

## GESTION D'ACTIFS

# Décote persistante sur l'immobilier coté

Les fonds investis dans les foncières spécialisées dans la détention et la gestion de patrimoines immobiliers ont récemment repris des couleurs. Alors que l'immobilier coté est l'un des secteurs qui avaient le plus souffert du durcissement des politiques monétaires visant à juguler la vague d'inflation post-Covid, ce rebond était attendu de longue date. Il ne permet cependant pas de combler la décote, conséquente, observée depuis plusieurs années.

Thierry Bisaga

**L**e secteur de l'immobilier coté est un marché de niche. « Il compte environ 70 entreprises cotées en zone euro pour une capitalisation totale voisine de 150 Md€ et un patrimoine global de 510 Md€ », note Daniel Tondou, le gérant du fonds immobilier 21.



**« Le secteur de l'immobilier coté compte environ 70 entreprises cotées en zone euro pour une capitalisation totale voisine de 150 Md€ et un patrimoine global de 510 Md€ »**

**Daniel Tondou**  
Gérant  
Gestion 21

Ces entreprises, les foncières cotées, constituent pour les investisseurs une parfaite alternative liquide à l'immobilier non coté en ce sens qu'elles leur permettent de se positionner sur plusieurs typologies d'actifs, qu'il



s'agisse de commerces, de logements, de bureaux ou encore d'immobilier logistique ou de santé. Au début de la décennie, le secteur dans son ensemble a été lourdement impacté par la vague d'inflation consécutive à la crise sanitaire. Entre novembre 2021 et octobre 2022, le Stoxx600 Europe Real Estate, l'indice européen qui regroupe les principales valeurs du secteur foncier, a amplifié la baisse. En 11 mois, alors que d'autres secteurs se redressaient, il a encore perdu 50 % de sa valeur. Les principales valeurs qui le composent, à l'instar de Vonovia, Segro, Unibail-Rodamco-Westfield, Klepierre, Swiss Prime Site ou encore Land Securities, ont été emportées par ce mouvement de baisse dans un contexte marqué par le retour de l'inflation. « Les banques

centrales ont alors entamé leur cycle de baisse de taux, aussi bien la Réserve fédérale que la BCE, même si la BCE a enchaîné plus de baisses de taux que la Réserve Fédérale dans un contexte où l'inflation en zone euro est rapidement revenue vers l'objectif convenu. L'indice Stoxx600 Europe Real Estate a ensuite initié un rebond en 2023 mais celui-ci a rapidement calé. Nous avons alors assisté à une nouvelle phase de correction », détaille Alexandre Baradez, responsable de l'analyse marché chez IG France.

### Vers un changement de cycle ?

Ce n'est que depuis décembre dernier qu'un nouveau rallye des valeurs du secteur s'est mis en place. Le Stoxx600 Europe Real Estate s'est redressé en début d'année pour retrou-

ver les niveaux observés en 2024. « Ce mouvement pourrait bien se poursuivre », estime Alexandre Baradez qui rappelle néanmoins l'importance que jouera inévitablement l'inflation dans cette dynamique. Il estime qu'un scénario de stabilité, voire de



**Après plusieurs années de turbulences, l'immobilier coté français retrouve ainsi une dynamique favorable**

nouvelle baisse de taux de la BCE, serait favorable au secteur immobilier dans son ensemble et par ricochet aux valeurs foncières européennes cotées en bourse. D'autres facteurs favorables sont souhaitables, notamment un retour à davantage de stabilité politique dans les principaux pays européens, ainsi qu'un allègement de leurs besoins de financement. Tant que ces facteurs ont un impact à la hausse sur les taux longs, la valorisation boursière des foncières peut s'en trouver affectée.

Néanmoins, certains arguments militent pour un certain optimisme. En effet, selon une récente étude publiée par la société de conseil Wüest Partner, après plusieurs années de fortes turbulences, les marchés immobiliers européens pourraient aujourd'hui amorcer un changement de cycle. L'étude rappelle que le net rebond opéré par l'immobilier coté, avec une performance particulièrement marquée en France, a eu lieu dans un contexte de primes de risque attractives. Par ailleurs, des fenêtres d'opportunité sur l'investissement direct ont pu graduellement émerger, ce qui permet de soutenir le secteur dans son ensemble.

