

FONCIÈRES COTÉES

La vente récente du siège de Nestlé (photo) par Unibail-Rodamco-Westfield à La Française REM s'est faite pour 620 millions d'euros et un bail de 12 ans.

Une résurrection en deux temps

Les spécialistes du commerce et du bureau sont surveillés comme le lait sur le feu. Leur rebond se ferait en décalage.

PAR VALÉRIE RIOCHET

+ EMAIL vriochet@agefi.fr

Pourtant, tout démarrait bien. En début d'année, les indicateurs étaient au vert pour le secteur des foncières cotées : « *L'environnement de taux bas était bien évidemment favorable à l'endettement de ces bailleurs, les baux consentis, bien souvent de très long terme, les prémunissaient contre les impayés même en cas de conjoncture plus difficile*, égraine Laurent Saint Aubin, gestionnaire actions européennes chez Sofidy. *Et puis le décrochage boursier a été vertigineux.* » Du jour au len-

demain, certains pans de l'immobilier ont été fermés, les commerces jugés non essentiels, les hôtels, les bureaux... Entre le 28 février et le 31 mars, période du début du confinement dans les pays européens, l'indice FTSE Epra/Nareit (la référence du secteur immobilier) dévissait de 43 % sur son sous-indice Retail Eurozone (commerce) ou encore de 22 % sur l'Office Eurozone (bureau). « *Parce que la Bourse anticipe les événements, nous payons la facture avant les autres !* », s'exclame Laurent Gauville, directeur général délégué de Gestion 21, en comparaison de ses confrères de l'immobilier non coté. Pour autant, tous les marchés n'ont pas été touchés de la même manière.

DÉFLAGRATION

La fragmentation entre les foncières s'est violemment accentuée entre les acteurs du logement, ceux exposés sur la logistique, les foncières de bureau et celles de commerce. Selon le segment sous-jacent, les performances

boursières vont de +18,1 % (Epra Logistics Eurozone du 1^{er} janvier au 6 décembre) pour le marché de la logistique à -41,2 % pour son équivalent dédié au commerce sur cette même période. « *Le commerce est l'épicentre de la crise et matérialise le confinement*, poursuit Laurent Gauville. *Jusqu'en février dernier, malgré la concurrence montante de l'e-commerce, les loyers se maintenaient année après année dans la zone euro. Or, pendant le confinement, la fermeture des commerces non essentiels est venue altérer la visibilité sur les revenus futurs des foncières de centres commerciaux. Ce contexte a alimenté les craintes d'une forte baisse des valeurs d'actifs et, en conséquence, un risque d'augmentation de capital (dilutive pour les actionnaires) de ces foncières pour réduire leur niveau d'endettement.* »

Certains voient dans cette pandémie du Covid-19 une purge du secteur. « *Cette crise remet l'église au milieu du village*, illustre Vincent Bruyère, gérant immobilier chez Degroof Petercam AM, *et pose la légitimité d'une trop forte densité commerciale à certains endroits. Autre phénomène, les loyers acquittés étaient devenus très élevés. Le Covid n'a fait qu'accélérer une tendance de fond.* » La France, qui compte d'importantes foncières de commerce – Mercialis, Unibail-Rodamco-Westfield ou encore Klépierre –, a été l'illustration de ce choc, le FTSE Epra/Nareit France (tous secteurs confondus) contre-performant entre le 1^{er} janvier et le 6 décembre 2020 de -23,2 %. Une situation dégradée qui devrait, selon Vincent Bruyère, perdurer. « *Les enseignes doivent s'orienter plus rapidement vers l'e-commerce et proposer des plates-formes de livraison rentables* », poursuit le spécialiste de Degroof Petercam AM. Or ces flux de revenus (ventes à distance) échappent à la nécessité de mètres carrés supplémentaires et donc aux bailleurs, un phénomène qui, conjugué à un taux de vacance en augmentation, a amené « *les foncières à réduire en moyenne la valorisation de leur portefeuille d'actifs de 5 % au 30 juin ; elles devraient en faire autant au 31 décembre prochain. Pour 2021 et 2022, nous anticipons également une baisse de valeur d'actifs à 10 % sur chacune de ces années* », énonce, pessimiste, Vincent Bruyère.



