

Paref

Cours au 13/09/2010 (€)	Capitalisation (M€)	Nouvelle*	Rendement
52,6	48,2	=	4,3%

Rentabilité stabilisée et augmentation de capital en vue

Résultats constants au premier semestre

Aucun achat ni vente n'a eu lieu au premier semestre de 2010, le patrimoine locatif n'ayant évolué que par la livraison de l'immeuble construit à Vitry sur un terrain de Paref. L'activité de marchand de biens a été soldée par la vente d'un petit actif (0,9 M€) à Lisieux. Le taux d'occupation a diminué de 5 points sur six mois, à 90 % fin juin (après un plus bas de 89 % début janvier). Les revenus locatifs ont progressé de 1 % par rapport au premier semestre 2009, à 9 M€. La gestion pour compte de tiers a observé une reprise de la collecte, se traduisant par des commissions de 1,6 M€ contre 1,3 M€ un an plus tôt, malgré l'absence d'une commission de surperformance de 0,2 M€. Au total, le RBE publié est stable à 8,3 M€ mais nous attendons une petite détérioration au second semestre par l'entrée en vigueur des baisses de loyers, notamment à Pantin où le loyer a été révisé de 1,9 à 1,6 M€/an.

La valeur du patrimoine se stabilise

La valeur du patrimoine a décliné de 1 %, les libérations et les renégociations de loyers à la baisse venant compenser le gain provenant de Vitry et de l'allongement des durées de baux. Le taux de capitalisation des expertises du patrimoine de Paref est probablement le plus élevé de toutes les foncières, à 9,8 % hors parts de SCPI. Ce taux s'explique par la typologie des actifs et la situation locative mais force est de constater que le taux de vacance n'est à ce jour pas plus alarmant que chez la plupart des foncières. Un bloc de huit immeubles estimés à 27,4 M€ a été, comme prévu, apporté à la SCPI Interpierre, afin de lui donner suffisamment de diversification locative pour attirer les souscripteurs ou des candidats à la fusion. Compte tenu de 19,1 M€ de dettes, l'apport net est de 8,3 M€. Dans l'immédiat, comme Paref se trouve actionnaire majoritaire de la SCPI, l'opération n'a pas d'impact sur les comptes consolidés puisque la SCPI sera consolidée par intégration globale. Des discussions sont en cours pour l'apport d'un portefeuille qui ramènera Paref dans une position de minoritaire. La dette d'Interpierre serait alors déconsolidée.

Une augmentation de capital en vue

Au printemps dernier, Paref avait annoncé des négociations avec un investisseur susceptible de prendre une participation de l'ordre de 20 % par augmentation de capital à un cours supérieur au cours de bourse. Cet investisseur aurait pris la succession du président Hubert Lévy-Lambert. Le fil des discussions n'est pas rompu mais les sujets du financement et de la direction paraissent dissociés. Paref envisage une augmentation de capital limitée, destinée à desserrer la contrainte de l'endettement, même si les covenants sont respectés. Nous avons redouté que l'opération projetée ne dissimule un changement de contrôle de fait, sans maintien de cours. Les modalités de l'opération ne sont pas connues, mais avec une décote sur l'ANR de près de 50 %, tout appel au marché est mécaniquement très dilutif. Toutefois, un apport de 10 à 20 M€ pourrait être paradoxalement bénéfique pour le cours de bourse : un désendettement partiel autoriserait un redressement de la distribution, aujourd'hui rachitique. Nous avons retenu l'hypothèse d'une augmentation de capital en 2010 de 15 M€ à 50 €, ce qui a conduit à l'émission de 300.000 actions, soit une augmentation significative (+ 30 %) du nombre d'actions. En contrepartie, le ratio LTV retomberait de 64 % mi-2010 à 55 % fin 2010. Le résultat net récurrent (CAF) non distribué permettrait une baisse du ratio LTV de 3 points par an. Cela n'empêche pas Paref de programmer une à deux cessions significatives par an pour rembourser les échéances.

