

Corrigé du cas MAB, sur 42 points

1. Procédez à une analyse financière de MAB.

6 points

MAB est une société foncière qui a connu depuis 2018 une croissance significative de son activité avec une progression moyenne annuelle de son chiffre d'affaires de 8,9 % sous l'effet :

- *D'une baisse du taux de vacances de 14 % à 5%.*
- *D'une hausse des superficies qu'elle détient de 136 860 m² en 2018 à 162 787 m² en 2023.*
- *D'une hausse des loyers au m² de 53 à 64 €.*

Les charges de gestion ont été remarquablement stables à environ 1,5 M€, donnant un effet ciseau très net au résultat d'exploitation qui a progressé sur la même période de 15 % l'an.

Entre 2018 et 2023, 39 M€ ont été investis par MAB et des actifs ont été cédés pour 9,5 M€ ; à comparer à un cumul de dotations aux amortissements sur la même période de 21,5 M€. C'est dire l'effort fourni en assez peu de temps, et la transformation du parc d'actifs de MAB.

Le besoin en fonds de roulement tangente 0, et même s'il est négatif, n'est pas une source significative de financement pour MAB.

MAB a autofinancé ses investissements. Son niveau d'endettement net, grâce à un taux de distribution de dividendes de seulement 40 % du résultat net, est stable à 15 M€ environ ; soit 1,7 fois l'EBE, ce qui est un niveau très faible dans le secteur de l'immobilier et singularise MAB par rapport aux autres entités du secteur (ratio dettes nettes / EBE médian de 11,1).

La rentabilité de son actif économique a doublé sur la période à 6 % malgré les investissements consentis et grâce à la forte progression du résultat d'exploitation vue plus haut. La rentabilité des capitaux propres à 9,3 % bénéficie de l'effet de levier et est bien supérieure au coût des capitaux propres de 3,1 % + 0,44 × (8,1% - 3,1%) = 5,3 %.

MAB crée donc de la valeur pour ses actionnaires et n'a pas de problème de solvabilité.

2. Spontanément, comment feriez-vous pour évaluer une entreprise dont le métier est de détenir des actifs immobiliers pour les louer ?

1 point

Par une évaluation avec des prix au mètre carré des actifs similaires observés lors de transactions récentes dans le même quartier, comme lorsque vous souhaitez acheter ou vendre une maison.

3. Le secteur des actifs immobiliers peut être segmenté en plusieurs sous-secteurs qui ont chacun leurs dynamiques propres compte tenu des évolutions économiques et sociétales. On distingue ainsi les centres commerciaux et les commerces, les bureaux, l'immobilier d'habitation, les hôtels et les bâtiments de logistique. À votre avis quel sont les 2 grandes tendances sociétales qui ont eu le plus d'influence, positive ou négative, sur l'évolution des segments en Europe de l'Ouest depuis quelques années ? Pourquoi ? Quels sont les deux segments qui en ont le plus souffert ? Quel est le segment qui a le plus profité de ces tendances ? Pourquoi ?

2 points

Les 2 grandes tendances affectant l'immobilier dans le monde développé sont l'émergence et l'institutionnalisation du

télétravail, et la poursuite du développement de l'e-commerce.

Elles affectent négativement le secteur de l'immobilier de bureaux (trop de surfaces de bureaux disponibles par rapport aux besoins redimensionnés à la baisse par le télétravail et le flex-office) et celui des centres commerciaux et des commerces (moins de fréquentation et de ventes compte tenu de la montée continue de l'e-commerce).

Elles bénéficient au secteur de l'immobilier de logistique (le développement continu de l'e-commerce nécessite plus d'entrepôts).

4. Compte tenu de votre réponse à la question 2, que pensez-vous du choix des 24 sociétés comparables à MAB fait par l'expert indépendant dont l'annexe 3 compare les caractéristiques de métier à celles de MAB ? Pourquoi ? **1 point**

Parmi les 24 sociétés comparables retenues par l'expert seules 4 ont des activités comparables dans le secteur de l'immobilier de logistique et des locaux d'activité. Et encore sur ces 4, Altarea a d'autres lignes de métier et étend ses activités en Europe. CBO Territoria est actif Outre-mer et a aussi des activités de commerce et de bureau.

L'expert assimile donc tous les sous-secteurs de l'immobilier alors qu'ils ont des dynamiques propres bien différentes.

