



Analyse
Financière



SELECTIRENTE
Foncière d'investissement

Avertissement

Cette étude a été réalisée sur la base des informations à caractère général et des documents comptables et financiers qui nous ont été communiqués par les dirigeants de la société SELECTIRENTE.

Il n'entre pas dans la mission d'Invest Securities de vérifier l'exactitude, le caractère pertinent ou l'exhaustivité des informations données par la société et ses représentants, informations réputées complètes, exactes, pertinentes.

Ni la responsabilité d'Invest Securities, ni celle de ses collaborateurs ne sauraient être engagées, à quelque titre que ce soit, s'il apparaissait que l'un quelconque des documents sur le fondement duquel notre étude a pu être élaborée, s'avérait ne pas refléter de la façon la plus exacte possible, la réalité économique et financière de la société étudiée.

L'évaluation obtenue correspond à la meilleure perception d'Invest Securities, à la date de réalisation de cette étude, de la valeur de la société évaluée, déterminée à partir des informations mises à disposition dans le cadre décrit ci-dessus. Invest Securities, ou ses collaborateurs, ne sauraient toutefois garantir que la valeur obtenue correspondrait ou coïnciderait avec un prix effectif qui pourrait être payé au cours d'une transaction ou arrêté dans le cadre d'une négociation, voire toute opération ou tout calcul faisant intervenir cette valeur.

Le présent document ne constitue ni une offre, ni une invitation à acheter ou à souscrire des valeurs mobilières ou d'autres titres ; il ne peut servir en aucune manière de support ou être utilisé dans le cadre d'un quelconque contrat ou engagement. Il ne vous est remis qu'à titre d'information et ne peut être reproduit ou redistribué à un tiers.

Le présent document a été communiqué à la société préalablement à sa diffusion.

Sommaire

Sommaire	1
Résumé Conclusion	2
Sélectirente en quelques mots.....	2
Points forts	2
Points faibles	2
Modalités de l'introduction.....	3
Objectif de cours	3
Un fonds spécialisé en murs de commerces	4
Historique : neuf ans de croissance régulière.....	4
Stratégie	4
Organisation : une délégation complète	7
Activité récente et perspectives	8
Rentabilité	9
Financement.....	10
Le patrimoine de Sélectirente et le marché des commerces.....	10
Actionnariat	14
Prévisions	15
Valorisation	18
Eléments de calcul	18
Choix des méthodes	20
Actualisation des dividendes.....	20
Méthode de Bates	21
Valeur par comparaison	21
Fixation de la valeur d'équilibre.....	23
Données financières	26

Résumé Conclusion

Sélectirente en quelques mots

Sélectirente est un fonds spécialisé dans les murs de commerces à la tête d'un patrimoine de 74 M€ hors droits et d'un actif net réévalué de remplacement de 41 M€ à la mi-2006.

La société a été créée fin 1997 par Sofidy, société de gestion reconnue dans ce domaine grâce au succès notamment de la SCPI Immorente (750 M€ d'actifs sous gestion). Sélectirente n'a pas de personnel et est entièrement géré par Sofidy.

L'objectif de la cotation est d'accéder au statut SIIC et d'obtenir à terme les moyens de la croissance, en commençant par une augmentation de capital de 8 M€. En se spécialisant sur de petits actifs et en visant des loyers sous-évalués, le rendement actuel des immeubles acquis depuis l'origine atteint 10 %. Les actifs sont retenus pour un rendement de 7,8 % dans l'ANR de mi-2006.

Points forts

- ✓ très grande régularité du marché des commerces
- ✓ sous-évaluation des loyers
- ✓ expérience et implication capitalistique de la société de gestion
- ✓ variabilité des coûts adaptée à la taille
- ✓ expertises prudentes pour le calcul d'actif net réévalué

Points faibles

- ✓ pas d'équipe propre
- ✓ coût de gestion potentiel des actifs de faible taille
- ✓ liquidité boursière réduite
- ✓ absence d'opérations de développement
- ✓ marché de l'investissement très compétitif

Modalités de l'introduction

L'opération prend la forme uniquement d'une augmentation de capital, à hauteur de 8 M€ à raison de 207.792 actions à 38,50 €, émission pouvant être portées à un maximum de 238.960 actions. Les souscriptions sont ouvertes du 13 au 25 septembre 2006.

Ratios au prix d'émission

	P/CAF nette	Rendt net	P/ANR rempl.	P/ANR liq.
2006	12,05	3,25%	0,88	0,96
2007	10,07	3,38%	0,78	0,85
2008	8,90	3,51%	0,71	0,76

Objectif de cours

Nous retenons un objectif de 43 €/action. Cette valorisation est légèrement inférieure à l'actif net réévalué de remplacement par action après augmentation de capital (43,6 €) et équivaut à une rentabilité pour l'actionnaire de 12 % par an pendant cinq ans si nos prévisions de résultat et de valorisation sont atteintes, notamment une cotation en 2011 au niveau de l'actif net réévalué de remplacement.

Benoît Faure-Jarrosion

(33) 1 40 27 03 99

bfaure-jarrosion@invest-securities.com

Un fonds spécialisé en murs de commerces

Historique : neuf ans de croissance régulière

Sélectirente a été créée fin 1997 à l'initiative de Sofidy pour être un fonds spécialisé en murs de commerces géré par ce dernier, dont c'est le métier. L'objectif était de recourir à un endettement à hauteur d'au moins 50 % du patrimoine. Les principaux actionnaires étaient déjà Sofidy et les compagnies d'assurance-vie La Hénin-Vie et Avip, toujours présentes aujourd'hui au tour de table. Le capital initial de 1,5 M€ a été augmenté au fur et à mesure de la croissance de Sélectirente.

Une croissance continue depuis la création

(En K€, dette brute dont obligations convertibles)

	1997/98	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Actifs au bilan	4 200	7 825	15 489	23 155	30 516	33 906	48 531	61 660
Dettes financières	1 725	3 665	7 203	11 942	16 180	18 306	24 927	33 075
Chiffre d'affaires	237	572	1 006	1 876	2 758	3 507	4 470	5 355
Résultat net	38	96	181	390	515	739	1 029	3 792

Source : société

Tout au long de la période, la gestion paraît avoir été sans problème particulier. Le taux d'occupation est de l'ordre de 99 % depuis trois ans au moins.

Stratégie

Une spécialité de commerces indépendants

L'originalité de Sélectirente est d'investir avant tout dans des commerces indépendants, principalement des pieds d'immeubles en centre-ville ou des « boîtes » en sortie de ville, à proximité de moyennes ou grandes surfaces jouant le rôle de locomotives, accessoirement de plus grandes surfaces comme La Plateforme du Bâtiment ou de petits centres commerciaux.

Les grandes foncières de commerces préfèrent, elles, les centres commerciaux. Ces derniers présentent un risque plus faible (destination, capacité à attirer les enseignes, difficultés d'ouverture, qualité moyenne des signatures, prise du propriétaire sur la gestion commerciale). Les commerces indépendants ne présentent pas ces garanties mais il s'agit d'un marché plus fractionné donc moins efficient, où il reste possible de trouver des opportunités. Dans un marché néanmoins très compétitif, celles-ci résident moins dans un rendement initial élevé que dans un loyer sous-évalué.

Accessoirement, Sélectirente investit en parts de SCPI. L'essentiel est réalisé sous forme d'achat d'usufruits temporaires, pratique que l'on retrouve également chez la SIIC Paref. L'opération de démembrement temporaire présente d'importants avantages fiscaux pour les nu-propriétaires, tant en terme d'ISF que d'impôt sur le revenu. Cela permet à l'acheteur de l'usufruit d'obtenir une rentabilité satisfaisante. Les 2 M€ de valeur nette au bilan au 30 juin 2006 procurent un rendement prévisionnel (après prise en compte de la dépréciation) à deux chiffres.

Sofidy est un acteur majeur de cette spécialité

Sofidy gère 748 M€ de SCPI fin 2005 et connaît une croissance soutenue de ses encours. Les murs de commerces indépendants constituent sa spécialité. La SCPI Immorente (530 M€ d'encours fin 2005) est son principal outil et occupe une position centrale dans cette spécialité. Immorente a connu des résultats par action très réguliers et offre un rendement soutenu. De ce fait, même dans les pires heures de la crise immobilière, Immorente n'a pas connu les problèmes de décote et de marché secondaire qui ont sinistré le secteur des SCPI. Le produit est donc très populaire auprès des épargnants et Sofidy doit restreindre les demandes. La réputation de Sofidy est également excellente auprès des professionnels.

