

LE POINT MORT D'ANR, NOUVEL INDICATEUR DE DÉCOTE DES FONCIÈRES

par **Laurent Gauville** Gérant, Gestion 21
et **Daniel Tondu** Gérant, Gestion 21

L'attractivité de la décote actuelle des foncières cotées doit être appréciée en tenant compte de l'endettement de la société. Ceci conduit à l'utilisation d'un nouvel indicateur, le point mort d'ANR¹, préférable à l'indicateur traditionnel de décote/surcote.

A l'instar des États, les foncières présentent des situations d'endettement très différentes. Ce constat nous avait conduits à proposer, en 2009, un nouvel indicateur, le taux d'intérêt critique, pour améliorer le suivi des risques financiers du secteur². Des niveaux d'endettement très différents posent aussi des questions sur l'interprétation de la décote/surcote, thermomètre usuel pour comparer les prix entre l'immobilier coté et non coté.

L'intérêt de l'analyse de la décote est renforcé par le niveau actuel de décote historiquement élevé du secteur immobilier coté : - 35 % sur les ANR liquidatifs ; - 45 % sur les ANR de reconstitutions 2011 (graphique 1). Afin de pallier la distorsion d'interprétation de la décote/surcote en raison de l'endettement,

nous proposons un nouvel indicateur : le point mort d'ANR.

Nous constatons que le calcul d'une décote/surcote sur l'ANR de reconstitution est beaucoup moins présent qu'auparavant dans la communication financière des foncières. Nous le regrettons car la persistance de droits de mutation conduit à des valeurs calculées de décote/surcote significativement distinctes selon l'ANR de référence utilisé (environ 10 %).

DÉFINITIONS

Décote/surcote. Elle est calculée en référence à un actif net réévalué (ANR) : si le cours de Bourse est supérieur à l'ANR de référence, on parle de surcote ; si le cours de Bourse est inférieur à l'ANR de référence, on parle de décote.

ANR. Il n'existe pas un ANR unique mais de nombreuses variantes en fonction du mode de calcul. Parce qu'ils sont situés aux deux extrémités de l'échelle des valeurs de l'ANR, l'actif net de liquidation et l'actif net de reconstitution occupent une place privilégiée pour le calcul de la décote/surcote.

L'ANR de liquidation correspond au montant net retiré par la vente des immeubles après remboursement de la dette du patrimoine des foncières.

L'ANR de reconstitution correspond au montant nécessaire pour détenir un patrimoine identique à celui de la foncière.

GRAPHIQUE 1

Un niveau de décote historiquement élevé



Source : Gestion 21.

1. ANR, voir définition ci-contre.

2. Voir *Réflexions Immobilières* n° 48, mars 2009.



TABLEAU 1

	Décote	LTV	Baisse anticipée des valeurs d'actifs pour coter l'ANR
Foncière 1	- 30 %	0 %	- 30 %
Foncière 2	- 30 %	50 %	- 15 %
	Surcote	LTV	Hausse anticipée des valeurs d'actifs pour coter l'ANR
Foncière 1	+ 30 %	0 %	+ 30 %
Foncière 2	+ 30 %	50 %	+ 15 %

Source : Gestion 21.

TABLEAU 2

Comparaison par pays

Niveaux de décote sur ANR liquidatif

Allemagne	Finlande	Pays-Bas	France
- 44 %	- 32 %	- 30 %	- 25 %

Points morts d'ANR liquidatif

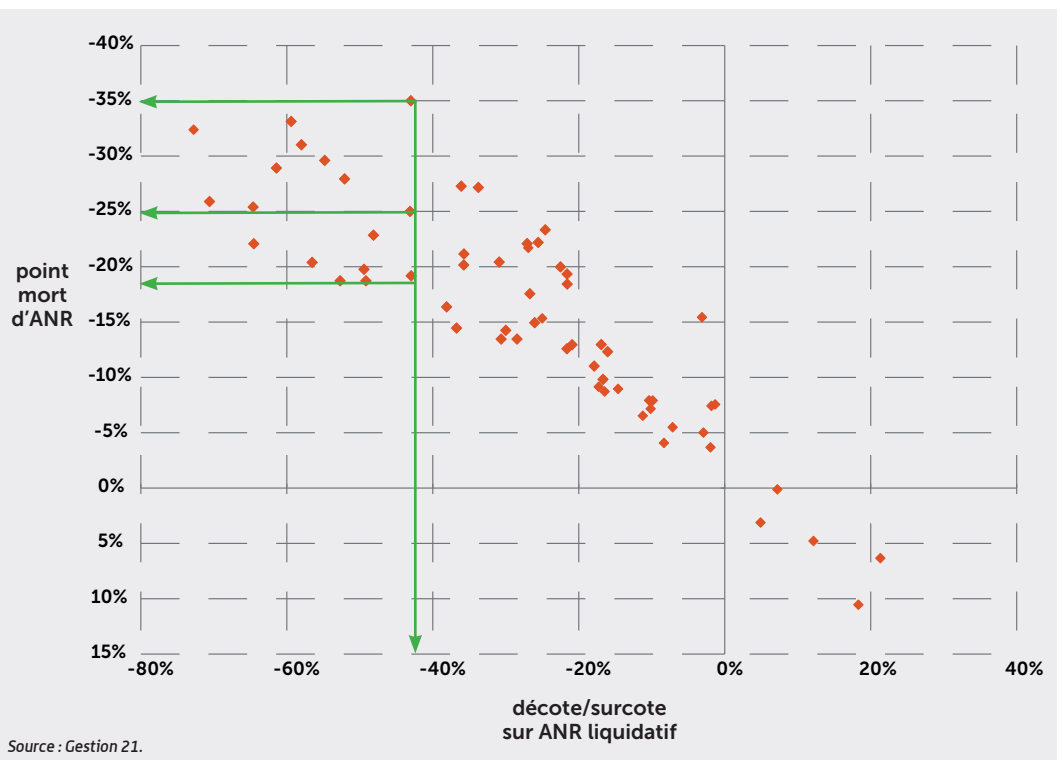
Allemagne	Finlande	Pays-Bas	France
- 13 %	- 14 %	- 15 %	- 14 %

