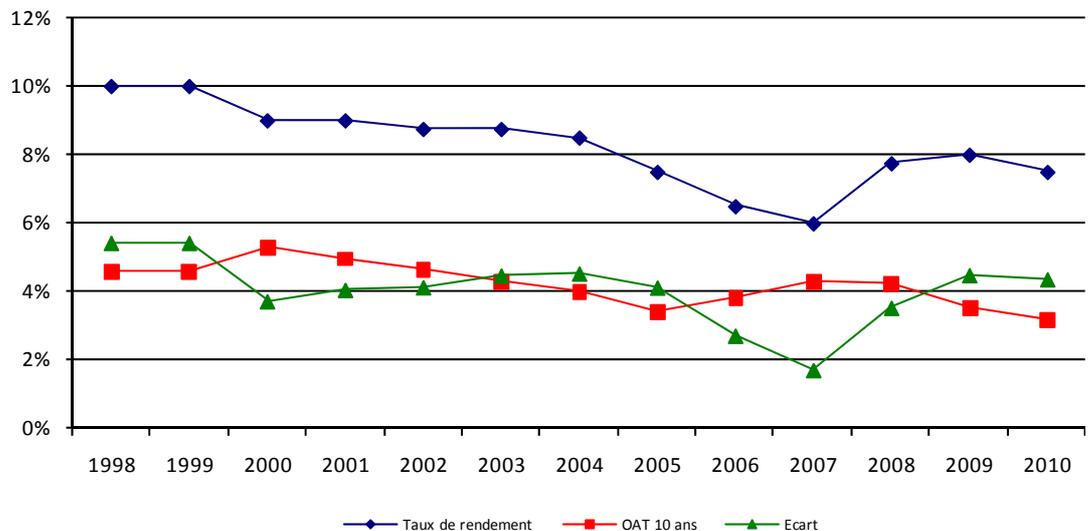
Investissements en immobilier logistique en France (en Mds€)  
Source: BNP Real Estate



**Une concentration sur le *prime*.** L'Île-de-France a rassemblé 53 % des investissements en 2010 contre 39 % en 2009 selon DTZ. De plus, la baisse des taux de rendement sur les zones les plus recherchées, l'Île-de-France et la région lyonnaise, de 100 points de base en un an contre 25 à 30 points de base dans les autres grandes régions, montre la concentration des investisseurs sur la même typologie d'actifs sécurisés et bien placés. Argan, avec 147 M€ à 7,25 % droits compris en moyenne ne fait pas exception. Les taux de rendement des actifs de classe A *prime* (loué à un chargeur pour au moins 6 ans sur un site reconnu) dans les régions francilienne et lyonnaise atteignent ainsi 7,20 % selon DTZ contre 8 % et 8,5 % ailleurs en France.

**Une marge sur l'OAT 10 ans encore élevée mais pour combien de temps ?** Ces rendements sont tenus par le faible niveau des taux d'intérêts de sorte que la marge par rapport à l'OAT 10 ans a retrouvé sa moyenne de 2000-2005. Ils constituent, selon nous, un point bas si le marché reste raisonnable. Cependant, on signale des transactions à 7,1 % en Île-de-France. Une hausse des taux d'emprunts, source de remontée des taux de capitalisation, n'est pas invisable en 2011. Notons que l'OAT 10 ans s'établit à 3,6 % début mars, en hausse de 100 points de base par rapport au point bas d'août 2010.

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



## Prévisions

### Composition du capital

Le capital de la foncière est composé de 10 136 514 actions et droits de votes et ne dispose d'aucun instrument dilutif. La foncière est contrôlée à 58,5 % par la famille du président-fondateur Jean-Claude Le Lan.

La famille a annoncé son souhait de suivre l'augmentation de capital à hauteur de 85,17 % et cèdera sur le marché le solde des droits préférentiels de souscription. Le risque est de dépasser le seuil des 60 % du capital (limite pour conserver le régime Siic), d'autant que la famille Le Lan s'engage à garantir le placement à 75 %. Dans le cas où les 60 % sont dépassés, la société sort du régime Siic jusqu'au retour sous les 60 % (si un retour est effectué avant un an, la sortie étant définitive au-delà). Argan devrait alors payer des impôts au taux du droit commun sur les revenus perçus durant la période de dépassement des 60 %.

Il faudrait que la famille Le Lan souscrive à plus de 20 M€ (66 % de la levée) pour dépasser les 60 % du capital et dans le cas où elle souscrirait aux 22,8 M€, la détention passerait à 65,5 %. Au cours de 14,4 €, l'actionnaire majoritaire devrait reclasser environ 9,7 M€ de capital. Outre le prix de souscription fortement décoté, le risque nous semble limité compte tenu de la part du capital à reclasser, de 5,5 % dans le pire des cas.

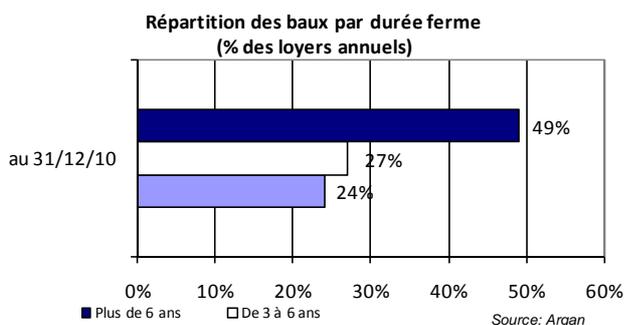
Enfin, la société a attribué à ses salariés 41 850 actions gratuites (0,4 % du capital avant augmentation) qui seront acquises en février 2013 et pourront être cédées à partir de février 2015. Notons que l'assemblée générale a autorisé l'attribution de 194 890 actions au maximum.