A nos yeux, l'avantage concurrentiel de Sofidy réside dans un savoir-faire empirique acquis par une longue expérience :

- ✓ disposer d'un vaste réseau informel d'apporteurs d'affaires,
- ✓ identifier les emplacements à faible risque par une observation au cas par cas,
- ✓ repérer la sous-évaluation des loyers, car il n'existe pas de règle simple à ce sujet,
- ✓ opérer une mise à niveau des loyers par la maîtrise du complexe droit des baux et une bonne capacité de négociation.

Un endettement cible d'environ 55 % des actifs

L'endettement à la fin des exercices 2005 et 2006 ne reflète pas l'activité de Sélectirente. D'une part, en décembre 2005, les cessions ont porté sur près de 7 M€, soit l'équivalent de 11 % de la valeur des actifs. D'autre part, le bilan 2006 portera la trace de la levée de 8 M€ lors de l'introduction en bourse. A la mi-2006, le levier s'établit à 50 % du patrimoine et 53 % après formalisation des acquisitions sous promesse. Un objectif d'endettement de l'ordre de 55 % des actifs semble cohérent avec la philosophie de la société.

Une politique de revalorisation des loyers

Le marché de l'investissement immobilier a été envahi par des gérants de fonds d'origine financière dont la priorité est la recherche du rendement immédiat afin de dégager rapidement un cash-flow important grâce à l'endettement. Sofidy tente de se démarquer en identifiant des actifs dont les loyers sont sous-évalués, en étoffant sa présence dans des rues ou zones commerciales identifiées, afin d'en maîtriser la composition de l'offre, en acquérant un poids significatif dans les implantations d'une chaîne, afin d'optimiser les négociations.

La mise au niveau de marché des loyers de commerces est très laborieuse en France car la législation vise à protéger le commerçant en lui attribuant une large part de la création de richesse due à l'amélioration du site. L'ajustement des loyers peut se faire dans les conditions suivantes :

- ✓ **lors des relocations**, dues au départ d'un locataire. Ce départ est, en général, lié à une cessation d'activité. Dans les autres cas, le bail est cédé au nouveau locataire par l'ancien, sans réévaluation de loyer. Les difficultés d'un commerçant tiennent souvent à sa spécialité ou à son efficacité personnelle de sorte que, si l'emplacement a été choisi, il est néanmoins possible de trouver un remplaçant qui sera prospère. La fixation du nouveau loyer est libre. Elle est parfois assortie d'une somme forfaitaire (« *pas de porte* ») mais les propriétaires préfèrent limiter cette pratique afin d'obtenir le meilleur loyer.
- ✓ **lors des cessions de baux**. D'une part, il est fréquent qu'un commerçant souhaitant vendre son fonds de commerce, incluant le bail, cherche à faciliter la cession en offrant un « *bail neuf* » dont le nouveau locataire saura qu'il ne sera pas rapidement mis en cause par le bailleur. C'est une négociation qui permet d'obtenir une amélioration du revenu locatif. D'autre part, le repreneur a souvent un objet social un peu ou très différent de celui de l'ancien locataire. Or, les baux spécifient le plus souvent une activité précise. Cette « *désécialisation* » ouvre, elle aussi, la porte à des négociations.
- ✓ **lors du renouvellement des baux**. La plupart des baux de commerces ont une durée de neuf ans (plus fréquemment douze ans dans les centres commerciaux aux mains de foncières). Par défaut, un bail de commerce se renouvelle de lui-même et sans autre augmentation possible que celle de l'indice du coût de la construction. Les cas de mise à niveau (« *déplafonnement* ») sont strictement limités. Ils donnent souvent lieu à fixation judiciaire, d'autant plus que les tribunaux arrêtent des valeurs toujours favorables au locataire, bien que la loi ne le justifie pas (« *Le locataire doit être gratifié d'avoir jusque là toujours payé son dû* », explique une magistrate spécialisée...). Ces cas sont les suivants : baux de plus de 9 ans (d'où la pratique des propriétaires de centres) ou baux de 9 ans s'étant poursuivi tacitement au-delà de 12 ans ; bail portant sur un local monovalent (exemple : un cinéma) ; modification substantielle des facteurs locaux de commercialité (exemple : arrivée du métro, d'une grande surface, etc.) ou modification de la consistance du local.

Organisation : une délégation complète

Sélectirente n'a pas de salariés et est entièrement géré par Sofidy, qui perçoit la rémunération suivante (commission et assiette sont hors taxe) :

- ✓ commission de gestion de 8% des produits locatifs, des droits d'entrée et des produits financiers nets perçus
- ✓ commission d'investissement de 4% des prix d'achat frais inclus des investissements réalisés.

Ces taux sont élevés au regard de la pratique sectorielle, et en particulier de ceux observés chez les foncières dont la gestion est externalisée (Bail Investissement, Eurosic, Foncière Masséna, Foncière des Murs, Foncière Développement Logement). Mais la prestation comprend la quasi-totalité des dépenses, de sorte que le coût total est tout à fait raisonnable. Concernant la commission de gestion, force est de constater qu'elle permet d'afficher à Sélectirente un ratio EBE / loyer de 86 % en 2005 et 89 % au premier semestre 2006. (Le ratio est calculé en excluant les usufruits.) Ce taux est parmi les meilleurs des foncières. Or, la faible taille unitaire des actifs et leur grande dispersion pourraient conduire à un ratio plus faible, le temps de gestion n'étant pas proportionnel au loyer. A titre de comparaison, de grandes foncières très concentrées, spécialisées et avec de grands actifs comme Silic ou Foncière Lyonnaise affichent un taux de 85 %.

Concernant la commission de 4 % sur les achats, son taux est également supérieur aux pratiques. En retenant un ratio d'endettement de 55 % du patrimoine, ce prélèvement ampute l'ANR de 8,9 %. Les acquisitions doivent donc être négociées au-dessous du marché, ce qui se vérifie plutôt jusqu'à présent. Il est vrai que la faible taille des actifs peut justifier un taux élevé. Le patrimoine à la fin de 2005 est réparti sur 106 lignes différentes, soit une valeur d'achat moyenne de 485 K€ donnant lieu à une commission moyenne de 19 K€ par acquisition. Mais cette taille n'est pas figée et un taux dégressif avec le montant de l'investissement nous aurait semblé plus adapté.

La convention de délégation de gestion est, sous condition suspensive de cotation, à durée indéterminée, résiliable à tout moment moyennant un préavis de un an. Une indemnité dégressive est par ailleurs prévue si cette résiliation est à la seule initiative de Sélectirente.

Cette délégation pose, bien sûr, la question des conflits d'intérêt puisque Sofidy gère notamment Immorente, dont la spécialité est identique à celle de Sélectirente. Une compétition peut survenir dans les acquisitions. Une grille de gestion des conflits a été élaborée. Nous en retenons 1° que Immorente étant dix fois plus grande que Sélectirente, la SCPI se portera prioritairement acquéreur des grands actifs ou des portefeuilles, 2° que l'arbitrage sera également rendu en fonction des réserves financières de chaque entité, 3° que Sofidy est actionnaire de Sélectirente, que cette participation est significative dans ses actifs et devrait assurer que la foncière ne sera pas oubliée.

Activité récente et perspectives

Accélération des investissements en 2006

L'exercice 2005 a été marqué par 8,7 M€ d'investissements hors SCPI, avec un rendement de 8,5 % mais le patrimoine a été réduit en fin d'exercice de 7 M€ par la cession des 25 % détenus dans la société contrôlant les marchés aux puces Paul Bert et Serpette avec une forte plus-value. Ce gain a justifié le versement au cours de 2006 d'un dividende exceptionnel de 1,30 €/action en plus des 1,20 ordinaires.

A la fin du premier semestre 2006, les acquisitions portent sur 14,9 M€, les engagements sur 2,7 M€ et les négociations sur 7,6 M€ soit un total de 25,2 M€ à comparer aux 30 M€ visés pour l'année entière. Ce programme de 30 M€ pour 2006 marque une rupture par rapport aux 1,3 M€ investis en 2004 et 13,2 M€ en 2005 mais cette accélération doit être replacée à l'échelle du groupe Sofidy.

