



INTRODUCTION SUR
eurolist

Étude financière

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 Argan.

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 et 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

<i>Résumé Conclusion</i>	2
Valorisation	2
Logique d'investissement	2
<i>Une jeune entreprise de promotion d'entrepôts pour compte propre</i>	4
<i>La stratégie d'Argan</i>	5
Stratégie immobilière : des entrepôts logistiques en France	5
Stratégie commerciale : une PME au service du client	6
Le positionnement concurrentiel	6
Stratégie financière : optimiser la rentabilité des fonds propres dans la durée	8
Une organisation légère mais efficace	9
<i>Le marché de l'investissement immobilier en entrepôts logistiques</i>	10
Un besoin éternel, une fonction récente	10
La typologie des bâtiments	11
Un développement récent	13
L'arrivée à maturité de la demande est-elle proche ?	14
L'offre	16
Les locations	19
Perspectives des valeurs locatives	20
Marché de l'investissement	21
<i>Le patrimoine d'Argan</i>	25
<i>La rentabilité de l'entreprise</i>	28
<i>Les perspectives d'Argan</i>	29
<i>Prévisions financières</i>	31
<i>Actif net réévalué</i>	34
Détermination de l'actif net réévalué	34
Actionariat	36
<i>Valorisation</i>	37
Degré de risque	37
Conjoncture boursière du secteur	37
Composition du capital	38
Entreprises cotées comparables	39
Synthèse des comparaisons	43
Méthode de Bates	44
Valeur de majoritaire	45
Conclusion	45

Résumé Conclusion

Créée fin 1993 par Jean-Claude Le Lan, Argan a pour métier de **faire construire des entrepôts logistiques** pour des clients locataires, qu'il cherche par lui-même, puis de **conserver les immeubles en patrimoine**. Lancée avec 60 000 €, l'entreprise a pu décoller et croître grâce au crédit-bail immobilier permettant un financement à 96 % des actifs. Le patrimoine est constitué à la mi-2007 de 33 actifs en France construits (ou en cours et pré-loués) couvrant **488.121 m² évalués à 359 M€, dont 91 % d'entrepôts logistiques**. En treize ans d'existence, **un actif net réévalué avant impôt de 130 M€ a été créé**. Argan emploie six personnes, dont trois ingénieurs. Son projet est de poursuivre l'activité de promotion pour compte propre, à raison de 60.000 m² construits par an et environ 20.000 m² acquis, avec un endettement (LTV) cible de 60 % et une rotation des actifs un peu plus marquée.

Valorisation

Valorisation à l'objectif de cours

Cours (€) : 15,7 € Capitalisation boursière : 149,2 M€

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
P/ANR de remplacement	0,91	0,84	0,78	0,72	0,67	0,63
P/ANR de liquidation	0,99	0,92	0,86	0,80	0,74	0,70
P/CAF	13,3	10,8	10,1	9,7	9,3	9,0
VE/EBE	16,0	14,9	14,7	14,6	14,5	14,5
EBE/VE	6,23%	6,71%	6,82%	6,83%	6,88%	6,88%
Rendement	4,38%	4,60%	4,83%	5,07%	5,32%	5,59%

Logique d'investissement

Points forts

- ✓ promoteur intégré qui permet d'obtenir un rendement fort des investissements
- ✓ management principal actionnaire
- ✓ durée ferme des baux et qualité des locataires
- ✓ historique très favorable

Points faibles

- ✓ faible diversification des locataires et des actifs
- ✓ équipe de petite taille
- ✓ taille boursière réduite et liquidité en conséquence
- ✓ aléas de marché attachés aux entrepôts

- L'entreprise nous paraît saine et apte à tenir son cap. Les locataires sont peu diversifiés mais de bonne qualité. Argan a l'avantage sur les autres foncières de pouvoir créer par lui-même son patrimoine et, surtout de le faire avec une rentabilité élevée (8,5 %).
- Le risque tient plus au secteur qu'à l'entreprise et réside dans l'aléa d'occupation à moyen terme. Le marché des grands entrepôts est aujourd'hui encore en phase de premier équipement et peu d'actifs sont construits sans être pré-loués, de sorte que la vacance est sous contrôle. A maturité, il s'agira d'une niche (110 locations par an en France en 2005 et en 2006) sans rareté foncière.
- Les ratios instantanés à notre objectif de cours sont modérés. Cela tient à notre prudence sur l'aléa sectoriel à moyen terme. Nous estimons que le rendement observé sur les transactions récentes (6 à 6,5 %) est insuffisant, ce qui explique que notre objectif fait ressortir une décote sur l'ANR au 30 juin 2007. Cet objectif a été fixé de sorte à offrir une rentabilité à l'actionnaire de 4 % si un scénario de dégradation sensible survenait à l'horizon 2012.
- La valeur d'une jeune foncière d'entrepôts comme Argan a la particularité d'être constituée de l'addition d'un actif sans risque (5,4 années de durée ferme des baux avec de bonnes signatures) et d'un actif aléatoire constitué de ces entrepôts à la date de l'échéance des baux. Le profit certain peut grossièrement être évalué à la CAF 2008 (1,45 €/action) pendant la durée ferme moyenne soit 7,83 €/action ou 50 % de la capitalisation boursière.
- Il n'existe pas de foncière de logistique française cotée. Les foncières moyennes investissant dans la logistique en Europe continentale (WDP, Hansteen, Kenmore IEF) affichent des primes substantielles (19 à 39 %) sur l'ANR 2006, plus modérée chez Prologis (4 %). Le secteur va s'étoffer prochainement d'une filiale de Foncière des Régions puis de celle de Gecina. Après cotation, si le plan d'investissement est respecté et au vu des cours du secteur, le cours peut s'établir au-delà de notre objectif.

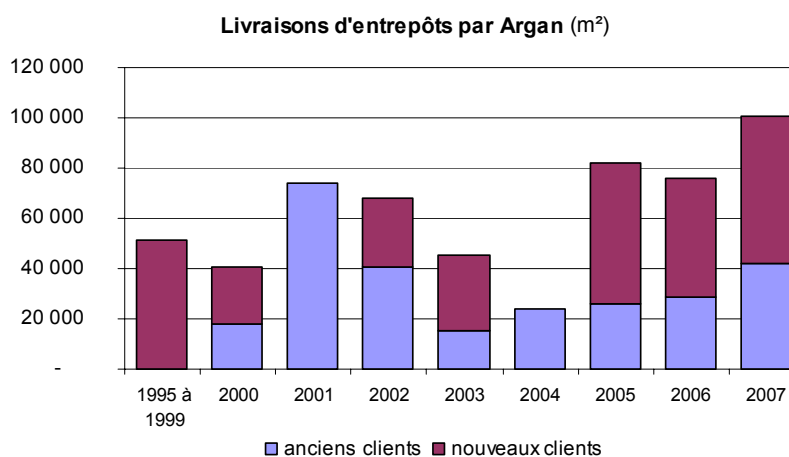
Benoît FAURE-JARROSSON

01 40 27 03 99

bfaure-jarrosson@invest-securities.com

Une jeune entreprise de promotion d'entrepôts pour compte propre

Argan a été créé fin 1993 par Jean-Claude Le Lan (CNAM, IAE, CPA), alors âgé de 50 ans, après la cession de l'entreprise industrielle (Batiroc) qu'il avait fondé en 1979. Batiroc produit des toitures autoportantes et des couvertures et bardages en acier. Ces produits sont notamment utilisés dans la construction d'entrepôts, ce qui donne alors à Jean-Claude Le Lan une première expérience du secteur. Dans Argan, il commence par monter seul quelques opérations de promotion d'entrepôts logistiques : 5.000 m² à Marseille, revendus ultérieurement, puis 18.000 m² à Metz et 22.000 m² à Orléans. Depuis, le métier d'Argan est de faire construire des entrepôts logistiques pour des clients locataires qu'il cherche par lui-même puis de conserver les immeubles en patrimoine.



Lancée avec 60 000 €, l'entreprise a pu décoller et croître grâce à un très fort effet de levier. Le crédit-bail immobilier a permis d'obtenir un financement des biens à hauteur de 96 %. Un pareil endettement était recevable de la part des banquiers, d'une part, parce que les actifs étaient loués pour neuf ans au moins avec un rendement élevé, d'autre part, parce qu'ils étaient acquis à un prix de promoteur et recelaient une valeur de marché supérieure. La dette représentait donc plutôt 75 % de la valeur de marché et les loyers fermes équivalaient à environ 80 % de la valeur de l'actif. Au cours des six premières années (1994-1999), Argan s'est constitué un patrimoine cumulé de 51.000 m². A partir de 2000, l'entreprise a accéléré son rythme de construction, livrant 410.000 m² en sept ans (2000-2006), soit en moyenne 59.000 m² par an. Le patrimoine est constitué à la mi-2007 de 33 actifs en France construits (ou en cours et pré-loués) couvrant **488.121 m² évalués à 359 M€**, dont 91 % d'entrepôts logistiques. En treize ans d'existence, **un actif net réévalué avant impôt de 130 M€ a été créé à partir des 60.000 € initiaux.**

Le fondateur a recruté en 2001 son fils Ronan Le Lan, ingénieur, actuellement en charge du développement, puis Francis Albertinelli, ingénieur ESTP, comme directeur financier. Malgré la taille de son patrimoine, l'effectif d'Argan se limite à six personnes. Les actifs étaient répartis entre deux cascades de sociétés familiales qui ont été fusionnées préalablement à l'introduction en bourse. Une activité industrielle résiduelle a été récemment cédée. Le projet, qui sera détaillé plus loin, est de poursuivre l'activité de promotion pour compte propre, avec un endettement moins tendu (objectif d'une LTV de 60 %) et une rotation des actifs un peu plus marquée.

La stratégie d'Argan

Stratégie immobilière : des entrepôts logistiques en France

Le choix d'Argan est de développer des entrepôts logistiques en France sous forme de bâtiments correspondant à la demande solvable, à savoir d'une taille supérieure à 10.000 m², et banalisés afin de permettre une relocation aisée. Les concurrents et les agents immobiliers mettent en avant l'atout des grands parcs logistiques, réunissant plusieurs bâtiments loués à des locataires distincts. Argan estime que leur succès commercial reste à démontrer et préfère se développer dans quelques zones pour capitaliser sur la connaissance locale. La priorité est donnée aux aires reconnues (axe Lille-Paris-Lyon-Marseille), car la demande y est récurrente. Argan vise notamment des développements à Troyes (Aube), en Seine-et-Marne, près d'Orléans et dans la région lyonnaise. Les investissements hors de ces zones sont possibles, à condition qu'il y ait une forte visibilité sur l'activité du preneur, comme chez L'Oréal à Vichy. La politique est de demeurer en France. L'investissement dans la messagerie n'est pas exclu, ainsi qu'en témoigne la construction d'un bâtiment à Chartres pour Gefco, mais cette initiative marginale (moins de 1 % du patrimoine) visait avant tout à entrer dans la liste des fournisseurs du groupe PSA.

La préférence porte sur la construction par rapport à l'acquisition puisque la rentabilité des capitaux investis y est très supérieure : 8,5 % ou plus dans le premier cas et 6 à 7 % dans le second. Jusqu'à présent, Argan a favorisé les opérations clé en mains où la première étape consiste à trouver un utilisateur prêt à s'engager. La société évoque pour l'avenir un rythme de construction de 60.000 m² par an, cohérent avec celui observé au cours des sept dernières années (2000-2006) de 59.000 m² par an. **Un supplément de 20.000 m² par an d'acquisitions de locaux déjà construits par des tiers est également mentionné.** L'actuelle grande faiblesse des rendements locatifs nous incite à la réserve sur ces investissements. Tant qu'Argan recourait à un levier marginal très puissant, la rentabilité des fonds propres demeurait très forte. Ainsi, l'achat récent à Meaux avec un rendement de 6,8 % peut être financièrement justifié quand la dette en couvrait 95 %. La rentabilité immédiate des fonds propres est alors de 30 %, sans préjudice du risque en capital à terme. En décidant de limiter son endettement à 60 % de la valeur du patrimoine, les fonds propres vont devenir plus précieux et il nous semble que les acquisitions pourraient rester marginales. Bien sûr, la saisie d'opportunités demeure toujours possible, à l'image des 32.500 m² loués par DHL à Dreux en cours d'acquisition pour 15,1 M€ (soit le coût de construction) avec un rendement de 8 %. Enfin, Argan prévoit un arbitrage progressif des actifs ne présentant pas de capacité d'extension ou de hausse des loyers. La capacité financière sera utilisée de préférence à construire pour renouveler le parc et disposer d'actifs encore couverts par la garantie décennale. La thésaurisation d'une partie des profits permettra d'accroître le parc pour jouer un effet de portefeuille. Ainsi, la vacance d'un actif ne pèsera pas exagérément sur le résultat.

Afin d'augmenter ses chances de décrocher de nouveaux contrats, la société souhaite **se développer sur le marché dit du gris**. La première étape est alors de sécuriser le contrôle d'un terrain afin de le proposer aux utilisateurs. La construction n'est lancée qu'après la signature du bail. C'est dans ce sens qu'une convention a été signée à Troyes pour disposer de la capacité à construire 65.000 m². **Argan souhaite rester à l'écart des opérations en blanc**, c'est-à-dire de la construction d'entrepôts sans locataire préalable.

Stratégie commerciale : une PME au service du client

La stratégie d'Argan est très clairement de développer une **relation forte avec ses clients locataires** afin d'assurer la pérennité des loyers pendant le bail, de faciliter son renouvellement et de bénéficier d'opportunités de nouveaux contrats. On retrouve la politique de partenariat déjà rodée par la Foncière des Régions et, précédemment, par les foncières de centres commerciaux. Elle porte ses fruits puisque 55 % des surfaces construites depuis l'origine par Argan ont été louées à des entreprises déjà clientes. Ce fonds de commerce a vocation à être diversifié puisque, à ce jour, trois groupes louent plusieurs sites à Argan : Geodis, L'Oréal et Caterpillar. D'autres locataires (Depolabo, Arvato, etc.) ont été conservés en étendant ou modifiant leur implantation. Signe de ce souci de fidélisation, Argan n'est pas hostile à une négociation quand les loyers dépassent trop nettement la valeur de marché du fait de l'indexation. La contrepartie naturelle est un allongement de la durée ferme du bail.

Argan veille à **rendre ses actifs adaptables à d'autres locataires** en cas de départ du preneur initial. Ainsi, La Poste a choisi d'installer un de ses nouveaux centres de tri à Lognes mais ne souhaitait pas un entrepôt à la norme 1510. Le maximum réglementaire de 6.000 m² par cellule est inadapté et le sprinklage fait courir un risque de détérioration au courrier. Toutefois, pour pouvoir convertir l'entrepôt à cette norme, la charpente a été dès l'origine prévue pour supporter un sprinklage éventuel et les fondations et la toiture adaptées à la construction de murs coupe-feu.

Sur la plupart des sites, le terrain a été choisi pour **permettre des extensions ultérieures** des bâtiments. Cette faculté augmente la fidélité du locataire en croissance. Le terrassement a parfois été réalisé dès l'origine pour les surfaces futures. Les extensions sont notamment l'occasion de prolonger le bail initial. Soit explicitement, par une nouvelle signature, soit implicitement parce que l'engagement sur l'extension suppose matériellement de demeurer dans l'entrepôt initial. Ainsi, Caterpillar près de Grenoble vient de signer pour une surface supplémentaire. Le loyer n'est que de 0,32 M€/an mais le retour sur investissement marginal dépasse 9 % et, surtout, le bail initial (0,9 M€/an) est reconduit pour les dix prochaines années.

Le positionnement concurrentiel

L'entreprise exerçant de fait deux métiers (foncière et promoteur), **la concurrence est constituée de trois catégories** :

- ✓ les promoteurs purs, souvent de petites sociétés : PRD, Panhard Développement, Cibex, Idec, etc.
- ✓ les foncières pures : Gecina, les nombreux fonds récemment créés, à l'image de Kenmore, évoqué plus bas.
- ✓ les foncières-promoteurs : Prologis, Gazeley, Eurinpro, PRD, Concerto, (promoteur qui s'appuie sur sa maison-mère foncière Affine et sur un partenariat avec le financier australien Macquarie, ce dernier étant également alimenté par sa filiale belge AMB Property Corporation).

Les constructeurs, comme GSE, ne sont pas des concurrents.