Source : Gestion 21.

Des indicateurs imparfaits. Un même niveau de décote/surcote peut traduire une évolution anticipée des valeurs d'actifs très différente pour coter l'ANR en raison de situations bilanciellles différentes (tableau 1).

GRAPHIQUE 2

Mise en évidence de l'intérêt du point mort par rapport à l'indicateur traditionnel : décote/surcote



PROPOSITION D'UN NOUVEL INDICATEUR : LE POINT MORT D'ANR

Pour remédier aux inconvénients de la décote/surcote, nous proposons un nouvel indicateur qui permet de neutraliser les effets de l'endettement : le point mort d'ANR

► Le point mort correspond à la baisse/hausse des valeurs d'actifs anticipée par le marché coté permettant de faire disparaître la décote/surcote.

► Le point mort d'ANR reprend la philosophie du point mort d'inflation en quantifiant l'évolution anticipée des valeurs d'actifs dans la décote/surcote constatée sur le marché.

Calcul. Le point mort est obtenu par la formule suivante : $\text{point mort} = \text{décote/surcote} \times (1 - \text{LTV})$.

Par exemple, pour une décote de - 40 % et une LTV de 45 %, le point mort est $- 40 \% \times (1 - 45 \%)$, soit - 22 %.

Application. L'utilisation de notre base de données des valeurs immobilières cotées de la zone euro (64 valeurs, patrimoine de 200 Mds€, capitalisation de 70 Mds€) va nous permettre de mettre en évidence l'intérêt du point mort par rapport à l'indicateur traditionnel de décote/surcote (graphique 2). Nous avons calculé un niveau de décote/surcote et de point mort pour chaque foncière.

► Nous observons qu'une même décote peut impliquer une baisse anticipée différente des valeurs d'actifs. Ici, une décote de 42 % implique, suivant le niveau de dette détenu par les foncières, une baisse anticipée des valeurs d'actifs de - 18 %, ou de - 25 %, ou de - 36 %.

► Le calcul du point mort pour chaque pays à partir de notre base de données permet de mettre en évidence que des situations très différentes en termes de décote sur ANR liquidatif correspondent à des

points morts identiques. Ainsi, le fort endettement relatif des foncières allemandes conduit à un point mort identique à celles des autres pays alors que la décote est beaucoup plus élevée (tableau 2).

► La sélection de n titres sur la base du critère de plus forte décote (portefeuille A) conduit à un portefeuille moins pertinent qu'une sélection à partir des points morts les plus élevés (portefeuille B) en raison du niveau d'endettement hétérogène des foncières (si $n = 10$, le portefeuille A a un point mort de 27 % contre 34 % pour le portefeuille B).

À titre d'exemple, on peut noter que le FCP Immobilier 21 (de Gestion 21) a un point mort à ce jour identique au secteur (- 15 %) tout en ayant une décote sur les ANR liquidatifs apparemment moins attractive, - 27 % contre - 35 % pour le secteur.

AVANTAGES ET INCONVÉNIENTS

L'avantage du point mort d'ANR est de neutraliser l'impact de l'endettement. Il permet ainsi d'établir une hiérarchie des anticipations du marché sur les valeurs d'actifs pour chaque société du secteur, contrairement à la décote/surcote.

L'inconvénient est que le point mort fait l'hypothèse que la décote est liée uniquement à la baisse anticipée des valeurs d'actifs. Or on peut avoir d'autres raisons à une décote des cours : anticipation par le marché d'une augmentation de capital, rentabilité des actifs insuffisante, etc.

Concept apparemment simple, l'interprétation de la décote/surcote n'est pas si aisée. En proposant le point mort, nous espérons faciliter son interprétation, tout en encourageant le lecteur à le jumeler à d'autres indicateurs. À ce titre, il peut être combiné au taux d'intérêt critique (voir note 2), indicateur à nos yeux pertinent pour juger du risque d'augmentation de capital. ▲