Des ambitions mesurées

Sofidy reste prudent face à l'emballement observé sur le marché de l'investissement en commerces et ne souhaite pas alimenter la baisse des rendements. Il n'est donc pas fixé dans l'immédiat de grandes ambitions à Sélectirente, dont le développement au-delà de la présente augmentation de capital se fera en fonction des opportunités. La très vive compétition rend les prévisions incertaines mais la masse limitée du plan laisse penser qu'il pourra être respecté. Les 30 M€ programmés par nos soins en 2007 et 25 M€ en 2008 doivent être rapportés aux 150 M€ environ d'investissements réalisés par le groupe Sofidy en 2005 et sans doute autant en 2006. Ce plan est peut être financé entièrement par endettement, sans recours au marché, pour peu que soit visé le ratio de 55 % de dettes par rapport au patrimoine réévalué.

La cotation boursière permettra de bénéficier du statut SIIC. Rappelons que, en contrepartie d'une obligation de distribution des profits décrite plus loin et d'une exit tax que nous estimons à environ 3 M€, il exonère entièrement les plus-values et les revenus locatifs. En outre, et jusqu'à la fin de 2007, l'amélioration dite SIIC 3 permet de réduire à 16,5 % l'imposition des plus-values pour les entreprises qui vendent des immeubles à des SIIC, SCPI ou OPCI.

Perspectives favorables

Nous estimons que, sous la condition d'une sélection des emplacements dont Sofidy a manifestement le savoir, le commerce devrait continuer de bénéficier d'une tendance d'ensemble favorable. Le dernier indice du coût de la construction publié le 11 juillet 2006 affiche une hausse de 7,24 %. Il devrait faire sentir ses effets sur les loyers perçus en 2007. Il est important de noter que les loyers de Sélectirente étant sous-évalués, un tel indice permet la consommation anticipée de ce potentiel. Les loyers ne devraient pas être revus en baisse lors des échéances de baux. Tel n'est pas le cas dans le secteur des bureaux ou des entrepôts, où cette indexation exceptionnelle ne procurera qu'un revenu temporaire s'il conduit le loyer facturé au-dessus des loyers de marché.

Echéancier de renouvellement des baux
(en euros, loyers bruts estimés 2006)

Année	Baux		Loyers	
	Nombre	%	Loyer	%
Baux échus	38	19,40%	550 261	9,89%
2006	8	4,10%	147 365	2,65%
2007	20	10,30%	420 000	7,55%
2008	18	9,20%	409 121	7,35%
2009	28	14,40%	945 661	16,99%
2010	22	11,30%	572 235	10,28%
2011	15	7,70%	877 747	15,77%
2012	15	7,70%	310 963	5,59%
2013	12	6,20%	595 564	10,70%
2014	10	5,10%	545 887	9,81%
2015	3	1,50%	45 400	0,82%
2016	1	0,50%	8 000	0,14%
2017	5	2,60%	137 750	2,47%
Total	195	100%	5 565 954	100%

Source : société

La difficulté juridique à réévaluer les loyers évoqués plus haut et les délais de la fixation judiciaire ne permettent pas d'anticiper une mise à niveau des valeurs locatives au rythme de cet échéancier. Celle-ci sera lissée au fil des ans.

Rentabilité

Rendement locatif

Les loyers annualisés de 2005 du patrimoine détenu en fin d'année font ressortir un rendement brut de 10 % par rapport au prix d'achat. Ce rendement élevé démontre que les commerces ont été acquis dans des conditions avantageuses au cours des années précédentes. L'expertise à la même date fait apparaître un rendement d'environ 8,5 % et celle au 30 juin 2006 retient un rendement de 8,26 % sur la valeur hors droits soit un rendement sur la valeur droits-compris de 7,78 %, qui nous semble encore généreux au vu des transactions récentes en matière commerciale. A titre de comparaison chez les foncières, les apports Devianne à Foncière Masséna au 30 juin 2006 ont été réalisés avec un rendement de 7,33 %. Les expertises de Klépierre à la même date sur ses plus petits centres font ressortir un rendement de 6,3 % (et 6,2 % en centre-ville et 5,5 % pour les centres régionaux). Pour illustrer la gamme des rendements, le taux le plus bas est observé sur le renforcement fin août 2006 de Rodamco Europe dans Vélizy 2, l'un des premiers centres en France, moyennant un rendement de 4,5 %.

Marge brute d'exploitation

Nous avons vu plus haut que Sélectirente affiche un ratio EBE / loyer de 86 % en 2005 et 89 % au premier semestre 2006 qui se compare très favorablement avec le secteur, en particulier au regard de la très grande dispersion du patrimoine. Ce taux n'est rendu possible que par la variabilité des charges grâce à l'externalisation. Foncière Masséna, foncière la plus comparable (commerces seulement, gestion externalisée, petite taille) n'a affiché en 2005 qu'un ratio EBE / loyers de 64 %.

Rentabilité des fonds propres

La rentabilité des fonds propres peut se mesurer chez les foncières par le ratio CAF / ANR. L'ANR est préférable à l'actif net comptable afin de ne pas faire porter le calcul sur des valeurs comptables d'immeubles anciennes et amorties sans rapport avec le marché. Le ratio calculé sur la base de la CAF avant impôt du premier semestre 2006 rapportée à l'ANR droits compris avant impôt fin 2005 fait ressortir un taux de 10 % qui situe Sélectirente parmi les meilleures rentabilités du secteur.

Distribution

Le régime SIIC prévoit la distribution de 85 % du résultat courant au cours de l'année suivant sa réalisation et de 50 % des plus-values au cours des deux années suivant leur réalisation. Toutes les SIIC distribuent plus que le minimum de 85 % du résultat. Le résultat économique, mesuré par la CAF, c'est-à-dire le résultat courant avant amortissement des constructions, est une meilleure assiette pour observer le taux de distribution. En 2005, la distribution courante n'a représenté que 44 % de la CAF nette courante chez Sélectirente et ce taux devrait encore baisser avec les investissements ultérieurs. Sélectirente est freiné dans sa distribution par l'importance des amortissements, qui ne peut, comme chez les vieilles foncières, être contrebalancé par l'extériorisation de plus-values latentes. Même si la nouvelle SIIC possède un stock non négligeable de plus-values, il n'est pas dans sa stratégie de procéder à des ventes importantes alors qu'il lui faut, au contraire, étoffer son patrimoine.

Financement

Au 30 juin 2006, l'endettement (*loan to value*, LTV) s'établit à 50 % du patrimoine et 53 % après formalisation des acquisitions sous promesse. La dette financière est de longue durée (11 ans pour la dette bancaire fin 2005). Les obligations convertibles émises en 2001 ne représentent que 1,8 M€. La dette est à taux fixe, capée ou swapée sur longue période pour 80 % de son montant à la fin de 2005.

Le patrimoine de Sélectirente et le marché des commerces

Le patrimoine de Sélectirente

Le patrimoine de Sélectirente est entièrement composé de commerces. Les pieds d'immeubles et les moyennes surfaces de périphérie constituent l'essentiel des actifs, le solde étant constitué d'un petit centre commercial à Argenteuil et d'un demi-grossiste pour le BTP, la Plateforme du Bâtiment (groupe Saint-Gobain) en province. A la fin de 2005, le patrimoine était réparti sur 106 actifs, soit une valeur moyenne inférieure à un demi-million d'euros. L'ensemble a été expertisé à 57,2 M€ hors droits fin 2005 et 74,5 M€ mi-2006.

En 2005, le premier locataire (Saint-Gobain) représente 6,2% des loyers. Les dix premières enseignes locataires (Saint-Gobain, Kiloutou, Vivarte, Casino, Picard surgelés, Lidl, Crédit Lyonnais, Rogaray, Aldi, G27) pèsent 32,7% du total des loyers.

Les actifs sont tous détenus en direct, à l'exception d'une participation de 0,4 M€ dans Cimes, société possédant cinq hôtels dans les Alpes françaises.