Malgré son faible effectif, Argan dispose d'une **position non négligeable sur ses marchés**. En tant que promoteur, les 59.000 m² annuels livrés au cours des dernières années se comparent à une construction nationale de 1.730.000 m² en 2005 et 1.650.000 m² en 2006, soit une part de marché de 3,5 %. En qualité de foncière, Argan détient un parc d'entrepôts de plus de 10.000 m² qui couvre 488.000 m², soit 2,7 % d'un parc national de 18 millions de mètres carrés. Même si ces taux peuvent paraître faibles, ils placent la société en position visible par rapport à la plupart de ses concurrents. Prologis, le n°1 mondial, est près de 100 fois plus gros qu'Argan avec 39 millions de mètres carrés de surface détenue sur la planète entière. En France, Prologis détient 2,23 millions de mètres carrés, ce qui signifie qu'Argan possède l'équivalent de 20 % du patrimoine local du leader mondial. Gecina, qui détient désormais 690.000 m² d'entrepôts logistiques et dispose de 300.000 m² de projets, a le projet de coter sa filiale. Côté promotion, un des leaders comme Gazeley a développé sur toute la planète 5 millions de mètres carrés. Argan a cumulé 514.000 m² de livraisons depuis sa création. A titre de comparaison, Concerto, la filiale d'Affine, vise un rythme de 250 à 300.000 m² par an en France grâce au fonds développé avec Macquarie.

Quels sont les avantages ou handicaps concurrentiels d'Argan ?

La taille d'Argan est suffisante pour lui permettre d'offrir aux locataires les locaux les plus grands. Son vaste projet à Troyes (un bâtiment de 65.000 m², qui pourront être divisés) correspond aux plus grandes transactions locatives de 2005 et 2006 en France. Son poids inférieur à celui des meneurs (Prologis, Gazeley, etc.) ne lui permet pas d'offrir un réseau international, mais l'argument ne semble pas déterminant puisque les principaux locataires d'Argan sont des entreprises multinationales. Ses fonds propres en qualité de foncière lui permettent de prendre position dans des externalisations de grande dimension, sans toutefois prétendre aux grands portefeuilles, comme celui racheté pour 214 M€ par le fonds Invista en avril 2007) mais ces opérations ne sont pas dans la stratégie d'Argan. La grande surface des leaders les autorise à pratiquer un peu de blanc, ce qui permet d'attirer certains locataires. Mais cette pratique est, à ce jour, secondaire. Par ailleurs, la légèreté de la structure de l'entreprise et les frais généraux contenus permettent d'offrir un loyer compétitif à actif identique. Par contre, cette légèreté de la structure rend la pérennité du métier de promoteur dans l'entreprise moins certaine aux yeux des contractants. Enfin, la notation financière dans un métier aussi capitalistique est un élément déterminant. Les grands concurrents d'Argan peuvent sans doute obtenir quelques dizaines de points de mieux auprès de leurs banquiers grâce à leur bilan. Le renforcement des fonds propres, le régime SIIC et la transparence attachée à la cotation pourraient autoriser une réduction de cet écart chez Argan.

Le cumul des fonctions de développeur et d'investisseur est apprécié des preneurs car ils savent qu'ils continueront de dialoguer pendant le bail avec les mêmes interlocuteurs et savent comment les demandes techniques ou les extensions seront traitées. Le fait d'être un promoteur est un avantage capital dans le métier de foncière car il assure une alimentation en actifs et une rentabilité sensiblement supérieures.

La crédibilité est un avantage concurrentiel difficile à mesurer mais réel. En l'occurrence, l'historique fort de promotion et les signatures renouvelées avec de grands groupes sont des signes d'efficacité. La direction formée de trois ingénieurs expérimentés dans le BTP est un atout face aux foncières tenues par des financiers. Elle peut intervenir directement dans la conception des bâtiments, la mise en oeuvre et le contrôle de la construction. Cette crédibilité est de nature à favoriser la signature avec un locataire mais aussi auprès des pouvoirs publics pour obtenir des options sur des terrains. La cotation boursière devrait accroître cet avantage concurrentiel. Nous avons consacré plus d'une dizaine d'heures à interroger les dirigeants sur leur entreprise. L'observation de l'histoire de la société, de ses actifs, les commentaires de ses clients et

concurrents et ces entretiens nous laissent penser que les dirigeants d'Argan peuvent être crédités de fiabilité commerciale et technique ainsi que d'un bon reporting financier interne.

Le régime SIIC est un atout dont peu de concurrents sont dotés. Dans les acquisitions de portefeuilles, il accorde au vendeur, jusqu'à la fin de 2008, un taux d'imposition sur les plus-values réduit à 16,5 % au lieu de 33,3 %. Le nombre des SIIC investissant dans la logistique est restreint. Seules neuf sociétés sont recensées : Gecina, Foncière des Régions, Tour Eiffel, La Lucette, Vectrane, Affine, Peref, Foncière Inéa, IPBM. Le statut SIIC est aussi un avantage dans le métier de promoteur : la marge de promotion est défiscalisée si l'actif est conservé en location pendant plusieurs années. Argan est la seule SIIC directement promoteur d'entrepôts puisque la filiale d'Affine, Concerto, ne bénéficie pas du régime.

Dans le métier de foncière, Argan, bénéficie d'une **ancienneté moyenne du patrimoine de 4,9 ans** au 31 mai 2007. Encore cette durée est-elle allongée par quatre actifs à Lognes vieux de vingt ans ou plus mais rénovés récemment. Ce chiffre se compare favorablement aux 6,4 années fin 2006 de Prologis EP, pourtant de création récente. La durée moyenne des engagements fermes de 5,8 ans à la même date est aussi un atout, car elle permet d'augmenter le levier et donc la rentabilité des fonds propres. Prologis annonce une durée des baux (et non de la seule période ferme) de 7,1 ans.

Stratégie financière : optimiser la rentabilité des fonds propres dans la durée

Argan doit notamment sa réussite passée à un recours très puissant à l'endettement. Désormais, « **la société souhaite à moyen terme avoir un ratio Loan to Value («LTV») égal à environ 60% contre 65% aujourd'hui.** » Une augmentation de capital de 30 M€ environ lors de l'introduction en Bourse permettra de compenser l'exit tax et de financer les investissements récents. Le taux d'endettement devrait ainsi se situer dans la moyenne des intentions du secteur. La plupart des foncières ont actuellement une dette inférieure à celle qu'elles souhaiteraient. La concurrence est à l'origine de ce sous-endettement. D'une part, elle fait progresser la valeur du patrimoine et réduit le ratio d'endettement. D'autre part, elle freine les investissements. Par ailleurs, Argan réalisera des cessions marginales selon des critères immobiliers qui réguleront l'endettement.

La famille Le Lan entend, à ce jour, maintenir son contrôle sur la société. Si l'on suppose que sa participation dans Argan constitue son principal actif, cela ne laisse la place qu'à une dilution de 60 à 50 % du capital, équivalente à un appel au marché accroissant la capitalisation de 20 %.

La cotation permet d'opter pour le **régime SIIC** qui supprime l'impôt sur les loyers et les plus-values. En contrepartie, la distribution doit porter sur 85 % du résultat courant et, éventuellement sur deux ans, 50 % des plus-values. Nous avons retenu un montant d'exit tax de 22,7 M€. Le montant définitif sera fixé à l'issue des expertises au 30 juin 2007.

La **politique de distribution** de départ est annoncée avec un rendement de 4 % sur l'actif net réévalué. On sait que le dividende minimum légal né du régime SIIC se révèle généralement très modique pour une société jeune. La politique de distribution est théoriquement contrainte par le régime SIIC. En pratique, les SIIC distribuent beaucoup plus que ce minimum de 85 %. L'indicateur de rentabilité pertinent est la CAF (résultat courant augmenté des éventuelles dotations aux amortissements des immeubles) et les foncières mûres distribuent environ 70 % de leur CAF, voire 90 % pour les plus

agressives (Foncière Lyonnaise, Gecina). Les taux plus faibles (56 % chez Klépierre en 2006) sont le fait de sociétés disposant d'un vaste réservoir d'investissement justifiant la thésaurisation d'une partie des ressources. La spécificité d'Argan réside dans les lourds amortissements (dans les comptes sociaux) dus à la jeunesse de la société, qui minorent le résultat distribuable. La réévaluation ou non des actifs lors de l'entrée dans le régime est susceptible d'affecter la dotation aux amortissements future. Aucun dividende n'a été versé au titre de 2006 ni de l'exercice de 6 mois clos au 30 juin 2007. Mais, en 2008, un dividende normal sera versé pour rémunérer l'ensemble de l'année 2007.

Une organisation légère mais efficace

Argan n'occupe actuellement que six personnes dont les deux membres du directoire (Ronan Le Lan et Francis Albertinelli) et le président du conseil de surveillance (Jean-Claude Le Lan). Le contrôle des risques est assuré par le conseil de surveillance. En 2007 a été programmée l'embauche d'un commercial haut de gamme à destination des entreprises locataires. Le contrat sera dévoilé prochainement et porte sur l'un des principaux commercialisateurs d'entrepôts chez un grand agent immobilier.

Le marché de l'investissement immobilier en entrepôts logistiques

Un besoin éternel, une fonction récente

La logistique peut se définir comme une **gestion centralisée et productive des flux d'objets**. **Quelles sont les fonctions d'un entrepôt ?** La première prestation ne consiste plus guère dans l'entreposage à long terme mais dans un **stockage temporaire**. Dans un monde converti à la rentabilité des capitaux investis, l'objectif commun est d'éviter l'immobilisation et de tendre vers les flux tendus. Mais chaque entreprise doit, tout de même, disposer d'un stock tampon pour faire face aux aléas de la demande de ses clients et aux incidents de production et de transport et faire face aux quantités minimales de transport. La logistique doit veiller à la rapidité de rotation des stocks et surtout à sa fiabilité. Dans l'entrepôt, le principal service est attaché au **transport** et consiste à regrouper les colis de provenance diverse vers une même destination ou à dégroupier les envois massifs pour atteindre le destinataire final avec une petite quantité. Outre les fonctions de stockage et de transport, il peut permettre, parfois, de procéder à des **manipulations** de montage simple pour adapter l'objet à la demande spécifique du client final ou à conditionner la marchandise. Selon l'ampleur des manipulations, l'intérieur d'un entrepôt logistique peut ainsi parfois s'approcher fort d'une usine. L'effectif par unité est, de ce fait, très variable selon le type d'activité. Les logisticiens, pour emporter les contrats ou améliorer leurs marges, offrent une prestation de plus en plus complète. La distinction entre un entrepôt et une usine viendra d'un bâtiment qui reste polyvalent malgré d'éventuels aménagements ad hoc à l'intérieur.

L'expression « **entrepôt logistique** », relativement récente, a été diffusée, en partie, par le souci commercial d'anoblir une fonction triviale, en partie pour distinguer ces bâtiments des entrepôts inadaptés au traitement efficace des flux ou de ceux dont la fonction n'est pas strictement logistique, comme ceux destinés à la production industrielle (outillage, pièces détachées, rebut intermédiaire), ou à l'archivage à long terme.

La logistique qui sollicite les entrepôts du même nom, vise essentiellement des **produits intermédiaires ou finis**. Les matières premières, liquides ou solides, font l'objet d'un transport et d'un stockage en vrac. Les produits agricoles, chimiques ou minéraux sont stockés dans des silos, des citernes ou de simples tas. D'autres produits supportent le stockage extérieur parce qu'ils doivent être capable d'en supporter les contraintes du fait de leur fonction, comme les matériaux de construction ou les automobiles. Les utilisateurs des entrepôts logistiques sont donc naturellement des entreprises de l'aval industriel, des distributeurs ou des prestataires de services pour ces deux catégories.

La typologie des bâtiments

Les entrepôts logistiques doivent répondre aux besoins du premier utilisateur qui en déclenche souvent la construction mais aussi au souci de l'investisseur de disposer d'un produit éventuellement utilisable par de nombreuses entreprises. Ils doivent également se plier aux contraintes réglementaires.

- Les choix pratiques et économiques

Les critères pratiques retenus par les utilisateurs sont résumés dans le tableau qui suit. Les professionnels ont défini une grille qui permet de classer les bâtiments en catégorie A ou B ou non cotée. **Le choix du terrain** dans une zone économique donnée est surtout conditionné par la proximité d'une sortie d'autoroute ou équivalent. La contrainte foncière naît de la nécessaire planéité du terrain pour que les chariots puissent conserver un axe vertical lorsque sont montés ou descendus les objets sur les racks. Parmi les critères d'implantation figure également la fiscalité locale, en particulier la taxe professionnelle et la taxe foncière.

Enfin, le choix du terrain dépend de la taille des parcelles. Le tènement doit être d'une surface approximativement double de celle du bâtiment (coefficient d'occupation des sols de 0,5). La plupart des grands entrepôts font de 10 à 40.000 m², soit un tènement de 20 à 80.000 m² (2 à 8 hectares). Mais certaines grandes plates-formes dépassent 100.000 m², ce qui suppose de disposer d'un terrain plat de plus de 20 hectares. La plus grande transaction locative portait en 2005 sur 60.000 m² et en 2006 sur 70.000 m². La livraison en 2001 des 110.000 m² loués par Norbert Dentressangle à Vert-Saint-Denis (91) avait fait sensation. Cette surface lui suffit pour assurer la totalité des livraisons de produits textiles aux 215 hypermarchés Carrefour en France. Pareille étendue semble marquer la borne haute des besoins courants.

L'aménagement intérieur est laissé au locataire. Il s'agit le plus souvent de racks de grande hauteur, desservis par des chariots autonomes pilotés par des caristes. Souvent, les palettes sont simplement empilées si la résistance au poids le permet. L'automatisation complète existe, mais elle ne paraît pas avoir la faveur des utilisateurs. De tels systèmes sont souvent peu adaptables aux changements de besoin (taille et nature des objets). Leur complexité les fragilise alors que les interruptions de service sont impossibles. On peut penser que l'automatisation se portera sur les chariots eux-mêmes, avec des viseurs automatiques au lieu d'une visée humaine, puis un pilotage à distance. Les systèmes entièrement automatiques permettent de gagner en place par de plus grandes hauteurs, jusqu'à 30 m. Notons que la généralisation, peu probable, de tels systèmes rendrait obsolète le parc actuel.

Le but de l'investisseur est de **disposer d'actifs aussi polyvalents** que possible pour augmenter la probabilité de leur location. Le parallélépipède le plus simple s'est donc imposé. La commodité de la manutention porte vers les espaces sans poteaux et de grande hauteur de 8 à 10 m. La construction peut comporter une structure en béton – c'est le choix d'Argan - ou métallique.

Le tableau suivant permet de cerner quels sont les critères jugés pertinents par les utilisateurs. Les normes légales ou réglementaires ajoutent des contraintes essentiellement liées à la sécurité, surtout contre l'incendie et la pollution.

Grille de notation des entrepôts logistiques (CELOG) soumis à la nomenclature ICPE
(Installations Classées Protection de l'environnement) rubrique 1510

Liste des critères		Cotation O/N	Catégorie B		Catégorie A	
			impératif	facultatif	impératif	facultatif
Détention d'un arrêté préfectoral d'autorisation d'exploiter			0		0	
Système d'extinction aux normes			0		0	
Veille physique incendie/anti-intrusion 24h/24h sur immeuble ou site				0		0
Ensemble des surfaces d'entrepôt en RDC et à quai			0		0	
Niveleurs de quais et sas ou auvents	80% minimum des portes équipés			0	0	
Existence d'un parking poids lourds distinct du parking véhicules légers				0	0	
Possibilité de créer une aire d'attente poids lourds				0		0
Terrain clos				0		0
Site bi modal ou proximité d'un chantier multi modal	distance du chantier : 45 mn et 30 km max			0		0
trame	20/12m autorisant 240 m² sans poteau minimum		0		0	
Quais	1 pour 1500m² d'entrepôts minimum		0			
	1 pour 1000m² d'entrepôts minimum				0	
Profondeur	2 fois la façade avec un maximum de 130 m		0 (sauf pour les entrepôts double face)		0 (sauf pour les entrepôts double face)	
Entrepôts double face				0		0
Planéité	5 mn sous la règle des 2m maximum			0	0	
Somme des surfaces de bureaux et de locaux sociaux	entre 25 et 10%			0		0
Services intégrés au site	aux choix transports en commun (y compris bus), restauration, station service, douanes			0		0
Accès non nuisant	accès ne traversant pas une agglomération par une voie inadaptée aux poids lourds et distant de 10km max d'un axe à 4 voies séparées			0	0	
Bassin d'emplois	100 000 actifs minimum dans un rayon de 25km			0		0
Isolation / chauffage	hors gel		0		0	
	12°C minimum					0
Résistance au sol	3 tonnes/ m² minimum		0			
	5 tonnes/ m² minimum				0	
Eclairage naturel (zénithal ou via un bandeau facial)	5 % minimum y compris le désenfumage			0		0
Aire de manoeuvre	32 m par rapport au quai minimum		0		0	
	35 m par rapport au quai minimum					0
Hauteur utile sur toute la surface de stockage	7,5 m minimum		0			
	9,3 m minimum				0	
Résultat		A/B/C	?/10	?/13	?/14	?/11

Source : Celog

L'embranchement fer est, à première vue, un atout. Force est de constater qu'il n'est que marginalement recherché. D'une part, l'absence de fiabilité du transport ferroviaire français, à cause des grèves à répétition, a dissuadé la plupart des chargeurs. D'autre part, qu'il s'agisse de transport classique ou de ferroutage, il entraîne une rupture de charge pour arriver à des clients finaux disséminés. Le souci écologique, éventuellement l'instauration d'un service public obligatoire, sont de nature à renforcer l'usage du chemin de fer.