Néanmoins, le titre mérite mieux

Avec un patrimoine géré de plus de 630 M€, Peref a atteint la taille critique. L'action affiche des ratios très dépréciés du fait de la faible liquidité boursière, de l'endettement significatif et des incertitudes sur la succession dans le management. L'action décote de 50 % sur l'actif net de remplacement après augmentation de capital et vaut 6,2 fois le résultat récurrent estimé pour 2011, qui supporterait le plein effet de la dilution. Nous estimons qu'au terme de quelques années, le désendettement devrait permettre un taux de distribution sensiblement plus élevé. Un pay-out de 50 % du résultat récurrent 2011 assurerait déjà un rendement de 8 %. Les investisseurs qui ne sont pas rebutés par une capitalisation de l'ordre de 50 M€ peuvent revenir sur le titre.

Valorisation

	Cours (€)	52,6	Capitalisation boursière :				51,3 M€
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
P/ANR de remplacement non dilué	0,52	0,57	0,58	0,57	0,53	0,49	0,46
P/ANR de liquidation non dilué	0,61	0,69	0,67	0,63	0,58	0,54	0,51
P/ ANR de remplacement dilué	0,52	0,57	0,58	0,57	0,53	0,49	0,46
P/ ANR de liquidation dilué	0,61	0,69	0,67	0,63	0,58	0,54	0,51
P/CAF	10,6	9,2	6,3	6,5	6,5	5,9	5,5
Loyers/VE	6,7%	9,1%	9,3%	9,8%	11,0%	11,5%	11,6%
VE/EBE	15,5	13,8	11,9	11,4	10,7	10,2	10,1
EBE/VE	6,46%	7,24%	8,39%	8,76%	9,34%	9,81%	9,89%
Rendement	6,18%	3,80%	4,28%	5,32%	6,65%	9,51%	10,46%

Prévisions

Résultat (M€)	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013
				e	e	e	e
Total loyers	8,34	15,66	17,40	16,11	16,23	17,54	19,06
- Loyers patrimoine n-1 loué 100%		14,25	18,51	18,14	17,64	18,30	20,11
- Vacance	13,0%	7,0%	6,0%	9,5%	9,0%	8,0%	8,0%
Variation à périmètre constant	14,6%	8,2%	4,5%	-2,0%	1,0%	1,5%	1,5%
Revenus d'usufruits	1,75	1,80	1,89	1,79	1,69	1,60	1,51
Dot. amortissement usufruit	0,71	1,25	1,00	0,95	0,89	0,84	0,80
Intérêt usufruit	1,04	0,55	0,89	0,84	0,80	0,75	0,71
Commissions gestion	4,10	3,09	3,02	3,50	3,80	4,10	4,30
Marge marchand de biens	0,44	0,16	0,00	0,20	0,00	0,00	0,00
Charges d'immeubles	-1,10	-2,03	-1,30	-1,27	-1,23	-1,28	-1,41
Frais généraux	-5,15	-4,94	-4,32	-4,37	-4,62	-4,88	-5,15
EBE	7,67	12,48	15,69	15,01	14,97	16,22	17,51
Dot. amortissement LS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rés. opérationnel courant	7,67	12,48	15,69	15,01	14,97	16,22	17,51
Rés. Financier	-2,77	-7,13	-7,16	-5,84	-4,73	-4,87	-5,42
Résultat courant	4,90	5,35	8,53	9,17	10,24	11,35	12,09
Taux IS courant	-10,6%	-1,6%	-7,2%	-7,6%	-7,4%	-7,2%	-7,0%
Impôt sur les sociétés	-0,52	-0,08	-0,61	-0,70	-0,76	-0,82	-0,85
Rés. des soc. mises en équivalence	0,00	0,28	0,26	0,35	0,35	0,35	0,35
CAF nette publiée	4,39	5,55	8,18	8,82	9,83	10,88	11,59
Impact de la dilution	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CAF nette après dilution	4,39	5,55	8,18	8,82	9,83	10,88	11,59
Variation de juste valeur des actifs	4,55	-3,05	-11,96	1,90	2,73	2,83	3,15
Résultat exceptionnel	0,80	0,13	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat net publié (JV)	9,73	2,63	-3,78	10,72	12,55	13,72	14,74
Distribution courante (N)	2,95	1,95	2,19	3,40	4,26	6,08	6,69