Patrimoine fin 2005
(Valeur d'expertise hors droits en milliers d'euros)

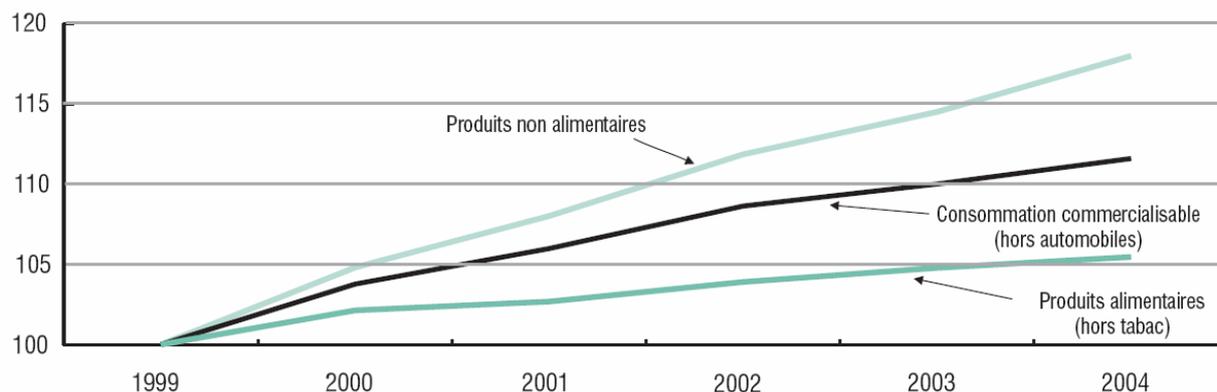
	Pieds d'immeubles	Moyennes surfaces de périphérie	Centres commerciaux de quartier	Moyennes surfaces cash & carry	Total
Paris	16 755				16 755
Région parisienne	7 847	5 569	4 690		18 106
Province	1 320	17 349		3 700	22 369
Total	25 922	22 918	4 690	3 700	57 230

Le marché des commerces

Le moteur : une consommation très régulière

Le marché des commerces est avant tout tributaire de la consommation finale. Celle-ci se révèle dans la longue durée d'une très grande régularité si l'on en exclut l'automobile. On voit sur le graphique ci-dessous que le ralentissement économique d'ensemble en 2002 n'a en rien affecté cette progression régulière.

La consommation de détail est d'une très grande régularité
(base 100 1999, France. Source : Insee)



Des modes de distribution en évolution constante

Au sein de cette croissance régulière à long terme, les modes de distribution ont sensiblement évolué au fil des quatre dernières décennies. Les hypermarchés et supermarchés se sont substitués au petit commerce de proximité, les chaînes ont chassé le commerçant indépendant. Il demeure un commerce prospère de pied d'immeubles constitué par les services de proximité. Ces commerces offrent une rapidité, commodité, fraîcheur ou humanité qui leur assurent de résister à la concurrence des grandes surfaces indépendamment des prix : boulangerie, supérettes, traiteurs, tabac, coiffeurs, agences bancaires et immobilières, cafés et restaurants, pressings, etc. C'est dans cette catégorie que Sélectirente peut trouver des cibles dans toutes les agglomérations. La sélectivité est importante, car les emplacements inadéquats peuvent rester vides indéfiniment. Dans chaque ville importante, il existe un centre historique, souvent piétonnier, où quelques rues assurent une forte chalandise. On peut y trouver des surfaces un peu plus importantes louées à des chaînes, majoritairement d'habillement au sens large. Ces emplacements dits « n°1 » assurent une grande sécurité.

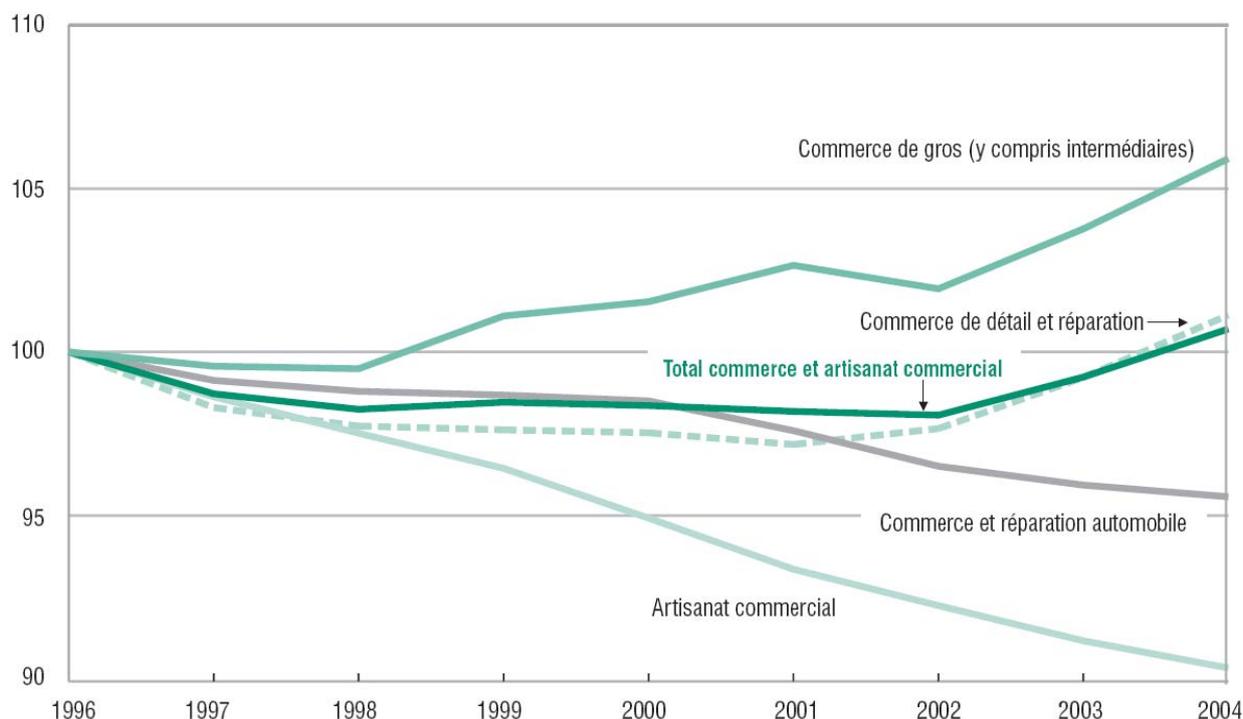
En parallèle, de nombreux centres commerciaux se sont développés, marché sur lequel Sélectirente n'est presque pas présent. Trois catégories principales occupent le marché : 1° les galeries d'hypermarchés, petites ou moyennes, 2° les ensembles de centre-ville, parfois issus d'un ancien grand magasin reconverti, 3° les grands centres, qui peuvent comprendre un hypermarché mais dont la taille en fait une destination en tant que telle. Ces trois catégories ont connu une prospérité non démentie au cours des ans.

Enfin, une offre de commerces de moyenne surface s'est développée, souvent anarchiquement, à la sortie de toutes les villes sur les grands axes routiers. Le succès en est très inégal ainsi que la qualité du bâti et des enseignes. La présence d'une locomotive, hypermarché ou moyenne surface (bricolage, habillement), assure la chalandise. Le risque le plus important est le départ de la locomotive, le plus souvent pour procéder à une extension devenue impossible sur la zone. Sélectirente intervient sur ce marché et le discernement est, là aussi, essentiel.

Cette répartition de l'offre n'est pas stable. On a vu en 2004-2005 l'émergence du hard discount qui a taillé des croupières aux hypermarchés. Sélectirente est sensible à cette mutation en comptant Lidl et Aldi parmi ses principaux locataires. En 2006, les hypermarchés, Carrefour en tête, ont répliqué par une guerre des prix qui a provoqué un retour de fréquentation au détriment du hard discount.

Nombre d'entreprises du commerce Base 100 en 1996

Une offre sous surveillance



Source : Insee, Sirene.

L'un des atouts du marché des commerces est le contingentement de l'offre. Toute surface de plus de 300 m² doit faire l'objet d'une autorisation par la Commission départementale d'équipement commercial (CDEC). La présence à cette commission de commerçants déjà en place et d'élus soucieux de ne pas dépeupler leur centre-ville conduit à un malthusianisme prononcé. Il n'a toutefois pas empêché dans la longue durée le développement d'une offre commerciale abondante. La véritable protection de l'investisseur vient donc de la qualité de l'actif : emplacement n°1 dans les rues les plus commerçantes, boutiques de quartier de bonne surface dotées d'une activité stable, centres commerciaux en position locale dominante.

A ces emplacements, les commerçants sont assurés de réaliser un chiffre d'affaires confortable. A long terme, les loyers doivent suivre ce chiffre d'affaires, dont la croissance est en ligne avec celle du pouvoir d'achat, donc plutôt supérieure à l'inflation. Le ratio clé est le taux d'effort, ratio du loyer sur le chiffre d'affaires. Il est très variable selon les secteurs, de 2 % à peine pour les supermarchés ou hypermarchés à plus de 12 % pour la bijouterie. Les grands centres commerciaux affichent en moyenne des ratios de 7 à 11 %. Les chiffres ne sont guère diffusés pour les petits commerces car, à la différence des centres commerciaux, les loyers ne comportent pas d'indexation sur les ventes. De plus, une partie des recettes peut ne pas être déclarée.