Outre ces règles universelles, certains aménagements sont parfois nécessaires, à l'image du rafraîchissement exigé par plusieurs locataires d'Argan pour les produits pharmaceutiques. Il existe quelques niches pour des actifs plus spécifiques :

- ✓ Le métier de **messagerie** consiste à transporter un grand nombre de colis depuis une multiplicité d'origines vers une multiplicité de destinations. Le bâtiment nécessaire est une sorte de « *hub* » de recomposition du chargement des camions. Les bâtiments sont de surface beaucoup plus réduite puisque les objets ne sont pas stockés et ne font que transiter. Ainsi la messagerie construite par Argan pour Gefco à Chartres ne s'étend que sur 2.370 m². Pour la même raison, une très grande hauteur n'est pas nécessaire (6 m à Chartres). La fonction de transfert exige des portes sur une double façade et un grand nombre d'ouvertures. Le marché est plus étroit car plus spécifique.
- ✓ Les **entrepôts frigorifiques**, à vocation essentiellement alimentaires, constituent également un sous-marché. Cette catégorie n'est citée ici que pour mémoire car Argan ne dispose pas d'actifs de cette nature et ne paraît pas souhaiter en acquérir. Parmi les foncières, Vectrane a procédé récemment à une acquisition.
- ✓ Les normes réglementaires

Le développement récent des grands entrepôts logistiques a suscité un encadrement réglementaire regroupé dans le Code de l'Environnement. Les normes sont édictées par l'arrêté ministériel du 5 août 2002. Soulignons que **ce ne sont pas les bâtiments qui sont soumis à cette réglementation mais l'activité qui s'y déroule**. L'activité d'entreposage est visée par la rubrique n°1510 de la nomenclature des Installations Classées pour la Protection de l'Environnement (ICPE). Cette rubrique 1510 vise l'activité la plus répandue dans les grands entrepôts, à savoir le dépôt de plus de 500 tonnes de matières combustibles. Un bâtiment neuf peut donc ne pas être conforme à cette norme et être utilisable. C'est le cas chez Argan pour un locataire stockant des plaques de métal (donc ininflammable) ou pour La Poste. Les contraintes principales sont une distance minimale de 20 mètres entre le bâtiment et l'enceinte de l'établissement (pour éviter la propagation de l'incendie et faciliter l'accès des pompiers), une toiture résistante au feu (indice T 30/1), une taille maximale des cellules de stockage de 6 000 m² pour cantonner un incendie par des murs coupe-feu (dépassement d'un mètre sur la toiture, portes séparant les cellules coupe-feu pendant deux heures) et un système d'extinction automatique (sprinklers) pour les cellules de plus de 3.000 m². Des normes plus sévères sont édictées pour les produits agroalimentaires, les liquides inflammables, les produits toxiques ou explosifs, etc. Ce sont les DRIRE (Directions régionales de l'industrie de la recherche et de l'environnement) qui délivrent les autorisations d'exploiter.

Un développement récent

La fonction logistique s'est développée dans les entreprises industrielles et de distribution dans le cadre d'une systématisation des processus de production. La pression concurrentielle sans cesse croissante dans tous les métiers a poussé à une rationalisation progressive des échanges de biens. **A partir de la décennie 1990**, un pas a été franchi avec le développement de prestations logistiques, en général par des entreprises de transport routier (Geodis, Norbert Dentressangle, STEF TFE en sont les exemples cotés en bourse). Ce sont les progrès de l'informatique joints à l'extension des maillages d'implantations qui ont permis aux logisticiens d'offrir dans le maniement des objets une productivité globale supérieure à celle des producteurs ou des distributeurs.

Dans la seconde moitié des années 1990, la généralisation des échanges de données entre entreprises a permis de franchir un nouveau seuil dans la rationalisation. L'expansion de normes informatiques (suprématie de Windows), les codes-barres et leur lecture automatique, le développement des réseaux puis d'Internet (autour de 1998), la concentration des entreprises industrielles et de distribution ont nourri la croissance de la fonction logistique, que celle-ci reste dans l'entreprise ou qu'elle soit externalisée. Cette concentration a visé les entreprises mais aussi la fonction d'acheteur, avec la création de centrales d'achat géantes, communes même à plusieurs entreprises. Parmi les ruptures récentes, soulignons l'ouverture des frontières en Europe, l'adoption de l'euro (2001) et l'élargissement de l'Union européenne, qui ont accru les flux de marchandises internationaux et donc le besoin d'une logistique à grande échelle et productive.

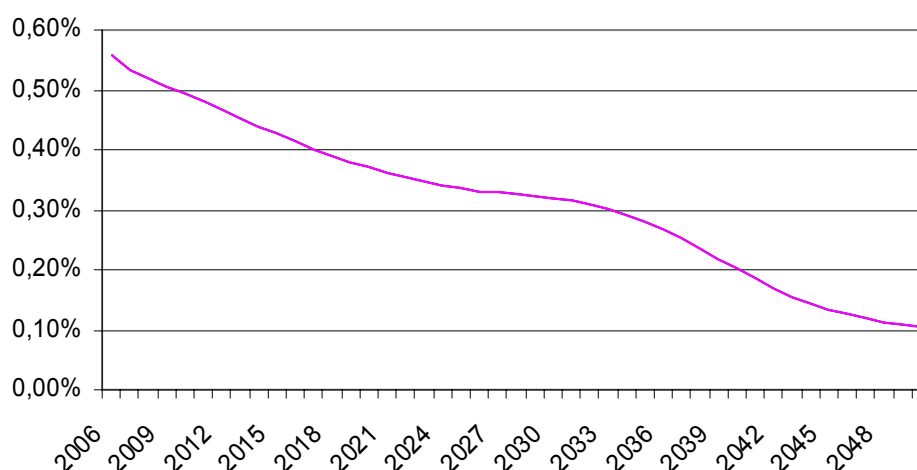
Les entrepôts logistiques, adaptés à cette fonction récente, **n'ont donc été développés à une grande échelle que depuis moins de quinze ans**. Compte tenu de la durée ferme des baux, la majorité des grands entrepôts est sans doute encore régie par leur bail initial. Signe de cette jeunesse, la construction annuelle (1,6 million de mètres carrés environ en 2005 et 2006) représente 9 % du parc existant d'entrepôts de plus de 10.000 m² contre 1 à 2 % sur le marché des bureaux.

L'arrivée à maturité de la demande est-elle proche ?

Le volume à stocker et transporter en France pourrait connaître une croissance molle :

- ✓ La **croissance démographique** française va aller faiblissant. Le pic de population est postérieur à 2030 et même probablement à 2050 mais le rythme de progression devrait se réduire.

La croissance de la population française



Source : INSEE

- ✓ La **consommation immatérielle** prend une grande importance. A population identique, la consommation en valeur ne cesse de croître. Mais le volume de marchandises par personne ne suit pas la même courbe car la part des services s'étoffe. En quelques années, l'Européen a consacré un nouveau budget à la

télévision par abonnement, au téléphone portable, à l'abonnement ADSL. Il dépense de plus en plus en billets d'avion et de train, en services personnels, en soins physiques et psychologiques, en formation. Ces dépenses ont une croissance très supérieure à celles des biens matériels. La hausse du pouvoir d'achat n'augmente pas le volume d'achats alimentaire et la rareté de l'espace limite aussi le stockage à domicile.

- ✓ **La désindustrialisation** a conduit à la fermeture de nombreux sites. Les volumes produits ou assemblés en France en sont forcément affectés. Mais le volume produit global ne diminue pas nécessairement car une partie de la désindustrialisation tient à des gains de productivité. La production industrielle française en valeur n'a pas décliné. Comme les produits industriels subissent une déflation, on peut en déduire que les volumes traités ont au moins résisté.
- ✓ **Une compression des volumes traités à produit identique.** L'écologie et, surtout, la hausse des prix pétroliers poussent les industriels et les logisticiens à améliorer les flux, à réduire les volumes des emballages, de sorte à réduire le volume transporté. Le besoin de surfaces d'entrepôt peut en être affecté. Il en est de même de toute augmentation de productivité dans la logistique : étiquettes électroniques, accélération de rotation grâce aux logiciels, automatisation de la manutention.

Mais il reste à achever **des mutations qualitatives qui nourriront le besoin.** Même si les volumes échangés stagnaient, le besoin d'entrepôts pourrait encore croître pour les raisons suivantes :

- ✓ **L'augmentation des importations.** La désindustrialisation provient, en partie, d'un déplacement de la production à l'étranger et, en particulier, en Chine. Les circuits de livraisons en sont déplacés. Les arrivages par bateaux entiers militent en faveur d'entrepôts eux-mêmes plus vastes et sur des routes différentes.
- ✓ **Le commerce électronique.** L'explosion des ventes par internet contribue aussi à une organisation différente des flux même si la consommation totale stagnait. Le coût de la livraison et une logistique irréprochable sont des points essentiels dans ce métier. Les grands entrepôts en constituent l'outil de travail de base. Reste que la vente d'objets en ligne est encore un marché marginal dont la rentabilité demeure largement virtuelle.
- ✓ **la poursuite de l'externalisation.** Les logisticiens utilisent, en moyenne, des entrepôts de plus grande taille puisqu'ils y regroupent les produits de clients différents. L'externalisation de la logistique nourrit donc le besoin de grandes plates-formes telles qu'Argan en construit et détient. D'aucuns estiment à 40 % la part de la logistique externalisée, laissant un large potentiel, mais ce chiffre et celui du point d'équilibre sont à confirmer.
- ✓ **la concentration dans de plus grands entrepôts.** A flux globaux identiques, il semble que la préférence pour de grands entrepôts soit encore récente et donc non encore pleinement assouvie. La concentration permanente des entreprises conduit à une progression de la taille unitaire des donneurs d'ordres.

- ✓ **l'obsolescence du parc.** Hormis la question de la taille, de nombreux entrepôts ne sont plus conformes aux normes réglementaires ou aux besoins techniques actuels. Leur renouvellement alimentera encore quelques années la construction d'entrepôts neufs.

L'offre

- Le parc existant

Le parc d'entrepôts en France est estimé par CBRE à 91 millions de mètres carrés fin 2006, dont 63 millions en province et 28 millions en Île-de-France. Les entrepôts de plus de 10.000 m² couvrent 18 millions de mètres carrés, dont 10 en province et 8 en Île-de-France. Cette évaluation est corroborée par l'observation des mises en chantier. Depuis 1980, 107,7 Mm² d'entrepôts ont été construits en France, dont 20,8 Mm² de plus de 10.000 m². Il y avait peu d'unités de cette taille avant 1980 et beaucoup étaient intégrées à des sites industriels, de sorte que ce cumul doit approcher de la réalité.

Nous avons vu que la rationalisation des flux logistiques n'a pris son plein essor qu'au cours des années quatre-vingt-dix. C'est alors que les entrepôts de 10.000 m² et plus sont devenus la norme, grâce à la taille accrue des groupes industriels, de distribution et de logistique. **Une large partie du parc antérieur à cette période se trouve obsolète.** L'inadéquation tient souvent à la taille insuffisante de l'entrepôt, à l'étroitesse de l'aire de manœuvre ou de la distance de voisinage, à sa hauteur libre, paramètres qui ne peuvent être modifiés. Toutefois, nombre de bâtiments édifiés en périphérie de ville dans les années soixante-dix se trouvent aujourd'hui englobés dans l'agglomération qui s'est étendue, de sorte que la proximité avec le consommateur final leur donne parfois un avantage. C'est le cas du Citrail à Pantin (propriété de Foncière des Régions), d'entrepôts à Gennevilliers (Tour Eiffel, Foncière des Régions) ou des 85 hectares de Garonor (Prologis).

Traditionnellement, les entrepôts étaient isolés mais on voit se développer des **parcs spécialisés**, avec plusieurs locataires. Créé dès 1970, Garonor, avec ses 85 hectares et 400.000 m² au bord de l'A1 au Blanc-Mesnil et à Aulnay-sous-Bois, fait figure d'ancêtre. Plusieurs acteurs se sont spécialisés dans de tels parcs, à l'image de Prologis, qui a racheté Garonor, de Parcolog, filiale de Generali (10 parcs en France) ou de Gazeley, filiale de Wal-Mart qui développe en France dix « *G-Park* » et « *Magna Park* ». Sur le marché des bureaux, on observe que les bureaux regroupés en parcs à propriétaire unique obtiennent un taux d'occupation sensiblement supérieur à celui de leur marché. Les mêmes arguments pourraient être repris : offre de services communs, notamment restauration collective, sécurité. Mais les effectifs sont ici peu nombreux et souvent à très bas salaire. L'argument principal est plutôt le possible ajustement de la surface en hausse et baisse et l'offre d'un réseau complet d'implantations.

- Les aires favorisées : l'axe nord-sud

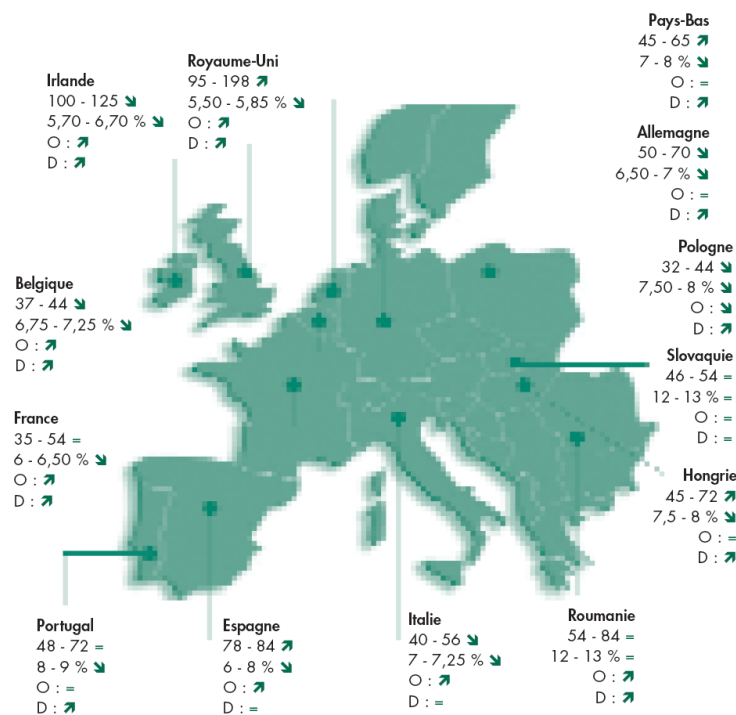
Les implantations d'entrepôts par les entreprises industrielles sont parfois liées à leur situation historique. Chez Argan, c'est le cas de L'Oréal à Vichy pour les cosmétiques du même nom. Mais l'essentiel du marché est conditionné par la recherche d'une optimisation du trafic, ce qui favorise les nœuds autoroutiers, les bassins de production, d'importation ou de distribution. Sans surprise, **les quatre plus grandes villes de France constituent une colonne vertébrale qui attire 75 % de l'offre de grands entrepôts et des transactions** (source : Atis Real). Cet axe Lille-Paris-Lyon-Marseille se justifie aussi par sa capacité à irriguer l'Europe des importations, en particulier chinoises, débarquées à Anvers et Rotterdam. Le suicide syndical du port de Marseille ne lui

permet pas de jouer son rôle naturel et les ports espagnols et italiens sont trop excentrés du reste de l'Europe pour concurrencer la mer du Nord. L'ouest de la France est encore relativement délaissé. La désindustrialisation au profit de l'Europe centrale déplace vers l'est le centre de gravité des flux.

- Une organisation de l'offre neuve qui assure l'abondance

L'organisation politique, fiscale et administrative française et la morphologie du territoire assurent durablement de disposer d'une abondance de terrains pour des entrepôts. **Chaque maire, chaque région a intérêt à attirer les entreprises** afin de percevoir la taxe professionnelle (même si la ponction sur les entreprises est modérée par des compensations étatiques). Les collectivités locales disposent du pouvoir d'attribuer une destination aux terrains (donc de transformer une terre agricole qui vaut 0,3 €/m² en terrain pour entrepôt qui vaut de 9 à 15 €), d'un droit de préemption voire d'expropriation. La concurrence entre les 36.000 communes françaises garantit contre toute inflation foncière en dehors des zones urbaines.

L'Europe des grands entrepôts



Source : CBRE, octobre 2006. Valeur locative en €/m²/an et rendement
O : évolution annuelle de l'offre immédiate ; D : évolution annuelle de la demande immédiate

L'Europe des entrepôts montre un centre de gravité des valeurs locatives dans la fourchette de 40 à 55 €. La France se situe en bas des loyers européens, presque au même niveau que la Pologne. L'Espagne se distingue, pour des raisons physiques (proportion montagneuse du territoire, parcellaire morcelé, réseau autoroutier moins dense), culturelles (autorisations administratives complexes; information immobilière peu transparente) mais surtout par une spéculation foncière généralisée. La Grande-Bretagne et l'Irlande affichent les valeurs les plus élevées pour des raisons proches. Certains estiment que la France est anormalement bon marché mais nous ne voyons aucun motif pour un changement de cette hiérarchie.

