

Première Impression: Tour Eiffel : une vue sur le Grand Paris ?

a) Dans son genre, le **patrimoine de Tour Eiffel** (371 000 mètres carrés, valorisé au bilan 765M€ pour des loyers de 52M€) ne manque pas de **qualité**, puisqu'il est composé à présent (en valeur) d'environ **80% de bureaux situés à Paris et en Ile de France**, avec près des 2/3 d'immeubles âgés de moins de 10 ans.

Ce patrimoine est le fruit d'une **politique d'investissement constante** de la société depuis sa création, qui a consisté avant tout à **résister à l'attrait du prestige**, y succomber étant le biais le plus commun parmi les investisseurs en immobilier parisien, soit : i) acheter en évitant soigneusement Paris QCA et la Défense, ii) offrir des loyers modérés (relativement) à des **locataires de 1^{er} rang** (La Poste, Alstom, Air Liquide, Atos, etc...) qui restent longtemps : privilégier la durée de la relation, et in fine le taux d'occupation, iii) arbitrer activement, et se positionner dans les **arrondissements périphériques de Paris, et en 1^{ère} couronne**, pour bénéficier de la tendance naturelle des grandes entreprises à **déménager** vers des surfaces

moins chères et plus densifiables en terme de postes de travail au mètre carré. Des surfaces aussi plus économes en **énergie, labellisées HQE, BBC**, ou mieux encore BREEAM, qui permettent donc de joindre l'utile de la rationalité comptable à l'agréable du développement durable, ce qui n'est pas rien.



b) Malgré ce patrimoine de qualité, Tour Eiffel n'a pas vraiment procuré à ses actionnaires ces dernières années la **jouissance paisible** à laquelle devrait pouvoir prétendre le minoritaire d'une **SIIC** : i) un ratio Loan To Value de 56% à fin 2012, clairement hors-normes pour la profession, a déclenché un **programme de cessions conséquent**, soit 200M€ en tout (sur un patrimoine 870M€ ; cf notre note "Downsizing sans downside?" BIL Finance Avril 2013), ce qui a réduit de **-25%** environ in fine les loyers et les résultats (récurrents EPRA) sur la période, et, ii) la société a fait l'objet d'une **bataille boursière épique** en 2014, bataille qui s'est terminée avec un **actionnaire ultra-majoritaire**, SMA-BTP (89,88% du capital et des droits de vote), et un changement complet d'équipe de direction. Ce qui n'aide pas, a priori : avec un actionnaire détenant plus de 60% du capital, une **SIIC perd son statut**, et sa fiscalité privilégiée (pas d'IS et distribution de 85% du résultat tiré des loyers), puisqu'elle perd son âme de machine à recycler l'épargne des ménages, pour n'être plus qu'une foncière de droit commun, voire le simple bras immobilier d'un groupe financier.

c) Le pire n'est jamais sûr, toutefois: l'AG a donné l'autorisation d'augmenter le capital de 17,5M€ nominal, soit une création potentielle de 3,5 millions d'actions, et le retour éventuel de SMA à 58% environ du capital. Une opération qui doit se faire avant mai 2015 pour éviter la perte du statut SIIC, auquel SMA semble finalement attaché.

Cette opération doit de plus, et surtout, servir les **grandes ambitions** que le nouvel actionnaire affiche pour Tour Eiffel, doit **doubler de taille** dans les 3 à 5 ans qui viennent. On notera que la société a de fait d'ores et déjà **recommencé à investir** résolument en prenant deux immeubles nouveaux fin 2014 (à Bagneux et à Suresnes) pour 108M€ (et 7,2M€ de loyers en année pleine, soit un rendement brut de 6,6%), et en lançant d'importants **projets** de développements dans l'Ouest de la Région Parisienne, notamment à Massy et à Orsay.

d) Rappelons enfin que l'OPA s'est terminée à **58€** en septembre 2014, soit assez exactement la valeur d'actif net réévalué de la société (y compris le prix d'une prime de contrôle, selon l'ancienne direction qui a recommandé l'offre). Au cours du jour, **49,20€**, Tour Eiffel semble finalement **valorisé sans excès**, avec un rendement facial de **6%**, et une **décote** non négligeable, et rare pour le secteur, de **15%**. Surtout pour ce qui doit devenir bientôt **un pur véhicule d'investissement dans le Grand Paris** du futur. Ce qui, là aussi, n'est pas rien. **J Lieury 6/03/2015**

Isin FR0000036816 Reuters/Bloom : **EIFF.PA/ FP**



Actionnariat :
SMABTP 89,88%

Données boursières :		6/3/15	n actions :				
Dernier cours :		49,20€	6,351				
+haut /+bas 1 an :		59,1/45,21					
Cap. boursière :		312,5 M€					
Performance YTD :		+ 12%	Perf. 2014 : - 10%				
			2012	2013	2014	2015e	2016e
BNA			5,31€	4,41€	3,89€	4,33€	4,49€
Croissance BNA				- 17%	- 12%	+ 11%	+ 4%
ANR /action*			68,6€	58,1€	58,2€		
Divid. net **			4,20€	1,20€	3,00€	3,00€	3,00€
PER					12,7x	11,4x	11,0x
Rendement net			8,5%	2,4%	6,1%	6,1%	6,1%
CB/Loyers bruts				5,1	6,0		
Décote s/ ANR					15%		
* : EPRA NNAV							

** : dividende 2014 : acompte de 1,20€ versé en octobre 2014