### Prévisions

#### ✓ Légère hausse de la vacance

D'ici fin 2013, 24 % des périodes fermes des baux arrivent à expiration. Un préavis a été déposé sur un entrepôt mais inquiète peu la foncière en raison de l'emplacement géographique favorable. Argan bénéficiera surtout de l'arrivée dans son patrimoine d'actifs entièrement loués à travers les développements (essentiellement dédiés) et les acquisitions. Nous attendons une hausse du taux de vacance d'un point par an soit environ 8 000 m<sup>2</sup> à 10 000 m<sup>2</sup> par an, amenant un taux de 4,5 % fin 2014.

Les actifs livrés et acquis d'ici 2013 devraient représenter 280 M€ soit 35,6 % du patrimoine fin 2013 et 37 % des loyers 2014. La vacance 2014 attendue à 4,5 % est donc une vacance de 7,2 % sur le patrimoine fin 2009, seul potentiellement à risque sur la période 2011-2014. Le risque de vacance, lié à l'incertitude sur la vacance structurelle du marché, est en réalité à plus moyen termes et est pris en compte dans la prime de risque affectée à la société.



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

Avec une indexation négative (ICC) sur la partie hors du tunnel d'indexation (80 % des baux entre 1,5 % et 3,5 % d'indexation) et des renégociations à la baisse de certains loyers en 2009 (liées à la mise en place du tunnel), la variation à périmètre constant des loyers a été nulle en 2010. Ensuite, la foncière bénéficiera du tunnel d'indexation ou d'une pré-indexation pour 90 % de ses baux. Le retour à la hausse de l'ICC constitue également un élément favorable. Cependant, nous n'attendons pas de hausse des loyers de marché 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, qui pourrait s'accroître compte tenu des risques récents d'inflation. Nous prévoyons une évolution des loyers à périmètre constant de 0,5 % entre 2011 et 2014.

✓ **Stabilité d'un ratio d'EBE sur loyers très élevé**

La foncière a embauché trois cadres en 2010 et considère sa structure actuelle adaptée au plan de croissance devant amener le patrimoine à 1 million de m<sup>2</sup>. L'accroissement du patrimoine devrait lui permettre d'absorber ces coûts supplémentaires de sorte que son ratio d'EBE sur loyers sera stable à un niveau élevé de 91 %.

✓ **Léger accroissement du coût moyen de la dette**

En 2010, Argan a fixé une grande partie de sa dette de sorte que la part variable est passée de 45 % à 12 % en un an. Le coût moyen instantané est de 3,89 % et la société estime qu'avec un Euribor 3 mois de 3 % (contre 1,2 % actuellement), le taux serait de 4,2 %. Néanmoins, en 2011, nous estimons que la foncière sera pénalisée par une trésorerie importante et faiblement rémunérée. Cette dernière, de 20,6 M€ fin 2010 sera provisoirement accrue par l'augmentation de capital de 30 M€. Ensuite, les nouveaux investissements devraient se réaliser à un coût supérieur, estimé à 4,5 %, nous amenant à attendre un coût net moyen en hausse progressive jusqu'à 4,5 %.

**Echéancier de la dette d'Argan au 31/12/2010**

2011	2012	2013	2014	2015	Au-delà
22,4	23,9	25,5	26,2	25,6	285,8

Source: Argan

✓ **L'augmentation de capital permettra de maintenir un rythme soutenu d'investissements**

Argan estime à 100 M€ par an les investissements d'ici fin 2012. Diminué des cessions, devant représenter environ 25 % des volumes investis, cela représente 75 M€ nets par an soit 13,4 % du patrimoine droits compris fin 2010. L'annonce, parallèle, d'un passage du patrimoine de 800 000 à 1 000 000 m<sup>2</sup> environ, signifie que 150 M€ seront investis pour 200 000 m<sup>2</sup> soit 750 €/m<sup>2</sup> de prix moyen, cohérent avec celui observé en 2010.

Comme nous l'avons déjà expliqué, la foncière souhaite se recentrer sur son métier historiques, les développements, et compte augmenter particulièrement les développements dédiés. Ces derniers étant plus longs à réaliser que des développements en gris (où le terrain et les autorisations auront pu être obtenus auparavant), l'impact des premières livraisons ne se fera sentir qu'en 2012. Les acquisitions devraient être moins importantes qu'en 2010 et plus se rapprocher du rythme 2009. Nous attendons donc 70 M€ d'acquisitions en 2011 (une première de 20 000 m<sup>2</sup> a déjà été réalisée début 2011) puis 30 M€ d'acquisitions par an contre 70 M€ d'investissements dans les développements.

Estimant que les taux d'expertises sont proches de leur point bas, les rendements des acquisitions sont attendus stables par rapport à 2010, soit 7,25 %. Celui des

développements est attendu à un niveau plus proche de la moyenne 2007-2009, soit 8,5 %. Rappelons que pour l'entrepôt L'Oréal, livré en 2010, la foncière avait bénéficié de coûts de construction particulièrement intéressants dans un contexte de crise. Enfin, le rendement des cessions, qui concernent des entrepôts à maturité, plus à risque, est attendu au niveau de celui de 2010 soit 8 %.

Avec une augmentation de capital de 30 M€ et le maintien à l'avenir de l'option de distribution du dividende en actions (en supposant un taux de souscription de 50 % et une décote de 20 % par rapport à l'ANR de remplacement), ce rythme d'investissement amènerait la LTV à 66,4 % fin 2013 contre 71,7 % fin 2010. Notre hypothèse d'investissements ensuite correspond à un objectif de LTV inférieure à 65 %, la foncière souhaitant conserver un endettement fort.