- Une vacance sous contrôle pour le moment

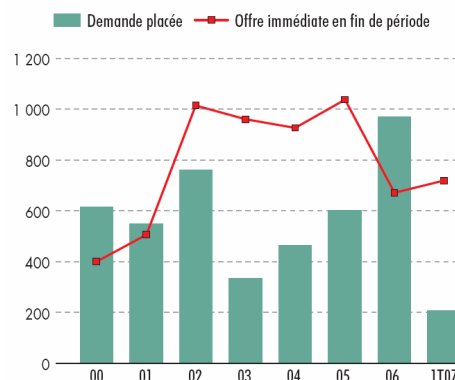
Fin mars 2007, le stock d'entrepôts de plus de 10.000 m² s'élève à 1.085.000 m² en province et 719.000 m² en région parisienne (source : CBRE). Si nous rapprochons le total de 1,8 Mm² du parc estimé à 18 Mm², la vacance est de 10 %. Ce stock est en baisse de 10 % sur un an. En opérant le même calcul, **la vacance serait de 9 % en région parisienne et de 11 % en province**. Toutefois, ces taux doivent être rapportés à la croissance encore vive du parc.

Le neuf représente encore une part très prédominante des transactions : 65 % des surfaces louées en Île-de-France en 2006 et 75 % en province. **Le parc connaît une croissance annuelle de 9 % par an**. Cette proportion traduit un **marché encore en phase d'équipement**. La vacance apparente doit être rapprochée de cette croissance : **le stock ne constitue qu'environ neuf mois de transactions** locatives. C'est la même durée que sur le marché des bureaux franciliens (2,9 Mm² placés en 2006 pour un stock actuel de 2,4 Mm²) alors que ce dernier est considéré comme plutôt tendu en faveur des propriétaires, avec une vacance faible et des transactions record.

La technique du marché gris évite la surproduction massive. La rapidité de construction (7-8 mois, parfois moins) permet aux promoteurs de préparer l'opération en demandant les autorisations administratives pour des terrains dont ils sont propriétaires ou bénéficiaires d'options. Ce délai est assez bref pour les clients puisque les flux importants de logistique sont nécessairement anticipés. Les projets sont nombreux. Fin mars 2007, CBRE recense 332.000 m² de projets en Île-de-France et 1.151.000 m² en régions, soit un total de 1.483.000 m². Ce ne sont que les projets déclarés comme tels mais les terrains dans des zones destinées à cette activité permettraient d'ores et déjà des constructions bien supérieures.

Les opérations en blanc marquent une accélération au premier trimestre 2007. La progression des lancements est de 4 % à 57.000 m² en région parisienne, ce qui constitue en valeur absolue une petite surface. La hausse de 45 % en province, à 919.000 m² est beaucoup plus significative. A lui seul, Concerto Développement (filiale d'Affine) envisage de construire 250.000 m² par an dans les années à venir, dont l'essentiel pour un fonds géré pour Macquarie dont la stratégie est de construire en blanc.

Stock disponible et demande placée en Île-de-France (Entrepôts de plus de 10.000 m²)



Source : CB Richard Ellis

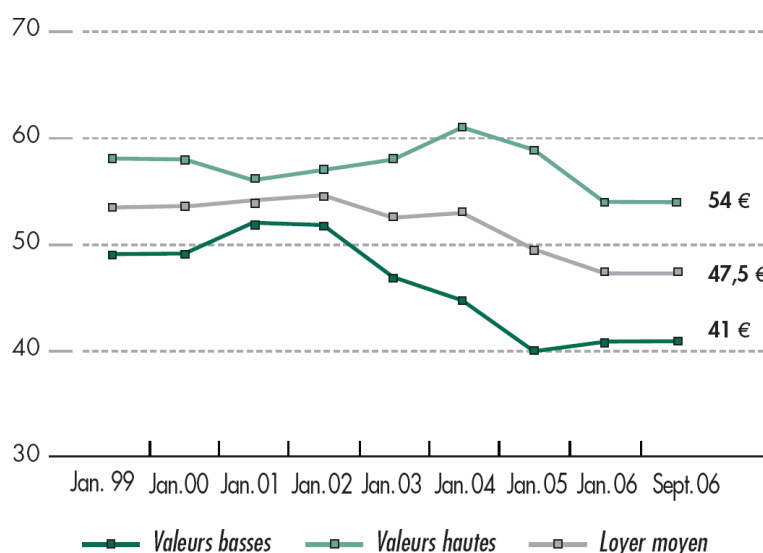
Les locations

Les transactions locatives ont porté en 2005 et 2006 sur 2,31 et 2,33 millions de mètres carrés pour les entrepôts de plus de 10.000 m² (source CBRE). La taille moyenne des transactions de 20.000 et 21.000 m² signifie qu'on a observé 110 opérations par an chacune de ces deux années, ce qui en fait un marché relativement étroit. Le millésime 2007 a démarré avec 628.000 m² placés au premier trimestre, soit une progression de 6 % sur l'année 2006, et l'espérance d'une année similaire aux précédentes. La province capte, au premier trimestre 2007, 67 % des transactions pour 33 % en Île-de-France.

L'Île-de-France comptant peu d'industries et beaucoup de débouchés, on comprend que les **logisticiens sont majoritaires** dans les locations d'entrepôts (52 % en 2006) alors que la province, qui concentre l'essentiel de l'industrie, a vu, en 2006, 70 % des surfaces louées par des chargeurs.

Les valeurs locatives faciales pour les entrepôts neufs sont stables au 1^{er} trimestre 2007 entre 41 et 54 €/m²/an en Île-de-France, entre 37 et 49 € à Lyon et Marseille et 35 à 42 € sur le reste du territoire. Les avantages octroyés au locataire (franchises de loyers, loyers progressifs, aménagements ad hoc) se sont accrus ces dernières années, de sorte que **les loyers économiques ont, en fait, poursuivi leur baisse** entre 2004 et 2006. Le repli est mesurable en euros courants et donc plus marqué encore en euros constants. Il faut souligner que les promoteurs qui ont pour objectif de revendre sont tentés de pratiquer les franchises. Le prix de vente est calculé par un rendement appliqué au loyer facial : le promoteur augmente son profit en accordant une franchise de loyer plutôt qu'en diminuant le loyer moyen.

Une érosion des valeurs locatives depuis sept ans
Loyers des grands entrepôts classe A en Île-de-France. Source : CBRE



Perspectives des valeurs locatives

Pas d'inflation en vue. Les entrepôts constituent une catégorie d'actifs radicalement différente des autres actifs immobiliers qui constituent la majorité du patrimoine des investisseurs institutionnels. Les bureaux en Île-de-France, les centres commerciaux et les logements ont en commun une certaine rareté structurelle, d'origine foncière ou, pour les commerces, administrative. Pour ces actifs, les loyers évoluent à long terme comme la solvabilité de leurs occupants, c'est-à-dire plutôt plus vite que la croissance économique augmentée de l'inflation. **Les entrepôts, eux, ont toutes les caractéristiques d'un bien de consommation** : facilité de production, rapidité de production (8 mois au lieu de trois ans pour une grande tour de bureaux), prix de revient formé surtout du coût de construction. **Il n'y a donc aucun espoir d'une inflation par la demande.** On est loin du modèle économique des autres segments du marché immobilier, plus proche d'une industrie lourde. A Anvers, où le port assure une demande des plus fortes, les loyers sont parmi les plus bas d'Europe. En France, l'inflation ne peut s'observer que très près de Paris. Ce ne peut être qu'un marché très marginal car une emprise de deux hectares ou plus sera mieux valorisée en bureaux ou logements.

Comme sur tout marché de biens de consommation, **la déflation est entretenue par les investisseurs.** Ceux-ci ont considérablement abaissé leur exigence de rentabilité au fil des ans, autorisant les promoteurs à abaisser les loyers pour décrocher un bail tout en conservant leur marge. Nous estimons que **cette pression déflationniste est proche de son terme** car la baisse des taux de capitalisation ne peut se poursuivre. Un rendement de 6 % quand l'OAT offre à nouveau 4,4 % paraît n'offrir qu'une prime de risque minimale. Pour que la baisse des loyers se poursuive, il faudrait que les promoteurs rognent leur marge, ce qui est possible. En effet, les promoteurs investisseurs pourraient devenir dominants. A l'image d'Argan ou de Prologis, Gazeley ou Parcolog, la rentabilité des capitaux investis est encore assez élevée (8,5 % chez Argan) pour tolérer une petite compression. Les investisseurs-promoteurs évinceraient alors les purs investisseurs du marché du neuf.

Une inflation par les coûts, très progressive, **est**, par contre **probable.** En province, le terrain ne représente que de 4 à 7 % du prix de revient pour le promoteur. L'indice du coût de la construction a vocation à progresser comme le niveau général des prix, avec une accélération si le coût des matières premières continuait d'être tendu. Si les investisseurs-promoteurs préservent leur marge, les loyers des entrepôts neufs devront progresser de nouveau. En Île-de-France, la part de terrain est plus proche de 20 voire 25 % du prix de revient. L'inflation des loyers par les coûts y est probable mais elle peut se heurter à une déflation du prix des terrains si les autres marchés immobiliers se retournaient.

Au total, **nous tablons sur une stabilité des valeurs locatives à court terme.** La surabondance des capitaux va indirectement continuer d'alimenter une concurrence acharnée entre promoteurs. A la différence des autres marchés immobiliers, et comme pour tout objet de grande consommation, il n'est pas nécessaire que la surproduction soit effective (vacance forte) pour que les prix baissent ou stagnent. A l'opposé également des autres segments immobiliers, c'est donc un retournement sur le marché de l'investissement qui pourrait faire cesser la déflation. Une réduction massive des liquidités, que rien n'annonce à ce jour, réduirait l'offre potentielle. Au-delà des prochaines années, nous supposons une hausse très lente, au rythme du coût de construction en province.

Marché de l'investissement

- Facteurs de risque et de sécurité

Les mécanismes évoqués plus haut procurent des points de repère pour les loyers des actifs neufs. Ils n'empêchent pas la formation d'une **décote de deuxième main**. Cette décote s'observe sur la plupart des marchés immobiliers. Pour les entrepôts, elle peut tenir à l'obsolescence, mais surtout au fait qu'un entrepôt neuf est toujours fait sur mesure, même si ce sont des techniques universelles. Un entrepôt d'occasion de 20.000 m² devra abaisser son loyer si le locataire potentiel n'a besoin que de 15.000 m². Surtout, les entrepôts sont construits par définition en zone peu dense, où l'on peut accroître l'offre. Un entrepôt qui se libère va presque toujours se trouver en concurrence avec un terrain à bâtir où un promoteur sera prêt à édifier rapidement un immeuble neuf et adapté. L'entrepôt de seconde main ne pourra donc être loué qu'à condition d'offrir un rabais sur les valeurs locatives neuves. Les actifs de plus de 10.000 m² étant faciles à identifier et relativement peu nombreux, on ne peut même écarter une chasse aux locataires en place par les promoteurs. Cette décote de deuxième main devrait être intégrée dans le prix d'achat, ce que nous n'observons plus.

L'investisseur doit prendre en compte le coût de remise en état à la fin du bail. Le vieillissement porte sur l'étanchéité, le chauffage ou le rafraîchissement éventuel, la peinture, les mécanismes de portes, etc. A Lognes, Argan a racheté un entrepôt vétuste de 30.000 m² qu'il a réhabilité pour le louer à Bois et Chiffons. L'emplacement, les dimensions, les caractéristiques permettaient d'en faire un actif de bonne qualité. Le coût s'est élevé à 3,5 M€ soit 117 €/m² pour un immeuble construit 30 ans plus tôt. Cet exemple, qui paraît représentatif, montre un coût de rénovation de 3,89 €/m² par année d'utilisation. Ce coût peut sembler dérisoire par rapport aux restructurations lourdes de bureaux dans Paris, à plus de 2.000 €/m². Il représente ici 8,8 % des loyers.

Faut-il préférer un locataire chargeur (utilisateur) ou logisticien ? Les logisticiens sont presque toujours locataires des bâtiments. Cela leur permet d'augmenter la rentabilité de leurs fonds propres et d'allouer ceux-ci à un développement qui demeure soutenu. Par ailleurs, la location leur procure une souplesse certaine. Les chargeurs sont encore, parfois, propriétaires mais tendent à externaliser. Un logisticien présente l'avantage de pouvoir loger plusieurs activités successives dans un même site, alors que le chargeur est dépendant d'une seule. Les chargeurs distributeurs (Carrefour) sont plus durables que les industriels. Les logisticiens n'ont souvent que des contrats de courte durée. Les industriels implantent souvent leurs entrepôts à proximité des sites de production. Cela limite la concurrence foncière au moment du renouvellement mais crée un risque de vacance élevé en cas de départ.

Le risque de vacance est le problème central de l'investissement en entrepôts. Nous avons vu plus haut qu'il s'agit d'un marché encore en phase de premier équipement, constitué d'actifs récents dont beaucoup sont encore sous leur bail primitif. Le taux de vacance en vitesse de croisière est tout à fait incertain. La technique du gris protège d'une surproduction mais l'excès de capitaux peut déclencher une accélération des opérations en blanc. A maturité, il s'agira d'une niche (110 locations par an en France en 2005 et en 2006). A raison de 1,2 transaction par département et par an, le risque de vacance par absence de demande locale pourra être élevé. On a déjà observé à différentes reprises des actifs demeurant vides pendant plusieurs années.

Le propriétaire d'un entrepôt logistique est souvent le dernier joueur de la chaîne du mistigri de la sous-traitance. Il engage un investissement dont la durée de vie et d'amortissement économique s'étendent sur plusieurs décennies alors que la prévisibilité d'usage par les clients est plus brève. A titre d'illustration, Renault dispose d'une usine à

Douai. La fabrication des pare-chocs de la Mégane est confiée à Plastic Omnium. Ce dernier sous-traite la logistique à Geodis, qui loue à son tour un entrepôt à Argan. La durée de vie de l'entrepôt d'Argan dépasse sensiblement la durée de production de la Mégane.

Le risque de liquidité pour l'investisseur tient plus à la spécificité des actifs et des baux qu'à la taille du marché. Nous évaluons la valeur du parc actuel d'entrepôts de plus de 10.000 m² à environ 11,7 Md€ soit 10 Mm² à 570 €/m² en province et 8 Mm² à 750 €/m² en région parisienne. L'essentiel de ce parc est, sans doute, déjà locatif. Les immeubles sont standardisés, ainsi que, approximativement, les conditions locatives et les critères d'implantation sont clairement définis. Les investisseurs étant peu présents sur le marché des entrepôts de taille inférieure, l'ampleur de cette classe d'actif est, somme toute limitée : la moitié de la capitalisation d'Unibail Rodamco ou la moitié de la valeur de La Défense. Les entrepôts ont représenté en 2006 3 % des capitaux investis en immobilier par des professionnels (source : Atis Real) et 4 % au premier trimestre 2007. Le risque de liquidité est particulièrement attaché aux actifs vides ou au bail en fin de course – ce qui est, tôt ou tard – le lot de tout immeuble, ou bien situés en dehors des zones reconnues.

Au total, **un entrepôt** logistique neuf, loué pour neuf ans à une grande société, **est l'addition de deux produits au profil de risque très hétérogène :**

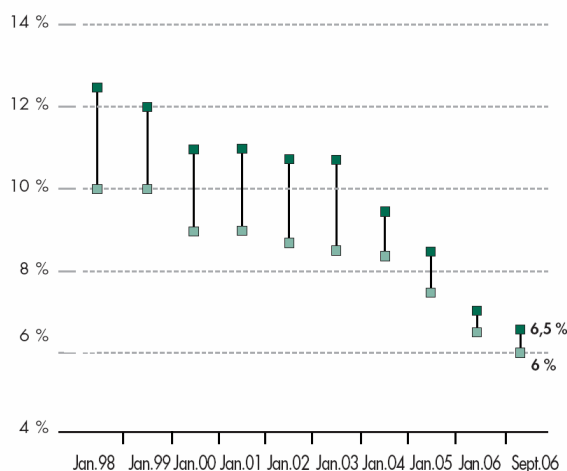
- un revenu sans risque pendant la durée du bail et
- un revenu sensiblement aléatoire au-delà.

Les rendements

Les rendements observés sont en baisse constante. Un palier de 6 % est atteint au premier trimestre 2007 pour les meilleures opérations d'entrepôts logistiques neuves de classe A loués à long terme (source : CBRE). Atis Real estime qu'à ce taux de 6 % en Île-de-France répond un taux de 6,9 % en province. Parmi les transactions importantes récentes, mentionnons un portefeuille de 335.000 m² en province, majoritairement loué à Norbert Dentressangle. Il a été cédé en avril 2007 pour 213,8 M€ avec un rendement 6,47 %, soit un loyer 41,2 €/m² et une valeur de 638 €/m². En mai, le fonds Protego Real Estate Investors a acquis un portefeuille de 5 centres de distribution industriels et une plate-forme logistique moyennant 55,5 M€ avec un rendement net de 6,58%.

