

## **Thème : Est-ce le bon moment pour revenir sur l'immobilier coté ?**

*Intervenant : Benoit de Broissia, gérant de Keren Fleximmo*

Retrouvez la vidéo sur le lien suivant : [Conférence du mardi 23 juin 2020](#)

### **Nous arrivons à la fin du S1, comment s'est comportée la thématique depuis le début de l'année ?**

#### 1) Perspectives avant covid / notre vision du marché en début d'année

- Les marchés immobiliers paraissaient s'inscrire dans une dynamique plutôt positive avec une progression de l'indice EPRA de l'ordre de 6% mi-février.
- A cette date, ils pouvaient s'appuyer sur des fondamentaux sains soit :
  - Des taux de vacance faibles sur la plupart des typologies de biens
  - Des politiques monétaires toujours très accommodantes à travers le monde
  - Des volumes d'investissement records ou proches de leurs records sur la plupart des marchés immobiliers
  - Une conjoncture économique favorable avec de l'appétit des utilisateurs pour prendre à bail de nouvelles surfaces et une dynamique de hausse de loyers

*Pour notre part nous avons malgré tout abordé l'année avec une faible exposition en actions compte tenu de l'observation de certains déséquilibres :*

- Des signaux évidents de **détérioration de la situation sur les surfaces commerciales** (montée en puissance du commerce électronique, difficultés de certaines grandes enseignes).
- **Dans les bureaux**, une part majeure et croissante des acteurs du co-working dans les prises à bail. Cette situation reflète des changements sociétaux et de modes de travail mais elle masquait aussi une **vacance cachée** (chaque immeuble de coworking apparaît comme totalement loué dans les statistiques d'occupation).
- **Une offre latente relativement importante de surfaces nouvelles** destinées à être livrées en 2020, 2021 et 2022.
- Enfin, nous étions **mal à l'aise avec les valorisations** observées lors des dernières **transactions survenues fin 2019 ou début 2020**. Nous pouvions relever des rendements locatifs implicites de l'ordre de 3% dans les bureaux, niveau qui nous semble mal capturer : le risque locatif, le risque de liquidité et surtout le risque d'obsolescence du bien avec le besoin régulier de travaux pour mise en conformité des surfaces avec les attentes des utilisateurs.

#### 2) La crise du Covid-19 a marqué une rupture à plusieurs ordres

- Le confinement généralisé a conduit de fait à une problématique d'usage impossible de certaines surfaces (commerciales, bureaux, hôtels...).
- Une fragilisation des locataires compte tenu des conséquences d'un arrêt brutal de l'activité économique.
- Une dégradation des marchés de l'emploi.

- Conséquences négatives de la pandémie :
  - Dans les centres commerciaux : Augmentation des loyers impayés, probable faillite de certaines enseignes (hausse des taux de vacance), dégradation du trafic dans les centres commerciaux, les distributeurs risquent de privilégier les investissements digitaux sur l'ouverture de nouvelles surfaces...
  - Dans les bureaux : Perte de loyers (impayés, pression du gouvernement, faillite de locataires). Généralisation du télétravail et dégradation du marché de l'emploi devraient provoquer une diminution des besoins de surfaces de bureaux de la part des utilisateurs.
  - Dans l'hôtellerie : les loyers sont souvent variables et la dégradation des taux d'occupation provoque une baisse mécanique des loyers. A noter aussi, le poids des indépendants sans doute précarisés par la crise.
- Inversement, le Covid devrait avoir peu d'impact sur :
  - Le résidentiel : Les foncières résidentielles cotées sont quasiment toutes allemandes et l'Allemagne a été beaucoup moins impactée que d'autres pays par la crise du Covid-19. Les loyers moyens en Allemagne restent très modérés et souvent inférieurs au coût de la construction.
  - La logistique semble confortée par la crise compte tenu de l'accélération de l'essor du e-commerce et de réflexions dans certains secteurs autour de l'importance de disposer de stocks de précaution pour faire face à d'éventuelles ruptures dans les chaînes d'approvisionnement.
  - La santé (hôpitaux/cliniques/Ehpad) : Nous pensons que la crise va aboutir à un accroissement des standards sanitaires avec pour incidence une dichotomie entre les grands établissements modernes capables de mener des travaux de mise en conformité pour accueillir du public dans les meilleures conditions et l'accélération de l'obsolescence des petits établissements un peu vétustes.