Bilan (M€)	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013
Patrimoine val. vénale DC	200,5	212,8	201,9	192,9	200,5	223,3	242,4
Patrimoine val. vénale HD	188,8	200,4	190,1	181,7	188,8	210,3	228,2
Evolution des val. d'expertises	-0,7%	-0,8%	-6,0%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%
Taux moyen des droits	0,1	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Acquisitions DC	112,4	26,9	0,0	5,0	10,0	24,0	20,0
Rdt des acquisitions	7,91%	8,79%	0,00%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
Développements DC	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rdt des développements	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cessions HD	4,9	5,5	0,0	15,0	5,0	4,0	4,0
Rdt perdu des cessions	7,00%	5,50%	0,00%	7,00%	7,20%	7,20%	7,50%
Capex taux	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capex M€	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Profit de promotion	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Var. BFR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	19,8	0,0	0,0	15,0	0,0	0,0	0,0
Dette financière nette	114,4	138,6	132,8	100,3	97,9	110,5	120,2
Dette financière moyenne	72,3	121,0	135,7	113,7	96,4	101,4	113,0

Actif net réévalué (M€)

ANR de remplacement non dilué	98,7	90,1	88,7	112,4	121,7	131,3	140,2
ANR de liquidation non dilué	84,2	74,3	76,9	101,1	110,0	118,3	126,0
Impact de dilution	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ANR de remplacement dilué	98,7	90,1	88,7	112,4	121,7	131,3	140,2
ANR de liquidation dilué	84,2	74,3	76,9	101,1	110,0	118,3	126,0

Nb d'actions (M)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Moyen (CAF)	0,8814	0,9748	0,9748	1,0953	1,2158	1,2158	1,2158
Fin d'année	0,9748	0,9748	0,9748	1,2158	1,2158	1,2158	1,2158
Moyen (CAF) après dilution	0,8814	0,9748	0,9748	1,0953	1,2158	1,2158	1,2158
Fin d'année après dilution	0,9748	0,9748	0,9748	1,2158	1,2158	1,2158	1,2158
Droit au dividende	0,9077	0,9748	0,9748	1,2158	1,2158	1,2158	1,2158

Données par action (€/a)

CAF nette publiée	4,98	5,69	8,39	8,05	8,08	8,95	9,53
CAF nette après dilution	4,98	5,69	8,39	8,05	8,08	8,95	9,53
Dividende	3,25	2,00	2,25	2,80	3,50	5,00	5,50
ANR de remplacement non dilué	101,30	92,38	91,01	92,42	100,08	108,01	115,30
ANR de liquidation non dilué	86,39	76,21	78,92	83,15	90,45	97,28	103,66
ANR de remplacement dilué	101,30	92,38	91,01	92,42	100,08	108,01	115,30
ANR de liquidation dilué	86,39	76,21	78,92	83,15	90,45	97,28	103,66
EBE	8,70	12,80	16,09	13,70	12,31	13,35	14,40
Dette financière nette moyenne	82,03	124,17	139,21	103,78	79,26	83,40	92,97

Ratios

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Endettement (LTV)	60,6%	69,2%	69,9%	55,2%	51,9%	52,5%	52,6%
EBE/loyers	92,0%	79,7%	90,1%	93,2%	92,2%	92,5%	91,9%
EBE/frais financiers (ICR)	2,8	1,8	2,2	2,6	3,2	3,3	3,2
EBE/Dette nette moyenne	10,6%	10,3%	11,6%	13,2%	15,5%	16,0%	15,5%
Frais généraux / loyers	-61,8%	-31,6%	-24,9%	-27,2%	-28,5%	-27,8%	-27,0%
CAF N / ANR N-1 avant dilution	ns	5,6%	9,1%	8,8%	8,7%	8,9%	8,8%
CAF N / ANR N-1 après dilution	ns	5,6%	9,1%	8,8%	8,7%	8,9%	8,8%
Div/CAF nette/action avant dilution	65,3%	35,1%	26,8%	34,8%	43,3%	55,8%	57,7%
Div/CAF nette/action après dilution	65,3%	35,1%	26,8%	34,8%	43,3%	55,8%	57,7%
Div/patrimoine HD	1,6%	1,0%	1,2%	1,9%	2,3%	2,9%	2,9%
Div/ANR-R N-1	ns	1,97%	2,44%	3,08%	3,79%	5,00%	5,09%
Div/ANR-L N-1	ns	2,32%	2,95%	3,55%	4,21%	5,53%	5,65%