Chute continue du rendement des meilleurs entrepôts

Source : CBRE, octobre 2006



Soulignons qu'il est classique d'observer sur les autres marchés un rendement supérieur pour les actifs de seconde main. Cette décote de rendement s'ajoute à la décote de loyer, ce qui signifie que, toutes choses égales par ailleurs, le vieillissement des actifs équivaut à une perte en capital.

Quel devrait être un rendement prudent ? Additionnons les hypothèses. La vacance statistique est estimée à 12 % à la fin du bail ; le loyer de marché n'a pas progressé dans l'intervalle ; la remise en état représente 10 % des loyers ; la décote de deuxième main est de 10 % ; le rendement exigé sur le revenu net de sortie est au minimum de 6,4 % (4,4 % sans risque + 1 point de prime de risque de vacance et recouvrement + 1 point de duration). Le revenu net de seconde main statistique sera égal à 85 % de 90 % de 90 % soit 69 % du revenu initial. Si le rendement net de seconde main doit être de 6,4 %, alors le rendement initial doit être de $0,064 / 0,69$ soit 9,3 %

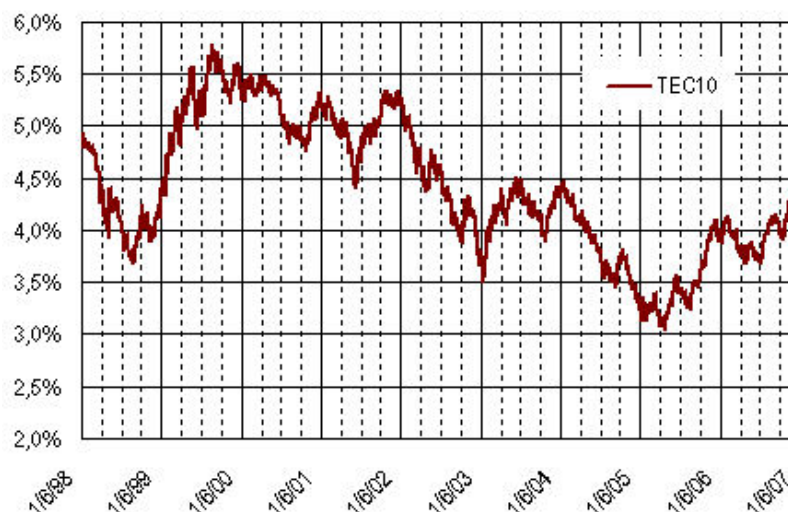
Cette compression est un mouvement universel. La baisse des rendements suit le recul des taux d'intérêt mais elle est accentuée par un goût plus marqué pour l'immobilier que dans le passé. La surabondance des liquidités provient 1° de l'accumulation d'épargne, 2° de la création monétaire colossale de pays exportateurs (Chine, Japon, producteurs de pétrole) alors que le déficit américain ne pèse pas sur la parité, 3° du recours massif au crédit dans l'investissement financier : *hedge funds*, *LBO*, immobilier. Au sein même de ces capitaux excédentaires, l'immobilier a, en outre, accru son intérêt relatif. Les grands investisseurs institutionnels accordent un poids démesuré à la notion de corrélation entre classes d'actifs. La relative autonomie des performances immobilières ces dernières années leur laisse croire qu'il s'agit d'un placement singulier.

On mesure ainsi combien l'emballlement des prix de l'immobilier d'entreprise français résulte essentiellement de mécanismes économiques mondiaux et non d'influences locales. L'abondance de capitaux est reflétée par les volumes de transactions. En France, le total des investissements a pulvérisé son record en 2006 à 23,1 Md€. Ce montant est à rapprocher du cumul de tout ce qui avait été acquis en dix ans de 1990 à 1999, soit 28,4 Md€.

Le marché immobilier est encore indifférent à la tension sur les taux longs

Taux de l'échéance constante à 10 ans (TEC10)

valeurs quotidiennes



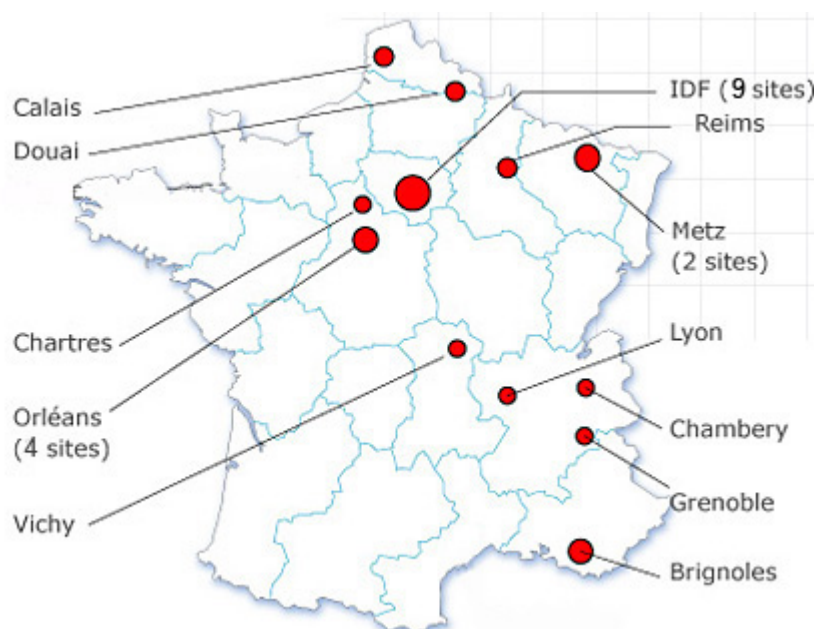
source : CDC - comité de normalisation obligataire

A ce jour, rien ne laisse entrevoir une compression massive des liquidités mais tous les ingrédients d'un dérapage des valeurs vénales sont réunis : liquidités surabondantes, recours massif au crédit, durées de recouvrement des investissements au-delà de l'horizon humain, affirmations que les cycles n'existent plus, oubli des capex, etc. Cela explique notre prudence dans la valorisation de l'action Argan : nous ne souhaitons pas prendre l'ANR de marché comme un minimum a priori.

Le patrimoine d'Argan

Le patrimoine est composé de 25 sites logistiques, 3 agences bancaires et un immeuble de bureaux. Il s'étend sur 488.000 m² dont 17.300 m² de sites logistiques en cours de construction (baux signés). Les entrepôts ont été construits « à l'initiative et sous le contrôle de la société », à l'exception de quatre acquisitions, dont trois neuves, et d'un site logistique à réhabiliter. Hormis Ennery (8.737 m²) et la messagerie Gefco à Chartres (2.369 m²), les plates-formes logistiques offrent toutes une surface supérieure à 10.000 m². Les actifs autres que les entrepôts ne pèsent que 6 % des loyers attendus en 2007 : 3.300 m² de bureaux à Asnières (1,07 M€ de loyers en 2006), des locaux d'activité à Freneuse (loués à une entreprise industrielle naguère vendue par la famille Le Lan ; 0,17 M€ de loyers) et trois agences bancaires en région parisienne (0,11 M€).

Localisation du patrimoine d'entrepôts en avril 2007



Les entrepôts sont essentiellement implantés dans les **régions économiques reconnues**, sur l'axe Lille-Paris-Lyon-Marseille. Metz est assez bien établie pour des plates-formes desservant aussi l'Allemagne. Les deux sites dans les Alpes (Grenoble et Chambéry), bénéficient de la relative rareté foncière de cette région. L'implantation de Vichy est clairement hors des axes importants de trafic de marchandises. Le choix d'Argan se fonde sur la proximité entre l'entrepôt, loué par L'Oréal, et l'usine, qui ne peut guère être délocalisée, ainsi que sur la signature d'un bail de neuf ans fermes. Les cosmétiques produits sur place connaissent une croissance soutenue des ventes et le terrain dispose d'une capacité d'extension.

Plusieurs sites recèlent des capacités d'extension d'entrepôts. A Vichy, le terrain permet une extension de trois cellules de 6.000 m². Ce sont 5.000 m² supplémentaires qui pourraient être édifiés à Lognes. A Chartres, le centre de messagerie loué à Gefco pourrait être étendu de 1.000 m² supplémentaires. En revanche, à notre connaissance, le foncier détenu par Argan ne permet pas d'envisager de conversion en bureaux ni en logements qui seraient créatrices de valeur. L'obstacle est soit juridique, soit, le plus

souvent, économique, les zones considérées étant de nature industrielle. **Le patrimoine logistique est entièrement rempli.** Ne sont vides que 1.400 m² de bureaux à Lognes, dans un état qui n'en permet pas la location, et qui constituent une petite partie d'un site acquis par Argan pour le réhabiliter. Les loyers potentiels de ces bureaux ne dépasseraient pas 0,5 % des revenus de la société.

Patrimoine d'Argan en 2007 (dont extensions en cours)

Locataire	Ville	Dép.	Départ du bail	Échéance du bail	Surface en m ²
Geodis	Saint-Cyr en Val	45	juil. 2000	juil.2013	22 777
Depolabo	Chaponnay	69	mars-06	mars.2015	28 650
Gefco	Chartres	28	mars-06	mars.2015	2 369
Caterpillar	Croissy-Beaubourg	77	déc. 2002	dec.2009	27 471
L'Oréal	Croissy-Beaubourg	77	déc. 2002	dec.2011	11 933
Caterpillar	Le Versoud	38	avr. 2004	nov.2017	25 620
Begey	Dechy	59	sept. 2005	aout.2011	17 730
Airbat	Freneuse	78	mars-05	fevrier.2014	3 947
L'Oréal	Creuzier Le Neuf	3	oct. 2003	oct.2012	15 145
Geodis	Reims	51	juin-02	mai.2008	16 140
Kuhne & Nagel	Brignoles	83	mars-03	fevrier.2009	32 852
ITT Flight	Ennery	57	nov. 1998	nov.2010	8 737
Arvato	Lognes	77	juil. 2002	juin.2011	12 160
Uniross	Lognes	77	juil. 2002	juin.2008	4 028
La Poste	Lognes	77	mai-05	mai.2014	26 544
Bois & Chiffons	Croissy-Beaubourg	77	oct. 2005	dec.2012	29 821
Armand Thiery	Croissy-Beaubourg	77	sept. 2006	sept.2012	
PBM	Baule	45	mai.2007	mai.2013	20 997
Caterpillar	Flévy	57	mars-07	mars-13	31 142
Barré Logistique	Poincy	77	déc. 2006	dec.2015	28 670
L'Oréal	Asnières	92	juin-04	juin.2013	3 572
Geodis	Calais	62	fevrier.2008	fevrier.2014	16 570
Carroll	Ascoux	45	juil. 2006	juil.2015	16 159
Geodis	Sainte-Hélène du Lac	73	avr. 2006	avri.2012	16 648
ND Logistics	Baule	45	nov. 2001	nov.2010	35 332
BNP Paribas	Bondy	93	janv. 2005	avril.2009	349
Société Générale	Bussy St-Georges	77	janv. 2005	dec.2008	139
Société Générale	Lattes	34	janv. 2005	dec.2009	119
DHL	Dreux	28	juil.2007		32 500
			Total		488 121

Source : Argan

La clientèle est très concentrée puisque cinq groupes (L'Oréal, Geodis, Caterpillar, La Poste et Kuhne & Nagel) acquittent, en 2006, 65,8 % des loyers. Mais les trois principaux locataires sont tenus par plusieurs baux distincts. Les dix plus gros locataires, répartis sur 16 sites, représentent 92,7 % du chiffre d'affaires 2006. Les principaux locataires présentent une signature de qualité. Geodis (16,5 % des loyers en 2006 sur cinq sites) est un des leaders européens du transport et de la logistique avec 3,8 Md€ de chiffre d'affaires. Après quelques années difficiles vers 2000, la santé financière se mesure au résultat de 2006 (48 M€) et au crédit manifesté à travers la capitalisation de 1,3 Md€. Caterpillar (14,6 % des loyers), leader mondial du matériel de BTP, connaît une baisse de chiffre d'affaires en 2007 aux Etats-Unis du fait du ralentissement sectoriel mais attend une croissance de 36 % sur la zone Europe, Afrique, Moyen-Orient. La capitalisation de 48 Md\$ témoigne du crédit du groupe à ce jour. La question de la signature de L'Oréal (CA 15,8 Md€, RN 2 Md€, capitalisation 54 Md€), qui a représenté 13,6 % des loyers d'Argan en 2006, n'est évoquée que pour mémoire. Kuhne et Nagel (7,8 % des loyers) est un des leaders de la logistique avec un chiffre d'affaires 2006 de 18,2 MdCHF, 600 MCHF de résultat opérationnel et 2 MdCHF de fonds propres.

Rappelons que La Poste (7,7 % des loyers) reste entièrement détenue par l'Etat français. Norbert Dentressangle (mêmes profits que Geodis, 700 M€ de capitalisation) a représenté 4,9 % des loyers. Enfin Carroll International, filiale du groupe Vivarte, a pesé pour 3 % des loyers. Vivarte a été revendu pour 3,5 Md€ début 2007. Au total, 63 % du chiffre est réalisé avec ces locataires de grande qualité. Les autres locataires sont de grosses PME non cotées (sauf Bois et Chiffons, inscrite sur le Marché libre). Bois et Chiffons distribue des produits de décoration. Barré est un logisticien dont l'activité dans l'entrepôt loué à Argan repose sur des contrats avec Gallimard et Kärcher.

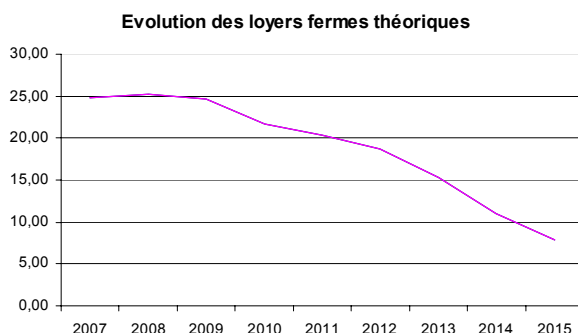
La rentabilité de l'entreprise

Argan offre **une rentabilité des fonds propres (CAF 2008 / ANR 2007) de 8,1 % qui place la foncière parmi les plus rentables** du secteur. Argan cumule plusieurs atouts pour parvenir à ce résultat : 1° rentabilité des capitaux investis attachés au secteur logistique, 2° rentabilité marginale forte des investissements dans la construction (voir ci-après), 3° maîtrise des frais généraux, 4° recours conséquent à l'endettement.

Cette rentabilité est provisoirement dopée par l'indexation des loyers. L'indice ICC a progressé de 4 % par an environ ces dernières années alors que les valeurs locatives des entrepôts ne variaient pas (et donc se dépréciaient même en euros constants). Chez tous les propriétaires d'entrepôts, il est donc usuel d'observer une **surévaluation des loyers facturés** par rapport aux loyers de marché. Chez Argan, cet écart représente 6,4 % d'après les expertises de mai 2007 et 1,5 M€, soit l'équivalent de 11 % de la CAF 2008.

La rentabilité marginale des opérations de promotion est de 8,5 % environ, parfois plus. Le coût de construction stricto sensu, honoraires compris mais hors terrain et frais financiers, est de l'ordre de 380 à 450 €/m². Le coût du terrain est estimé en province à environ 15 €/m² (de 10 à 20 €/m²). Compte tenu d'un coefficient d'occupation des sols usuel de 50 %, la charge foncière en province revient donc à environ 30 €/m². A titre d'illustration, le projet de Prologis à Millau lancé en mai 2007 porte sur 50.000 m² pour 25 M€, soit 500 €/m² de coût total sur un terrain de 10 ha acquis pour 9 €/m². En région parisienne, à Marne la vallée par exemple, le coût est de l'ordre de 60-70 €/m² soit une charge foncière de 120-140 €. La rentabilité plus forte, de 9 à 10 %, pour les extensions. Il n'y a pas de coût foncier marginal et la viabilisation ou le terrassement sont déjà avancés. De plus, la négociation avec le locataire est moins âpre.

Les frais de structure ont jusqu'à présent été serrés (1,16 M€ en 2006). Notre prévision de charges d'exploitation intègre une mise à niveau de la rémunération des dirigeants, qui n'ont pas l'intention de procéder par la suite à une augmentation massive mais vont mettre en place un intéressement et pourraient user de la possibilité d'attribuer des actions gratuites. Malgré une hausse des frais généraux à 2 M€, la marge d'EBE demeurerait élevée à 91 %. Cela tient aussi à la jeunesse du patrimoine et à l'occupation totale. Prologis European Properties a affiché une marge d'EBE de 86,4 % en 2005 et de 87 % en 2006. Le Belge WDP a dégagé en 2006 une marge d'EBE de 88,5 % (pour 30 M€ de loyers) et 88 % en 2005. Les concurrents Kenmore EIF et Hansteen sont trop récents (2006) pour permettre une comparaison. Le financement a actuellement un coût global d'environ 5 %. Il se répartit pour 55 % en dette à taux fixe au coût moyen de 5,02 % et pour 45 % en taux variable à Euribor 3 mois plus 1,05 point.