### L'Hexagone reprend des couleurs

« La France se distingue particulièrement, avec une hausse à deux chiffres, affichant l'une des meilleures performances européennes malgré un environnement économique incertain et des tensions politiques et budgétaires persistantes », notent les auteurs de l'étude. Après plusieurs années de turbulences, l'immobilier coté français retrouve ainsi une dynamique favorable. À l'échelle européenne, d'autres pays, à l'instar de l'Italie, de l'Espagne et des Pays-Bas, ont également enregistré une dynamique positive. Seuls les marchés allemand et suédois ont fini l'année avec de nouvelles performances négatives, confirmant l'existence de cycles de reprise différenciés selon les pays du Vieux Continent.

### Une décote moindre mais toujours conséquente

Pour le cabinet de conseil et d'audit Finexsi, la décote moyenne observée sur le cours de bourse par rapport à l'ANR EPRA NTA publié en décembre 2024 se situe à 32 %, soit un niveau inférieur à la moyenne cinq ans (36 %). Au cours des dernières années, l'analyse de l'évolution de cette décote moyenne au regard, notamment, du contexte macroéconomique et boursier permet de mieux comprendre les différents facteurs susceptibles de l'influencer à l'avenir. De décembre 2019 à juin 2020, la décote moyenne de l'échantillon augmente de 29 points du fait de la chute des cours de bourse consécutive à la crise sanitaire combinée à la baisse des actifs nets réévalués. Entre juin 2020 et juin 2021, la décote moyenne se résorbe de 21 points. Les cours de bourse s'apprécient du fait d'un maintien des ANR et de politiques monétaires et budgétaires accommodantes. L'année suivante, une nouvelle hausse de la décote est enregistrée. Elle atteint 40 % du fait de la baisse des cours de bourse dans un contexte d'inflation, de tensions géopolitiques et de remontée des taux d'intérêts. L'année suivante, la décote est restée stable avant de se résorber légèrement en 2024 et 2025.

Sur le front de l'investissement direct, les résultats méritent également l'intérêt dans la mesure où le niveau actuellement élevé de primes de risque constitue un signal fort pour le marché dans son ensemble. Les investisseurs obtiennent aujourd'hui des niveaux de rémunération, plus élevés que ceux historiquement observés pour le risque assumé. Cela constitue des points d'entrée attractifs sur plusieurs segments ou métropoles identifiés par les auteurs de l'étude : « en France, Paris La Défense se distingue par une prime de risque particulièrement élevée et à l'échelle européenne, plusieurs grandes métropoles, comme Amsterdam, Prague, Milan et Berlin, offrent également des opportunités intéressantes ».

Le département études et recherche du groupe Knight Frank France a, quant à lui, mis en évidence en fin d'année deux phénomènes limitants sur l'immobilier d'entreprise : d'une part, un écart persistant entre les intentions déclarées par les investisseurs et les flux de capitaux réellement engagés et, d'autre part, une polarisation accrue de la demande sur les actifs prime et les emplacements les plus liquides. Il apparaît que la raison pour laquelle les intentions d'investir ne se concrétisent pas nécessairement au travers de transactions est que ces dernières sont rendues plus compliquées à exécuter dans la conjoncture actuelle du marché.

### Un marché à plusieurs vitesses

En termes sectoriels, si l'étude de Knight Frank France montre que le bureau demeure la classe d'actifs dominante dans les allocations des investisseurs, l'essentiel des transactions se concentre désormais dans Paris intra-muros et les quartiers les plus recherchés. On y apprend également que l'immobilier industriel confirme sa solidité structurelle, dans la mesure où il est porté par des taux d'occupation élevés et des baux longs, tandis que le commerce surprend par sa résilience. Il est notamment soutenu par la diversité de ses segments et par le regain d'intérêt manifesté par les investisseurs pour les actifs liés au commerce physique.

Enfin, concernant les actifs de diversification, tels que la santé, le résidentiel géré ou encore l'hôtellerie, ceux-ci restent globalement à la traîne. Selon les auteurs de l'étude, cette relative fragilité s'explique par « la rareté de l'offre et la spécificité des business models des opérateurs ».

Autre enseignement de cette étude utile dans le cadre d'une gestion diversifiée, l'analyse des durées de détention des actifs effec- >>>

### Une prime environnementale pour les bâtiments certifiés

Les considérations de durabilité et d'impact environnemental des bâtiments sont désormais pleinement intégrées dans le secteur immobilier et les stratégies déployées par les foncières cotées s'appuient par conséquent sur plusieurs certifications environnementales. Dans les portefeuilles, la part des foncières détenant des actifs certifiés BREEAM (Building research establishment environmental assessment method), HQE (Haute qualité environnementale) ou encore LEED (Leadership in energy and environmental design), augmente progressivement, ce qui offre une garantie supplémentaire. « Un bâtiment certifié environnemental, c'est un bâtiment qui attire davantage les locataires, ce qui réduit le risque de vacances. Cela conforte à la fois l'attrait de l'actif pour les investisseurs, ce qui permet de réduire la prime de risque, et les financeurs, ce qui permet de limiter le coût du financement », souligne Daniel Tondou, gérant chez Gestion 21.