Le marché de l'investissement est fébrile.

L'ensemble des marchés immobiliers est inondé par un afflux de capitaux sans précédent. Les rendements sont en recul dans toutes les catégories. Mais le domaine des commerces est le plus recherché. Il a, en effet, démontré une grande capacité de résistance. Les rendements, évoqués plus haut, sont au plus bas. Toutefois, ils sont plus compréhensibles que sur le marché des bureaux : 1° les rendements sont réellement nets, le locataire supportant en général la quasi-totalité des dépenses d'entretien, 2° la régularité du besoin (la consommation) est beaucoup plus grande que chez beaucoup d'entreprises occupant des bureaux, 3° la création d'offre supplémentaire est plus réglementée, 4° les valeurs locatives sont plus régulières que dans le bureau et 5° du fait de la longueur des baux, soit de 12 ans, soit de 9 ans souvent renouvelés, les loyers sont fréquemment inférieurs à leur niveau de marché. De cet engouement, il ressortira à long terme que les rendements aussi élevés que ceux des bureaux que l'on connaissait en France étaient anormalement élevés. Les valorisations de commerce nous semblent donc moins fragiles que celles des bureaux.

Actionnariat

Les statuts de Sélectirente ne prévoient pas d'attribution de droit de vote double mais ils donnent le droit à la société d'exiger la déclaration de toute participation dépassant 2,5 %. Sélectirente ne détient pas d'auto-contrôle. Un programme de rachat portant sur 10 % maximum du capital a été voté en août 2006 pour une durée de 18 mois.

L'actionnariat au 30 juin 2006 est indiqué ci-dessous. Il n'a pas changé depuis près de deux ans.

Actionnaire	Détention
Sofidy	21,48%
Avip (Groupe AGF)	18,74%
Martin Maurel Vie (Groupe AGF)	4,45%
La Hénin Vie	12,15%
Sedaf	7,87%
Jean-Louis Charon	4,93%
C.A.R.P.V	4,89%
Autres	25,49%
	Total
	100,00%

Prévisions

Les hypothèses qui suivent sont celles de l'analyste financier, la société n'ayant émis aucune prévision détaillée.

Comptabilité

En l'absence de filiale, Sélectirente n'est pas tenu de publier de comptes consolidés. Du coup, elle n'applique pas non plus les normes IFRS, réservées aux comptes consolidés, et utilise les normes françaises antérieures. La cession en décembre 2005 de la participation dans la SAS Antikehau est donc invisible dans le chiffre d'affaires. En contrepartie, les produits financiers sur créances sur participations sont classés dans les produits financiers. Ce classement, obligatoire, peut fausser la lecture mais ne porte plus que sur des montants négligeables en 2006. Par ailleurs, les commissions d'investissement (4 % de l'actif) sont immobilisées avec celui-ci.

La prime de remboursement de l'obligation convertible est amortie selon le mode linéaire sur la durée de vie de l'emprunt. Nos prévisions sont diluées de cette obligation, ce qui conduit à réintégrer 1,8 M€ de dettes en fonds propres.

La CAF est déterminée comme la somme du résultat courant et de la dotation aux amortissements sur les immeubles locatifs. La dotation aux amortissements sur les usufruits n'est pas réintégrée car il s'agit d'une réelle dépréciation due à l'extinction progressive des encours.

Investissements

Sélectirente s'est fixé comme objectif 30 M€ d'investissements en 2006. Nous avons retenu cette hypothèse qui est déjà proche de la réalisation. Pour les années suivantes, nous avons supposé des investissements permettant de rétablir un rapport des dettes au patrimoine (LTV) de 55 % à l'horizon 2008. Il en résulte un objectif d'acquisitions de 30 et 25 M€ en 2007 et 2008, déclinant ensuite à 16 et 14 M€ en 2009 et 2010.

La forte thésaurisation des profits implique des investissements non négligeables à l'échelle de la société pour maintenir son effet de levier. Ces suppositions nous paraissent confortées par la capacité d'investissement du groupe Sofidy dans son ensemble, qui a réussi à investir environ 150 M€ en 2005, majoritairement en commerces indépendants du type possédé par Sélectirente. Le rendement retenu pour les acquisitions est un rendement brut de 6,80 % avec une marge brute (EBE) de 85 %, soit un rendement net des fonds investis de 5,8 %.

Des cessions marginales ont été prévues de l'ordre de 2 M€ par an, à l'occasion d'opportunités ou après que de petits actifs auront atteint le maximum de leur valeur locative.

Les investissements d'entretien sont largement à la charge des locataires. Le local étant pour l'occupant un outil de travail quotidien, il est normal que le locataire puisse l'adapter au quotidien à ses besoins.

Le bailleur supporte les dépenses prévues par l'article 606 du Code Civil, c'est-à-dire la rénovation de la structure. Ces travaux sont souvent d'un coût modéré pour les commerces de pied d'immeubles, qui partagent les charges avec l'ensemble de la copropriété. Le budget est inférieur à 0,2 M€ par an au périmètre actuel. Par simplification, puisque le portefeuille est très diversifié et le budget donc régulier, les investissements d'entretien sont ici intégrés dans les charges d'exploitation.

Financement

Le taux d'endettement de 55 % du patrimoine constitue l'objectif central des prévisions. Le coût moyen de la dette a été supposé progresser de 4,5 à 4,8 % en trois ans. Une augmentation de capital de 8 M€ est réalisée lors de l'introduction en bourse. Il n'a pas été pris en compte de développements ultérieurs financés par d'autres appels au marché.

L'exit tax exact dû lors de l'entrée dans le régime SIIC sera déterminé lors de l'option en 2007 sur le fondement des expertises au 31 décembre 2006. La plus-value latente sur le patrimoine locatif mesurée mi-2006 s'élève à 15,9 M€. Compte tenu de l'amortissement du second semestre et de la pente haussière des valeurs, nous avons retenu une plus-value de 18 M€ au 31 décembre. L'exit tax est calculée au taux de 16,5 %, soit 17 % avec les impositions marginales et un montant de 3,1 M€. Le paiement intervient par quart, de décembre 2007 à décembre 2010.

Exploitation

Les baux sont indexés sur l'ICC (indice du coût de la construction). L'impact du dernier indice publié, en hausse exceptionnelle de 7,24 %, a été supposé étalé sur 2007. L'EBE marginal est supposé de 85 % des loyers, une partie des frais étant fixes. La dotation aux amortissements est supposée proportionnelle aux loyers, au taux inchangé de 34 % (Ce taux est aussi celui que l'on observe chez Foncière Masséna). Les usufruits font l'objet d'un amortissement linéaire sur huit ans et aucun achat d'usufruit supplémentaire n'est programmé.

Distribution

Le montant élevé des amortissements contraint fortement la distribution de Sélectirente puisque le résultat net courant ne représenterait que 30 % de la CAF. Nous avons donc supposé une distribution totale du résultat courant, modulée par la recherche d'une hausse régulière du coupon. Le report à nouveau et les quelques plus-values dégagées chaque année permettent de servir juridiquement ce dividende.

