



**Dans la perspective de la prochaine offre publique sur Sélectirente, Lafayette Gestion, gérant de Lafayette Pierre, actionnaire à 19% de Sélectirente, considère un prix de 100€ par action comme équitable pour les actionnaires minoritaires.**

**Le rachat de Sofidy par Tikehau Capital va conduire à une prise de contrôle totale de Sélectirente par Tikehau Capital et doit être considéré comme une sortie de cote de la foncière.**

Tikehau Capital, société cofondée par Antoine Flamarion, a annoncé jeudi 20 septembre 2018 le rachat de la société Sofidy, fondée par son père Christian Flamarion. Dans le cadre de ce rapprochement, les parties ont fait part de leur intention de lancer une offre publique sur le capital de la société foncière Sélectirente. **Ce rapprochement conduit en effet le nouveau groupe à franchir le seuil de 30% du capital et des droits de vote de Sélectirente**, compte tenu des participations combinées détenues par Sofidy d'une part (28,6%) et les sociétés contrôlées par Antoine Flamarion d'autre part (>3,0%). L'intérêt économique de Tikehau Capital dans Sélectirente sera en outre amené à s'accroître d'ici 18 mois puisque le management de Sélectirente avait reconnu lors de l'Assemblée Générale de juin 2017 que Tikehau Capital avait été le principal bénéficiaire de l'émission d'OCEANE de 2013 et détenait près de 30% de la souche obligataire convertible à échéance janvier 2020.

**Sélectirente demeurait jusqu'à présent une société non-contrôlée** dans laquelle les actionnaires minoritaires étaient en mesure (parfois avec difficultés....) de faire entendre leur voix et d'empêcher que des décisions néfastes aux intérêts des actionnaires non-gérants ne soient prises : ce fut notamment le cas lors des assemblées générales 2017 et 2018 au cours desquelles Lafayette Pierre et d'autres actionnaires institutionnels ont réussi à s'opposer à des décisions d'AGE aux conséquences potentiellement spoliatrices. Cette situation sera radicalement altérée par l'offre publique annoncée qui va conduire à une prise de contrôle de Sélectirente par son gérant Tikehau/Sofidy. Cette perspective de disparition totale de toute forme de contre-pouvoir ainsi que l'assèchement complet de la liquidité sur le titre apparentent cette opération à une sortie de cote et doivent conduire Tikehau Capital à offrir un prix équitable à tous les actionnaires dans le contexte de cette prise de contrôle.

Conformément aux pratiques de marché, la détermination d'un prix équitable pour une telle opération résulte d'une approche multicritères. **Dans le cas de Sélectirente, l'un des enjeux majeurs pour l'expert retenu sera de déterminer les critères qu'il est pertinent de retenir et ceux qu'une analyse professionnelle non biaisée du dossier conduit à écarter.**

En effet, Sélectirente est un **véhicule d'investissement atypique** :

- Société cotée en bourse mais totalement **illiquide**.
- Dont le management a opté depuis plusieurs années pour **une politique de distribution en fort décalage** avec celles des autres sociétés du compartiment immobilier.
- **Focalisée sur le segment des commerces de pied d'immeuble, notamment à Paris et en première couronne** alors que les autres acteurs cotés privilégient les actifs de bureau à Paris ou les centres commerciaux répartis à travers tout le pays et/ou à l'international.

Ce profil atypique conduit à ce que plusieurs critères usuels pour la valorisation de sociétés foncières cotées ne puissent être retenus pour déterminer un prix équitable dans le cadre d'une OPA sur le capital de Sélectirente.