Source : Invest Securities

Les perspectives d'Argan

Les baux ont une durée typique de neuf ans, parfois douze, dont une partie ferme de 6 à 9 ans. Le **chiffre d'affaires locatif** présente donc une forte visibilité pour les prochaines années. Même si nous ne tablons pas sur une hausse des valeurs locatives de marché, le chiffre d'affaires des baux en cours progressera par l'application de l'indice. Argan va opter pour le **régime SIIC** dès le 1^{er} juillet 2007. L'année 2007 sera découpée en deux exercices de six mois, dont seul le second sera exonéré.

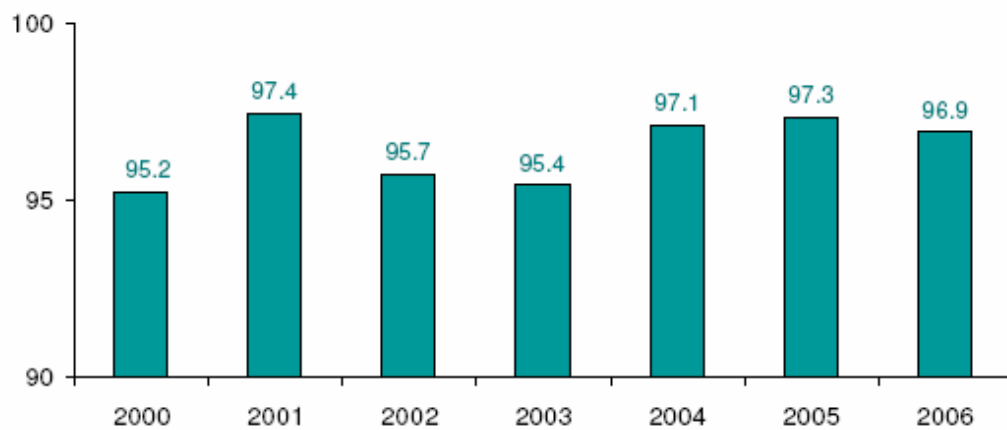
Le rythme d'investissement pour 2007-2008 est d'ores et déjà soutenu. L'exercice 2007 sera marqué par des livraisons importantes. Un entrepôt rénové de 30.000 m² à Lognes a été livré à Bois et Chiffons. Caterpillar bénéficie de 31.000 m² neufs en Lorraine. PBM se voit livrer 21.000 m² à Meung-sur-Loire (Loiret). Un ensemble de 29.000 m², acquis en VEFA, a été livré à Barré à Meaux.

En outre, en juin 2007 sera conclue l'acquisition d'un entrepôt de 32.500 m² à Dreux loué à DHL qui y réalise la logistique des téléviseurs de Philips. DHL est tenu par un bail d'une durée ferme de six ans moyennant un loyer de 37 €/m². Le prix ressort à 15,1 M€, soit un rendement de 8 %. Argan a pu engager très rapidement cet investissement, ce qui lui a permis d'obtenir cette rentabilité. Une expertise demandée par Argan fait apparaître une valeur de 17,2 M€, soit une plus-value latente de 2,1 M€. En mai 2007, un accord a été conclu pour une extension du site Caterpillar dans la région grenobloise à la fin de l'année. Le supplément de loyer sur l'ensemble du site sera de 314.000 € moyennant un investissement de 3,49 M€, soit une rentabilité des capitaux engagés de 9,0 %. Surtout, le bail de l'ensemble est prorogé jusqu'en 2018. Si l'on exige un rendement de 7 %, la création de richesse sur l'extension ressort à 1 M€. Les travaux devraient être achevés fin 2007. En janvier 2008 sera mise en service une extension de 12.000 m² sur le site de Calais, après une première extension de 4.800 m² en mars 2007. A l'avenir, Argan table sur le développement annuel de 60.000 m² de surfaces neuves et sur l'acquisition de 20.000 m². Des cessions marginales sont envisagées.

Argan estime qu'il lui faut être plus présent sur le marché du gris et a, dans ce souci, pris des dispositions à Troyes. Le Conseil général de l'Aube et Argan ont signé le 15 mars 2007 une convention de développement portant sur 20 hectares dans le Parc logistique de l'Aube, à Troyes. La première phase prévoit la réalisation d'un entrepôt de 65 000 m² compartimenté en 12 cellules, sur un terrain de 13 hectares, moyennant 30 M€ environ. La demande de permis de construction et d'autorisation préfectorale d'exploiter sera déposée fin juin 2007 dans l'espoir d'obtenir les agréments avant la fin de l'année. La construction ne sera lancée qu'après signature d'un bail.

L'incertitude sur le taux d'occupation à long terme est la notion clé attachée au risque d'investissement dans Argan et de façon générale dans le secteur de la logistique. Pour la niche des grands entrepôts, l'histoire est brève et les sources donc rares. On trouvera ci-dessous le graphique du taux d'occupation du leader en Europe, Prologis European Properties, de 2000 à 2006. Le taux s'établit à 96,5 % en avril 2007. Mais ce taux devrait être retraité des immeubles lancés délibérément en blanc, qui provoquent une vacance chronique chez Prologis. Surtout, le marché étant encore dans une phase d'équipement initial en grands bâtiments, le taux de vacance n'est pas significatif de ce qu'il sera dans un marché à maturité. Ce point essentiel est la cause de notre prudence, puisque l'organisation de l'offre ne comporte guère de freins structurels à la concurrence des actifs existants par l'offre neuve. Nous estimons que le souci d'adaptation aux clients d'Argan devrait assurer un taux de vacance plutôt inférieur à celui du marché.

De 95,4 à 97,4 % de taux d'occupation pour le seul historique disponible
Taux d'occupation de Prologis European Properties



(Source : Prologis EP)

Prévisions financières

- Comptabilité

La société opte pour le traitement des immeubles d'investissement en juste valeur. Les comptes consolidés IFRS ne font donc pas apparaître d'amortissements. Ceux-ci demeurent dans les comptes sociaux, notamment pour la détermination du résultat distribuable sous les règles du régime SIIC. Les frais financiers sont immobilisés jusqu'à la livraison en IFRS puis passés en charge. Ils sont passés en charge dès le début dans les comptes sociaux.

- Investissements

L'objectif de la société est doublement quantifié : d'une part, augmenter le patrimoine de 80.000 m² par an en construisant 60.000 m² et en achetant 20.000 m² ; d'autre part, viser un ratio d'endettement (*loan to value*) de 60 %. Nous avons donné la priorité dans la construction des prévisions au respect de la contrainte de distribution, soit 4 % de l'ANR initial et une augmentation régulière ensuite. Le montant des investissements a été réduit pour cela quand nécessaire. Des investissements entièrement en province supposeraient environ 28 M€ de construction et 11 M€ d'acquisitions. En Île-de-France, ces montants seraient portés à 36 M€ et 15 M€. Les investissements sont supposés procurer un rendement locatif brut de 8,5 % et les acquisitions de 7%. Des cessions marginales au taux vendeur de 7 % sont également programmées.

- Financement

Lors de l'introduction en bourse, une augmentation de capital de 30 M€ environ sera réalisée, pour un produit net de 28 M€ environ. L'objectif d'Argan est un endettement (LTV) de 60 % de la valeur des actifs. Le coût de la dette est supposé maintenu au taux de 5 %.

- Loyers

Les loyers de 2007 sont fondés sur le patrimoine existant ou en cours de travaux. Les loyers ultérieurs proviennent également des acquisitions telles que définies plus haut. L'ensemble des loyers est indexé à **un ICC de 1,7 %**. L'ICC à long terme semble corrélé à l'indice général des prix avec une dérive un peu supérieure due à la faiblesse des gains de productivité. L'ICC pourrait ralentir sa hausse avec le tassement des mises en chantier de logements en France depuis la fin 2006 (-6 % au premier trimestre 2007). Toutefois, le taux d'utilisation des capacités de production des promoteurs demeure très élevé, à 93 %. Pour 90 % des baux d'Argan, le loyer est révisé chaque 1^{er} janvier sur la base de l'indice du deuxième trimestre, usuellement publié le 15 juillet.

Les valeurs de marché devraient évoluer faiblement sous le poids de la concurrence entre promoteurs et par l'abondance foncière (voir l'économie sectorielle dans l'étude). Il en résulte que, par le jeu de l'indexation, les loyers facturés sont fréquemment supérieurs aux loyers de marché. La société est disposée à discuter avec certains locataires particulièrement pénalisés d'un étalement des hausses de l'indice. Chez Argan, on observe fin 2006 un écart en ce sens de 6,4 % (source : expertises). Nous supposons que les loyers de marché restent stables et que les loyers facturés reviennent à leur valeur de marché à l'échéance du bail, provoquant ainsi une baisse de recettes à périmètre constant.

Argan dispose d'un patrimoine récent qui a été loué à sa constitution par des baux de longue durée. Il est naturel que le patrimoine soit à ce jour entièrement loué. Toutefois, le temps passant, le portefeuille d'actifs devrait afficher une vacance qui se rapprochera statistiquement de celle du marché. Nous avons supposé une vacance atteignant progressivement 4 % dans cinq ans.

- Charges d'exploitation

Les charges strictement immobilières d'Argan sont très faibles, environ 0,15 M€ / an dans la mesure où son patrimoine est 1° essentiellement neuf, 2° entièrement loué, 3° par des baux mettant les dépenses à la charge du locataire. Les charges résiduelles proviennent notamment des quelques bureaux. Nous avons supposé un gonflement progressif de ces charges parallèle à celui d'une vacance statistique, à hauteur de 20 % des loyers manquants.

Les normes IFRS suppriment la notion d'amortissement pour les immeubles. S'agissant des frais généraux, nous avons supposé une base de 2 M€ en 2007, en hausse sensible pour tenir compte des coûts de cotation, de la mise à niveau prévue des salaires des dirigeants, de l'embauche d'un troisième cadre dirigeant et de la mise en place d'un intéressement. Ce seuil de 2 M€ est cohérent avec les montants observés chez les autres petites foncières cotées autonomes.

- Impôt

Argan sera exonéré d'impôt sur les sociétés après option pour le régime SIIC. L'impôt du premier semestre 2007, antérieur à l'option, est évalué à 0,5 M€. L'exit tax est évaluée à 18,5M€ dont 8 M€ environ payables immédiatement car provenant d'opérations SIIC 3 (apports de contrats de crédit-bail taxés au taux de 17,04 %) et le solde payable en quatre annuités égales chaque 15 décembre.

Prévisions

Résultat (M€)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Total loyers	16,86	22,14	27,08	29,94	32,13	34,31	36,19
- patrimoine 2007		22,14	25,26	25,49	25,80	26,31	26,66
- promotion compte propre		0,00	1,36	4,10	6,89	9,73	12,62
- acquisitions		0,00	0,46	0,91	0,91	0,91	0,91
- cessions		0,00	0,00	-0,26	-0,82	-1,57	-2,49
- vacance	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
Charges d'immeubles	0,10	0,15	0,18	0,26	0,34	0,43	0,53
Frais généraux		2,00	2,06	2,12	2,19	2,25	2,32
EBE		19,99	24,84	27,56	29,60	31,63	33,34
Rés. opérationnel courant		19,99	24,84	27,56	29,60	31,63	33,34
Rés. financier		-9,30	-11,05	-12,75	-14,22	-15,55	-16,77
Résultat courant		10,69	13,79	14,81	15,38	16,08	16,57
Impôt sur les sociétés		0,58	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CAF nette		10,12	13,79	14,81	15,38	16,08	16,57
Distribution courante (N)	0,00	6,53	6,86	7,20	7,56	7,94	8,33

Bilan (M€)

Patrimoine val. vénale DC	265,4	359,4	411,2	456,1	499,9	539,8	579,7
Patrimoine val. vénale HD	258,2	349,1	399,9	443,8	486,6	525,5	564,3
Acquisitions DC		16,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0
Développements DC		41,1	32,0	32,0	32,0	32,0	32,0
Cessions HD		0,0	0,0	7,0	8,0	12,0	12,0
Capex taux	0,0%	0,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
Capex M€	0,0	0,0	0,4	0,6	0,8	1,0	1,3
Profit latent de promotion DC		10,7	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9
Var. BFR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	27,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dette financière nette	169,7	202,2	239,9	269,9	298,7	323,2	347,6
Dette financière moyenne		185,9	221,0	254,9	284,3	311,0	335,4

Actif net réévalué (M€)

ANR de remplacement	113,3	163,3	177,4	192,3	207,3	222,7	238,2
ANR de liquidation	74,2	151,3	162,7	174,4	187,1	200,8	213,6

Nb d'actions (M)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Moyen (CAF)	7,500	8,583	9,500	9,500	9,500	9,500	9,500
Fin d'année	7,500	9,500	9,500	9,500	9,500	9,500	9,500
Droit au dividende	7,500	9,500	9,500	9,500	9,500	9,500	9,500

Données par action (€/a)

CAF nette		1,18	1,45	1,56	1,62	1,69	1,74
Dividende		0,69	0,72	0,76	0,80	0,84	0,88
ANR de remplacement	15,11	17,19	18,68	20,24	21,82	23,44	25,07
ANR de liquidation	9,89	15,93	17,13	18,36	19,69	21,14	22,48
EBE		2,33	2,61	2,90	3,12	3,33	3,51
Dette financière nette moyenne		21,66	23,26	26,82	29,92	32,73	35,30

Ratios

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Endettement (LTV)	64%	56%	58%	59%	60%	60%	60%
EBE/loyers		90%	92%	92%	92%	92%	92%
Frais généraux / loyers		9%	8%	7%	7%	7%	6%
CAF N / ANR N-1		7,8%	8,4%	8,3%	8,0%	7,8%	7,4%
Div/CAF nette/action		58%	50%	49%	49%	49%	50%
Div/ANR-R N-1		4,6%	4,2%	4,1%	3,9%	3,8%	3,7%
Div/ANR-L N-1		7,0%	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%	4,2%

Actif net réévalué

Détermination de l'actif net réévalué

- Méthode

Le point de départ du calcul est constitué des fonds propres consolidés au 31 décembre 2006. Argan comptabilisant les actifs locatifs en juste valeur, les fonds propres sont équivalents à un actif net réévalué de liquidation (immeubles évalués hors droits, impôts latents sur les plus-values provisionnés). Les comptes ont été établis sous le régime de droit commun puisque l'option pour le régime SIIC n'interviendra que le 1^{er} juillet 2007. En contrepartie de la réévaluation des actifs, il a été comptabilisé des impôts différés passifs calculés au taux de droit commun (33,3 %) pour un montant de 31,95 M€. Aucun dividende ne sera versé au titre de 2006.

Une **expertise** fondée sur loyers de 2006 a été réalisée au 31 décembre 2006 par CBRE. D'un total de 265,4 M€ droits compris, elle fait apparaître un rendement de 6,85 % sur le fondement de valeurs locatives de marché. Comme les loyers facturés par Argan sont, en moyenne, supérieurs de 6,9 % à ces valeurs de marché, le rendement réel était de 7,32 %.

L'expertise des **bureaux à Asnières** (18 M€) est conforme au marché avec un rendement de 5,5 % mais c'est un marché que nous jugeons trop peu exigeant en termes de rentabilité. Nous anticipons une poursuite de la hausse des valeurs locatives des bureaux en Ile-de-France mais essentiellement dans les quartiers d'affaires. En dehors de ces quartiers, comme à Asnières, l'abondance de l'offre potentielle en seconde couronne devrait empêcher une inflation très prononcée. La faiblesse de ce rendement de 5,5 % ne peut donc guère se justifier par une forte progression du revenu.

Du fait de sa jeunesse, l'essentiel du patrimoine est encore soumis au **régime de la TVA**. Fin 2006, la valeur droits compris ne dépasse ainsi la valeur hors droits que de 2,8 %. Rappelons que les immeubles construits ou restructurés depuis moins de cinq ans sont exonérés des droits d'enregistrement jusqu'à leur première cession. Lors du franchissement du délai de cinq ans, la valeur hors droits d'un actif baisse de 3 % environ. Au fil du temps, la valeur hors droits du patrimoine actuel d'Argan sera amenée à diminuer à marché stable.

- Valorisation du pipeline

Nous retenons les gains latents éventuels sur les programmes certains mais non sur le carnet de négociation, même s'il y a une espérance statistique à en voir sortir des projets. Après cotation, et si le marché peut observer un renouvellement régulier du carnet de commandes, une prise en compte favorable par le cours de bourse de cette capacité à construire est probable.