Prévisions

Résultat (M€)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Loyers	4,85	6,34	8,70	10,71	12,23	13,33
Intérêt usufuit	0,17	0,21	0,18	0,16	0,14	0,12
EBE	4,15	5,63	7,42	9,15	10,45	11,40
Dot. amortissement LS	1,65	2,15	2,96	3,64	4,16	4,53
Dot. amortissement usufuit	0,24	0,30	0,26	0,23	0,20	0,18
Autres charges exploitation	0,96	0,92	1,46	1,72	1,91	2,06
Rés. exploitation	2,51	3,17	4,20	5,28	6,09	6,69
Rés. financier retraité	-0,88	-1,60	-2,58	-3,69	-4,49	-5,04
Résultat courant	1,63	1,57	1,62	1,59	1,60	1,64
IS	0,55	0,53	0,06	0,05	0,05	0,04
Rés. net courant normes F	1,08	1,04	1,56	1,53	1,55	1,60
CAF nette	2,72	3,50	4,78	5,41	5,91	6,31

Distribution (M€)

Distribution courante	1,18	1,49	1,55	1,61	1,75	1,81
Div. / CAF nette	43%	43%	32%	30%	30%	29%

Bilan (M€)

Patrimoine DC	60,7	94,9	126,5	152,1	169,6	184,6
Acquisitions	9,9	30,0	30,0	25,0	16,0	14,0
Cessions	6,7	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Dette financière nette	21,9	39,7	65,1	85,0	95,5	103,7
Endettement (LTV)	36%	42%	51%	56%	56%	56%

Actif net réévalué (M€)

ANR de remplacement dilué	42,0	54,6	61,4	67,8	74,8	81,7
ANR de liquidation dilué	34,4	50,0	56,9	63,2	70,3	77,1

Données par action (€/a)

Nombre d'actions en millions						
Moyen dilué (CAF)	1,043	1,095	1,251	1,251	1,251	1,251
Fin d'année dilué (ANR)	1,043	1,251	1,251	1,251	1,251	1,251
Droit au div.	0,983	1,191	1,191	1,191	1,251	1,251
CAF nette	2,61	3,19	3,82	4,32	4,73	5,05
Dividende	1,20	1,25	1,30	1,35	1,40	1,45
ANR de remplacement	40,2	43,6	49,1	54,2	59,8	65,3
ANR de liquidation	33,0	40,0	45,5	50,6	56,2	61,7

Valorisation

Eléments de calcul

Profil de risque

Points forts

- ✓ très grande régularité du marché des commerces
- ✓ excellent historique de remplissage
- ✓ variabilité des coûts
- ✓ expérience et implication capitalistique de la société de gestion
- ✓ expertises prudentes dans le calcul d'ANR

Points faibles

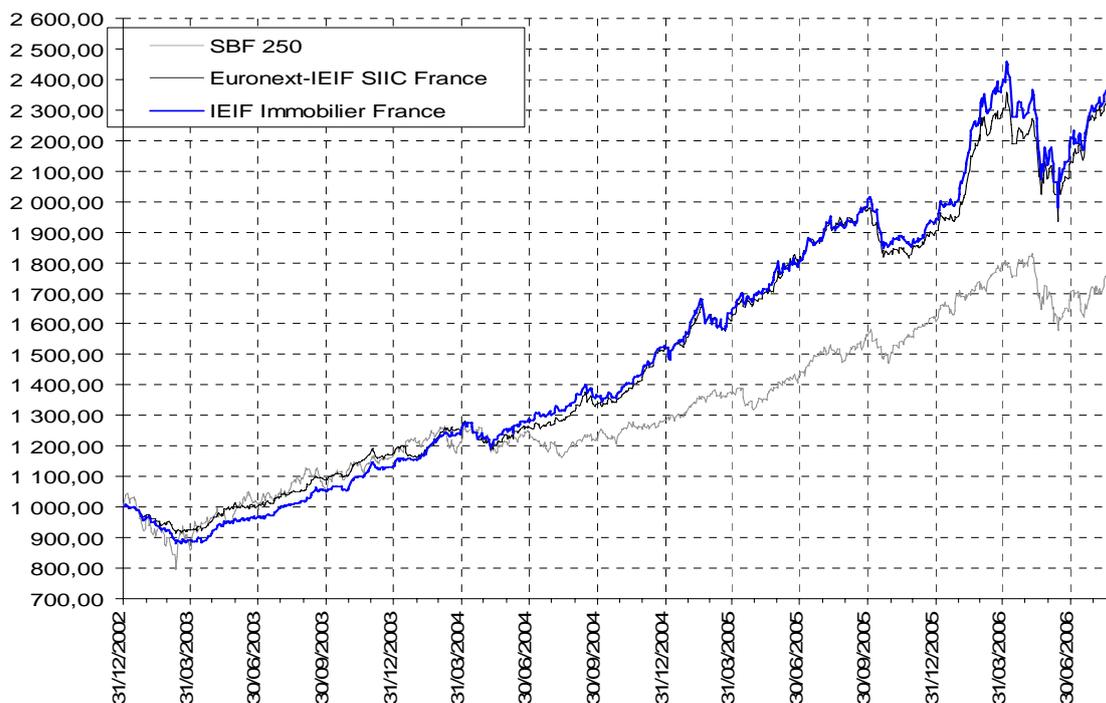
- ✓ pas d'équipe propre
- ✓ coût de gestion potentiel des actifs de faible taille
- ✓ liquidité boursière réduite
- ✓ absence de pipeline
- ✓ marché de l'investissement très compétitif

Au total, la prévisibilité des profits est très élevée, hormis la réalisation du plan d'investissement, qui est tributaire d'un marché submergé par les capitaux. Du point de vue de la performance boursière, l'incertitude réside dans le traitement qui sera réservé à une petite capitalisation en attendant que sa croissance lui donne une liquidité suffisante. Nous sommes confiants sur la rentabilité à long terme.

La communication financière est, d'ores et déjà, satisfaisante. Malgré le champ relativement restreint de son actionnariat, Sélectirente s'est astreint à publier un rapport annuel et un bulletin trimestriel (34 numéros) qui procurent l'information pertinente. Sofidy dispose d'une longue expérience de communication auprès des porteurs de parts de ses SCPI.

Conjoncture boursière du secteur

Depuis le début de 2003, les foncières françaises ont connu une multiplication de leurs cours par 2,3. Si l'instauration du régime SIIC a joué un rôle favorable (12 % de la hausse), l'essentiel de cette envolée s'inscrit toutefois dans un mouvement international : 88 % de la progression se retrouve dans l'indice IEIF Eurozone hors France. La recherche d'actifs moins risqués et décorrés du reste du marché des actions et la chute des taux d'intérêt sont les moteurs principaux de cet engouement planétaire.



Base 1000 au 31/12/2002

L'indice des foncières françaises a amplifié le choc boursier du printemps et a aussi quasiment rattrapé ses plus hauts. Mais cette reprise cache une forte disparité. Klépierre et Unibail ont pulvérisé en août leur record historique alors que la plupart des autres titres en est encore loin. Surtout, à l'image de l'ensemble du marché boursier, l'écart s'est creusé entre grandes et petites valeurs. La décote d'illiquidité qui avait disparu au cours des trimestres précédents s'est, rationnellement, reconstituée.

Composition du capital

Le capital avant introduction est composé de 982 748 actions. Il convient d'y ajouter 60 000 actions susceptibles de provenir de la conversion d'obligations dont les modalités suivent, soit un capital dilué de 1 042 748 actions. Nous avons supposé une augmentation de capital de 8 M€ au prix de 38,50 €, soit 233 766 actions nouvelles portant le capital à 1 190 540 actions et à 1 250 540 actions dilués des obligations convertibles.

Les 60 000 obligations convertibles émises en 2001 au prix unitaire de 30,49 € pour un montant de 1,8 M€ sont remboursables au 1^{er} janvier 2009 au prix de 32,78 € pièce. La conversion à raison d'une action pour une obligation sera possible du 1^{er} au 22 décembre 2008. La prime est amortie selon le mode linéaire sur la durée de vie de l'emprunt. Les obligations portent un intérêt facial de 5 %.

Actif net réévalué

Nous avons vu plus haut (Patrimoine de Sélectirente) que les expertises sont probablement prudentes au vu de l'emballement récent du marché. Nous avons maintenu cette prudence en supposant une évolution de la valeur des immeubles au rythme des loyers, donc sans nouvelle compression des rendements.

Les parts de SCPI et les usufruits sont conservées à leur prix de revient (diminué de l'amortissement pour les usufruits). Ils recèlent sans doute une petite plus-value latente mais la faiblesse de l'encours (moins de 3 M€) ne justifie pas de l'évaluer.

L'actif net réévalué a été calculé en valeur de remplacement (droits compris et avant impôt sur les plus-values latentes) et en valeur de liquidation (hors droits et après impôts). Les droits ont été supposés à 6,1 %. Les actifs étant détenus directement, il n'y a pas d'optimisation potentielle de ces droits par cession de sociétés ad hoc. L'impôt sur les plus-values a été retenu au taux plein (34 %) en 2005 et au taux réduit du régime SIIC dès la fin 2006 (16,5 %) même si ce régime ne s'appliquera qu'au 1^{er} janvier 2007. Les calculs ont été effectués en supposant les obligations déjà converties.

Choix des méthodes

Nous retenons quatre méthodes pour approcher la valeur cible de Sélectirente : actualisation des dividendes, valeur de changement de contrôle, méthode de Bates à cinq ans et comparaisons boursières sur trois critères.

