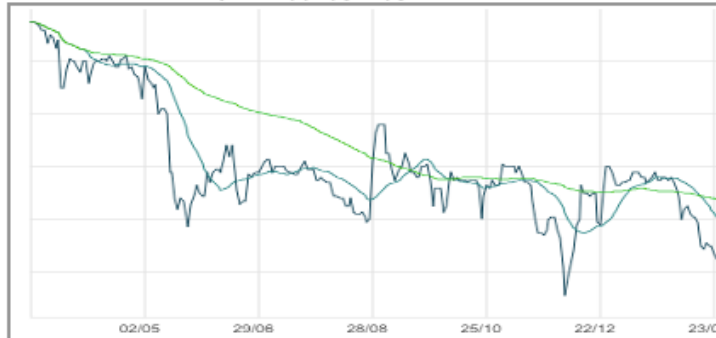


Isin FR0010341032

INEA



Actionnaires :

Banoka 15,3%, Gest (dirigeants)13%, Fedora 11,1%, Macif 10,6%

Données boursières :	28/2/24	n actions :	10,841
Cours :	34,70€		
+haut/+ bas 1 an :	43,00/35,40		
Cap. boursière :	376 M€		
Performance YTD :	- 8,7%	Perf. 2023 :	- 9%
	2021	2022	2023
BNA*			2,34€
			2,44€
			+ 4%
			2,58€
			+ 6%
ANR /action**	54,1€	57,3€	55,4€
Dividende net	2,70€	2,70€	2,70€
PER		14,8x	14,2x
			13,4x
Rendement net		7,8%	7,8%
CB/Loyers bruts		5,6	8,7
Décote s/ ANR		37%	
** : ANR hors droits			

Foncière INEA - Sfaf Résultats 2023 – 28 février 2024

Foncière Inea aura bien augmenté encore son patrimoine et ses loyers en 2023, ceci dans un contexte compliqué, ce qui aide bien pour compenser la remontée des frais financiers et dégager un bon résultat distribuable. Le positionnement résolu dans l'immobilier tertiaire en Régions garde manifestement tout son sens, alors que c'est en Ile de France que la récession du secteur est la plus forte, tout comme un patrimoine récent, vert, et bien adapté à la nouvelle consommation de bureaux semble garantir une bonne résistance si le marasme persiste. D'autant que Foncière Inea a encore des développements en cours, très notamment dans les locaux d'activité, un des rares segments encore porteur en ce moment.

Le tout pour une valorisation qui semble bien prendre en compte le ratio Loan To Value un peu tendu, avec une décote de 37% sur un ANR de 55,40€/action, et un rendement de plus de 7%.

Philippe Rosio PDG, Arline Gaujal-Kempler DGD, Karine Dachary DGA

Dividende : 2,70€, maintenu même si le rendement est très élevé, puisque le cours de Bourse est un peu faible.

Contexte : remontée des taux d'intérêt : +450 pb en deux ans et OAT + 200 pb : ça a secoué tout le monde et changé le marché.

Patrimoine d'Inea : adapté à la nouvelle conjoncture.

1 - Marché de l'immobilier tertiaire :

- les volumes d'investissements en croissance de long-terme en Régions, arrivés à 43% du total marché en 2023, en régression de -29% en 2023, soit beaucoup moins qu'à Paris-RP.

- Régions : 6,2Mds€ d'investissement en 2023. Inea présent sur les bureaux et les locaux d'activité, soit 40% de ce marché. Marché à forte granularité : transaction moyenne dans les bureaux : 10M€ c. 15 en 2022.

Demande placée : 1,7M de mètres carrés en 2023 en Régions. Principalement dans deux grands arcs : l'arc Atlantique de Rouen à Toulouse et l'arc méditerranéen de Montpellier à Nice. Marchés en retrait : Grenoble, Lyon et Lille. Loyers médians : 160-200€ par mètre carré/an. Taux de vacances moyen : de 3 à 6%, soit près de 2x moins qu'à Paris IdF.

Marché des VEFA : presque plus de VEFA en blanc et moins de VEFA louées : l'offre est en train de se tarir. Face à une demande locative neuve de 700 000 mètres carrés par an en moyenne : la pénurie se met en place presque partout, sauf à Grenoble.