✓ **Une augmentation de capital de 30,4 M€**

L'augmentation de capital sera de 30,4 M€ avec une possibilité de l'étendre à 34,97 M€. Au prix de 11 € par action, cette dernière créerait 2 764 503 actions nouvelles (3,18 millions avec la clause d'extension) et augmenterait le capital fin 2010 de 27,3 %.

En ajoutant l'option de distribution du dividende en actions, avec une hypothèse de souscription par 60 % du capital (proche des 63 % de la précédente distribution de mai 2010), ce dernier serait augmenté d'environ 4,6 M€ (en supposant un prix de 12,3 €, soit une décote de 10 % par rapport au cours de bourse ex-coupon de 13,75 €) et 370 848 actions.

✓ **La distribution devrait suivre la croissance du résultat net récurrent**

Depuis son introduction en bourse, la foncière n'a cessé d'augmenter son dividende à un taux inférieur à l'accroissement de son résultat net récurrent par action entraînant une baisse continue du taux de distribution. La poursuite de la croissance du résultat permettant de réduire la part liée aux amortissements de la dette nous amène à anticiper une croissance de 5 % à 7 % par an du dividende par action, proche de la croissance en masse du résultat net récurrent (la dilution entraînant une baisse du résultat net récurrent par action).

Nous attendons également le maintien de l'option de distribution du dividende en actions en supposant un taux de souscription de 50 %, inférieur aux 63 % de 2010, et un prix affichant une décote de 20 % par rapport à l'ANR de remplacement de la fin d'année précédente. L'apport en fonds propres devrait atteindre 5 à 6 M€ par an pour une dilution de l'ordre de 2,5 % à 3 %.

**Baisse de la rentabilité qui se maintiendra à un niveau toujours élevé**

En 2010, Argan a bénéficié à plein d'un très fort levier, associé à un coût de la dette faible, lui permettant d'afficher une rentabilité des fonds propres record de 15,3 % (résultat net récurrent 2010 sur ANR de remplacement 2009). Ce taux a également tiré profit de la baisse des valeurs en 2008 et 2009, pénalisant l'ANR.

A partir de 2011, si la performance opérationnelle restera très élevée (EBE sur loyers de 91 % à 91,8 % associé à un risque de vacance mesuré), la dynamique financière se réduira même si l'endettement devrait rester fort (LTV attendue à 64 % fin 2014). De plus, l'augmentation de capital, qui entraînera une hausse de près de 25 % du nombre d'actions, provoquera une dilution importante du résultat par action. **Le résultat net récurrent par action est donc pénalisé par des investissements moins productifs que par le passé (à cause d'un levier moins fort) et une forte dilution par émission au-dessous de l'ANR.** Malgré cela, la rentabilité des fonds propres devrait se maintenir à un niveau élevé, entre 12 % et 10 %, en raison de rendements des investissements encore importants (7,25 % à

8,5 %) et d'un levier de 65 % en moyenne.

### Valorisation

**L'investissement dans Argan revient à s'assurer une forte rentabilité des fonds propres avec peu de risques jusqu'à 2015 environ, puis avec une incertitude plus élevée sur le niveau de la vacance du patrimoine.** Le risque tient moins à la société, qui a montré la qualité de sa gestion, qu'à un secteur de la logistique dont le taux de vacance structurel est encore inconnu entraînant une incertitude sur l'évolution des valeurs locatives. Cela justifie selon nous une prime de risque supérieure à celle du marché.

Les cas de Foncière Europe Logistique et du patrimoine logistique de Gecina en sont de bons exemples : la première n'arrive pas à résorber une vacance de 11,5 % dans ses entrepôts en France et ne dispose que de 3 ans de durée résiduelle de ses baux. Gecina de son côté, affiche une vacance sur son patrimoine d'entrepôts fin 2010 de 28 % et a préféré céder 21 actifs essentiellement en France pour 420 000 m<sup>2</sup> à un prix à la casse de 120 M€ (286 €/m<sup>2</sup>), inférieur d'un tiers à leur seul coût de construction hors terrain.

### Points forts

- ✓ Un management de qualité qui a fait ses preuves ;
- ✓ un principal actionnaire dirigeant la foncière ;
- ✓ un métier de promoteur permettant d'assurer des rendements élevés ;
- ✓ une durée ferme longue (5,7 ans) des baux, pré-indexés à 80 %, associée à des locataires de qualité ;
- ✓ un historique très favorable.

### Points faibles

- ✓ Une incertitude structurelle sur le marché des entrepôts ;
- ✓ une absence de diversification ;
- ✓ un levier au plus haut qui ne pourra que se réduire entraînant une rentabilité des nouvelles actions inférieure aux actions existantes ;
- ✓ une taille boursière et donc une liquidité encore modérées ;
- ✓ une politique de distribution trop mesurée.

**L'intérêt spéculatif est pour le moment inexistant.** La famille Le Lan, agissant de concert, détient 58,5 % 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 et ont à l'inverse fait part de leur intention de souscrire à hauteur de leur participation à l'augmentation de capital, qu'ils garantissent à hauteur de 75 %.