5. Quelle est la condition requise pour appliquer le PER d'un échantillon de sociétés comparables pour évaluer une entreprise, plutôt qu'un multiple de l'EBE ou du résultat d'exploitation ? Cette condition est-elle observée ici ? Au cas particulier, cet usage du PER des sociétés comparables a-t-il pour effet de majorer la valeur des capitaux propres de MAB ou de la réduire ? **3 points**

L'évaluation par la méthode directe (PER \times résultat net courant) suppose que les sociétés comparables utilisées et la société ont une structure financière comparable, ce qui n'est pas le cas comme le montre le ratio dettes nettes / EBE des comparables à 11,1 en ratio médian et de 1,7 pour MAB.

Comme le PER est d'autant plus bas que le risque est élevé, et la croissance faible, prendre le PER de comparables qui ne le sont pas vraiment par leurs activités (moins bien portantes que la logistique) et avec plus de dettes pousse nécessairement à la baisse la valorisation de l'action MAB.

6. Que pensez-vous du calcul de la valeur des capitaux propres fait par l'expert indépendant en utilisant le PER qui est reproduite en annexe 5 ? Laissez de côté à ce stade les décotes de statut non SIIC et de taille. **2 points**

Il fait une erreur monumentale en calculant la valeur des capitaux propres comme Résultat net \times PER = valeur d'entreprise, puis Valeur des capitaux propres = valeur d'entreprise – endettement net ; ce qui revient à dire Valeur des capitaux propres = Résultat net \times PER – endettement net.

De ce fait il compte 2 fois l'endettement. En effet, le résultat net a été établi après déduction des frais financiers de l'endettement. Soustraire ensuite le montant de l'endettement au produit du PER par le résultat net (qui tient compte une première fois de l'endettement via les charges financières), comme le fait Paper Audit et Conseil en page 28 de la note d'information, revient à compter deux fois l'endettement net.

7. La très grande majorité des sociétés foncières cotées a opté pour un statut fiscal de SIIC (Société d'Investissements Immobiliers Cotée) qui leur permet d'être totalement exonérée d'impôt sur les sociétés, en contrepartie d'une obligation de verser 95 % des loyers et 70 % des plus-values réalisées en dividendes aux actionnaires. Par ailleurs, la très grande majorité des sociétés foncières cotées a opté pour la comptabilisation des immeubles à leur bilan en valeur de marché (selon la norme IFRS IAS 40), qui sont réévalués chaque année à partir d'évaluations d'experts immobiliers (sur la base de prix au mètre carré observés pour des transactions portant sur des actifs similaires). Dès lors, il n'y a pas de dotations aux amortissements au compte de résultat. Ce qui fait que le résultat d'exploitation est essentiellement constitué des loyers sous déduction des coûts (faibles) de gestion.

Montrez que ce statut pousse nécessairement à vendre régulièrement des actifs pour pouvoir rembourser la dette sachant que les sociétés foncières n'ont pas d'autres sources de revenus que les loyers. **3 points**

Comme le montre le compte de résultat de MAB, les frais de gestion sont relativement modestes et oscillent entre 14 et 25 % du chiffre d'affaires, c'est-à-dire des loyers. Le solde, c'est du profit avant impôt et frais financiers et des dotations aux amortissements. Comme en régime SIIC, il n'y a pas d'impôt sur les sociétés et que la très grande majorité des foncières applique la norme IAS 40, le résultat correspond à une part très importante des loyers. Cela serait 84 % pour MAB si elle avait adopté le régime SIIC et la norme IAS 40. Comme 95 % des loyers doivent être versés en dividendes, une société foncière SIIC n'a pas d'autre source de liquidité pour rembourser sa dette que de vendre des actifs pour obtenir des liquidités à cet effet.

8. Dans un marché immobilier dont les valeurs sont orientées à la baisse du fait de la forte hausse des taux d'intérêt depuis 2022, le statut de SIIC, au-delà des avantages fiscaux associés, est-il un atout ou un handicap ? Pourquoi ? **2 points**

En cas de baisse du marché immobilier, les SIIC sont obligés, pour faire face aux échéances de leurs dettes, de vendre des bâtiments à un prix probablement temporairement déprécié. Alors que financièrement parlant, ce serait le moment d'acheter de nouveaux actifs immobiliers. Le statut de SIIC s'avère donc être dans cet environnement un handicap.