## **1/ Critères écartés :**

### **1.1 Le critère du rendement du dividende :**

Le faible *pay-out* de Sélectirente (50% à 60% du cash-flow courant) comparé à celui des autres SIIC qui distribuent entre 85% et 95% de leur cash-flow courant, rend la valorisation au travers **d'une approche par le rendement du dividende non pertinente**. Un rehaussement significatif du dividende a d'ailleurs été sollicité à plusieurs reprises par Lafayette Pierre et recommandé par des analystes financiers qui suivent la valeur. Dans ce contexte, il serait hautement critiquable de retenir un critère aussi contesté que le dividende dans le cadre d'une opération dans laquelle Tikehau/ Sofidy vont précisément racheter les actionnaires minoritaires qui ont contesté avec virulence la politique de distribution pratiquée.

### **1.2 Le critère du cours de bourse :**

Au cours des 12 derniers mois, les moyennes boursières de Sélectirente se positionnent dans un fourchette [70,0€-72,0€].

**Toutefois, deux éléments majeurs disqualifient le cours de bourse comme référence de valorisation :**

- D'une part, **le trop faible *pay-out* qui a conduit à entretenir une décote structurelle significative** du cours de bourse sur l'ANR,
- D'autre part, **l'extrême faiblesse des échanges sur le titre Sélectirente** : 23.122 actions sur toute l'année 2017, soit 1,6% du capital<sup>1</sup>.

La non-pertinence du cours de bourse comme critère de valorisation conduit également à disqualifier les approches de valorisation fondées sur l'application de primes de contrôle sur le cours de bourse.

---

<sup>1</sup> Source : document de référence 2017

### 1.3 La référence à des transactions hors marché :

Compte tenu de cette faible liquidité, les transactions de bloc d'actions Sélectirente sont principalement réalisées hors marché. **La seule référence récente, dont nous avons connaissance pour avoir été contrepartie au travers de Lafayette Pierre, porte sur la cession en juillet 2018 d'un bloc de 25.950 actions pour une valeur de 85,81 € par action représentant une décote de 2,97% sur l'ANR du 31/12/2017.** Cette transaction qui a porté sur un bloc minoritaire ne peut donc être considérée comme pertinente pour la transaction envisagée puisque l'OPA sur Sélectirente interviendra dans un contexte de prise de contrôle.

### 1.4. L'application du multiple de cash-flow courant des sociétés comparables :

Constitué avec grand discernement par Christian Flamarion au cours des 20 dernières années, le patrimoine de Sélectirente est sans équivalent au sein de l'univers des foncières cotées. Au 30/06/2018, **le patrimoine de Sélectirente était composé à plus de 85% de surfaces commerciales en pied d'immeuble en centre-ville.** Compte tenu des arbitrages en cours indiqués dans le rapport semestriel, cette concentration du portefeuille a d'ailleurs vocation à s'accroître d'ici à la fin du semestre. **Ce patrimoine de commerces présente en outre la spécificité d'être très concentré sur Paris et la première couronne.** Au 30/06/2018, les actifs parisiens représentaient près de 47% de la valeur du portefeuille et ceux de la région parisienne 18,5%, étant précisé qu'en région parisienne, Sélectirente est très présente à Neuilly-sur-Seine et dans les Hauts-de-Seine.

Les autres foncières de commerce cotées (Unibail, Klépierre, Mercialis, Carmila) disposent d'un patrimoine de centres commerciaux en périphérie urbaine, très diversifié géographiquement, et beaucoup plus exposé à des villes secondaires et à l'impact du e-commerce sur la distribution. En ayant constitué un patrimoine de boutiques de pied d'immeuble à Paris et en première couronne, **Sélectirente dispose d'actifs dont la valeur bénéficie de la rareté foncière parisienne, d'une exposition à des populations très denses, dotées d'un pouvoir d'achat élevé et souvent désireuses de disposer de commerces à proximité de leurs habitations.** Dans un monde où les phénomènes de concentration de richesses s'accroissent, le positionnement Paris/première couronne de Sélectirente rend le modèle économique de Sélectirente très défensif. Les résultats du 1<sup>er</sup> semestre 2018 de Sélectirente en fournissaient d'ailleurs une illustration : alors que globalement les loyers de renouvellement/relocation affichaient une baisse de 13%, celle-ci était exclusivement imputable à une baisse de loyer sur une moyenne surface de périphérie alors que les 11 autres actifs ayant fait l'objet d'une renégociation affichaient des loyers stables. Appliquer les multiples d'Unibail, Klépierre ou Carmila (soit 11-14x le cash-flow 2018) au cash-flow par action de Sélectirente constituerait une erreur méthodologique.

