

Faut-il investir dans le domaine de l'immobilier coté ?

Sociétés foncières La conférence tenue dans les locaux d'Investir a permis aux dirigeants, analystes et gérants spécialisés de débattre des perspectives des centres commerciaux et du secteur des bureaux.

Investir et la Fédération des sociétés immobilières et foncières (FSIF) ont organisé mardi une conférence sur le thème « Immobilier coté : pourquoi et comment investir ? ». En introduction des trois tables rondes thématiques (lire ci-dessous), Christophe Kullmann, président de la FSIF et directeur général de Covivio (ex-Foncière des Régions), a décrit le secteur de l'immobilier coté comme une industrie à part entière : « Les foncières ne se contentent pas de collectionner des actifs. Elles fabriquent la ville de demain en essayant d'anticiper les besoins de leurs clients, par exemple en développant des immeubles verts aux nouvelles normes environnementales. »

SOLIDE RENDEMENT

Prenant le point de vue des actionnaires, le dirigeant a souligné que les actions des foncières « offrent un rendement attrayant, qui dépasse en moyenne 6 % ». Cette rémunération est en outre solide, car « les cash-flows sont largement sécurisés ». Cela de deux façons. D'abord, « la dette, qui a reculé vers 40 % de la valeur des actifs, est largement et durablement couverte contre une hausse des taux, qui n'aurait pas d'effet immédiat ». Ensuite, « une



De prestigieux invités étaient réunis autour du directeur de la rédaction d'Investir, François Monnier. Ont participé au débat les dirigeants de six sociétés cotées, Christophe Cuvillier (Unibail-Rodamco-Westfield), Jean-Marc Jestin (Klépierre), Olivier Wigniolle (Icade), Nicolas Reynaud (Foncière Lyonnaise), Alain Taravella (Altaarea Cogedim) et Jean-Claude Le Lan (Argan). Étaient aussi présents un analyste financier, Benoît Faure-Jarrosion (Invest Securities) et trois gérants, Victor Kittayaso (Allianz GI), Laurent Gauville (Gestion 21) et Laurent Saint Aubin (Sofidy).

hausse des taux s'accompagnerait d'inflation et entraînerait une progression des loyers ». Pour sa part, Christian de Kerangal, directeur général de l'Institut de l'épargne immobilière et foncière (IEIF), a souligné les avantages du statut de société d'investissement immobilier cotée (Siic), qui implique

un taux de distribution élevé. Certes, les Siic ne sont pas éligibles au PEA, mais elles échappent à l'impôt sur la fortune immobilière (IFI), contrairement à l'immobilier en direct ou aux SCPI. Vingt-neuf Siic sont inscrites à la cote, pour une capitalisation boursière de plus de 70 milliards d'euros, multi-

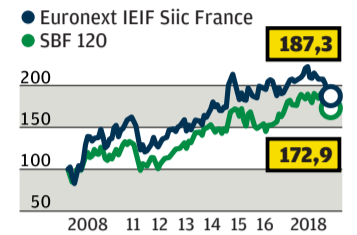
pliée par cinq depuis 2003. Elles gèrent un patrimoine de 150 milliards d'euros. Et, souligne Christian de Kerangal, « elles ne se contentent pas d'acheter et de vendre des actifs, mais construisent, restructurent, font des travaux », ce qui en fait des valeurs de croissance créatrices de valeur.

C'est pourquoi, selon les calculs de l'IEIF, en quinze ans, entre 2003 et 2017, leur performance annualisée (TRI) a atteint 14,5 %, bien au-delà de celle du Cac 40 (8,5 %), mais aussi de celles, net de frais, des SCPI (8,6 %) et de l'investissement en direct dans les logements (9,7 %) et les bureaux (8 %).

François Monnier, directeur de la rédaction d'Investir, a conclu en rappelant que « le rendement des foncières est généreux, ce qui est un atout quand on sait que, sur longue période, 60 % de la performance boursière vient du dividende ». — JEAN-LUC CHAMPETIER

Une surperformance hors dividendes liée à un côté défensif

En base 100



Siic, mode d'emploi

Les sociétés d'investissement immobilier cotées (Siic), qu'aucun actionnaire ne peut contrôler à plus de 60 %, ne sont pas impossibles. En contrepartie, elles doivent distribuer 95 % du bénéfice issu de leur activité locative et 60 % de leur plus-value de cession. Ces gains sont alors imposés entre les mains des actionnaires. Ainsi, les Siic ne sont pas éligibles au PEA, où il n'y a pas d'impôt. Si un actionnaire étranger est peu ou pas imposé, il subit un prélèvement à la source de 20 % sur ses dividendes.