### 1. Valorisation par actualisation des dividendes.

Nous intégrons les hypothèses suivantes à partir de 2015 :

- ✓ une rentabilité des capitaux investis de 7,8 %, équivalente à la moyenne des rendements des acquisitions et développements attendus entre 2011 et 2014 ;

- ✓ une LTV de 60 % contre 63 % fin 2014 et 71,7 % fin 2010, considérant ces derniers niveaux trop élevés sur longue période ;
- ✓ un coût de la dette de 5 % légèrement supérieur au coût attendu en 2014 (4,5 %) anticipant un contexte de remontée des taux d'intérêts. En 2008, le coût moyen de la dette était de 5,3 % ;
- ✓ une indexation des loyers toujours basse, de 0,5 %, égale à notre hypothèse d'indexation 2011-2014 afin de tenir compte du potentiel de réversion négatif de la foncière et considérant comme peu probable toute inflation des loyers hors certaines zones en Île-de-France.

Le taux de croissance normatif du résultat net récurrent atteint ainsi un niveau relativement élevé de 7,2 % par an, porté par la forte rentabilité des investissements et l'effet de levier important.

Nous supposons un taux d'actualisation des dividendes de 11 %, de plus de 160 points de base supérieur au taux exigé par les marchés (prime de marché de 5,75 % et un taux d'OAT 10 ans de 3,62 %). Cette prime, d'autant plus importante que les primes de risques sur les valeurs immobilières peuvent plutôt être inférieures à la moyenne du marché, s'explique par le risque sur le marché de la logistique.

**En actualisant les dividendes sur 50 ans, nous obtenons une valorisation de 252,6 M€ soit 19,03 € par action diluée post augmentation de capital.** En actualisant sur 30 et 20 ans, la valorisation par action diluée atteint 14,84 € et 11,50 €.

**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%
56,2	43,4	34,3	27,7	22,7	19,0	16,2	14,0	12,27	10,9

## 2. Méthode de Bates

La méthode de Bates consiste à actualiser la valeur future de la société (représentée par l'ANR de remplacement affecté d'une éventuelle décote), une fois atteint sa vitesse de croisière, y compris les dividendes intercalaires. Cette méthode est particulièrement adaptée aux entreprises en phase de constitution, ou de croissance comme Argan. Nous nous fixons en 2014, une fois dépassés le million de m<sup>2</sup> et les 50 M€ de loyers.

Les hypothèses d'ici 2014 ont été détaillées plus haut dans le chapitre consacré. Le taux de rentabilité utilisé est de 11 %, comme pour la méthode d'actualisation des dividendes. Par ailleurs, l'absence d'intérêt spéculatif nous amène à appliquer une décote de 20 % à l'ANR de remplacement 2014, proche de la décote moyenne des principales foncières mais supérieure à celle d'Argan actuellement (13 %).

En actualisant l'ANR de remplacement 2014 après décote et en y ajoutant la distribution 2011-2013, nous obtenons une valorisation de 221,5 M€ soit 15,36 € par action. Dans la mesure où notre valorisation repose sur l'ANR 2014, nous divisons cette valeur par le capital nécessaire pour atteindre cette dernière et donc le nombre d'actions attendu en 2014.

Tableau de sensibilité de la valeur/action € (en fonction du TRI et de la décote)

	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%	11,0%	12,0%	13,0%	14,0%	15,0%
0%	21,2	20,6	20,1	19,6	19,1	18,6	18,1	17,7	17,3	16,9
10%	19,3	18,8	18,3	17,8	17,4	17,0	16,6	16,2	15,8	15,4
20%	17,4	17,0	16,5	16,1	15,7	15,4	15,0	14,6	14,3	14,0
25%	16,5	16,1	15,7	15,3	14,9	14,5	14,2	13,9	13,6	13,2
30%	15,5	15,2	14,8	14,4	14,1	13,7	13,4	13,1	12,8	12,5
40%	13,7	13,3	13,0	12,7	12,4	12,1	11,9	11,6	11,3	11,1
50%	11,8	11,5	11,3	11,0	10,7	10,5	10,3	10,1	9,8	9,6

### 3. Valorisation par les comparables boursiers

Nous identifions **deux typologies de comparables** :

- ✓ Les **foncières de tailles comparables**, c'est-à-dire avec un patrimoine inférieur au milliard d'euros et une liquidité inférieure à 100 M€ ;
- ✓ Les **foncières de logistique** cotées et présentes en France, y compris le fonds d'investissement spécialisé Prologis European Properties.

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 2010 de 1,18 Md€ hors droits dont 52,7 % 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 849 M€ hors droits fin 2010, est situé à 66 % en Belgique, 10 % en France (essentiellement nord-est) et le solde aux Pays-Bas (19 %), 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'en est retirée le 28 juin 2010.
- ✓ La Sicafi belge **Montéa**, détenue à 29,7 % par une autre branche de la famille de Pauw et à 23,2 % par Banimmo, filiale à 50 % de la foncière Affine. Le patrimoine fin 2010 atteint 233 M€ hors droits dont 39,5 % en France. La foncière a réalisé une augmentation de capital de 40 M€ en juillet 2010 à 19,50 € contre un ANR de liquidation pré-money au 30 juin 2010 de 21,30 € (8,5 % de décote), notamment afin de réduire la LTV de 57,6 % fin juin à 47,6 % fin décembre 2010. Enfin, la foncière a ouvert un bureau en France afin d'y accompagner son développement.
- ✓ 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 %). Début 2011, Prologis a annoncé sa fusion avec un

autre leader du secteur, AMB. L'ensemble pèse 55,7 millions de m<sup>2</sup> d'entrepôts dans 22 pays, pour une valeur de 46 Mds\$. 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<sup>e</sup> trimestre 2008 jusqu'à la levée de 200 M€. En 2009, 61 M€ ont été levés. 29 % du patrimoine de 2,8 Mds€ fin 2010 est situé en France.

