

ACTIONS

fr

Retrouvez chaque jour en direct nos commentaires et analyses sur investir.fr

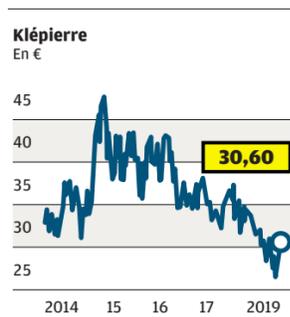
Le conseil de la semaine d'Investir



Par Jean-Luc Champetier

Klépierre Le rebond devrait logiquement s'accroître

Le bénéfice net récurrent de cette foncière de centres commerciaux en Europe continentale (France, Italie, Scandinavie, Espagne...) a progressé, en 2018, de 4,8 %, à 767,3 millions d'euros. Par rapport à l'actif net réévalué (+ 2 %, à 11.591 millions), la rentabilité a continué de se bonifier, à 6,62 % (+ 17 points de base). La décote boursière de 22 % n'est donc pas logique. Elle est liée à la défiance à l'égard du commerce physique en général, alors que les ventes en ligne frappent surtout les boutiques de centre-ville ou les petites galeries commerciales. Le patrimoine est évalué à 24 milliards d'euros, sur la base d'un rendement de 4,9 % (+ 0,1 point), un peu plus exigeant et laissant une grande marge de sécurité par rapport au taux sans risque (0,55 % pour l'OAT à 10 ans). Surtout, Klepierre conduit une



politique financière prudente de désendettement. La dette nette, proche de 9 milliards, représente une proportion raisonnable de 36,3 % des actifs (- 0,5 point). Son coût moyen a baissé de 1,8 à 1,6 %. Elle est pour 96 % à taux fixe ou couvert. La part variable exposée à une hausse des taux restera faible (10 % fin 2019 et 22 % fin 2020).

Ainsi, le coût d'une future hausse des taux aurait le temps d'être

compensé par la progression des revenus locatifs. En 2018, ils se sont arrondis de 3,4 % à périmètre constant, à 1,1 milliard. Outre l'indexation, Klépierre a obtenu une réversion de 11,1 % lors des renouvellements de baux ou des relocations. Les taux de vacance (3,2 %) et d'impayés (1,7 %) restent minimes.

Les complexes commerciaux du groupe accueillent de plus en plus d'enseignes en plein essor (Rituals, Calzedonia...). Lors des négociations, il est tenu compte du fait que les magasins stimulent les ventes en ligne dans leur zone de chalandise et peuvent servir de points de livraison (click & collect). En France (31,9 % du chiffre d'affaires), l'effet gilets jaunes n'a touché que de 15 à 20 % des centres, et les mesures de hausse du pouvoir d'achat soutiendront l'activité.

Par prudence, Klepierre préfère muscler ses centres plutôt que

d'en créer de nouveaux, au point que le portefeuille de projets est jugé modeste. Il inclut la phase III de l'extension de Hoog Catharijne, le plus grand centre des Pays-Bas (90 millions d'investissement avec un rendement attendu de 6,4 %), Créteil Soleil (134 millions, 6 %) et Gran Reno, à Bologne (123 millions).

NOTRE CONSEIL

ACHETER : en 2018, l'actif net réévalué a augmenté de 3,7 %, à 39 € (soit une création de valeur de 8,9 % en incluant le coupon détaché). La décote de 22 % est très exagérée. Un dividende en hausse de 7,1 %, à 2,10 €, sera proposé, soit un rendement solide et attrayant de 6,9 %. Les rachats d'actions vont continuer pour compenser l'effet des cessations d'actifs.

Objectif : 40 € (LI).

Prochain rendez-vous : le 16 avril, assemblée générale.

LAVIS DU GÉRANT SUR CETTE VALEUR

Un rendement très élevé et pérenne de 7 %

LAURENT GAUVILLE, GÉRANT D'IMMOBILIER 21



Klepierre est une position historique de notre fonds Immobilier 21, lancé à fin 2007. Nous avons renforcé, tout au long de 2018, les positions des foncières cotées de commerces afin de profiter de la baisse du cours. En effet, le commerce coté pâtissait d'une défiance liée à la montée en puissance du commerce en ligne. Ce sentiment de marché négatif nous paraît être une opportunité d'achat car nous avons réalisé une étude spécifique sur les centres commerciaux qui minore l'impact négatif d'Internet et confirme la solidité des fondamentaux des foncières de commerces. Nous considérons qu'elles sont capables de réagir à cette nouvelle donne de consommation en raison du savoir-faire de leurs équipes et du recentrage de leur patrimoine sur des centres commerciaux leaders. Avec une pondération de 9,9 %, cette ligne est la première du fonds. Le taux de rendement de 7 % est très élevé. Il nous semble pérenne car la société distribue 80 %, et non 100 %, de son cash-flow. En outre, ce dernier est appelé à s'apprécier ces prochaines années. Certes, en raison de la montée en puissance d'Internet, la consommation réalisée via le commerce physique sera stable, ce qui conduira à avoir des gagnants et des perdants. Klépierre devrait faire partie des gagnants grâce au savoir-faire de ses équipes et à son patrimoine focalisé sur les grands centres commerciaux, qui résisteront mieux que les magasins de centre-ville de villes moyennes. Avec un ratio cours/cash-flow de 11,3 fois, le titre est plus proche de son plus-bas de 9,4 fois observé en mars 2009 que du point haut de 16 fois atteint en août 2016.