### **L'immobilier coté est souvent présenté comme défensif, on a du mal à l'accepter qd on voit la volatilité et les baisses subies en 2020**

Le caractère défensif de l'immobilier est à relativiser. Il est vrai que l'immobilier repose sur du concret et un degré de visibilité –dans l'ensemble- supérieur aux autres secteurs. Il faut toutefois faire attention :

- La valorisation des actifs immobiliers est subjective. Elle implique de faire des hypothèses sur les loyers futurs, sur l'évolution des taux d'intérêt, sur la liquidité de cette classe d'actifs. De plus, l'immobilier est la classe d'actifs sur laquelle le recours à la dette est le plus important.
- Lorsqu'une crise survient :
  - La capacité des utilisateurs à honorer leurs engagements de loyers se dégrade
  - Les taux d'occupation se détériorent
  - Les banques durcissent leurs conditions d'octroi de crédit
  - Les volumes de transactions diminuent en l'absence de conviction sur l'évolution des prix
- les valeurs d'expertise des actifs immobiliers sont révisées en baisse
  - Comme la dette reste exigible, l'ensemble de la correction porte sur la valeur des fonds propres soit le fameux actif net. L'effet d'une baisse de valeur est donc amplifié lorsqu'on s'attache à la valeur d'un actif net de l'endettement adossé à

cet actif comme c'est le cas des foncières en bourse. Dès lors il nous semble primordial d'analyser toute décote sur l'actif net en tenant compte du degré d'endettement de la foncière considérée.

- Les dividendes sont aussi souvent cités pour justifier le caractère défensif du secteur. Cet argument semble infondé pour les raisons suivantes :
  - o Les autres secteurs offrant des rendements élevés ont perdu leur statut supposément défensif à l'image de l'énergie, pétrole, télécoms, tabacs
  - o Les foncières sont souvent légalement obligées de reverser une grosse partie de leurs résultats sous forme de dividendes. Compte tenu de taux de distribution élevés, lorsque les résultats diminuent le maintien du dividende devient impossible sauf à dégrader fortement le bilan.

Ce n'est donc pas pour nous un secteur à proprement défensif. En revanche, il offre un attrait très important car il fournit aujourd'hui parmi les rendements les plus élevés de la cote, avec une visibilité (statut SIIC) appréciable, ce qui lui permet d'avoir probablement le meilleur couple rendement/risque.

**On entend souvent qu'il faut revenir sur les foncières, que les décotes sont importantes, les rendements élevés, les baisses trop importantes, est ce également votre opinion ?**

1) Constat actuel

- Ce qui est intéressant boursièrement, c'est que la plupart des **foncières sont actuellement valorisées avec une décote sur leur actif net**. Vous avez donc la possibilité d'acquérir une société avec une décote sur la valeur de son patrimoine sous-jacent.
- Le **marché est actuellement assez efficient**. Les décotes sont concentrées sur les typologies de foncières sur lesquelles des interrogations profondes ont lieu d'être (centres commerciaux, bureaux, hôtels...). En revanche pas de décote sur la logistique ou le résidentiel

2) Que faut-il acheter actuellement ?

- **Les grandes foncières résidentielles** qui conjuguent bonne visibilité (patrimoine granulaire, risque locatif quasi inexistant, régulation) avec des valeurs métriques qui restent très modérées. De ce fait la dynamique embarquée de hausse de loyers devrait se poursuivre encore un certain temps et soutenir les cash flows/dividende. Parmi ces dernières nous apprécions **GrandCity** compte tenu de sa valorisation décotée, **Vonovia** pour son business model particulièrement efficient et **Deutsche Wohnen** pour son patrimoine largement concentré sur Berlin.
- **Les foncières de bureaux** qui conjuguent patrimoine de bureaux rénovés récemment sur des emplacements de premier plan avec un endettement modéré pour leur permettre de financer des opérations créatrices de valeur (modernisation de surfaces, acquisitions). Les foncières capables de tirer leur épingle du jeu sont celles capables de maintenir un taux d'occupation élevé et de profiter de la détérioration du marché pour acquérir des immeubles de qualité à des prix décotés. A titre d'exemples on peut citer **Gecina** dont le patrimoine est largement concentré dans le Quartier Central d'Affaires à Paris avec un endettement représentant à peine plus que 30% de la valeur du patrimoine, **Alstria** dont le patrimoine de bureaux s'étend sur plusieurs grandes villes allemandes et dont l'endettement est inférieur à 30% de la valeur de ce patrimoine...

3) Que faut-il éviter pour le moment ?