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, c'est-à-dire avec un patrimoine inférieur au milliard d'euros et un flottant inférieur à 100 M€, mais hors du secteur de la logistique :

- ✓ **CégéREAL**, filiale du fonds Commerz REAL, fonds ouvert de la Commerzbank, propriétaire de trois grands immeubles récents en première périphérie de l'Île-de-France (La Défense, Boulogne et Charenton). Le patrimoine fin 2010 est de 914 M€ droits compris. Si la capitalisation représente plus du double d'Argan, le flottant, d'environ 60 M€ est très comparable.
- ✓ **Foncière Paris-France** : foncière de bureaux et locaux d'activité à Paris et en Île-de-France. Son patrimoine a récemment fortement augmenté par l'acquisition de 162,5 M€ de bureaux et locaux d'activités dans Paris et atteint fin 2010 664 M€ droits compris, comparable à celui d'Argan, de 559 M€. Le flottant, d'environ 70 M€ est également proche d'Argan mais la liquidité est moindre.
- ✓ **Foncière Sépric** est une foncière spécialisée dans les parcs d'activité commerciale situés dans les agglomérations de province. Fin 2010, la société affichait un patrimoine de 163 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 2010 droits compris est de 621 M€ mais le flottant est plus faible qu'Argan, à environ 30 M€.
- ✓ **Paref**, foncière investissant dans des immeubles de bureaux en région parisienne et en province avec un patrimoine droits compris de 205 M€ fin juin 2010. 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 2010 était évalué à 151 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 et a connu une dernière phase de croissance par l'apport fin 2010 de son actionnaire majoritaire Jacky Lorenzetti d'un portefeuille de 210 M€ essentiellement de logements dans Paris. Le patrimoine après apport et acquisitions 2010 s'établissait à 693 M€ hors droits. Début 2011, la foncière a réalisé une augmentation de capital de 93 M€ et qui a fortement augmenté son flottant, qui dépasse 100 M€. Ces dernières opérations nous amènent à considérer les prévisions par action 2011 au lieu des données publiées fin 2010.

Données 2010 des foncières comparables (€ par action)

Au 31/12/2010	Cours	Capi. M€	Flottant M€	Patri. DC M€	Loyers	EBE	Div. net	RNR	ANR-R	ANR-L	LTV
Argan	14,39	145,9	59,8	559	3,78	3,44	0,75	2,06	17,02	14,94	71,7%

Comparables de taille

CégéREAL	24,00	320,9	61,0	914	4,09	3,51	1,10	2,30	38,60	34,70	43,5%
Foncière Paris-France	105,50	183,6	71,6	664	12,20	9,39	5,75	7,49	132,9	120,3	35,5%
Foncière Sépric (semestriels)	8,34	61,6	22,2	163	0,79	0,68	0,30	0,53	11,30	10,30	46,7%
Klémurs	21,11	174,2	27,9	621	5,31	5,02	1,54	2,61	31,00	23,20	62,9%
Paref	48,40	48,8	19,2	205	10,12	7,99	2,25	4,65	96,85	77,19	67,2%
Sélectirente	49,40	72,4	29,7	151	7,23	6,25	1,85	4,75	59,10	53,10	43,9%
Terreïs 2011e	13,30	334,2	115,4	872	1,92	1,66	0,48	1,02	17,92	16,27	51,0%

Foncières de logistique

Foncière Europe Logistique	3,10	356,5	4,0	1 124	0,75	0,62	0,00	0,30	4,91	3,50	57,6%
Montéa	24,27	136,7	42,8	241	3,71	2,87	1,56	1,72	24,92	22,00	47,6%
Prologis European Properties	5,02	956,4	n.c.	2 956	1,28	1,11	0,00	0,41	7,02	5,62	53,0%
WDP	37,60	471,3	325,2	849	4,63	4,19	2,50	3,11	34,74	29,62	55,2%

RNR: résultat net récurrent

Sources : sociétés, Invest Securities

Ratios 2010

	P/RNR	Rendement	P/ANR-R	P/ANR-L	VE/EBE	VE/Loyers
Argan	6,98	5,2%	0,85	0,96	13,85	12,61

Comparables de taille

CégéREAL	10,43	4,6%	0,62	0,69	15,07	12,93
Foncière Paris-France	14,09	5,5%	0,79	0,88	17,96	13,82
Foncière Sépric (semestriels)	7,87	3,6%	0,74	0,81	13,12	11,29
Klémurs	8,09	7,3%	0,68	0,91	13,67	12,92
Paref	10,41	4,6%	0,50	0,63	24,04	18,98
Sélectirente	10,40	3,7%	0,84	0,93	14,34	12,39
Terreïs 2011e	13,04	3,6%	0,74	0,82	17,46	15,10
Moyenne	9,96	4,8%	0,70	0,82	16,53	14,14

Foncières de logistique

Foncière Europe Logistique	10,33	0,0%	0,63	0,89	14,72	12,05
Montéa	14,09	6,4%	0,97	1,10	15,47	11,96
Prologis European Properties	12,24	0,0%	0,71	0,89	11,86	10,29
WDP	12,09	6,6%	1,08	1,27	18,66	16,90
Moyenne	12,19	3,3%	0,85	1,04	15,18	12,80

RNR: résultat net récurrent

Valorisation d'Argan à partir des ratios 2010 (€ par action)

	P/RNR	Rendement	P/ANR-R	P/ANR-L	VE/EBE	VE/Loyers	Moyenne
--	-------	-----------	---------	---------	--------	-----------	---------