Locaux d'activité en Régions : volumes d'investissements -32%, soit 2,2M de mètres carrés. Demande placée en progression, et loyers moyens en hausse de +5 à +10%. Y compris en Région Parisienne, où Inea est présent, où la demande est très forte (logistique du dernier kilomètre) et où se créent beaucoup de surfaces nouvelles. Une évolution qui devrait se faire aussi en Régions : Inea anticipe en se positionnant sur de nouveaux parcs d'activité.

2 - Patrimoine de Foncière Inea :

Constitué ces 15 dernières années : neuf et adapté aux besoins des clients. Age moyen 7 ans.

Portefeuille : 1,3Mds€ dont 80% en bureaux. 84 sites pour 482 000 mètres carrés. Liquide : des actifs faciles à vendre. Plus-value latente estimée à 200M€.

Patrimoine très "green" en fait : 88% des bureaux certifiés Breeam ou HQE, sobre énergétiquement et à 90% dans le Décret Tertiaire 2030 : intéresse beaucoup les grands comptes à présent, qui veulent verdir leur image. Inea a été un des premiers à construire en bois, dès 2011.

Immobilier tertiaire de l'ère post-covid : l'usage des bureaux change avec le télétravail : besoin de petits immeubles avec des aires de convivialité, bien connectés aux transports en commun, lesquels se développent rapidement, besoin de confort d'utilisation : roof tops, patios, etc... et surtout des immeubles divisibles et modulables.

Gestion du patrimoine : des collaborateurs sur le terrain en permanence. Loyers économiques et charges maîtrisées. Ex: le Landing à Toulouse, loué à Airbus et accessible à pied de l'aéroport.

Locaux d'activité de la filiale Flex Park : l'existant plutôt obsolète : en bardage métallique, avec plus ou moins 20% de la surface en bureaux. Proche des villes et des axes routiers. Sites clos et sécurisés : des stocks.

Le meilleur actif : Porte de la Soie à Vaulx en Velin, avec un stockage en étages, stations de recharge, et toitures photovoltaïques, etc => très bon taux de remplissage.

Clients d'Inea : 70% de locataires avec des CA < 100M€ : pas beaucoup de grands comptes en fait

3 - Activité et résultats 2023 :

76 baux signés, dont 13 renouvellements, 41 nouveaux clients et 22 en nouvelles surfaces. A 85% pour des locaux de moins de 1 000 mètres carrés. 80,2M€ de locaux acquis dans l'exercice, plus 33,2M€ en développement.

Taux de vacances : 10,7% c. 10,4 : élevé, mais des entrées récentes en portefeuille, qui se commercialisent plus lentement que prévu, même si des nouvelles surfaces en construction déjà pré-louées.

Compte de résultat retraité :	Prévisions :				
	+ 11%	+ 13%	+ 15%	+ 5%	+ 6%
	2021	2022	2023	2024e	2025e
Loyers bruts	51,90	58,47	67,50	71,00	75,0
Loyers nets	38,12	42,00	49,70	52,00	55,0
RO courant/Ebit hors SME	31,61	34,10	41,80	43,00	46,0
Résultat des cessions	-0,07	1,90	0,00	0,00	0,0
Résultat financier	-8,40	-9,90	-16,20	-17,00	-18,0
SME	-0,26	0,00	0,00	0,00	0,0
RCAI	22,88	26,10	25,60	26,00	28,0
Var. juste valeur	31,34	31,90	-4,10	0,00	0,0
Résultat net pdg	54,49	58,10	21,50	26,50	28,0
Résultat net récurrent*	23,21	24,40	25,40	26,50	28,00
Marge nette	44,7%	41,7%	37,6%	37,3%	37,3%
		+ 5%	+ 4%	+ 4%	+ 6%

* hors var. JV, et yc SME

a) Compte de résultat :

Loyers bruts : 67,5M€ + 15,5%, hausse générée à 60% par les entrées en patrimoine et 40% par la croissance des loyers des actifs existants, soit +8,7%, dont +4,6% pour l'indexation et +1,6% avec l'amélioration du taux d'occupation. Loyers nets : 49,7M€ c. 42,3 +18%

Coûts de fonctionnement : +0,2% : stable => EBE : 42,1M€ c. 34,4 : +23%

Solde financier : -16,2M€ c. -9,9 : avant tout sur les nouvelles dettes financières, avec les dettes anciennes couvertes.

Var JV : -4,1M€

RN : +21,5 c. 58,1 et RN récurrent 25,4M€ c. 24,4.

b) Bilan :

Dettes financières nettes : 565M€ c. 443, maturité moyenne 4 ans.