A l'inverse, on pourrait arguer que la localisation des actifs de Sélectirente pourrait justifier l'utilisation de multiples de sociétés foncières présentes dans des secteurs géographiques similaires comme Gecina, SFL ou Terreis (soit des multiples de 23-32x le cash-flow 2018). Mais, même si ces foncières disposent d'actifs de commerce en pied d'immeuble, elles sont avant tout des foncières de bureau et bénéficient de la dynamique de valorisation propre aux bureaux parisiens.

A tout prendre, cette seconde approche serait toutefois moins hérétique que la précédente puisque :

- Ces foncières de bureau possèdent des immeubles parisiens en pleine propriété avec souvent des commerces en pied d'immeuble<sup>2</sup> : les murs de boutiques représentent d'ailleurs 21% du patrimoine (en valeur) de Foncière Lyonnaise.
- **Le critère essentiel d'investissement dans l'immobilier demeure la localisation** et si des actifs de commerce de Sélectirente étaient durablement vacants, leur conversion en actifs de bureau ou d'habitation pourrait parfaitement s'envisager dans une zone de forte densité et de fort pouvoir d'achat comme celle du Grand Paris.

## **2/ Critères retenus :**

### **2.1 L'Actif Net Réévalué hors droits (ANR hors droits) :**

**Les actifs nets réévalués sont et demeurent des critères incontournables pour une société foncière puisqu'ils résultent du travail d'analyse et de valorisation effectué actif par actif par un expert indépendant sur une base annuelle ou semestrielle.** La critique usuelle des approches fondées sur l'ANR pour évaluer des sociétés cotées repose sur l'évolution possible des conditions de marché entre la dernière date des expertises et le moment où le rapport de valorisation est rédigé. Dans le cas de l'offre publique sur Sélectirente, le derniers actifs nets réévalués sont en date du 31 décembre 2017.

A cette date, l'ANR hors droit s'élevait à 88,55€. La société n'a pas publié d'ANR au 30/06/2018 mais **elle a en revanche indiqué disposer d'expertises partielles sur son patrimoine au 30/06/2018 faisant ressortir une appréciation des valeurs de +1,8%**. Cette tendance est d'ailleurs conforme à celle que Lafayette Pierre (qui investit à la fois en immobilier direct dans le Grand Paris et en foncières cotées) observe actuellement sur le marché des murs de boutique franciliens).

Dans leurs notes sectorielles semestrielles, les grands brokers immobiliers (Cushman & Wakefield, BNPP Real Estate, Jones Lang Lasalle, etc) rappellent d'ailleurs que les pieds d'immeubles demeurent « *les actifs favoris des investisseurs* »<sup>3</sup>, que « *dans la capitale, on observe l'augmentation des commerces dits de proximité et la forte progression des commerces de produits bio/locaux et des commerces alimentaires spécialisés* »<sup>4</sup>, tandis que « *les gares et les nouveaux quartiers urbains qui émergeront dans le sillon des nouvelles lignes de métro du Grand Paris Express devraient également concentrer une nouvelle offre commerciale* ». **Autant d'éléments qui soulignent ici encore la résilience du portefeuille d'actifs de Sélectirente.**

Dans ce contexte et alors que le management de Sélectirente a indiqué lors de l'assemblée générale que **les arbitrages en cours se réalisaient sur des bases supérieures ou égales aux valeurs d'expertise**, il serait fort étrange que l'annonce de la prise de contrôle de Sofidy par

---

<sup>2</sup> On notera avec intérêt que si Gecina et SFL n'extériorisent pas le taux de capitalisation de leurs actifs de commerce en pied d'immeuble, Gecina précise toutefois dans ses résultats que le taux de capitalisation de ses actifs de bureaux au 30/06/2018 est de 4,61% mais que le taux moyen « bureaux & commerces » tombe à 4,33%.