« Avec une pondération de 9,9 %, cette ligne est la première du fonds »

CRITÈRES D'INVESTISSEMENT

COMPORTEMENT DE L'ACTION

PERFORMANCE DU TITRE
COURS AU 7-2-19 : 30,60 €
VARIATION 52 SEMAINES : -10,47 %
2019 : 13,50 %
VOLATILITÉ
BÊTA 52 S. : 0,6 FOIS
EXTRÊMES 52 S. : 35,73 € / 26,26 €

PERFORMANCE OPÉRATIONNELLE

ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ
ÉVOL. MOYENNE DEPUIS 3 ANS : 13 %
ÉVOL. 2018 : 1 %
BNPA
ÉVOL. MOYENNE DEPUIS 3 ANS : 5 %
ÉVOL. 2018 : 5 %

CONFIANCE DANS LA SOCIÉTÉ

SOLIDITÉ DU BILAN
DETTE NETTE / FONDS PROPRES : NS
DERNIER ACTIF NET / ACTION : 33,07 €
CONSENSUS DES ANALYSTES
A 35 %
C 41 %
V 24 %

INTÉRÊT BOURSIER

RENDEMENT ESTIMÉ
DIVIDENDE 2018 ESTIMÉ : 2,10 €
RDT 2017 : 6,4 % RDT 2018 : 6,9 %
VALORISATION ESTIMÉE
PER 2018 : 12,5 FOIS
PER 2019 : 12,2 FOIS

LUXE-BIENS DE CONSOMMATION

Hermès International Une marge attendue à près de 34 % pour 2018

Le sellier, comme L'Oréal au même moment (lire page 5), a confirmé vendredi le très bon niveau d'activité des marques de luxe fin 2018 et en ce début 2019, démentant, une fois de plus, les inquiétudes des investisseurs concernant un ralentissement de la demande en Chine. Pas plus que Bernard Arnault, Alexandre Ricard et Jean-Paul Agon, Axel Dumas, le gérant d'Hermès, ne voit pas les consommateurs chinois perdre l'appétit pour les produits de prestige. « Nous n'avons observé aucun changement de tendance dans les magasins en Chine ou

auprès de la clientèle chinoise qui voyage », a-t-il déclaré aux agences de presse. Le chiffre d'affaires réalisé dans la zone Asie-Pacifique (hors Japon), soit 2,1 milliards d'euros l'an dernier, s'est accru de 13,7 % sur l'exercice entier et de 13,1 % au seul quatrième trimestre 2018, à taux de change constants.

LA FRANCE FREINÉE PAR LES GILETS JAUNES

La maison du faubourg Saint-Honoré a été plus gênée en fin d'année par le mouvement des gilets jaunes, qui a conduit les touristes étrangers à effectuer

leurs achats au Royaume-Uni et en Italie. Les ventes d'Hermès en France ont augmenté de seulement 4,8 % au dernier trimestre quand elles ont progressé de 8,5 % dans le reste de l'Europe. Au final, le chiffre d'affaires du groupe a frôlé 6 milliards l'an dernier, en augmentation de 6,5 % à données publiées et de 10,4 % hors effets de change. Les résultats annuels complets seront dévoilés le 20 mars, mais la direction estime déjà que la marge opérationnelle du groupe devrait être « proche de 34 % après le niveau exceptionnel atteint en 2017 », soit 34,6 %. D'ici là, la société aura distribué son acompte sur dividende. Fixé à 1,50 € comme en 2018, il sera détaché le 20 février. — C. L. C.

NOTRE CONSEIL

CONSERVER : garder en fond de portefeuille cette société à la croissance régulière et aux marges élevées, mais traditionnellement chère, à 37 fois le bénéfice estimé pour 2019. **Objectif : 580 € (RMS).** **Prochain rendez-vous :** le 20 février, détachement de l'acompte.