quement arriver à maturité entre 2026 et 2029, or seulement 41 à 42 milliards d'euros seraient effectivement échangeables dans les conditions actuelles du marché ». Il en résulte un environnement de marché très sélectif, où la valeur d'un actif repose autant sur sa performance financière que sur sa capacité à être cédé dans de bonnes conditions. Elle estime que le nouveau cycle du marché de l'investissement qui s'ouvre ne se jouera pas sur le volume, mais sur la lisibilité et la liquidité des actifs. « Dès lors, les acteurs qui sauront arbitrer avec discernement, anticiper la liquidité et accompagner la transformation de leurs actifs seront les mieux positionnés pour en capter la valeur à partir de 2026 », précise Magali Marton. Or, cette réactivité est précisément ce que certaines équipes de gestion mettent aujourd'hui en avant. Ainsi, chez Sofidy, Laurent Saint Aubin, directeur de la gestion actions et gérant du fonds Sofidy Sélection 1, promeut une gestion agile dans le cadre d'un portefeuille d'une trentaine de valeurs européennes. C'est ainsi que les gérants peuvent mettre à profit la décote observable par rapport aux actifs nets réévalués. D'une manière générale, l'amélioration des résultats enregistrés par les foncières cotées l'an dernier a été positive pour le secteur. Les loyers enregistrés ont confirmé une bonne dynamique locative alors que la valeur moyenne des actifs s'est redressée, signant le début d'un rebond de la valeur des patrimoines détenus par les foncières cotées.

» tivement revendus révèlent des cycles différenciés selon les classes d'actifs et les profils d'investisseurs : quatre ans pour l'hôtellerie, six ans pour les actifs industriels, sept ans pour les bureaux et huit ans pour le commerce. Les données collectées permettent aussi de montrer que la durée de détention varie également selon le profil des investisseurs. Les SCPI et les assureurs privilégient la stabilité et la mutualisation avec un horizon d'investissement plus long. Quant aux foncières cotées et aux fonds d'investissement, ils gèrent leur portefeuille d'actifs de manière plus dynamique et ont la capacité

d'exploiter davantage le momentum du marché en procédant plus rapidement à des arbitrages.

#### Une prime à l'agilité

Pour Magali Marton, directrice études & recherche chez Knight Frank France, la période 2026-2029 s'annonce comme une phase de rééquilibrage et de ré-ancrage, marquée par la sélectivité, la rationalité et la gestion active des portefeuilles. Elle évoque un « mur de maturité » : « nous estimons qu'environ 90 Md€ d'actifs de bureaux, de commerce et industriels pourraient théori-

#### Fonds secteur immobilier Europe

ISIN	Nom	Société	Performances annualisées 3 ans	Volatilité 3 ans
FR0013385846	OCC 21	Gestion 21	16,45 %	14,47 %
FR0010696526	Euro Immo-Scope	LB-P Asset Management	13,66 %	15,73 %
AT0000A09ZK2	Raiffeisen-NewInfrastructure-ESG-Aktien	Raiffeisen Capital Management	11,59 %	11,69 %
FR0010541821	Immobilier 21	Gestion 21	10,59 %	19,15 %
IE00BGDQ0L74	iShares European Property Yield UCITS ETF	BlackRock	10,44 %	18,32 %
IE00M02MB07	WisdomTree New Economy Real Estate UCITS ETF	WisdomTree	9,79 %	17,96 %
IE00BSJCQV56	SS SPDR FTSE EPRA Europe ex-UK Real Estate UCITS ETF	State Street Global Advisors	9,38 %	18,73 %
LU1775976944	Invesco Global Real Assets Fund	Invesco	8,19 %	12,50 %
FR0011885797	R-co Thematic Real Estate	Rothschild & Co AM	8,18 %	18,62 %
LU0192223062	BNP Paribas Easy FTSE EPRA/NAREIT Eurozone Capped UCITS ETF	BNP Paribas Asset Management	8,00 %	19,28 %

Source : Quantalys / Harvest Group - Données au 31-03-2026 - Performances annualisées



#### Une réserve de performance

Si le contexte a été rendu difficile par le conflit, une analyse des charges financières qui pèse sur les foncières permet d'observer que le coût de financement moyen se limite aujourd'hui à 2,5 %. Les entreprises du secteur, qui s'endettent en moyenne sur cinq ans et à taux fixe, sont désormais moins sensibles à l'évolution des taux longs.