<sup>3</sup> Source : Jones Lang Lasalle, « Panorama du marché des commerces en France », 1<sup>er</sup> semestre 2018

<sup>4</sup> Source : BNPP Real Estate, « Let's talk retail », juin 2018

Tikehau Capital conduite à une inversion de la tendance observée au 30 juin 2018 (ce qu'aucun investisseur/broker actif sur ce marché ne constate actuellement).

Dans une approche prudente, Lafayette Gestion a retenu l'hypothèse d'**une stabilité des valeurs d'actifs globales au cours de l'année 2018**. Il en résulte que la seule correction à apporter aux actifs nets réévalués de Sélectirente pour estimer leur montant à fin 2018 consiste à déduire le dividende versé (3,2€/action) et à réintégrer le cash-flow courant de l'année (estimé très prudemment à 5,0€/action).

**Ces ajustements conduisent à un ANR hors droits estimé au 31/12/2018 de 90,35€ qui constitue une première référence majeure pour apprécier la valeur-plancher de l'action dans le cadre d'une attestation d'équité.**

## 2.2 L'Actif Net Réévalué droits inclus (ANR droits inclus) :

Pour constituer son patrimoine, Sélectirente a acquitté des frais et droits de mutation ainsi que des commissions d'investissement facturées par Sofidy. Une offre publique d'achat conduisant à la prise de contrôle du portefeuille de Sélectirente s'analyse comme la reconstitution d'un portefeuille d'actifs immobiliers (acquis à leur juste valeur dans le cadre d'une transaction équilibrée entre acteurs indépendants), à laquelle s'ajoutent la prise en compte des frais et des droits de mutation. C'est le sens de l'ANR droits inclus publié par les sociétés foncières comme Sélectirente.

Il est donc logique de considérer l'ANR droits inclus comme second critère pertinent de valorisation dans le contexte de l'offre publique de Tikehau sur Sélectirente. **Sur la base de l'ANR droits inclus de Sélectirente au 31/12/2017 (98,44€/action) et en retenant comme précédemment l'hypothèse de stabilité des valeurs d'actifs, la prise en compte des ajustements liés aux flux 2018 estimés conduit à un ANR droits inclus estimé au 31/12/2018 de 100,24€/ action.**

## 2.3 Transactions comparables

Les multiples d'ANR extériorisés lors de prises de contrôle récentes de sociétés foncières constituent une autre référence incontournable dans le cadre de l'opération d'acquisition de Sélectirente par Tikehau Capital.

Les multiples implicites de ces transactions ont été analysés par divers cabinets d'expertise indépendante tels que le Cabinet Ledouble (attestation d'équité dans le cadre du rapprochement Gecina/Eurosic, août 2017) ou le cabinet Finexsi<sup>5</sup> (attestation d'équité dans le cadre du rapprochement Icade/ANF, octobre 2017). **Les résultats sont très convergents et font ressortir une fourchette de multiple de l'ANR hors droits assez resserrée : [1,0x – 1,1x]**. Cette intervalle de multiples s'appuie sur une multiplicité d'acquisitions de sociétés foncières : Icade/ANF, Gecina/Eurosic, Eurosic/ SIIC de Paris, Eurosic/ Foncière de Paris, SMABTP/ STE, Northwood/ Cegereal, etc.