NOTRE CONSEIL

ACHETER : notre stratégie est contrariante, puisque nous privilégions les foncières de centres commerciaux, comme Unibail-Rodamco-Westfield (URW, objectif 210 €) ou Klépierre (LI, 40 €), très dépréciées actuellement, et Altaarea (ALTA, 250 €). Dans le domaine des bureaux, nous avons tout de même retenu Icade (ICA, 95 €), ou encore Foncière Lyonnaise (FLY, 80 €). Nous apprécions aussi Argan (ARG), mais, rançon du succès, le titre surcote déjà fortement par rapport à son actif net et offre, par conséquent, un rendement modeste.

BUREAUX

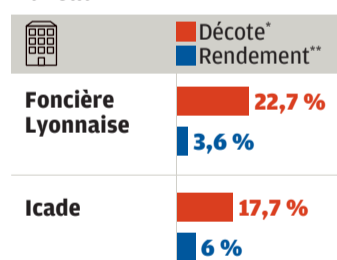
Les loyers repartent à la hausse

Travail. Olivier Wigniolle, directeur général d'Icade, espère que le Brexit aura un effet sur la demande de bureaux en région parisienne, mais « ce n'est pas encore tellement le cas ». En effet, « il faut être attractif en matière de fiscalité, de coût du travail, si l'on veut capter des mouvements significatifs ». Pour l'heure, il a tout de même constaté l'arrivée de l'Autorité bancaire européenne à La Défense.

FIDÉLISER LES TALENTS

Icade est nettement plus concerné par le Grand Paris Express, avec ses implantations à Nanterre, Saint-Denis ou Orly. Les effets devraient se faire sentir « à l'approche de l'ouverture des nouvelles gares d'ici à 2022-2023 », estime Olivier Wigniolle. Le dirigeant explique que le bureau « n'est plus perçu comme un centre de coûts, mais comme un outil de travail au service de la performance de l'entreprise ». Les foncières deviennent même « organisatrices de communautés avec le coworking ». Le directeur général de la société Foncière Lyonnaise, Nicolas Reynaud, abonde dans ce sens : « Le bureau n'est plus un endroit de torture ! C'est un lieu de convivialité, un moyen d'attirer et de fidéliser les talents. » Ainsi, SFL a récemment loué des surfaces à Wells Fargo. Le télétravail est-il un risque pour le secteur ? Selon Pierre-Edouard Boudot, directeur de la recherche et de la prospective chez CBRE, « il est frustrant d'être

Bureaux



* Sur la base de l'actif net réévalué fin juin 2018.
** Sur la base du dividende au titre de 2017.

chez soi derrière son ordinateur. Jusqu'à 20 % du temps, le télétravail est positif, le salarié est reconnaissant qu'on lui fasse confiance, surtout s'il peut choisir le lundi, le mercredi ou le vendredi. Mais, au-delà, la relation avec l'entreprise peut se déliter ».

Qu'en est-il de la valorisation des actifs de bureaux ? Victor Kittayaso, gérant chez Allianz Global Investors, remarque que « la décote est de 20 % en moyenne, contre 30 % au Royaume-Uni, du fait de l'incertitude liée au Brexit ». Pour Olivier Wigniolle, en France, « après des années compliquées et une stabilisation en 2016-2017, une remontée de 5 % à 10 % des loyers est constatée ».

Ceci alors que le taux d'intérêt sans risque reste relativement faible. Comme l'explique Pierre-Edouard Boudot, chez CBRE, « l'immobilier offre un rendement supérieur de 220 points de base à l'OAT (emprunt d'Etat à 10 ans) tandis que la prime de risque historique moyenne est de 125 à 150 points, ce qui laisse un petit coussin de sécurité ». — J.-L. C.

CENTRES COMMERCIAUX

Complémentaires de l'e-commerce

Décotes. Les foncières de centres commerciaux souffrent de « décotes carabinées de 20 % à 40 %, car la crainte du marché est que la valeur des actifs baisse. Or il est évident qu'il faut profiter de cette crainte excessive », assure Benoît Faure-Jarrosion, responsable du secteur immobilier chez Invest Securities.

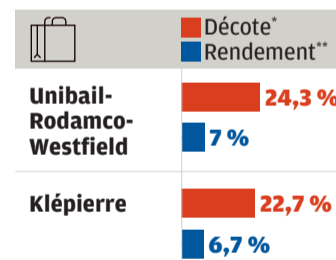
Pour ce spécialiste, « si les ouvertures de nouveaux centres sont difficiles, ce n'est pas à cause de l'e-commerce, mais en raison de surcapacités locales ».