Comparables de taille

CégéREAL	21,50	16,36	10,58	10,33	18,58	15,63	<b>15,50</b>
Foncière Paris-France	29,03	13,76	13,51	13,10	28,51	18,98	<b>19,48</b>
Foncière Sépric (semestriels)	16,21	20,85	12,56	12,09	11,86	9,42	<b>13,83</b>
Klémurs	16,67	10,28	11,59	13,59	13,75	15,58	<b>13,58</b>
Paref	21,45	16,13	8,51	9,37	49,46	38,51	<b>23,90</b>
Sélectirente	21,43	20,03	14,23	13,90	16,05	13,58	<b>16,54</b>
Terreïs 2011e	26,87	20,78	12,63	12,21	26,82	23,82	<b>20,52</b>
<b>Moyenne</b>	<b>20,53</b>	<b>16,81</b>	<b>11,90</b>	<b>12,23</b>	<b>23,59</b>	<b>20,18</b>	<b>17,67</b>
M€	272,4	223,0	158,0	162,3	313,0	267,9	234,6

Foncières de logistique

Foncière Europe Logistique	21,30	n.s.	10,74	13,23	17,36	12,29	<b>14,98</b>
Montéa	29,04	11,67	16,57	16,48	19,96	11,95	<b>17,61</b>
Prologis European Properties	25,23	n.s.	12,17	13,34	7,51	5,65	<b>12,78</b>
WDP	24,92	11,28	18,42	18,96	30,94	30,65	<b>22,53</b>
<b>Moyenne</b>	<b>25,12</b>	<b>11,47</b>	<b>14,47</b>	<b>15,50</b>	<b>18,95</b>	<b>15,13</b>	<b>16,98</b>
M€	333,4	152,3	192,1	205,7	251,4	200,8	225,3

Les valorisations moyennes obtenues à partir des deux échantillons sont assez proches, à 17,67 € et 16,98 € par action après augmentation de capital. Les valorisations varient néanmoins de près du simple au double, de 12,78 € avec les données de Prologis à 23,90 € à travers celles de Peref.

Si les nombreuses différences entre Argan et les autres foncières françaises de l'échantillon, l'absence de liquidité de Foncière Europe Logistique et le statut particulier de Prologis European Properties, rendent les comparaisons difficiles, nous pouvons en tirer deux principaux enseignements :

- ✓ **l'ensemble des foncières françaises de tailles comparables affichent une décote supérieure à celle d'Argan.** Cette dernière est de près de 30 % par rapport à l'ANR de remplacement et de 18 % par rapport à l'ANR de liquidation contre 15 % et 4 % pour Argan. Cela s'explique par la très forte rentabilité des fonds propres d'Argan, de 15 % fin 2010 ;
- ✓ **les foncières de logistique belges n'affichent pas de décote par rapport à leurs ANR, voire même surcotent.** Cette particularité, qui concerne une très grande partie des foncières belges, tient principalement à leur taux de distribution très élevé : Montéa distribue (en net) 91 % de son résultat net récurrent par action et WDP 80 %. Ainsi, même à l'ANR, le cours affiche un taux de rendement supérieur à 6 %.

<b>Moyenne des valorisations</b>		
Méthode	€/a	M€
Dividendes 50 ans	19,03	252,6
Dividendes 30 ans	14,84	197,0
Dividendes 20 ans	11,50	152,6
Bates	15,36	221,5
Comparables France	17,67	234,6
Comparables Logistique	16,98	225,3
Moyenne	15,90	213,9

### Valorisation

Cours (€) 14,6 Capitalisation boursière : 148,0 M€

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
P/ANR de remplacement non dilué	0,78	0,87	1,08	0,86	0,86	0,78	0,71	0,65
P/ANR de liquidation non dilué	0,84	0,96	1,23	0,98	0,96	0,87	0,78	0,72
P/ ANR de remplacement dilué	0,78	0,87	1,08	0,86	0,86	0,78	0,71	0,66
P/ ANR de liquidation dilué	0,84	0,96	1,23	0,98	0,96	0,87	0,79	0,72
P/Résultat net récurrent	15,1	11,0	8,5	7,1	7,7	7,8	7,2	6,8
Loyers/VE	7,3%	7,6%	7,6%	7,9%	8,2%	8,2%	8,4%	8,6%
VE/EBE	14,6	14,5	14,3	13,8	14,2	14,5	14,1	13,8
EBE/VE	6,8%	6,9%	7,0%	7,2%	7,1%	6,9%	7,1%	7,3%
Rendement	4,11%	4,11%	4,52%	5,14%	5,48%	5,82%	6,16%	6,51%

Source : Invest Securities

### Cours de l'action Argan sur un an



Source: Factset

### Résumé et conclusion :

#### Objectif de cours instantané : 15,8 € pré-coupon - conseil : souscrire

**Avec des résultats 2010 record et une hausse du patrimoine de 44 % sur un an, Argan confirme une fois de plus la qualité de sa gestion et son ambition.** La foncière souhaite poursuivre ce rythme élevé d'expansion avec environ 100 M€ d'investissements par an (75 M€ nets des cessions) visant toujours le million de m<sup>2</sup> de patrimoine d'ici fin 2012.

**Pour financer la poursuite de son développement, Argan réalise une augmentation de capital de 30,4 M€** (avec une clause d'extension de 4,57 M€) à laquelle s'ajoutera l'option de distribution du dividende en actions. **Le prix de souscription de l'augmentation de capital, de 11 €, affiche une décote généreuse de 32 % sur l'ANR de remplacement fin 2010 ex-coupon** (hors impact de juste valeur des instruments financiers) et de 22 % sur l'ANR de liquidation ex-coupon (après impact des instruments financiers).