CRITÈRES D'INVESTISSEMENT

COMPORTEMENT DE L'ACTION

PERFORMANCE DU TITRE
COURS AU 7-2-19 : 520,40 €
VARIATION 52 SEMAINES : 20,44 %
2019 : 7,34 %
VOLATILITÉ
BÊTA 52 S. : 0,8 FOIS
EXTRÊMES 52 S. : 614,60 € / 420 €

PERFORMANCE OPÉRATIONNELLE

ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ
ÉVOL. MOYENNE DEPUIS 3 ANS : 10 %
ÉVOL. 2018 : 8 %
BNPA
ÉVOL. MOYENNE DEPUIS 3 ANS : 12 %
ÉVOL. 2018 : 11 %

CONFIANCE DANS LA SOCIÉTÉ

SOLIDITÉ DU BILAN
DETTE NETTE / FONDS PROPRES : -58 %
DERNIER ACTIF NET / ACTION : 47,73 €
CONSENSUS DES ANALYSTES
A 17 %
C 67 %
V 16 %

INTÉRÊT BOURSIER

RENDEMENT ESTIMÉ
DIVIDENDE 2018 ESTIMÉ : 4,50 €
RDT 2017 : 1,7 % RDT 2018 : 0,9 %
VALORISATION ESTIMÉE
PER 2018 : 40,4 FOIS
PER 2019 : 37,1 FOIS

ASSURANCE

Scor Selon Denis Kessler, l'offre de Covéa aurait lésé les actionnaires

La tension ne retombe pas. Mis en cause par le fonds Ciam dans une lettre rendue publique, le patron de Scor, Denis Kessler, a répondu vertement aux attaques.

Dans sa missive, la présidente de ce fonds, qui détiendrait 0,94 % du capital du réassureur, reproche à Scor sa « stratégie judiciaire très agressive [qui] a eu pour conséquence directe le retrait par Covéa de tout projet de rapprochement ». Rappelons que le groupe mutualiste, premier actionnaire de Scor, avec 8,2 % des titres, avait formulé un projet d'offre, rejeté par le conseil d'administration. Scor a porté l'affaire devant la justice au motif que Covéa aurait lancé son offre après avoir eu connaissance d'informations confidentielles, obtenues par son patron, Thierry Derez, membre du conseil d'administration de Scor.

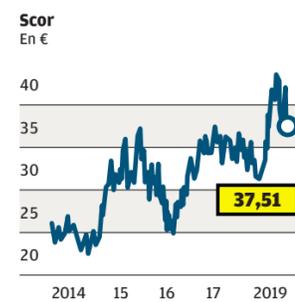
« Je ne peux croire que vous acceptiez notamment que Covéa et ses conseils aient eu connaissance – de manière illégale – de la valeur intrinsèque de Scor et savaient donc pertinemment que l'offre de Covéa à 43 € par action aurait lésé l'ensemble des actionnaires », s'insurge Denis Kessler dans sa

réponse du berger à la bergère. La valeur de Scor dépasserait donc nettement ce seuil de 43 €, dont le titre s'est brutalement

éloigné le 29 janvier quand Covéa a annoncé tirer un trait sur son projet. — M. B.

NOTRE CONSEIL

ACHETER : les renouvellements de janvier en Domages ont permis une croissance de 9,7 % des primes de réassurance. Les résultats 2018 puis la présentation du nouveau plan triennal en septembre prochain seront autant d'occasions pour Denis Kessler de prouver sa capacité de création de valeur. **Objectif : 43 € (SCR).** **Prochain rendez-vous :** le 20 février, résultats annuels.



CRITÈRES D'INVESTISSEMENT

COMPORTEMENT DE L'ACTION

PERFORMANCE DU TITRE
COURS AU 7-2-19 : 37,51 €
VARIATION 52 SEMAINES : 8,10 %
2019 : -4,80 %
VOLATILITÉ
BÊTA 52 S. : 0,5 FOIS
EXTRÊMES 52 S. : 43,79 € / 30,84 €

PERFORMANCE OPÉRATIONNELLE

ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ
ÉVOL. MOYENNE DEPUIS 3 ANS : 9 %
ÉVOL. 2018 : 4 %
BNPA
ÉVOL. MOYENNE DEPUIS 3 ANS : -18 %
ÉVOL. 2018 : 110 %

CONFIANCE DANS LA SOCIÉTÉ

SOLIDITÉ DU BILAN
DETTE NETTE / FONDS PROPRES : NS
DERNIER ACTIF NET / ACTION : 32,36 €
CONSENSUS DES ANALYSTES
A 39 %
C 50 %
V 11 %

INTÉRÊT BOURSIER

RENDEMENT ESTIMÉ
DIVIDENDE 2018 ESTIMÉ : 1,70 €
RDT 2017 : 4,4 % RDT 2018 : 4,5 %
VALORISATION ESTIMÉE
PER 2018 : 12 FOIS
PER 2019 : 11,3 FOIS