Dettes vertes en majorité : SLL : Sustainability Linked Loan. 2x50M€ levés en 2023, dont 50 dans Flexpark.

Lignes de crédit : 95M€

Covenants : largement respectés

Loan to value : 46,8% c. 40,3 : a augmenté, mais en dessous des covenants et de l'objectif de 50% max. LTV relativement élevé, mais bon rendement des actifs, et capacité d'arbitrage intacte : pas de pb pour trouver des acquéreurs + les VEFA en cours + AK toujours possible.

Valeur du patrimoine : 1 266M€ et ANR : 53,7€/action, -2,5%

- Valeur des bureaux : -15% en moyenne, mais pas chez Inea dans le tertiaire, avec l'indexation des loyers, et de belles signatures récentes. Le patrimoine estimé sur un taux d'actualisation de 6,1%, avec toujours > 2% de prime de risque, alors que la prime de risque a disparu sur le marché Paris - RP. Valorisation d'expertise à 2 500€/mètre carré en moyenne, soit moins que les coûts de construction actuels.

- Parc d'activité : valeur en hausse de +3%.

4 - Perspectives :

- changement de paradigme dans l'immobilier, avec certains
- Inea s'est mieux tenu en Bourse que la moyenne du secteur
- augmentation de l'ANR/action avec pourtant une création de titres de +28%
- pb de la décote cours/ANR : élevée, une des plus fortes du secteur ⇔ renforcer le capital à ce niveau serait destructeur de valeur ⇔ le plan de développement d'ajouter 700M€ de patrimoine en levant 300M€ de Fonds Propres n'a pas de sens pour le moment.

Mais de la croissance embarquée avec les VEFA en cours : pipeline de 134M€ d'actifs en coût d'achat pour 8,2M€ de loyers :

- Parcs d'Activité : Chalifert près d'Eurodisney, Arty Station en périphérie de Toulouse (livré en juillet 2024), Oléa à Mérignac en début de commercialisation, Hennequin & Papin à Trappes (livré en 2025)

- Bureaux : Cœur de Garonne à Bordeaux (septembre 2024), Arko à Mérignac (premier utilisateur motivé par son image de marque environnementale), Atravaia à Aix en Provence (louable par une école), Nexus à Montpellier (novembre 2025, déjà loué à moitié, à une école).

- possibilité d'arbitrer et de matérialiser de la plus-value

- et maximiser la valeur verte du patrimoine : voltaïque, déchets, verdure et biodiversité, etc... nécessite peu d'investissements en fait

Etre prudent sur les VEFA en blanc en bureaux : rechercher des achats opportunistes, sur des bureaux déjà loués si possible. Aller par contre plus vite dans les VEFA en blanc de parcs d'activité.

Rythme de production ralenti, mais rester actif sur le marché. Et capacité d'arbitrage intacte, cf les 10M d'arbitrages par an en moyenne. Toujours des acheteurs, même si les SCPI moins actives. Une cession réalisée en janvier : les Baronnies à Marseille, avec une plus-value de 20% sur la valeur d'expertise.

5 - Questions :

Q : construction en bois ? moins qu'avant ?

R : 27% du patrimoine en bois et Inea précurseur, les immeubles fonctionnent bien, mais les promoteurs n'en construisent plus pour le moment.

Q : risque locatif 2024 ? et objectif de taux d'occupation ?

R : vide locatif : la vie normale du portefeuille. Toujours des départs, mais pas de gros départs attendus cette année. Et les départs remplacés à 50% avant : les actifs d'Inea sont attractifs, pour toutes sortes de raisons

Q : rendement cible du pipeline ?

R : capter des immeubles à rendement décent, alors que les coûts de construction ont beaucoup augmentés.

Q : coûts de construction ?

R : +20% ces deux dernières années, mais devraient baisser : moins de demande de la part des promoteurs. Entre 2 600 et 2 800€/mètre carré avec les normes actuelles.

Q : arbitrages ?

R : ne pas vendre les acquisitions les plus récentes. Et continuer à pousser les VEFA en blanc sur les parcs d'activités (loués à 90 - 130€ : beaucoup moins chers que les bureaux) : on peut augmenter les loyers, d'autant que ces locaux sont neufs et attrayants. Pas d'objectif de montant annuel pour les arbitrages, et pas besoin d'en faire plus, mais être opportuniste si possibilité de faire une belle plus-value, qui sera distribuée selon le régime SIIC.