**Les nouvelles actions ne pourront pas rapporter autant que les précédentes.** En 2010, Argan a actionné tous les leviers de son modèle avec un ratio d'EBE sur loyers de 91 % et surtout une LTV de 71,7 % associée à un coût de la dette au plus bas, à 3,89 %. Cela, avec à un ANR 2009 pénalisé par les baisses de valeurs, lui a permis d'afficher une rentabilité des fonds propres de 15,3 % (résultat net récurrent 2010 sur ANR de remplacement 2009). Une telle performance ne pourra se répéter à l'avenir, la LTV ayant atteint son point haut et les

taux d'intérêt ne pouvant que remonter. De plus, l'augmentation de capital à un prix décoté face à l'ANR entraîne une dilution importante des résultats. **Néanmoins, même s'il sera moins poussé à l'extrême, le modèle d'Argan continuera à générer une rentabilité très élevée des fonds propres, de 12 % à 10 % d'ici 2014**, grâce à :

- ✓ un endettement encore fort (LTV attendue à 64 % fin 2014)
- ✓ un coût de la dette fixé à 88 % ;
- ✓ la reprise des développements, aux rendements supérieurs aux acquisitions (8,5 % contre 7,25 % attendus).

A horizon 4-5 ans, la rentabilité reste élevée et associée à un risque faible (durée fermes résiduelle des baux de 5,7 ans en moyenne). **L'incertitude repose donc moins dans la qualité de la société que dans l'état du marché de l'immobilier logistique et particulièrement le taux de vacance à maturité.**

En supposant fin 2012 une rentabilité locative (loyers sur valeur d'entreprise) supérieure à 8 %, qui constitue selon nous une limite pour l'immobilier logistique, le titre serait valorisé environ 16,3 € pré-coupon. Actualisé sur un an et demi à un taux de 9 % et en y ajoutant les coupons, **notre objectif de cours instantané s'établit à 15,8 € (15 € pour les nouvelles actions, ne bénéficiant pas du dividende 2010)**. Précisons que cet objectif ne tient pas compte d'un scénario catastrophe au Japon. **Nous conseillons de souscrire à l'augmentation de capital à 11 €, décotée de près de 20 % par rapport au cours actuel ex-coupon.**

Achévé de rédiger le 18 mars 2011.

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
Total loyers	22,27	26,10	30,23	37,83	44,04	48,52	54,51	59,45
- Loyers patrimoine n-1 loué 100%	19,94	24,86	28,37	32,19	43,16	46,47	53,28	59,94
- 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%
Charges d'immeubles	-0,74	-1,24	-1,24	-1,59	-1,94	-2,23	-2,62	-2,97
Frais généraux	-2,00	-2,00	-1,82	-1,88	-1,92	-1,96	-2,00	-2,04
EBE	19,52	22,87	27,17	34,36	40,18	44,33	49,90	54,44
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	27,17	34,36	40,18	44,33	49,90	54,44
Rés. Financier	-10,15	-10,23	-10,42	-13,66	-16,74	-19,03	-21,60	-23,87
Résultat courant	9,37	12,64	16,75	20,70	23,44	25,30	28,30	30,57
Taux IS courant	-10,4%	-0,6%	-0,4%	-0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impôt sur les sociétés	-0,98	-0,08	-0,06	-0,16	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat net récurrent non dilué	8,39	12,56	16,68	20,54	23,44	25,30	28,30	30,57
Impact de la dilution	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat net récurrent après dilution	8,39	12,56	16,68	20,54	23,44	25,30	28,30	30,57
Variation de juste valeur des actifs	41,67	-27,47	-43,64	19,47	2,70	2,92	3,35	3,79
Résultat exceptionnel	0,05	0,49	-0,89	0,38	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat net publié (JV)	50,12	-14,43	-27,84	40,38	26,14	28,22	31,65	34,35
Distribution courante (N)	5,70	5,70	6,43	7,60	10,62	11,61	12,68	13,75

Bilan (M€)

Patrimoine val. vénale DC	363,0	384,2	387,0	559,4	606,3	695,9	785,9	851,9
Patrimoine val. vénale HD	350,6	370,3	370,9	539,3	584,5	670,8	757,6	821,2
Evolution des val. d'expertises	nc	-8,9%	-11,6%	6,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Taux moyen des droits	3,5%	3,8%	4,3%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
Acquisitions DC	16,0	15,5	40,2	146,9	70,0	30,0	30,0	20,0
Rdt des acquisitions	7,00%	7,11%	9,00%	7,25%	7,25%	7,25%	7,25%	7,25%
Développements DC	41,1	26,8	20,2	22,0	0,0	75,0	75,0	50,0
Rdt des développements	8,50%	8,60%	8,50%	9,50%	8,50%	8,50%	8,25%	8,25%
Investissements dans les encours			11,0	11,0	30,0	70,0	70,0	30,0
Cessions HD	0,0	0,0	17,0	24,8	25,0	25,0	25,0	12,5
Rdt perdu des cessions	0,00%	0,00%	8,90%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
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	6,0	0,0	7,5	7,5	5,0
Construction en cours		8,2	11,0	5,1	30,0	25,0	20,0	0,0
Var. BFR	8,0	1,3	-1,5	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	27,5	0,0	1,6	4,1	35,0	5,3	5,8	6,3
Dette financière nette	183,1	222,9	266,1	392,5	416,7	471,7	524,2	537,5
Dette financière moyenne	158,8	193,7	247,2	328,9	389,8	447,0	500,8	541,1

Actif net réévalué (M€)