- **Les surfaces commerciales** sur lesquelles nous sommes un peu attentistes. La plupart des acteurs sont confrontés à une situation délicate : des revenus locatifs qui baissent avec des dividendes naturellement en baisse, une détérioration des valeurs et le besoin de céder des actifs afin de maintenir un niveau d'endettement sous contrôle. Dans cette configuration, on risque d'observer des cessions à des valorisations nettement en deçà des valeurs d'expertise ce qui pourrait ultérieurement conduire les experts à abaisser les valorisations sur la foi des transactions observées, alternativement ou parallèlement nous pourrions assister à des augmentations de capital mais sur des niveaux de cours très décotés ce qui signifie que ces augmentations de capital seraient très dilutives.
- **Sur les autres typologies de biens**, la profondeur boursière est relativement faible. La logistique semble chère, la santé intéressante mais nous privilégions plutôt les grands opérateurs et **Cofinimmo** comme **Icade** ne sont pas des acteurs spécialisés uniquement sur ce segment. Sur les résidences étudiantes, il semble qu'elles se comparent défavorablement vs le résidentiel compte tenu de la rotation des locataires et des besoins constants d'investissements.

**A ce moment, un sondage est proposé aux participants dont la question est la suivante : L'immobilier coté reste-t-il une thématique incontournable de vos investissements ?**

- **67.74% répondent Oui**
- **32.26% répondent Non**

**Nous assistons progressivement à l'émergence de plans de relance dotés de budget colossaux, c'est peut-être une très belle opportunité pour les valeurs périphériques à l'immobilier coté ?**

1) Des annonces de plans

- En Europe, les états et la Commission souhaitent stimuler les investissements dans la rénovation et l'efficacité énergétique afin de concilier relance de l'activité et protection de l'environnement.
- Aux Etats-Unis on évoque côté Républicain comme Démocrate, un plan d'investissement dans les infrastructures.

2) Quelles conséquences ?

- Nous pouvons légitimement penser que l'activité sera stimulée pour les producteurs de matériaux de construction et d'équipements électriques à la faveur de ces mesures sans qu'on puisse bien quantifier les effets à ce stade.
- Les valeurs concernées ont souvent une dimension cyclique. Il faut donc faire preuve de sélectivité et sans doute privilégier des valeurs qui disposent de bilans solides et d'avantages compétitifs durables.

3) Quelques exemples

- Nous apprécions **Saint-Gobain** qui constitue un véhicule intéressant dans la thématique d'efficacité énergétique du bâtiment avec une valorisation modérée, un bilan solide et une nouvelle organisation managériale qui doit conduire à plus d'agilité opérationnelle et d'efficacité financière.
- 
-

- Nous apprécions aussi **Strabag**, groupe de BTP autrichien très présent en Allemagne et un des pionniers de l'usage généralisé des outils digitaux dans le secteur de la construction.
- Inversement nous avons arbitré notre position en **Rockwool** le spécialiste de l'isolation dont l'essentiel du CA repose sur la construction de nouveaux bureaux.

**Vous gérez Keren Fleximmo, un fonds d'allocation sur la thématique globale de l'immobilier coté. Il a plutôt bien résisté pendant la baisse, malgré la chute de la thématique puisqu'il était à -13% qd le marché perdait 38%. En revanche, il semble pénalisé dans la remontée par un taux d'exposition aux actions qui a très peu bougé. Pourquoi êtes-vous restés autour de 15-17% d'actions ?**

1) Le début d'année/ la baisse

- Le fonds avait **abordé 2020 avec un biais prudent** pour des considérations de valorisation sur le segment des foncières tandis que sur les expositions adjacentes à l'immobilier, nous pensions que les résultats annuels 2019 seraient un peu décevants.
- Keren Fleximmo a **effectué à peine 30% de la baisse des marchés** (-13.4% vs -38%)
- Nous sommes seulement **partiellement satisfaits**, la poche actions a réagi comme nous le souhaitions au contraire des obligations qui représentent le gros de la baisse.

2) La reprise

- Nous avons été surpris de la rapidité du rebond des marchés face aux conséquences du Covid-19.
- Dans cette période sans réelle visibilité sur ce secteur, il nous semblait plus prudent d'investir dans des obligations d'entreprises dont nous maîtrisons la distribution de coupons plutôt que dans des actions dont le parcours boursier était très incertain.

3) Actuellement

- Le portefeuille étant déjà exposé en obligations High Yield, il nous a semblé préférable de concentrer nos nouveaux investissements sur des obligations susceptibles de nous apporter de la décorrélation vs la crise que nous vivons à l'image d'**Equinix** qui détient des datacenters ou d'**Icade Santé** qui détient des murs de cliniques.
- Quant au marché actions, nous pensons que tout **rebond durable des foncières reposera sur des augmentations de capital** afin de solidifier des bilans fragilisés par les baisses de valeur. Nous avons déjà observé quelques annonces dans ce sens et pensons que ce mouvement va se prolonger.
- Nous maintenons donc une **exposition actions faible de l'ordre de 17%**, (max 50%) une **part obligataire de 65%** et une **importante poche de cash (15%)** que nous redéployerons au gré des opportunités.