---

<sup>5</sup> Finexsi a été retenu comme attestateur d'équité dans le cadre des conditions du rapprochement entre Sofidy et Tikehau Capital

Seule la prise de contrôle de PAREF par FOSUN extériorise un multiple d'ANR hors droits plus faible (0,85x) : l'expert indépendant est d'ailleurs amené à le justifier dans son attestation d'équité en invoquant à la fois des incertitudes sur (i) la valorisation d'un actif majeur de Paref<sup>6</sup>, vacant depuis 3 ans et faisant l'objet d'une procédure et (ii) la valeur retenue pour la société de gestion de SCPI/OPCI du groupe Paref. Aucun de ces facteurs d'incertitude ne s'applique à Sélectirente dont le portefeuille se répartit en 352 murs de commerce, qui a régulièrement arbitré des actifs à des niveaux conformes (ou supérieurs) aux valeurs d'expertise et qui ne comporte pas d'activités de gestion pour compte de tiers ou d'autres activités dont la valeur pourrait être volatile.

Lafayette Gestion rappelle enfin que la fusion entre Foncière des Régions et Beni Stabili (qui extériorisait un multiple de 0,95x l'ANR ne saurait constituer une transaction comparable **puisque'il ne s'agit pas d'une prise de contrôle** : Foncière des Régions détenait en effet déjà 56% du capital de Beni Stabili préalablement à l'opération.

**L'application des multiples de transactions comparables conduit donc à une fourchette de valorisation [90,4€ - 99,4€].**

### **Conclusion :**

Dans le cadre de la prise de contrôle de Sélectirente par Tikehau Capital, Lafayette Gestion considère qu'une appréciation équitable du prix à proposer aux actionnaires minoritaires conduit à **retenir une fourchette de valorisation allant de 90,0€ à 100,0€.**

<b>Approches de valorisation</b>	<b>Pertinence méthodologique</b>	<b>Résultat</b>
Cours de bourse	Non	70,0 – 72,0 €
Comparables boursiers (P/CF, rendement)	Non	-
Blocs minoritaires	Non	85,8 €
Transactions comparables	Oui	90,4–99,4 €
Actif net réévalué hors droits	Oui	90,4€
Actif net réévalué droits inclus	Oui	100,2€

**Les caractéristiques boursières et patrimoniales de Sélectirente rendent la référence à l'ANR essentielle et décisive.** Celui-ci résulte en effet d'un travail approfondi, mené actif par actif sur le portefeuille de la société en appliquant des critères de valorisation adaptés à chaque actif. La pertinence d'un tel travail est forcément très supérieure à l'application de multiples

<sup>6</sup> L'immeuble Gaïa à Nanterre (11.000m<sup>2</sup>) dont les problèmes récurrents sont bien connus des investisseurs immobiliers. A la date de la rédaction de l'attestation d'équité, l'immeuble Gaïa était vacant depuis 3 ans et faisait l'objet d'une procédure contentieuse.

extériorisées par des foncières dont aucune ne dispose d'une typologie d'actifs comparable à Sélectirente.

**En outre, la réalisation de cette opération conduira à ôter tout contre-pouvoir et toute liquidité aux actionnaires minoritaires en laissant les mains libres au nouveau gérant Tikehau Capital.** Il est donc légitime que les actionnaires de Sélectirente qui ont contribué à financer le développement et la croissance de l'entreprise depuis des années, qui ont payé des droits et frais importants pour permettre la constitution d'un patrimoine sans équivalent et qui sont aujourd'hui projetés sans réelle alternative dans ce nouveau contexte actionnarial par le rapprochement opéré à l'initiative de MM. Flamarion père et fils soient correctement indemnisés. **L'offre publique de Tikehau Capital sur Sélectirente est de fait assimilable à une forme de sortie de cote de la foncière.**

**A la lumière de l'ensemble de ces éléments, Lafayette Gestion considère donc comme pertinent de positionner le prix de l'offre publique dans le haut de la fourchette de valorisation indiquée, soit un prix de 100,0€ par action Sélectirente.**