« A TERME, IL EST POSSIBLE QUE DES FONCIÈRES DE COMMERCE PROCÈDENT À DES VENTES FORCÉES »

— BENOÎT FAURE-JARROSION,
responsable
du secteur
immobilier
d'Invest Securities

Malgré une chute vertigineuse de leurs cours boursiers, les foncières de commerce pourraient se remettre en selle plus rapidement que celles dédiées au segment du bureau. « *On assiste déjà au dépôt de bilan de certaines marques françaises (Camaïeu, Naf Naf, Celio...)*, illustre Benoît Faure-Jarrosion, responsable du secteur immobilier d'Invest Securities. *Le groupe britannique Arcadia, connu pour ses enseignes Topshop, Dorothy Perkins et Burton, vient quant à lui de se placer sous le régime des faillites. On compte déjà 'les morts' et gageons que les enseignes représentées par leurs fédérations vont être extrêmement réactives pour que soit revu à la baisse le niveau de leur loyer.* »

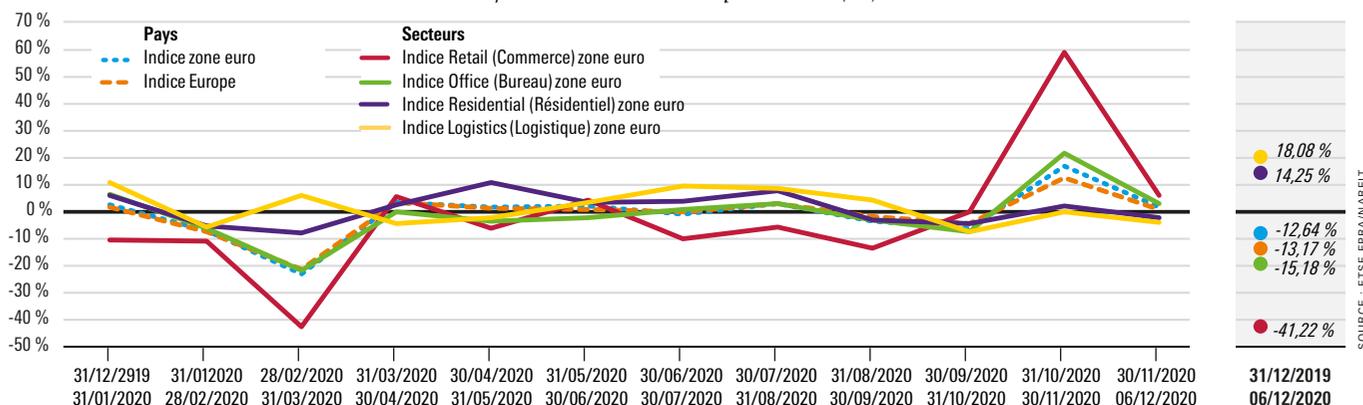
REBOND TARDIF

Du côté des propriétaires, la question de l'attitude des prêteurs se posera. Sur le secteur du commerce, la LTV (*loan-to-value*), qui exprime le rapport entre la valeur du patrimoine/l'endettement, est devenue très aléatoire. « *Les valeurs d'expertise au 30 juin ont été élaborées sans repères tangibles et toutes comportent une clause de réserve* », relève Benoît Faure-Jarrosion. Si aujourd'hui le financement des foncières de commerce ne constitue pas un sujet, par exemple Unibail-Rodamco-Westfield annonçant le 25 novembre avoir émis un milliard d'obligations à 6 ans et 5 mois rémunérées à 0,625 % (coupons fixes), « *le problème est reporté à plus tard*, présage l'expert d'Invest Securities. *Difficile d'établir ce que sera l'ampleur de la baisse des loyers et sa traduction au bilan. A terme, il est possible que des foncières de commerce procèdent à des ventes forcées* ».

Pour l'analyste, il faudra plus de temps aux foncières de bureau, même si elles sont moins touchées, pour panser leurs plaies. « *Ce segment subit deux chocs, un retournement du cycle économique et l'émergence de nouveaux usages comme le télétravail, qui viendront réallouer la répartition des espaces.* » Une polarisation des patrimoines devrait s'opérer. « *Les actifs en périphérie ou de qualité secondaire seront délaissés en faveur des actifs de centre-ville*, prévoit Laurent Saint Aubin. *Icade par exemple commence déjà à subir ce phénomène alors que Gecina ou SFL paraissent relativement préservés.* » « Les

GRAND ÉCART

Performances du FTSE Epra/Nareit (%)



Les centres-villes ont la cote

opérations de développements à risque, autrement dit situées sur des sites moyennement attractifs, pourraient rester vides plus longtemps », corrobore Vincent Bruyère. A cela s'ajoute un taux

de vacance en hausse de 100 points de base pour cette année, « passé de 5 % à 6 %, conjugué à un stock de bureau en augmentation de 18 % en Ile-de-France, [qui] annonce d'ores et déjà un rapport de force en faveur des utilisateurs, appuie Benoît Faure-Jarrosson. A 10 % de vacance, cela suffit à déséquilibrer tout un marché ».