**Un autre sondage est proposé dont la question est la suivante : Traiter l'immobilier coté dans un fonds d'allocation vous semble-t-il intéressant ?**

- 1) **86.36% répondent OUI**
- 2) **13.64% répondent NON**

**Quelles sont pour vous les perspectives sur la thématique et dans Keren Fleximmo ?****1) Nous restons dans l'ensemble constructif sur cette thématique :**

- L'immobilier continue d'occuper une place essentielle dans les allocations car il offre un surcroît de rendement par rapport au taux sans risque.
- Sur la base des loyers actuels, ce surcroît de rendement reste au-dessus de sa moyenne de long terme ce qui devrait continuer d'occasionner des flux d'investissements vers ce secteur de la part d'investisseurs privés de rendement sur les autres classes d'actifs.
- Il nous semble par ailleurs que les conditions de crédit restent favorables permettant de bénéficier pleinement de l'effet de levier qu'autorise la détention d'actifs immobiliers dont le rendement locatif excède assez largement le coût moyen de la dette.
- L'indexation des loyers permet une certaine protection contre le risque de résurgence de l'inflation.

**2) Regardons par segment :**

- Résidentiel/logistique/santé : La crise n'a pas fondamentalement altéré la dynamique positive de ces segments qui bénéficient de leviers de croissance que nous pourrions qualifier de pluriannuels voire séculaires. Sur ce segment, il nous semble judicieux d'investir sur le long terme.
- Centres commerciaux/bureaux/hôtellerie :
  - Les centres commerciaux dominants continueront d'attirer les meilleures enseignes et un trafic conséquent qui leur permettront de faire preuve d'une résilience relative. Pour les autres, ce sera très compliqué...
  - Dans les bureaux, les meilleurs emplacements continueront sans doute d'afficher des taux d'occupation élevés tandis qu'en périphérie la vacance augmentera....
  - De façon générale, nous anticipons des **augmentations de capital** sur le segment des surfaces commerciales et des bureaux pour les acteurs dont les bilans sont trop endettés pour absorber des baisses des valeurs d'expertise.
- Secteurs adjacents à l'immobilier, il s'agit d'investir au gré des cycles en privilégiant les acteurs les plus robustes et ceux qui disposent d'avantages compétitifs ou d'innovation susceptibles de leur permettre de s'affranchir des cycles et surperformer leurs marchés finaux.

**3) Perspectives sur le fonds**

- Sur la poche obligataire : nous pensons devoir adopter une approche plus prudente sur notre poche obligataire afin de disposer d'un socle solide qui doit faire preuve d'une meilleure résistance dans les phases de marchés adverses.
- Sur la poche actions, nous entendons maintenir un certain équilibre en privilégiant les sociétés sur lesquelles la visibilité est la meilleure en tête de portefeuille, et gérer plus activement le milieu et bas de la poche actions constitué de sociétés sur lesquelles nous identifions des opportunités de marché avec un risque encadré par des bilans sains et des niveaux de valorisation considérés comme attractifs. Si la reprise se confirmait, sans doute aurions-nous vocation à accroître nos expositions en actions sur des secteurs cycliques mais nous considérons fondamentalement que le potentiel de croissance de long terme a été érodé par la crise et que de ce fait il ne s'agit pas de payer des multiples élevés sur des cash flows futurs relativement incertains.

*Communication à caractère promotionnel à destination d'une clientèle exclusivement professionnelle. Rédigé le 23.06.2020. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Ce document est destiné exclusivement aux professionnels et ne constitue en aucun cas un élément contractuel. Cependant, la société de gestion Keren Finance a l'obligation de présenter une information claire et non trompeuse. Les informations contenues dans le présent document, et notamment les produits ou valeurs y figurant, sont soumises aux fluctuations et aléas des marchés et aucune garantie ne peut être donnée quant à leur évolution future.*

*Il est rappelé que cette présentation ne peut en aucun cas se substituer au prospectus complet de l'OPCVM ; que la dernière version en vigueur de ce document peut être obtenue gratuitement sur simple demande de l'investisseur de même que la dernière version du, DICI, du rapport annuel et du rapport périodique de l'OPCVM.*

*Ces documents sont disponibles sur le site internet [www.kerenfinance.com](http://www.kerenfinance.com) et auprès de : Keren Finance, 178, boulevard Haussmann - 75008 PARIS, France. Tél. : +33 1 45 02 49 00*