PRIX AU PLANCHER

Quant aux difficultés des hypermarchés, locomotives traditionnelles des centres, « elles n'ont rien à voir avec l'e-commerce, mais sont liées à la guerre intestine déclenchée par Leclerc et par Intermarché, qui cassent les prix ». D'ailleurs, Laurent Gauville, directeur général délégué de Gestion 21, se montre « confiant sur la classe d'actifs des centres commerciaux, malgré un sentiment de marché très négatif ». Il estime que les valorisations « très attractives sont tombées à 11 fois les résultats, non loin du plancher de mars 2009 » et que « les loyers des foncières correspondent à 6 % de leur valeur d'entreprise ». Le gérant se dit en outre « rassuré par les réponses du management aux nouveaux risques ».

Justement, que disent les dirigeants ? Pour Christophe Cuvillier, président du directoire d'Unibail-Rodamco-Westfield, « la

Centres commerciaux



* Sur la base de l'actif net réévalué fin juin 2018.
** Sur la base du dividende au titre de 2017.

part de l'e-commerce montera de 10 % actuellement à peut-être 30 %, mais le commerce physique restera toujours majoritaire. Même Amazon ouvre des librairies et des épiceries. Surtout, ce serait une erreur de croire que nous restons statiques. Nous visons un taux de rotation des concepts de 10 % par an. Ainsi, aux Quatre Temps, un centre qui compte 240 unités, cela signifie deux nouvelles enseignes par mois. Les magasins sont nécessaires aux marques de cosmétiques et de parfums, car 20 % de leur chiffre d'affaires repose sur des nouveautés. Et des Mercedes électriques sont à découvrir à Party 2 ».

Jean-Marc Jestin, président du directoire de Klépierre, estime aussi que « survivront dans le commerce ceux dont l'offre en magasins est complémentaire de l'on-line ». Pour lui, « ce sont les pieds d'immeubles en centres-villes qui souffrent, tandis que les centres commerciaux peuvent s'adapter tout en étant accessibles, comme Créteil Soleil. Ce sont des lieux où l'on vient en famille, entre amis ». — J.-L. C.

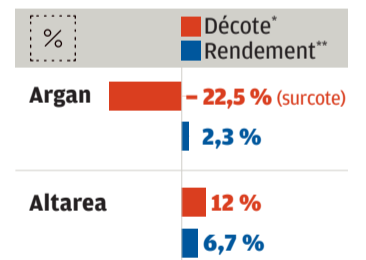
VALEURS MOYENNES

Confiance avec les dirigeants-actionnaires

Diversification. Les deux représentants d'entreprises dirigées par leurs fondateurs et actionnaires de contrôle n'ont pas manqué de susciter l'intérêt des participants au débat. Pour Laurent Saint Aubin, gérant chez Sofidy, cette caractéristique « garantit l'alignement des intérêts entre actionnaires et dirigeants ».

Alain Taravella, président d'Altaarea Cogedim, a créé en 1994 une foncière de commerce qu'il a ensuite diversifiée dans la promotion de bureaux et de logements. Cela permet, explique-t-il, de « construire des quartiers de ville, des ensembles complexes pour travailler et pour vivre, comme ce fut le cas à Massy, projet livré il y a un an ». De fait, « le statut de Siic des foncières les autorise à consacrer jusqu'à 20 % de leurs actifs à des activités autres que de l'immobilier de rendement », rappelle Alain Taravella. L'entrepreneur regrette « la concentration autour de dix à douze villes françaises, très domageable pour les territoires laissés de côté ». Il se fait donc fort de recréer des ensembles urbains complets dans « des lieux obsolètes, des zones commerciales qui périclitent ». Selon lui, dans ce cadre, « les commerces de pied d'immeubles fonctionnent très bien et, sans eux, on se rapprocherait des barres stalinienne ». Altaarea Cogedim est aussi le champion des centres commerciaux dans les gares parisiennes (seul celui de Saint-Lazare lui

Valeurs moyennes



* Sur la base de l'actif net réévalué fin juin 2018.
** Sur la base du dividende au titre de 2017.

échappe, au profit de Klépierre). Un atout apprécié par Laurent Saint Aubin. Il « aime aussi beaucoup la compétence de promoteur, qui permet de proposer des projets clés en main » aux collectivités locales.

PRIME DE RARETÉ

Le gérant marque également son intérêt pour Argan, « la seule foncière logistique en France pour jouer l'essor du commerce en ligne ». Mais, « que ce soit du commerce ou de l'e-commerce, de toute façon cela passe par nos entrepôts ! » s'amuse le président-fondateur de la foncière spécialisée, Jean-Claude Le Lan. Aux entrepôts traditionnels s'ajoutent maintenant « de véritables usines à préparer les commandes », y compris pour Amazon, avec un projet à Brétigny-sur-Orge. Selon Laurent Saint Aubin, « ces entrepôts ont une valeur de rareté et la prime sur l'actif net réévalué estimé peut aussi en partie s'expliquer par le fait que les experts étaient en retard dans leurs évaluations ». — J.-L. C.