La méthode des cash-flows actualisés nous semble redondante avec celle de l'actif net réévalué dans la mesure où les actifs sont eux-mêmes valorisés par cette même méthode.

Actualisation des dividendes

Les dividendes sont projetés sur cinquante ans, sans valeur terminale compte tenu de ce terme éloigné. Au-delà des cinq années sur lesquelles portent les projections détaillées, la croissance est supposée provenir d'une indexation des loyers à 1,5 % et d'un remploi du cash-flow thésaurisé avec un levier de 50 %, un rendement net (EBE) de 6 % et un coût de la dette de 4,8 %.

Les résultats sont indiqués dans le tableau donné plus bas. Il en ressort une valeur relativement modique, le taux de rendement interne supposé au prix d'émission ressortant à 6,71 %. Le taux de distribution sensiblement plus faible que celui du secteur explique cette modicité, la perception de la valeur étant reportée dans le temps et la valeur finale étant ici négligée.

La rentabilité maximale exigée doit être inférieure à celle provenant du marché dans son ensemble, compte tenu du degré d'incertitude plus faible d'un investissement immobilier mesuré par les flux. La prime de risque du marché s'élève à 6,92 % d'après les calculs de la Cie 1818, soit une rentabilité totale de 10,9 %. Le bêta observé du secteur est le plus souvent si faible (0,1 pour la période 1997-2004) que son application mécanique nous semble dénuée de sens. Nous retenons une valeur haute pour la rentabilité de 8,5 %. A l'inverse, compte tenu de l'accroissement de risque attaché à l'endettement, la rentabilité doit être supérieure à celle des capitaux investis. Concernant Sélectirente, cette rentabilité s'élève à 6,7 % (rendement d'expertise 7,78 % x marge 86 %).

La fourchette de valorisation va de 34,4 M€ (27,55 €/action) à 48,2 M€ (38,55 €/action) pour une rentabilité de 6,7 % à 8,5 %, soit une valeur médiane de 36,3 M€ ou 33,05 €/action.

Méthode de Bates

Cette méthode permet de se fonder sur une valeur de l'entreprise après quelques années, en l'occurrence lorsque le produit de l'augmentation de capital aura été investi de sorte à rétablir un taux d'endettement (LTV) de l'ordre de 55 %. Elle évite de s'appuyer sur les multiples de résultat portant sur les exercices 2006 et 2007 qui sont dilués par l'augmentation de capital. L'hypothèse est que le cours de bourse dans cinq ans est équivalent à l'actif net réévalué. Les valeurs immobilières sont supposées évoluer comme l'inflation.

L'application de la même fourchette de rentabilité que pour l'actualisation des dividendes (6,7 à 8,5 %) conduit à une valorisation de 62,0 M€ (49,58 €/action) à 66,9 M€ (53,49 €/action), soit une valeur médiane de 64,4 M€ ou 51,53 €/action.

On notera que les méthodes par actualisation des dividendes et de Bates conduisent à des appréciations sensiblement différentes. La moyenne des médianes de ces deux méthodes aboutit à une valeur de 50,35 M€ (42,29 €/action).

Valeur par comparaison

Critères de comparaison

La valorisation par des multiples dans le secteur des foncières porte sur trois critères : actif net réévalué (ANR), capacité d'autofinancement (CAF) et dividende. Les foncières publient des ANR sous différentes définitions. Nous évaluons cette donnée en cohérence avec celle retenue pour Sélectirente, c'est-à-dire, d'une part, un ANR de remplacement (droits inclus, avant impôt), d'autre part un ANR de liquidation (hors droits, après impôt).

Sociétés comparables

L'univers de référence est constitué des foncières cotées. L'organisation du commerce est propre à chaque pays. En particulier, les marchés britannique ou américain se distinguent sensiblement de la zone euro, même s'ils sont riches en foncières de commerce. Les foncières de commerces constituent l'échantillon le plus comparable par la nature des actifs, mais elles possèdent, en général, surtout des centres commerciaux alors que Sélectirente possède des boutiques isolées.

L'approche par comparaison ne doit pas reposer que sur la similarité du secteur immobilier. Parmi les critères de valorisation d'une entreprise figure sa taille. Le marché boursier dans son ensemble a accordé une forte valorisation relative aux petites sociétés depuis 2004. Cette valorisation a également été observée chez les foncières. Depuis le printemps 2006, à l'image de l'ensemble de la cote boursière, les petites foncières ont sous-performé et leurs ratios sont désormais sensiblement inférieurs à ceux des grandes capitalisations. Compte tenu de la petite taille de Sélectirente, ce critère est décisif dans la valorisation.

Nous avons retenu quatre foncières de commerces françaises. Deux de très grande taille, Klépierre et Unibail, et deux plus petites, Foncière des Murs et Foncière Masséna, et dont le marché boursier est peu animé.

D'autres foncières de commerces pourraient être considérées sans que les conclusions en soient modifiées. Les autres foncières de commerces françaises sont Altarea et Mercialys. Altarea (capitalisation de 1 Md€) est avant tout un promoteur de centres commerciaux qui conserve une large part de ses productions pour se transformer peu à peu en foncière. L'importance du pipeline et des marges latentes fausse les ratios de valorisation par le cash-flow ou l'actif net réévalué. Mercialys, filiale du groupe Casino (ANR fin 2005 : 1245 M€), a la particularité d'avoir levé des fonds importants lors de son introduction en bourse en octobre 2005 et de disposer d'une trésorerie nette largement positive qui pèse sur sa rentabilité. Le titre (23,5 €) affiche une prime de 12 % sur notre estimation d'ANR de remplacement fin 2007 (20,9 €).

Les Pays-Bas affichent la plus forte densité de foncières de centres commerciaux de la zone euro, s'appuyant sur une tradition déjà ancienne. Le leader est Rodamco Europe (7642 M€ de capitalisation), suivi de Corio (3513 M€). A une moindre échelle, on trouve Eurocommercial Properties (1183 M€) essentiellement tourné vers la France, l'Italie et la Suède, et Vastned Retail (1020 M€) plus concentré sur les Pays-Bas et la Belgique. Les foncières néerlandaises communiquent de préférence un actif net réévalué liquidatif. Ainsi Rodamco Europe publie un actif net réévalué au 30 juin 2006 de 67,27 €/action après déduction des droits d'enregistrements optimisés. Il est équivalent à un ANR de remplacement de l'ordre de 72,2 €/action. Le cours de 85,1 € fait ressortir une prime de 18 % sur cette dernière valeur et de 26 % sur l'ANR liquidatif. Corio affiche un ANR liquidatif optimisé de 44,5 €/action et une prime de 18 % sur cette valeur au cours de 52,3 €. Eurocommercial publie un ANR avant impôt de 33 €/action au 30 juin qui est comparable au cours (33,5 €). Vastned Retail publie un ANR liquidatif (sans optimisation) de 53,4 € pour un cours de 60,6 € (prime de 13 %). La plus petite de ces cinq foncières est 20 fois plus grosse que Sélectirente et ces ratios ne nous semblent donc pas directement transposables.

La prime s'explique notamment par des politiques de distribution très généreuses, de 80 à 100 % de la CAF, qui permettent d'afficher des rendements honorables, proche de 6 % pour Vastned Retail. Sélectirente, à l'inverse, ne pourra sans doute pas distribuer la moitié de sa CAF. Signalons également, en Allemagne, Deutsche Euroshop (924 M€ de capitalisation boursière) qui se traite à 8 % au-dessus de son ANR 2006.

Les petites foncières de commerces se trouvent en Belgique avec Intervest Retail et Retail Estate. Intervest Retail (capitalisation de 190 M€), filiale de Vastned Retail, a connu d'importants déboires sur un grand magasin d'usine et a abaissé son dividende de 15 % au titre de 2005. Le titre cote 37,6 € en comparaison d'un ANR liquidatif de 32,20 €, soit une prime de 17 % qui s'explique en partie par le rendement de 6,6 % malgré la baisse du dividende. Citons, enfin, Retail Estate (capitalisation boursière de 151 M€). Cette Sicafi entièrement investie en Belgique, publie un ANR de remplacement de 38,8 €/action au 31 mars 2006. Au cours de 42,5 €, la prime ressort à 9,5 %, avec un rendement sur le dernier dividende de 5,4 %.