ANR de remplacement non dilué	177,0	158,8	131,4	172,6	226,2	256,7	290,1	323,3
ANR de liquidation non dilué	164,6	144,9	115,3	151,4	201,6	230,6	262,5	294,5
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	158,8	131,4	172,6	226,2	256,7	290,1	323,3
ANR de liquidation dilué	164,6	144,9	115,3	151,4	201,6	230,6	262,5	294,5

Nb d'actions (M)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Moyen (RNR)	8,6663	9,5000	9,7445	9,9940	12,3232	13,5064	13,9324	14,3217
Fin d'année	9,5000	9,5000	9,7445	10,1365	13,2719	13,6613	14,0894	14,4743
Moyen (RNR) après dilution	8,6663	9,5000	9,7445	9,9940	12,3651	13,5483	13,9742	14,3636
Fin d'année après dilution	9,5000	9,5000	9,7445	10,1365	13,3137	13,7031	14,1313	14,5161
Droit au dividende	9,5000	9,5000	9,7445	10,1365	13,2719	13,6613	14,0894	14,4743
<b>Données par action (€/a)</b>								
Résultat net récurrent non dilué	0,97	1,32	1,71	2,05	1,90	1,87	2,03	2,13
Résultat net récurrent dilué	0,97	1,32	1,71	2,05	1,90	1,87	2,02	2,13
Dividende	0,60	0,60	0,66	0,75	0,80	0,85	0,90	0,95
ANR de remplacement non dilué	18,63	16,71	13,49	17,02	17,04	18,79	20,59	22,34
ANR de liquidation non dilué	17,33	15,25	11,83	14,94	15,19	16,88	18,63	20,35
ANR de remplacement dilué	18,63	16,71	13,49	17,02	16,99	18,73	20,53	22,27
ANR de liquidation dilué	17,33	15,25	11,83	14,94	15,14	16,83	18,57	20,29
EBE	2,25	2,41	2,79	3,44	3,26	3,28	3,58	3,80
Loyers	2,57	2,75	3,10	3,78	3,57	3,59	3,91	4,15
Dette financière nette moyenne	18,32	20,39	25,37	32,91	31,63	33,10	35,94	37,78
<b>Ratios</b>								
Endettement (LTV)	52,2%	58,9%	69,7%	72,1%	67,8%	67,8%	67,4%	65,4%
EBE/loyers	87,7%	87,6%	89,9%	90,8%	91,2%	91,4%	91,5%	91,6%
EBE/frais financiers (ICR)	1,9	2,2	2,6	2,5	2,4	2,3	2,3	2,3
EBE/dette nette moyenne	12,3%	11,8%	11,0%	10,4%	10,3%	9,9%	10,0%	10,1%
Frais généraux / loyers	-9,0%	-7,7%	-6,0%	-5,0%	-4,4%	-4,0%	-3,7%	-3,4%
RNR N / ANR N-1 avant dilution	n.a.	7,1%	10,2%	15,2%	11,2%	11,0%	10,8%	10,4%
RNR N / ANR N-1 après dilution	n.a.	7,1%	10,2%	15,2%	11,1%	11,0%	10,8%	10,4%
Div/RNR/action avant dilution	62,0%	45,4%	38,6%	36,5%	42,1%	45,4%	44,3%	44,5%
Div/RNR/action après dilution	62,0%	45,4%	38,6%	36,5%	42,2%	45,5%	44,4%	44,6%
Div/patrimoine HD	1,6%	1,5%	1,7%	1,4%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%
Div/ANR-R N-1	0,81%	3,22%	3,95%	5,56%	4,70%	4,99%	4,79%	4,61%
Div/ANR-L N-1	1,03%	3,46%	4,33%	6,34%	5,36%	5,60%	5,33%	5,10%

### 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
Oui	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.

## ANALYSTES FINANCIERS

### Daniel Anizon

Biotechs

☎ 33 1 44 88 77 88

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

### Paul Arkwright

Immobilier

☎ 33 1 73 73 90 25

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

### Louis Bazy

Small caps - Stock picking

☎ 33 1 44 88 77 93

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

### Benoît Faure-Jarrosion

Immobilier

☎ 33 1 44 88 88 09

✉ [bfaure-jarrosion@invest-securities.com](mailto:bfaure-jarrosion@invest-securities.com)

### Nicolas Maïquès

Media - Software - Internet - Agro

☎ 33 1 44 88 77 98

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

### Laurent Wilk

Greentech - Cleantech - Small Caps

☎ 33 1 44 88 77 97

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

### Nailin Zhang

Valeurs chinoises

☎ 33 1 73 73 90 27

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

## SALLE DES MARCHES

### Eric d'Aillières

Directeur

☎ 33 1 44 88 77 99

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

### Claude Bouyer

Relations investisseurs institutionnels

☎ 33 1 44 88 88 02

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

### Pascal Hadjedj

Vendeur actions

☎ 33 1 44 88 77 99

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

### Thierry Roussilhe

Vendeur actions

☎ 33 1 44 88 77 99

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

### Kaspar Stuart

Vendeur actions

☎ 33 1 44 88 77 99

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

### Frédéric Micaelli

Négociateur

☎ 331 44 88 77 99

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

### René Reymond

Négociateur

☎ 331 44 88 77 99

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

### Dominique Humbert

Négociateur

☎ 331 44 88 77 99

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

### Bruno Guillemet

Négociateur

☎ 331 44 88 77 99

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

## INVEST SECURITIES CHINA

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

### Christine Lambert Goue

Managing Director

☎ 86 10 84 51 10 63

✉ [clambert-goue@invest-securities.com](mailto:clambert-goue@invest-securities.com)