Retenir à tout prix les occupants, privilégier les signatures les plus robustes mais également rallonger la durée des baux serait l'une des solutions pour permettre aux foncières de bureau de sortir la tête de l'eau. « Je conseille aux bailleurs que je rencontre de transformer leurs baux courts en baux longs, explique Laurent Gauville. Cet acte de gestion permet de sécuriser les revenus futurs et les valeurs d'actifs, tout en améliorant la liquidité des portefeuilles dans un contexte de hausse anticipée du taux de vacance. » Illustration de cette tendance, la vente récente du siège de Nestlé par Unibail-Rodamco-Westfield à La Française REM s'est faite pour 620 millions d'euros... et un bail de 12 ans. Des cash-flows assurés et un risque quasi nul au regard de la qualité de l'utilisateur. Pour

les entreprises plus fragiles, beaucoup de foncières ont consenti un aménagement du quittancement, voire, pour les cas les plus extrêmes, un abandon d'un trimestre de loyers en contrepartie d'un rallongement d'une année au bail. « D'ici à 2023, une fois les incertitudes dissipées, la mise en place du 'flex-office' et le déploiement du télétravail partiel, qui supposent un repositionnement des immeubles, le marché français retrouvera sa visibilité », estime Benoît Faure-Jarrosson. Pas avant 2023 non plus pour Vincent Bruyère, globalement sous-pondéré sur le bureau français : « Nous privilégions les entreprises allemandes en raison d'une valorisation moins élevée de leur patrimoine, de la croissance des loyers, des perspectives économiques du pays et de la typologie du secteur des bureaux outre-Rhin qui compte de multiples marchés immobiliers profonds et, de fait, une plus large diversification du type de locataires. »

Quel que soit le marché auquel elles sont exposées, les foncières qui tireront leur épingle du jeu « sont celles qui ont un bilan sain, un faible taux d'endettement, des liquidités en suffisance pour subir le choc de la réduction des loyers, ainsi que du 'cash' pour être à l'affût d'opportunités d'achat d'actifs de bonne qualité vendus en urgence et à moindre prix par des foncières fragiles », prévoit-il. L'heure de la mue des immeubles a sonné sur fond de probable concentration du marché. ■

LA PAROLE À... **FRANCK DELAGE**, directeur senior, responsable sectoriel real estate, et **MARIE-AUDE VIALLE**, directrice chez S&P Global Ratings

« Il n'y aura pas de problème de refinancement sur les 12 prochains mois »

Quelle est votre vue globale des principaux marchés de l'immobilier en cette fin d'année ?

Sur les 70 foncières européennes notées exposées au secteur immobilier, nous avons opéré un nombre modéré d'abaissements de notations mais d'autres changements pourraient se profiler sur ces 24 prochains mois. Avant la crise du Covid-19, 50 % déjà des foncières de commerce en Europe avaient une perspective négative sur leur rating, en raison notamment de la montée en charge des plates-formes d'e-commerce et de la remise en cause de la place du commerce physique. Autre segment d'activité, les foncières d'hôtellerie sont aujourd'hui sous pression, notamment lorsque l'opérateur verse des loyers variables

indexés sur son chiffre d'affaires. Sur le secteur de la logistique et celui du bureau, les notations ont majoritairement des perspectives stables.

Concernant l'immobilier d'entrepôt, en dépit du besoin croissant de surfaces initié par la vente à distance, les faillites futures d'entreprises pourraient affecter la chaîne d'approvisionnement. Quant au bureau, la demande a connu un point bas historique au troisième trimestre, à seulement 220.000 m². Nous redoutons des difficultés à la relocation des locaux, les baux arrivant à expiration, car l'augmentation du télétravail et la moindre création d'emplois pourraient réduire les besoins de surfaces des entreprises. Cependant, ce marché montre une relative résilience. Une très grande partie des loyers a été honorée, les taux de vacance sur le marché parisien étaient très bas avant la crise sanitaire, en particulier dans le centre de Paris, et les foncières notées restent

peu exposées aux PME qui pourraient être davantage touchées par la crise.

Aujourd'hui, les foncières se financent à bas coût, en sera-t-il toujours de même demain ?

Le marché obligataire a connu un volume important d'émissions au deuxième trimestre, malgré la période de confinement. Cette année, ces acteurs n'ont eu aucun problème d'accès au marché. Même si la pandémie a augmenté le risque de défaut, les foncières notées par S&P sont, à ce stade, peu touchées. La durée moyenne de leurs émissions a été réduite à 6,5 ans contre 8 ans avant la crise, et assortie de coupons inférieurs à 2 %. Tant que les sociétés cotées se financent à bas coût et qu'elles conservent une situation de liquidité importante, il n'y aura pas de problème de refinancement sur les 12 prochains mois. Mais leur marge de manœuvre pour maintenir leur notation est plus étroite, les ratios ayant été sous pression en 2020.



ISABELLE LEVY-LEHMANN



Pour aller plus loin, retrouvez l'intégralité de l'entretien dans la version digitale de L'AGEFI HEBDO et sur www.agefi.fr