A titre indicatif, le secteur des Reits de commerces aux Etats-Unis affiche un multiple de 14,3 et 13,5 fois la CAF de 2006 et 2007. Le rendement ressort à 4,78 % (source : Nareit).

Fixation de la valeur d'équilibre

Les valeurs obtenues par les différentes méthodes ci-dessus sont résumées dans les tableaux ci-dessous.

Valorisation par actualisation du dividende

Taux	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%
Valeur (M€)	62,4	55,9	50,2	45,4	41,2	37,6	34,4	31,7	29,3	27,2	25,3	23,6
Valeur (€/action)	49,93	44,67	40,16	36,29	32,95	30,06	27,54	25,34	23,41	21,71	20,21	18,88

Valorisation par la méthode de Bates

TRI	5,5%	6,5%	7,5%	8,5%	9,5%	10,5%	11,5%	12,5%	13,5%	14,5%	15,5%
Valeur (M€)	70,4	67,5	64,7	62,0	59,5	57,1	54,8	52,7	50,6	48,6	46,8
Valeur (€/action)	56,30	53,94	51,70	49,58	47,56	45,65	43,83	42,10	40,46	38,89	37,41

Valorisation de Sélectirente par application des ratios sectoriels (en €/action)

Foncières	P/CAF nette	Rendt net	P/ANR rempl.	P/ANR liq.	Moyenne
Foncière des Murs	44,5	25,1	42,2	46,7	39,6
Foncière Masséna	39,9	35,8	37,3	37,6	37,6
Klépierre	63,7	43,3	50,5	50,1	51,9
Unibail	84,9	41,5	55,7	53,8	59,0
Moyenne non pondérée	58,3	36,4	46,4	47,1	47,0

Comment pondérer ces diverses approches ? L'actif net réévalué a pris une importance particulière dans les décisions d'investissement au cours des dernières années. Il est manifestement difficile de justifier une prime sur l'ANR de remplacement alors que celle-ci s'est, au cours des derniers mois, concentrée sur des foncières de grande taille, à forte liquidité boursière, munies d'équipes propres et d'un important pipeline de développement (Unibail, Klépierre ou, en dehors du commerce, Foncière des Régions). On observe à nouveau des décotes sur l'ANR de remplacement sur les valeurs les moins liquides. Or, Sélectirente se situera parmi elles. **La valeur de 55,6 M€ (43,5 €/action) constitue donc approximativement une borne haute.**

Depuis l'adoption du régime SIIC, le secteur a vu la création de plus d'une douzaine de foncières par reprise de coquilles cotées, qui n'ont que de la trésorerie. Les dernières reprises, qui datent d'août 2006 (Tayninh, Sofco, Gaillard, IPBM) font ressortir une prime sur les fonds propres jusqu'à 4 M€ pour les dossiers sans problème. Cette prime se justifie par l'avantage fiscal attaché au régime SIIC, par le gain de temps et de formalités procuré par l'achat d'une structure déjà cotée, et par la perspective de diluer cette prime sur des patrimoines importants. La valeur de contrôle de Sélectirente serait ainsi susceptible de dépasser l'ANR (outre la question de la prudence des expertises). Une prime de 4 M€ sur l'ANR de remplacement (soit 3,1 €/action) porterait la valeur de contrôle à 59,6 M€ (46,7 €/action). **S'agissant d'une entreprise à l'actionnariat ouvert susceptible de faire l'objet d'une OPA, cette valeur de contrôle doit être gardée à l'esprit.**

Cette approche par l'ANR doit être contre-balançée par celle du multiple de résultat. Le multiple de CAF 2006 des foncières françaises est de 19,2 fois et de 17,5 fois 2007. Selon ce critère, la moins chère des foncières liquides est Foncière des Régions (106 €) à 14,0 fois la CAF estimée par nous pour 2007. Ce ratio constitue une borne haute. On observe ici aussi l'important écart entre les deux foncières peu liquides (Foncière des Murs et Foncière Masséna), valorisées 11,6 et 10,4 fois la CAF 2007, et les grandes foncières (Klépierre et Unibail) à 16,7 et 22 fois. La moins chère des foncières dont le cours est significatif est Vectrane (14,5 €) qui cote 10 fois sa CAF estimée pour 2007. La prévisibilité des profits de Vectrane est comparable à celle de Sélectirente bien que pour des motifs très différents (baux longs mais sur des actifs atypiques, équipe en cours de constitution, faible diversification). **Il n'y a pas donc de raison d'observer un multiple inférieur à ce plus bas sectoriel de 10 fois la CAF 2007, soit 39,1 € pour Sélectirente.**

La distribution de Sélectirente risque d'être inférieure aux ratios sectoriels à cause de contraintes comptables. Malgré la hausse des cours, un rendement inférieur à 3 % pour une foncière constitue un minimum, ce qui donne un repère de 41,7 €/action au titre de 2006 et 43,3 € au titre de 2007, sans compter une possible contribution marginale supplémentaire du fait des plus-values sur cessions.

A l'inverse, l'ANR devrait progresser sensiblement du fait de la thésaurisation de la CAF et par la hausse attendue en 2007 par l'application d'un fort ICC aux loyers. La méthode de Bates avec un TRI élevé de 12 % sur cinq ans aboutit à 43 €/action.

Au total, les différentes méthodes inscrivent une fourchette de valorisation étroite : l'ANR de remplacement forme une borne haute à 43,5 € et le TRI de 12 % selon Bates une borne basse à 43 €. Nous retenons un objectif de cours de 43 €, qui respecte, en outre, le critère d'un rendement supérieur à 3 % au titre de 2007 et d'une décote de 7 % sur une valeur de contrôle intégrant une prime de cotation.

Ratios à l'objectif de cours

	P/CAF nette	Rendt net	P/ANR rempl.	P/ANR liq.
2006	13,46	2,91%	0,99	1,08
2007	11,25	3,02%	0,88	0,95
2008	9,95	3,14%	0,79	0,85
Objectif de cours :		43,00 €		

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

Données financières

Prévisions

Résultat (M€)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Loyers	4,85	6,34	8,70	10,71	12,23	13,33
Intérêt usufuit	0,17	0,21	0,18	0,16	0,14	0,12
EBE	4,15	5,63	7,42	9,15	10,45	11,40
Dot. amortissement LS	1,65	2,15	2,96	3,64	4,16	4,53
Dot. amortissement usufuit	0,24	0,30	0,26	0,23	0,20	0,18
Autres charges exploitation	0,96	0,92	1,46	1,72	1,91	2,06
Rés. exploitation	2,51	3,17	4,20	5,28	6,09	6,69
Rés. financier retraité	-0,88	-1,60	-2,58	-3,69	-4,49	-5,04
Résultat courant	1,63	1,57	1,62	1,59	1,60	1,64
IS	0,55	0,53	0,06	0,05	0,05	0,04
Rés. net courant normes F	1,08	1,04	1,56	1,53	1,55	1,60
CAF nette	2,72	3,50	4,78	5,41	5,91	6,31
Distribution (M€)						
Distribution courante	1,18	1,49	1,55	1,61	1,75	1,81
Div. / CAF nette	43%	43%	32%	30%	30%	29%
Bilan (M€)						
Patrimoine DC	60,7	94,9	126,5	152,1	169,6	184,6
Acquisitions	9,9	30,0	30,0	25,0	16,0	14,0
Cessions	6,7	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Dette financière nette	21,9	39,7	65,1	85,0	95,5	103,7
Endettement (LTV)	36%	42%	51%	56%	56%	56%
Actif net réévalué (M€)						
ANR de remplacement dilué	42,0	54,6	61,4	67,8	74,8	81,7
ANR de liquidation dilué	34,4	50,0	56,9	63,2	70,3	77,1
Données par action (€/a)						
Nombre d'actions en millions						
Moyen dilué (CAF)	1,043	1,095	1,251	1,251	1,251	1,251
Fin d'année dilué (ANR)	1,043	1,251	1,251	1,251	1,251	1,251
Droit au div.	0,983	1,191	1,191	1,191	1,251	1,251
CAF nette	2,61	3,19	3,82	4,32	4,73	5,05
Dividende	1,20	1,25	1,30	1,35	1,40	1,45
ANR de remplacement	40,2	43,6	49,1	54,2	59,8	65,3
ANR de liquidation	33,0	40,0	45,5	50,6	56,2	61,7



Invest *S*ecurities
Société de Bourse

126, rue Réaumur - 75002 Paris
Tél : 01 40 13 74 00 - Fax : 01 40 13 74 15