Plus-values sur livraisons 2007 (M€)

Coût de construction	37,65
Valorisation DC	47,34
Valorisation HD	46,55
Gain Caterpillar Grenoble DC	0,99
Gain Caterpillar Grenoble HD	0,90
Gain de promotion 2007 DC	10,68
Gain de promotion 2007 HD	9,80
Gain Geodis Dreux DC	2,47
Gain Geodis Dreux HD	2,13
Plus-value DC	13,15
Plus-value HD	11,93

Les projets considérés comme certains sont les actifs qui devraient être livrés en 2007 et 2008. Une extension a été signée avec Caterpillar dans la région de Grenoble. En retenant un taux de capitalisation de 7 %, elle fait apparaître un gain latent de promotion d'environ 1 M€. Enfin, l'entrepôt logistique acquis à Dreux en mai 2007 pour 15,1 M€ a été expertisé à 17,23 M€ hors droits, faisant ressortir un gain hors droits de 2,13 M€.

- Impôt sur les plus-values et exit tax

Argan devrait opter pour le régime SIIC au second semestre 2007 avec effet au 1^{er} juillet 2007, début d'un nouvel exercice ad hoc. L'exit tax sera donc calculé sur la valeur au 30 juin 2007. Pour le calcul de l'ANR, le montant de l'exit tax pourra être actualisé compte tenu du paiement étalé sur quatre ans. La valeur exacte dépendra des expertises au 30 juin 2007. Nous avons retenu un montant de 22,7 M€. Environ 14,7 M€ représentent l'exit tax proprement dite, au taux de 16,5 %, payable en quatre ans, et le solde est constitué de l'impôt dû dans le cadre du régime SIIC 3 pour la cession à la maison mère des contrats de crédit-bail immobilier (17,04 % payables immédiatement).

- ANR prévisionnels

Actif net réévalué au 30 juin 2007 sous régime SIIC

En M€	
Capitaux propres consolidés	74,2
Droits d'enregistrement	7,2
Impôts différés passifs	32,0
ANR de reconstitution au 31 décembre 2006	113,3
Plus-value même périmètre expertise mai 2007	21,9
Plus-value sur livraisons 2007-2008	13,2
Exit tax	-22,7
CAF 1er semestre 2007	4,0
Dividende payé	0,0
Produit brut de l'augmentation de capital	29,4
Frais d'introduction	-2,0
ANR de reconstitution au 30 juin 2007	157,1
Droits d'enregistrement	9,4
ANR de liquidation au 30 juin 2007	147,7
Nombre d'actions	9 493 220
En euros par action	
ANR de liquidation	15,6
ANR de reconstitution	16,5

L'actif net réévalué figurant dans les prévisions est calculé à taux de capitalisation constant. La création de valeur née des opérations de promotion est prise en compte. Les actifs construits avec un rendement de 8,5 % sont valorisés au taux de 7 %. Les possibles gains nés d'acquisitions à bas prix d'immeubles déjà construits ne sont pas pris en compte. L'évolution de l'ANR liquidatif prend en compte le passage progressif des immeubles neufs du régime TVA au régime des droits d'enregistrement.

Actionnariat

A la veille de l'introduction, la famille Le Lan détient 100 % d'Argan. Jean-Claude Le Lan possède 53,68 % du capital, son épouse 0,61 % et leurs cinq enfants 9,14 % chacun. Afin de respecter les contraintes du statut SIIC, le flottant sera porté à 40 % après augmentation de capital de 30 M€ environ et, pour la même raison, 15 % du capital devra être entre les mains d'actionnaires détenant chacun moins de 2 % du capital.

Valorisation

Degré de risque

Points forts

- ✓ promoteur intégré qui permet d'obtenir un rendement fort des investissements
- ✓ management principal actionnaire
- ✓ durée ferme des baux et qualité des locataires
- ✓ historique très favorable

Points faibles

- ✓ faible diversification des locataires et des actifs
- ✓ équipe de petite taille
- ✓ taille boursière réduite et liquidité en conséquence
- ✓ aléas de marché attachés aux entrepôts

Nous estimons que **le risque lié à l'investissement en actions Argan ne tient guère à l'entreprise elle-même mais surtout au secteur** dans lequel elle intervient. L'aléa principal réside dans les risques de vacance à terme et de dégradation des valeurs locatives dans un métier où l'offre concurrente est structurellement aisée à créer, sur une niche qui n'a pas encore atteint sa vitesse de croisière. Cette incertitude justifie, à nos yeux, une prime de risque élevée à l'issue de la période ferme des baux. La baisse des valeurs locatives au cours des dernières années malgré une faible vacance et une demande stable démontre que cet aléa n'est pas seulement une construction intellectuelle.

Conjoncture boursière du secteur

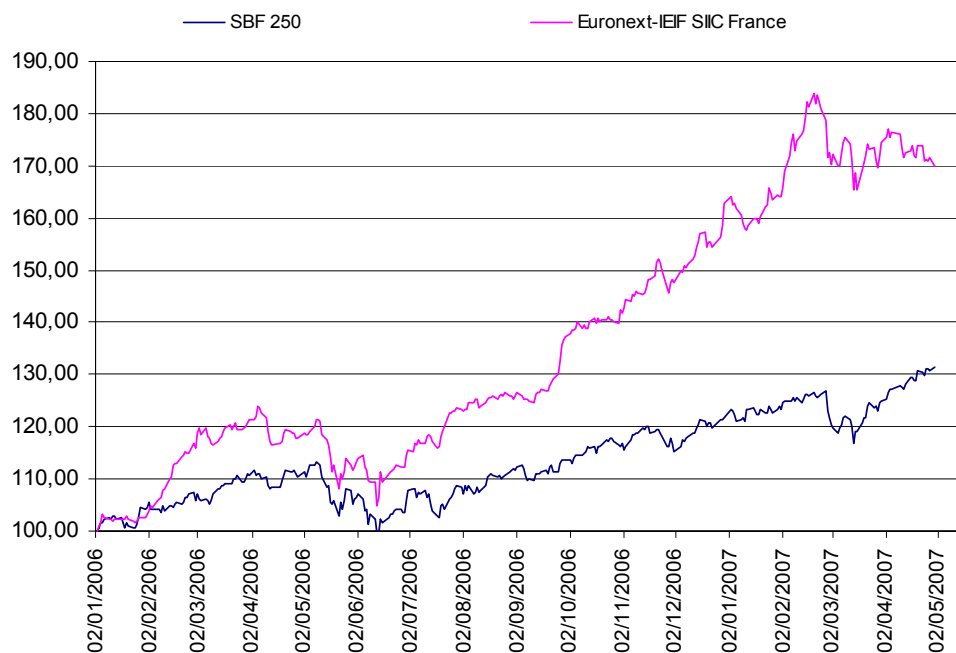
La conjoncture boursière a été exceptionnellement favorable entre 2003 et le 16 février 2007, date du plus haut, avec une multiplication du cours des SIIC par 3,4. Cet emballement a été planétaire sur toute la période, parallèlement à la baisse des taux d'intérêt et à la redécouverte du secteur immobilier comme classe d'actifs. Depuis ce sommet, les cours ont reflué en moyenne de 10,5 %. A l'origine de cet essoufflement est surtout le niveau élevé atteint par les multiples de profit alors que les taux d'intérêt à long terme se sont tendus.

Les fusions (Unibail-Rodamco et FDR-Beni Stabili), l'incertitude de management sur Gecina et SFL réduisent les espoirs de bonnes nouvelles à court terme sur les grandes capitalisations du secteur. De plus, les investisseurs patientent devant les perspectives

de reclassements pour satisfaire aux obligations dites SIIC 4 (3,5 Md€ en suspens) ou d'augmentations de capital pour financer la croissance. Actuellement, sont lancées les appels au marché de 300 M€ par Eurosic et 219 M€ par La Lucette.

Le graphique ci-dessus (Indice IEIF en rouge) compare les cours des SIIC au SBF 250 (gris), coupons réinvestis. L'évolution est comparable dans la plupart des pays, hormis en Espagne où les cours ont chuté de 20 % en trois mois après les excès spéculatifs de 2006. Aux Etats-Unis, malgré les inquiétudes immobilières, les Equity Reits gagnent 3,6 % depuis le 1^{er} janvier 2007 et affichent un rendement de 3,77 %, avec une hausse plus marquée de l'immobilier d'entreprise et un recul de 6 % des foncières de logement.

Une très forte surperformance



Source : IEIF

Composition du capital

Après les fusions préalables à l'introduction, le capital est composé de 7.500.000 actions. Il sera accru de 2.000.000 actions lors de l'augmentation de capital prévue à l'occasion de la cotation, soit un nouveau capital composé de 9.500.000 actions. Aucun autre titre ne donne actuellement accès au capital. Les actions disposent toutes d'un droit de vote simple.

Argan devrait s'équiper des autorisations nécessaires au rachat d'actions et à l'attribution gratuite d'actions aux salariés.

Entreprises cotées comparables

- Foncières de logistique en Europe continentale

Il n'existe pas à ce jour de foncière française cotée avec une spécialisation durable dans les entrepôts mais plusieurs projets sont en cours. IPBM (capitalisation 130 M€ et flottant de 1 %) est à ce jour une foncière de logistique. Cette coquille reprise par General Electric s'est fait apporter trois entrepôts construits par Sophia à Survilliers (95) et a acquis un portefeuille externalisé par le transporteur et logisticien Mory. Mais la raison d'être d'IPBM est surtout d'offrir à GE un véhicule doté du statut SIIC. Les projets de logistique devraient désormais être développés dans la future filiale commune avec Foncière des Régions. Une coquille cotée (Sitel) a été acquise début 2007 par Foncière des Régions et sa transformation en foncière spécialisée en partenariat avec General Electric est imminente. Baptisée Foncière Europe Logistique (FEL), elle devrait se faire apporter 660 M€ d'actifs par Foncière des Régions, notamment ceux issus de Bail Investissement et 100 M€ d'actifs par GE, pour un total d'un million de mètres carrés.

Enfin, Gecina a annoncé la création d'une filiale spécialisée, à l'image de la cotation de sa filiale Gecimed (ex-Sofco) pour les actifs dans le secteur de la santé. Le calendrier n'est pas établi et le trouble qui entoure l'actionnariat et le management de Gecina ne permettent pas de l'anticiper précisément. Avec 690.000 m² d'entrepôts loués, Gecina dispose déjà de la taille critique boursière, sans compter 300.000 m² de projets. D'ici la fin de 2007, la cote française devrait donc offrir au moins trois foncières spécialisées (Argan, Foncière Europe Logistique et la filiale Gecina). La présence de deux autres sociétés concurrentes et filiales de deux des plus grandes foncières françaises assurera dans la durée une large communication des données de marché et de ratios de comparaison. D'autres fonds actuellement non cotés suivront peut-être. Ainsi, Ixis dispose de deux fonds spécialisés (Logistic 1 et 2) qui ont la taille nécessaire pour être cotés.

Les comparables sont à l'étranger. La seule autre foncière d'entrepôts autonome cotée en Europe continentale est la petite Sicafi belge WDP. En 2005 a été cotée à Londres la société Hansteen Holdings, spécialisée dans l'immobilier logistique et industriel en Europe. En septembre 2006 sont intervenues les introductions de Prologis European Properties et de Kenmore European Industrial Fund, avec la même spécialité. Les marchés britanniques de la logistique et des foncières cotées connaissent un fonctionnement sensiblement différent de celui de l'Europe continentale, ce qui ne rendrait pas les comparaisons pertinentes. Les sociétés déjà cotées (Prologis EP, WDP, Hansteen, Kenmore EIF) sont d'une taille supérieure à celle d'Argan. Surtout, les quatre s'appuient sur des groupes constitués, ce qui leur permet de disposer d'équipes plus nombreuses et d'une continuité mieux assurée. Au total, le secteur de l'immobilier logistique en Europe continentale devrait donc passer en bourse d'une société en 2005 à cinq aujourd'hui et sept avant la fin 2007. Les actifs détenus bondiront de 300 M€ mi-2005 à plus de 6,5 Md€ en 2007. Ce sous-secteur aura atteint la taille justifiant d'un suivi permanent par les analystes et les investisseurs.

- Prologis European Properties

Cours au 11 mai 2007 : 14,70 €
Codes : LU0100194785 - PEPR.AS

Capitalisation boursière : 2.795 M€
Site web : www.prologis-ep.com

Prologis European Properties est la filiale européenne de l'Américain Prologis, n°1 mondial de l'immobilier logistique. Ce fonds commun de placement immobilier de droit luxembourgeois, créé en 1999, est géré de façon externe par Prologis et coté à

Amsterdam depuis septembre 2006. Fin 2006, le portefeuille immobilier est composé de 277 entrepôts d'une surface locative totale de 5,4 millions de mètres carrés, évalué à 4,2 Md€ hors droits, sur la base d'un rendement de 7,3 %. Le parc est réparti à hauteur de 29 % en France, 25 % au Royaume-Uni, et 37 % en parts sensiblement égales entre l'Allemagne, les Pays-Bas, la Pologne, l'Italie et l'Espagne. En France, les 2.035.000 m² sont évalués à 1.242 M€ avec un rendement de 7,9 %. Les actifs ont en moyenne 6,4 ans d'ancienneté et les baux une durée résiduelle moyenne de 7,1 ans (10,3 ans en France). Prologis dispose en Europe d'un pipeline de projets évalué à 2 Md€. Le résultat publié pour 2006 est de 0,79 €/action et l'ANR de remplacement de 13,97 €/action (2.637 M€). La politique statutaire du fonds est de distribuer la totalité de son cash-flow courant. Le premier cours s'est établi à 14,35 €, faisant ressortir une prime de 2,7 % sur l'ANR de remplacement et un rendement de 5,4 %. Le cours a flambé jusqu'à 17,4 € en février 2007 avant de rechuter récemment à peine au-dessus du cours d'introduction.

- WDP

Cours au 11 mai 2007 : 48,7 €
Codes : BE0003763779 - WDPP

Capitalisation boursière : 418 M€
Site web : www.wdp.be

WDP (Warehouses De Pauw) est une foncière belge spécialisée dans les entrepôts. Cette société en commandite par actions a été créée par la famille De Pauw, très active dans le monde immobilier belge, et introduite en bourse en juin 1999 avec le statut fiscal de Sicafi. En 2004, WDP a adopté le régime SIIC pour ses actifs français. Fin 2006, le patrimoine est estimé à 430 M€ hors droits (442 M€ droits compris), dont 82 % en Belgique, pour un rendement en pleine occupation de 7,9 %. La surface de 850.000 m² offre un potentiel de 120.000 m² et l'objectif est d'atteindre 700 M€ d'actifs en 2009. Fin avril 2007, WDP a annoncé doubler la taille de ses actifs en France à 140.000 m² par l'acquisition en blanc de 72.000 m² à construire dans le Nord, moyennant 35 M€. L'ANR liquidatif fin 2006 est de 275 M€ ou 32 €/action et l'ANR de remplacement (source : Invest Securities) de 35,1 €/action. La société a annoncé un résultat net récurrent de 2,7 €/action en 2006 et attend 2,9 € en 2007. Le consensus établi auprès de sept analystes fait ressortir un multiple de résultat de 16,60 fois en 2006, 16,11 en 2007 et 14,32 en 2008 (source : Factset JCF). Le dividende brut au titre de 2006 s'élève à 2,47 €/action. Le rendement prévisionnel est, selon le consensus de 5,03 %, 5,34 % et 5,86 % de 2006 à 2008. Le cours a progressé assez régulièrement de 35 € en juin 2005 à un plus haut de 56 € le 20 février 2007 avant de reculer jusqu'au cours actuel.

- Hansteen Holdings

Cours au 11 mai 2007: 152,5 p
Codes : GB00B0PPFY88 - HSTN

Capi. boursière : 271 M£ (399 M€)
Site web : www.hansteen.co.uk

Hansteen a été fondé par les deux anciens fondateurs d'un promoteur britannique, Ashtenne, qui a offert de sa création en 1989 à sa revente en 2005 une rentabilité des fonds propres supérieure à 20 %. L'ambition est de renouveler la performance en Europe avec la constitution d'un portefeuille d'entrepôts et de locaux d'activité, principalement sur le continent. Le patrimoine fin 2006 s'élevait à 145,6 M£, complété depuis par 30 M£ d'acquisitions. La stratégie a été à ce jour d'acquérir et non de construire des actifs. L'introduction de novembre 2005 s'est faite par émission de titres à 100 pence et le premier cours était de 116,04 p. La suite de la cotation a été plus laborieuse avec une baisse à 111 p à l'été 2006 avant une hausse forte et régulière depuis. Une augmentation de capital de 70 M£ à 131 p a été réalisée en février 2007 de sorte que Hansteen demeure en trésorerie positive. L'ANR ressort à 122 p par action dilué de cette augmentation de capital en retenant les immeubles à leur valeur fin 2006. Le cours fait ainsi ressortir une prime de 25 % sur cette estimation.