9. Dans ce contexte, MAB, qui n'a pas adopté le statut de SIIC, est-elle dans une bonne ou mauvaise situation ? Pourquoi ? **2 points**

Dans une très bonne situation pour faire des acquisitions à de bons prix, en particulier auprès de SIIC devant céder des actifs pour faire face à des échéances de dettes. En effet MAB est très peu endettée (dettes nettes/EBE de 1,7 contre 11,1 en ratio median pour les autres foncières.

10. Dès lors que pensez-vous de la décote de 18 %, car MAB n'a pas adopté le statut SIIC, appliquée par l'expert pour évaluer MAB ? **1 point**

Elle n'a pas de sens financier. Au contraire on pourrait presque intégrer au calcul une prime de non SIIC, et non pas une décote, puisque dans l'environnement actuel le statut SIIC est financièrement pénalisant puisque l'obligation de verser 95 % des loyers en dividendes conduit à vendre des actifs au mauvais moment (prix immobiliers bas) pour faire face à la charge de la dette.

11. Par ailleurs, trouvez-vous logique d'appliquer cette décote de 18 % pour non-absence d'impôt sur les sociétés (au taux de 25 %) au résultat net et non au résultat courant avant impôts sur les sociétés, comme le fait l'expert ? Pourquoi ? **2 points**

Appliquer un multiple plus petit au résultat net au prétexte que MAB n'est pas exonéré d'impôt sur les sociétés comme les SIIC est une double peine, puisque le résultat net a déjà supporté l'impôt sur les sociétés. Si un multiple plus petit devait être appliqué du fait d'une décote, ce serait au résultat d'exploitation.

12. Dans le plan d'affaires de MAB établi par le président et actionnaire à 94 %, il est prévu que des hangars et locaux d'activité seront détruits et reconstruits avec la même superficie, mais pour être conformes au décret tertiaire qui prévoit une meilleure efficacité énergétique des bâtiments avec une baisse de la consommation énergétique de 40 % d'ici 2030. MAB ne percevra pas de ce fait pendant la durée des travaux 2,7 M€ de loyers. Une fois ces travaux achevés, il est anticipé que ces bâtiments généreront des nouveaux loyers de 1,6 M€. Qu'en pensez-vous ? **1 point**

Qui peut croire qu'il ne soit pas possible de monter les loyers, alors que les nouveaux bâtiments permettront à leurs occupants de réduire leur facture énergétique de 40 %, mais qu'au contraire il faudra les abaisser ? ?

13. Pour établir ses projections de chiffre d'affaires le président de MAB et l'expert ont estimé que le taux de vacance de 2024 de 7 % était exceptionnellement bas et qu'en conséquence, ils l'estimaient à l'avenir à 15 % l'an. Qu'en pensez-vous quand vous le comparez à celui historique donné en annexe 1 et à ceux des comparables de l'annexe 4 ? Le taux de vacance est la proportion des m² détenus par MAB qui ne sont pas loués à l'instant t. **1 point**

Il est faux d'affirmer que le taux de vacance de 7,9 % est exceptionnellement bas puisque sur les 4 dernières années il a été systématiquement inférieur à 7,9 % :

6 % en 2020,

3 % en 2021,

4 % en 2022,

5 % en 2023, soit un taux comparable à celui des 3 sociétés de l'annexe 5 compris entre 2 et 5 %.

Cette affirmation erronée permet de faire passer pour plausible une forte hausse du taux de vacance.

14. Les loyers de 2024 sont de 11 M€. Ceux anticipés pour 2035 par l'expert sont de 11,2 M€. Le montant des investissements que le plan d'affaires de l'entreprise anticipe entre 2024-2028 est de 64,6 M€. Ceux prévus dans la prolongation du plan d'affaires établie par l'expert entre 2029-2035 sont de 43,4 M€. Qu'en pensez-vous ? **2 points**

Il tombe sous le sens que si le plan d'investissements prévoyait effectivement une augmentation des loyers en 2035 de 0,2 M€ seulement par rapport au niveau de 2024, au prix d'un investissement de 108 M€, ces investissements ne seraient jamais approuvés par un quelconque conseil d'administration, et encore moins par l'actionnaire majoritaire détenteur de 94% du capital tellement leur rentabilité serait ridiculement faible.