**« Le Stoxx600 Europe Real Estate s'est redressé en début d'année pour retrouver les niveaux observés en 2024 »**

**Alexandre Baradez**  
Responsable de l'analyse marché IG France

L'analyse des valorisations et du rendement délivré est aussi un facteur d'optimisme pour le secteur, au moins pour les valeurs européennes. En matière de valorisation et contrairement à ce qui se pratique pour la grande majorité des secteurs cotés en

bourse, pour lesquels l'usage du traditionnel price earning ratio, ou PER est privilégié, les analystes des foncières cotées préfèrent avoir recours au ratio prix/cash-flow ou P/CF. « Si, aux États-Unis, le rendement observé est inférieur à 4 % avec un P/CF de 17,5, pour l'Europe, il s'établit à 6 % pour un P/CF de 16 », précise Daniel Tondou qui rappelle par ailleurs que, pour l'univers d'investissement des foncières cotées, l'historique de long terme montre une grande stabilité des cash-flows. Il ajoute que le recours à la gestion active permet d'optimiser encore le profil du portefeuille. Ainsi, l'équipe de gestion du fonds Immobilier 21 parvient à dégager un rendement voisin de 10 % pour un P/CF de 11. Dès lors, sauf chocs externes sur les marchés et malgré les bonnes performances enregistrées en 2025, le potentiel de valorisation est considérable : « l'analyse de notre portefeuille fait ressortir une décote proche de 40 % par rapport aux actifs nets réévalués. Le potentiel de performance reste donc intact malgré la bonne performance enregistrée en 2025 », conclut Daniel Tondou. Il ajoute même que le rendement reste similaire à celui observé un an plus tôt alors que le risque est moindre.

#### Les foncières à nouveaux séduisantes

Les bons niveaux de rendement observés sur les foncières cotées ne laissent d'ailleurs pas les allocataires d'actifs indifférents. On retrouve d'ailleurs ces valeurs dans plusieurs fonds et stratégies en quête de dividendes élevés. C'est le cas du nouveau fonds Alienor High Dividends Europe, proposé depuis décembre dernier par Alienor Capital. « Depuis la grande crise de 2008, les actions à hauts dividendes appartenaient principalement à des secteurs impactés par des problèmes durables entravant l'amélioration

de leur rentabilité et déprimant leur valorisation. Ces secteurs, à l'instar des banques, des sociétés d'assurance, des énergéticiens ou encore des foncières cotées, ont résolu leurs problèmes et leur activité connaît des vents durablement porteurs, ce qui permet de les classer désormais en business models stables », note Arnaud Raimon, le fondateur d'Alienor Capital.

En matière d'allocation, Laurent Saint Aubin insiste sur la nécessité de s'appuyer sur plusieurs fondamentaux de gestion dans le cadre d'une gestion active. Il procède régulièrement à des arbitrages intrasectoriels et fait évoluer la pondération de certains segments. Il privilégie les firmes qui disposent d'un bon « pricing power », autrement dit de la capacité à imposer leurs prix, ce qui permet de déterminer la solidité de la génération des revenus à venir : « les foncières actives dans les commerces qui bénéficient de flux élevés, dans les gares par exemple, sont jugées attractives au détriment de celles détenant des bureaux de périphérie. Nous privilégions également les actifs qui affichent les plus hauts rendements. Un positionnement géographique adéquat, sur des zones plus dynamiques, complète ces principes de gestion, sans oublier le fait de privilégier les firmes qui affichent des bilans solides. Enfin, il n'hésite pas, le cas échéant, à investir en dehors de son indice de référence.

#### Une évolution positive en fonctions des typologies d'actifs

En termes de perspectives, les résultats publiés récemment confirment l'évolution positive des valeurs sur l'ensemble des typologies d'actifs, à l'exception des bureaux de périphérie. L'immobilier de santé, les commerces, le secteur de la logistique, le résidentiel ou encore les bureaux des quartiers centraux ont enregistré une hausse des actifs nets réévalués de 4 %, ce qui augmente mécaniquement les décotes, sécurisantes pour les investisseurs. S'ajoutent à cela, une bonne tenue des indicateurs d'exploitation, un taux d'occupation moyen à 95 %, une croissance organique des loyers de +3 %, une croissance des cash-flows/action qui retrouve son rythme de croisière à +3 %. Pour Daniel Tondou, cette hausse combinée des cash-flows et des ANR observée en 2025 devrait se poursuivre en 2026. La reprise des transactions pourrait aussi impacter positivement la décote moyenne. Enfin, la bonne visibilité offerte par le secteur est un atout majeur dans un contexte difficile. ■