- Kenmore European Industrial Fund

Cours au 11 mai 2007: 118,5 p
Codes : GB00B1CH3174 - KEIF.L

Capi. boursière : 166 M£ (244 M€)
Site web : www.kenmoreifund.com

En septembre 2006, le fonds a été créé et coté par la levée de 140 M£. L'investissement est orienté vers l'Europe continentale de l'ouest et la Scandinavie, à la fois dans les entrepôts et les locaux d'activité. La promesse au marché est d'offrir immédiatement un rendement de 6 % par le dividende puis une croissance de celui-ci au rythme de l'inflation. Le fonds, établi à Guernesey et coté à Londres, a été créé par le Groupe Kenmore, foncière écossaise, qui dispose déjà d'équipes expérimentées en Europe continentale. L'objectif est d'atteindre un endettement (LTV) de 66 % des actifs, soit un patrimoine de 420 M£ (env. 618 M€). Les frais de gestion dégressifs s'élèvent de 0,75 à 0,9 % de la valeur des actifs et l'intéressement du gérant est de 20 % de la performance totale pour l'actionnaire au-delà de 10 % par an. La société a débuté en bourse avec un portefeuille de 456.496 m², dont 59 % en France, estimé 216 M£ (636 €/m²) offrant un rendement de 7,8 %. Fin 2006, les actifs atteignaient 336 M£ pour des fonds propres de 140 M£ (100 p/action). Lors de l'introduction, 140 millions d'actions à 100 pence pièce ont été émises et le premier cours coté était de 105 € pour un ANR de 95 € hors droits et avant impôts latents. Le titre, qui a culminé à 123,75 p, fait actuellement ressortir une prime de 18,5 % sur l'ANR de remplacement publié en valeur fin 2006.

- Synthèse des foncières de logistique

L'observation des foncières d'immobilier logistique d'Europe continentale montre une valorisation de 105 à 139 % de l'ANR de remplacement valeur fin 2006. Toutefois, trois des quatre sociétés ont été introduites en bourse depuis moins de deux ans et l'ont été au niveau de l'ANR. La progression des cours a été sensiblement postérieure à la cotation, sauf pour Hansteen, qui bénéficie de l'historique flatteur de ses dirigeants.

Foncières de logistique investies en Europe continentale

	Capi (M€)	Cours	Rendit 2006	P / ANR 2006
Prologis European Properties	2 795	14,7 €	6,1%	1,05
WDP	418	48,7 €	5,1%	1,39
Hansteen	399	152,5 p	2,0%	1,25
Kenmore Industrial	244	118,5 p	5,1%	1,18
Moyenne pondérée	964		5,5%	1,12

Source : Invest Securities. Cours au 11 mai 2007

Concernant les deux sociétés de prime jeunesse (Kenmore EIF et Hansteen), la notion de **multiple de résultat** n'a pas encore de sens. On peut noter un multiple 2007 d'environ 16,5 fois et 16,1 fois chez Prologis EP et WDP. Enfin, le rendement est probablement un facteur important de formation des cours. En effet, trois des quatre sociétés (Prologis EP, WDP et Kenmore EIF) pratiquent une distribution de la totalité de leur profit courant. Les entrepôts logistiques offrent le rendement le plus élevé du marché immobilier. Ce rendement élevé et la durée des baux autoriseraient eux-mêmes un effet de levier supérieur. La rentabilité courante des fonds propres y est ainsi élevée. La distribution de la totalité du profit courant est donc synonyme de **rendement élevé**. Chez WDP, le profit courant attendu en 2007 par la société (2,9 €/action) représente 8,26 % de l'ANR de remplacement 2006 (35,1 €/action). Nous estimons que les multiples de profit de ces sociétés s'expliquent avant tout par cette distribution forte.

- Petites foncières françaises

Avec environ 160 M€ environ de capitalisation, Argan se situera parmi les petites foncières cotées et d'une taille inférieure à ses comparables directs en termes de patrimoine, capitalisation et effectifs. **Le risque associé à cette taille et à la liquidité a un impact sur la valorisation de l'entreprise.** Les plus petites foncières françaises, d'une capitalisation inférieure à 200 M€ font actuellement ressortir une valorisation proche de leur actif net réévalué de remplacement. A l'inverse, les grandes foncières font apparaître une prime prononcée sur cet actif net. Cette prime s'explique en partie par la prise en compte des marges latentes sur le pipeline de projets de promotion pour compte propre et par le retard des expertises dans un marché immobilier dont les prix progressent rapidement.

Valorisation des grandes foncières françaises

	Capi (M€)	Cours	Rendt 2006	P / ANR 2006
Unibail	9 312	201,9	2,5%	1,32
Gecina	8 406	135	3,1%	1,02
Foncière des Régions	3 600	126,1	3,7%	1,25
Klépierre	6 540	141,7	2,3%	1,45
Silic	2 253	129	2,9%	1,12
Foncière Lyonnaise	2 976	64	5,0%	1,11
Moyenne pondérée	5 515		3,0%	1,23

Source : Invest Securities. Cours au 11 mai 2007

Aussi convient-il de comparer également Argan aux petites foncières françaises pour prendre en compte l'impact fort de la taille et de la liquidité sur la valorisation. **Nous écartons les petites foncières de commerce** (Sélectirente, Terreïs, Klémurs, SCBSM). Cette spécialité bénéficie d'une forte faveur auprès des investisseurs, les commerces étant supposés procurer un revenu bien indexé sur l'inflation et à faible risque de vacance. Il en résulte une prime sur l'ANR dont les causes paraissent difficiles à transposer au secteur logistique et à Argan.

Nous retenons Züblin Immobilière, Paref et SFPI du fait de leur taille, de leur jeunesse et de leur petite équipe. Les 20 autres foncières dont la capitalisation est inférieure à 200 M€ - sauf Foncière Inéa que nous ne suivons pas à ce jour - ont une vie boursière symbolique qui ne permet pas d'utiliser le cours à titre de comparaison. Foncière Inéa (capitalisation de 108 M€ au cours de 39 €) est de création récente et s'est introduite en bourse en 2006. L'équipe est essentiellement composée d'un directoire de deux personnes et la stratégie consiste à acquérir des immeubles neufs, surtout vides, en province avec un rendement prévisionnel de l'ordre de 8 %. La société estime que son actif net réévalué de remplacement atteindra 42,25 € fin. Le cours fait donc apparaître une décote de 8 % sur cette valeur.

Petites foncières françaises

Données

	CAF/A			Dividende/A			ANR rempl./A		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Züblin Immobilière	ns	1,45	1,51	0,56	0,60	0,75	14,12	16,6	17,4
Paref	4,70	5,50	6,23	3,40	4,00	4,70	88,5	92,2	97,0
SFPI	ns	7,91	9,75	4,20	5,60	6,60	140,6	148,5	153,9

Ratios

	Cours €	Capi. M€	P/CAF			Rendement			P/ANR		
			2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Züblin Immobilière	15,23	80	ns	10,5	10,1	3,7%	3,9%	4,9%	1,08	0,92	0,88
Paref	88,4	64	18,8	16,1	14,2	3,8%	4,5%	5,3%	1,00	0,96	0,91
SFPI	140	205	ns	17,7	14,4	3,0%	4,0%	4,7%	1,00	0,94	0,91
Moyenne non pondérée		116	18,8	14,8	12,9	3,5%	4,2%	5,0%	1,02	0,94	0,90

Application des ratios à Argan

Valorisation en €/action

		P/CAF			Rendement			P/ANR			Moyenne par société
		2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	
Züblin Immobilière	ns	13,6	16,1	ns	16,4	16,7	17,9	16,9	17,3	16,4	
Paref	ns	18,9	20,5	ns	15,1	13,5	15,0	16,4	16,9	16,6	
SFPI	ns	20,7	20,6	ns	17,0	15,2	14,9	16,0	16,8	17,3	
Moyenne non pondérée	ns	17,7	19,1	ns	16,2	15,1	15,9	16,4	17,0		

Moyenne par critère

P/CAF : 18,4 €

Rendement : 15,7 €

P/ANR : 16,5 €

Moyenne des trois critères : 16,8 €

Synthèse des comparaisons

La comparaison avec les **petites foncières françaises** conduit à une valorisation à 16,8 €, avec une fourchette relativement étroite selon les critères et les sociétés. Après leur hausse récente et à ces niveaux là de valorisation, nous ne sommes plus acheteurs de ces titres que nous avons recommandés récemment.

La comparaison avec les **foncières européennes de logistique** en fonction de l'actif net réévalué fin 2006 conduit à une valorisation de l'action Argan de 16,8 € en moyenne pondérée. Le multiple de CAF 2007 (16,4 x) est synonyme d'une valeur élevée de 19,3 €. A l'inverse, le rendement 2006 appliqué au dividende 2007 d'Argan, faute de dividende 2006 (biais qui pousse à la hausse la valeur d'Argan) équivaut à une valorisation de 12,5 €. La moyenne de ces trois calculs est égale à 16,2 €. Nous estimons que Prologis EP est à un cours très raisonnable du fait de son rendement (6 %) alors que les trois plus petites foncières affichent des multiples élevés qui ne nous paraissent pas refléter l'aléa attaché au secteur.

Argan ajoute une activité de promotion à celle de foncière pure. Comment valoriser cette activité ? Elle n'apparaît pas directement dans les comparaisons, sauf à retenir des sociétés qui ont, elles aussi, une forte activité de promotion pour compte propre, comme Klépierre, Unibail ou Foncière des Régions. Mais il s'agit de grandes sociétés employant plusieurs centaines de personnes. Ce sont ces effectifs fournis, qui permettent de

s'affranchir de la dépendance à la compétence de quelques dirigeants. Ils peuvent justifier que l'on achète par anticipation les bénéfices de ce métier, comme c'est le cas chez Unibail, Klépierre ou Foncière des Régions. Si les projets d'Argan sont réalisés, il est probable que le marché boursier crédite au fil du temps la valorisation de la capacité récurrente à créer de la richesse. Cette capacité devrait être plus facilement prise en compte lorsque l'équipe sera plus étoffée. Dans la présente valorisation, cette activité est intégrée dans la méthode de Bates (voir plus bas) qui repose sur les prévisions comprenant des profits de promotion pour compte propre.

Méthode de Bates

Cette méthode consiste à déterminer une valeur future de l'entreprise, en général lorsque celle-ci aura atteint une vitesse de croisière, et à l'actualiser en ajoutant les dividendes intercalaires. Son avantage est de gommer le biais provenant d'une croissance sur les multiples instantanés. Sa supériorité sur le DCF est qu'il s'agit d'une méthode adaptée à l'actionnaire minoritaire.

La méthode de Bates permet de mettre en évidence l'impact de la valeur future sur la rentabilité. En l'espèce, nous postulons que la valeur finale, et donc le cours de bourse, sera égal à l'actif net réévalué de remplacement. L'ANR 2012 pèse environ 84 % de la valeur actuelle de l'action et les cinq années de dividende seulement 16 %. La difficulté d'appréciation d'une foncière de logistique réside dans le violent contraste entre, d'un côté, les années initiales, protégées par des loyers fermes et de bonnes signatures, et, de l'autre, l'avenir plus lointain, avec des actifs présentant un aléa certain sur leur relocation, les valeurs locatives et les taux de capitalisation.

TRI	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%	11,0%	12,0%	13,0%	14,0%	15,0%
Valeur (€/action)	21,0	20,1	19,2	18,4	17,7	16,9	16,2	15,6	15,0

Sensibilité de l'ANR 2012 aux hypothèses immobilières

Valeurs locatives (%/an)	-2%	-1%	0%	1%	2%
Taux d'occupation	90%	93%	96%	98%	100%
Taux de capi loyers	8,5%	7,5%	6,7%	6,0%	5,5%
ANR 2012 (M€)	58,7	142,5	238,1	345,1	454,7
ANR 2012 (€/action)	6,2	15,0	25,1	36,3	47,9
TRI au cours de 15,7 €	-9,9%	4,0%	13,8%	21,8%	28,3%
Perte/gain cumulé	-34%	16%	73%	137%	202%

On voit l'**extrême sensibilité** de la valeur finale aux hypothèses. Celles-ci restent pourtant de l'ordre du plausible. Pour le scénario le plus sombre, la baisse des valeurs locatives est comparable à celle observée depuis cinq ans ; le taux de vacance est celui qu'on note sur des portefeuilles de bureaux vieillissant en province et le taux de capitalisation est celui qui était en vigueur moins de trois ans plus tôt. **Au cours de 15,7 €, le respect du plan d'affaires et le maintien des taux de capitalisation se traduirait par une rentabilité annuelle de 13,8 % pour l'investisseur.**

La valeur finale suppose l'exécution du plan d'affaires, donc la réalisation d'**opérations de promotion** procurant un gain cumulé de 34,3 M€ soit 3,6 €/action (sans prise en compte de l'effet de capitalisation de ces profits). En retirant cette contribution, la valeur finale serait donc, grossièrement de 21,5 €/action et le TRI de 9,7 %. Cette dernière hypothèse montre que l'activité de foncière seule est bien valorisée à l'ANR sur le

fondement d'un TRI de 10,7 % cohérent avec celle que l'on attendrait d'un fonds spécialisé après effet de levier raisonnable.

En contrepartie de cette incertitude économique, soulignons la **visibilité juridique des prochains flux**. La durée moyenne ferme de 5,4 ans à compter du 1^{er} juin 2007 associée à une CAF nette de 1,45 €/action en 2008 signifie que, grossièrement, la CAF assurée couvre 50 % de la capitalisation boursière à l'objectif de cours (16,4 €). A titre de comparaison, les foncières françaises dans leur ensemble sont valorisées environ 22 fois leurs profits courants 2007 et n'offrent sans doute qu'une garantie locative de l'ordre de 4 ans, soit une couverture de la capitalisation par les profits certains de 17 %.

Valeur de majoritaire

La famille Le Lan entend, à ce jour, demeurer l'actionnaire majoritaire d'Argan. La jeunesse de Ronan Le Lan, président du directoire, assure la continuité durable de la direction. Le titre ne présente donc pas d'intérêt spéculatif. La probabilité de bénéficier d'un maintien de cours à une valeur de majoritaire dans un délai raisonnable paraît donc modeste à ce jour.

L'écart entre la valeur de minoritaire, constatée par le cours de bourse, et celle de majoritaire, mesurée par l'ANR, est actuellement faible. On observe que des changements de contrôle récents se sont fait avec une prime sur l'actif net mais cette prime tient largement au retard structurel des expertises. Ainsi les ANR publiés après les OPA sur SIIC de Paris ou Foncière Masséna, ont rattrapé les valeurs retenues pour la transaction. Concernant les portefeuilles immobiliers, on observe une légère prime dans les transactions importantes, signe d'un excès de capitaux impatients de s'investir. D'aucuns estiment cette prime à 0,5 % de rendement. S'agissant d'Argan, l'ANR au 30 juin 2007 serait gonflé de 30 M€ environ, passant de 16,5 € à 19,6 €/action. Il y aurait sans doute aujourd'hui des acquéreurs de la majorité d'Argan à 19,6 €/action.

Conclusion

La détermination de l'objectif de cours est encadrée par les considérations suivantes :

1° La comparaison avec les foncières européennes de logistique conduirait à un cours de 16,2 €/action, celle avec les petites foncières françaises à 16,8 € et l'actif net réévalué de remplacement au 30 juin 2007 à 16,5 €/action.

2° Nous jugeons que l'ANR est formé à partir de valeurs de marché bien réelles mais reposant sur des taux de capitalisation que nous estimons fragiles à terme.

3° Nous estimons que les cours du secteur sont également élevés, pour les mêmes raisons, en particulier ceux des trois petites foncières de logistique.

Ces trois valeurs constituent donc, à nos yeux, un plafond et non un objectif.

Par ailleurs,

1° Le respect, même approximatif, des prévisions plausibles que nous avons déroulées, suppose une rentabilité forte pour l'actionnaire pour autant que les taux de

capitalisation sur le marché locatif restent stables. A 15,7 €, le TRI sur cinq ans ressort à 13,8 % et à 10,7 % pour la seule activité de foncière sans investissement.

2° Nous posons comme exigence minimale un TRI de type obligataire (4 %) dans le cas d'un scénario sombre cumulant en 2012 une baisse des valeurs locatives (- 5 %), un gonflement marqué de la vacance (7 %) et une tension sur les taux de capitalisation (8,1 % sur les loyers de marché). Ce scénario conduit à une valorisation de 15,7 €/action.

En conclusion, nous retenons cette dernière valeur de 15,70 €/action pour objectif de cours.

Valorisation à l'objectif de cours

Cours (€) : 15,7 € Capitalisation boursière : 149,0 M€

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
P/ANR de remplacement	0,91	0,84	0,78	0,72	0,67	0,63
P/ANR de liquidation	0,99	0,92	0,85	0,80	0,74	0,70
P/CAF	13,3	10,8	10,1	9,7	9,3	9,0
VE/EBE	16,0	14,9	14,7	14,6	14,5	14,5
EBE/VE	6,24%	6,71%	6,82%	6,83%	6,88%	6,88%
Rendement	4,38%	4,60%	4,83%	5,07%	5,32%	5,59%

Achevé de rédiger le 29 mai 2007 par Benoît FAURE-JARROSSON, analyste financier.

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