15. Calculez le coût moyen de la dette financière et bancaire de MAB en 2023 à partir de ses états comptables. MAB s'endette sur 15-20 ans à taux fixe, et les frais financiers bruts 2023 ont été de 0,386 M€. **1 point**

*L'endettement brut moyen 2023 a été de $(30,9 \text{ (fin 2023)} + 27,8 \text{ (fin 2022)})/2 = 29,3 \text{ M€}$.
D'où un cout de la dette brute de $0,386 / 29,3 = 1,3 \%$.*

16. Que pensez-vous de la valeur actuelle de cette dette à long terme compte tenu d'un taux des emprunts similaires actuels de 4,4 % **1 point**

Cette dette vaut moins que son montant nominal car elle rapporte un taux d'intérêt bien inférieur à celui du marché actuellement à 4,4 % ; et ce pour une durée résiduelle encore longue puisque les emprunts ont été contractés pour des durées longues (financements immobiliers).

17. Quelle conséquence cela a-t-il dans la détermination de la valeur des capitaux propres ? Ceci-a-il été pris en compte par l'expert ? **2 points**

Il faudrait déduire de la valeur de l'actif économique la valeur de la dette brute et non son montant comptable comme le fait l'expert page 17 de son rapport.

18. Compte tenu du prix d'offre de 230 €, du nombre d'actions en circulation de 193 521 actions, et de la valeur de la dette bancaire et financière brute de 80 % de son montant comptable, quelle est la valeur de l'actif économique de MAB ? **2 points**

Valeur des capitaux propres au prix d'offre = $230 \text{ €} \times 0,194 \text{ M d'actions} = 44,5 \text{ M€}$

Valeur de la dette bancaire et financière nette = $80 \% \times 30,9 - 16,2 = 8,5 \text{ M€}$

Valeur de l'actif économique de MAB = $44,5 + 8,5 = 53 \text{ M€}$

19. Compte tenu des 165.288 m² détenus par MAB, quel prix moyen au mètre carré, l'offre à 230 € fait-elle apparaître pour les actifs immobiliers de MAB ? **1 point**

$53 \text{ M€} / 165.288 \text{ m}^2 = 321 \text{ €/m}^2$

20. Compte tenu des loyers 2024 estimés par l'expert à 11 M€, quel rendement locatif brut l'offre à 230 € fait-elle apparaître ? Le rendement locatif brut est le rapport des loyers sur la valeur des immeubles. **1 point**

$11 \text{ M€} / 53 \text{ M€} = 20,8 \%$, ce qui paraît être un taux exceptionnellement élevé.

21. Comparez vos résultats aux deux questions précédentes avec les données de l'annexe 4. Qu'en pensez-vous ? **2 points**

Les comparables les plus proches de MAB font apparaître des prix au m² de 907 à 1525 €/m², soit de 3 à 5 fois plus que ceux implicites dans l'offre sur MAB ; et un taux de rendement locatif brut compris entre 5 et 7 %, soit de 3 à 4 fois moins que la valeur extériorisée par le prix d'offre. Il apparaît donc que celle-ci est massivement sous-évaluée.

22. Utilisez les données de l'annexe 4 pour en déduire une fourchette de valeur de l'action MAB. **3 points**

En retenant le taux de rendement locatif brut le plus élevé de l'échantillon des sociétés foncières de logistique, soit 7%, il vient une valeur de l'actif économique de MAB de $11\text{M€} / 7\% = 157\text{ M€}$. Soit une valeur des capitaux propres de $157 - 8,5\text{ M€}$ d'endettement bancaire et financier net en valeur = $148,5\text{ M€}$, soit 767 € par action.

En retenant le prix au m² le plus bas de l'échantillon des sociétés foncières de logistique, soit 907 €/m², il vient une valeur de l'actif économique de MAB de $907 \times 0,165 = 149,7\text{ M€}$. Soit une valeur des capitaux propres de $149,7 - 8,5\text{ M€}$ d'endettement bancaire et financier net en valeur = $141,2\text{ M€}$, soit 730 € par action.

D'où une estimation de la valeur de l'action à 750 € environ contre un prix d'offre attesté équitable à 230 €, soit 226 % de plus !

23. Si vous étiez actionnaire de MAB, que feriez-vous ? **3 points**

Je n'apporterais certainement pas mes actions à cette offre, voire essayerais de me positionner sur le marché à l'achat au-dessus du prix de l'offre. Par ailleurs, je regarderais avec un avocat quelles démarches tenter pour protester contre ce détournement de procédure et cette évaluation de complaisance, quitte à porter l'affaire en public pour faire honte à l'initiateur et à l'expert indépendant.