

Thème : 30 mn pour convaincre, Benoit de Broissia nous présente son approche de l'immobilier coté à travers Keren Fleximmo

Intervenant : Benoit de Broissia, gérant de Keren Fleximmo

Retrouvez la vidéo sur le lien suivant : [Conférence du mardi 21 juillet 2020](#)

Keren Fleximmo est un fonds sur la thématique de l'immobilier coté, un peu différent de ceux que l'on trouve habituellement, peux-tu nous le présenter ?

1) Date de création et caractéristiques

Keren Fleximmo a été lancé en décembre 2014. Il s'agit d'un fonds thématique diversifié et flexible. La thématique immobilière constitue donc le fil conducteur de nos investissements qu'il s'agisse d'actions ou d'obligations. Le fonds est investi à minimum 50% en obligations et de 0 à 50% en actions.

2) Univers d'investissement et positionnement

La thématique immobilière doit être considérée au sens large : le fonds peut investir directement dans des foncières, c'est-à-dire des groupes dont l'objet social consiste à détenir exploiter et valoriser un patrimoine immobilier mais également sur l'ensemble des secteurs d'activité qui gravitent autour de l'immobilier : les promoteurs, les constructeurs, les matériaux de construction, l'hôtellerie...

Le fonds a progressé de l'ordre de 14% depuis sa création fin 2014 avec une volatilité assez sensiblement inférieure à la plupart des fonds diversifiés. Malgré son exposition actions pouvant monter à 50%, il est d'ailleurs classé en DICI 3.

Sondage 1 : Cela vous paraît-il cohérent d'investir sur cette thématique dans le cadre d'un fonds mixte (actions/obligations) ?

- a. OUI : 87.5%
- b. NON : 12.5%

Cette thématique a beaucoup souffert depuis le début de l'année, comment s'en est sorti le fonds ?

1) Comportement des foncières

L'indice EPRA Europe baisse de 23% depuis le début de l'année, donc en recul plus prononcé que les grands indices actions européens à l'image du CAC 40 qui recule de 15%

2) Comportement du périphérique

Les secteurs adjacents à l'immobilier se caractérisent aussi par une dimension cyclique importante et affichent des performances mitigées

- L'indice sectoriel construction et matériaux de construction baisse d'environ 10%
- L'hôtellerie est en fort recul à l'image d'Accor en baisse de 42% depuis le début de l'année
- Dans la promotion, Nexity chute de 37% depuis le premier janvier

3) Comportement de Keren Fleximmo

Au plus bas du marché (deuxième quinzaine de mars), le fonds a accusé un recul d'un peu plus de 13% soit une performance honorable au regard de la baisse des grands indices (le CAC était à -37% le 18 mars). Cette résistance relative s'explique par une poche actions que nous avons abaissé à 17% début mars. Nous considérons alors que les risques l'emportaient sur le potentiel : Nous estimions que le commerce en ligne fragilisait structurellement les commerces et nous estimions que les bureaux étaient très généreusement valorisés. Quant au segment périphérique à l'immobilier il souffrait d'une visibilité un peu faible.

Aujourd'hui nous considérons que la flexibilité constitue un véritable atout :

- Plusieurs segments de l'immobilier nous semblent devoir faire face à des défis structurels :
 - a. L'immobilier de commerce avec l'essor du commerce en ligne et la fragilisation de nombreux distributeurs/restaurateurs...
 - b. L'immobilier de bureaux avec la montée en puissance du télétravail et la hausse du chômage
- Dans ce contexte l'investissement en actions semble particulièrement risqué et peu enthousiasmant mais les foncières affichent des bilans qui paraissent assez robustes et des cash flows relativement résilients. Or la hausse des spreads obligataires permet d'entrevoir des coupons intéressants sur les futures émissions obligataires dans le cadre d'opérations de refinancement. Citons à cet égard un émetteur comme Mercialys qui avant crise émettait à moins de 2% et dont la dernière émission a été réalisée sur la base d'un rendement proche de 5%.

On a dit que la thématique avait beaucoup souffert, mais comment voyez-vous le marché actuellement ?

Le marché semble se stabiliser. Alors que les grands indices ont nettement rebondi par rapport à leurs points bas, l'indice EPRA est, quant à lui, toujours sur les niveaux observés mi-avril.

Nous continuons d'avoir un biais défensif avec une exposition actions de seulement 17% compte tenu des conséquences à long terme de la pandémie sur le secteur, indépendamment de l'évolution de la situation sanitaire. Signalons toutefois que le marché partage notre vision puisque les foncières se traitent avec des décotes considérables sur leur valorisation d'expertise :

- Dans l'immobilier de commerce de 60% ou plus
- Dans l'immobilier de bureaux de 30% ou plus

Sur le segment périphérique, nous pensons que les plans de relance pourraient bénéficier à la rénovation (dispositifs fiscaux pour encourager l'efficacité énergétique des bâtiments) et aux infrastructures, mais nous pensons qu'il faudra faire preuve de sélectivité alors que les perspectives de construction neuve de bureaux/commerces voire résidentiel seront inévitablement dégradées.

Comment cela se traduit-il à l'intérieur de Keren Fleximmo ?

1) Sur la poche actions

Sur la poche actions nous privilégions le segment résidentiel, particulièrement en Allemagne qui représente plus du tiers de notre poche actions.

Nous complétons cette exposition par une exposition sélective sur les foncières de bureaux en privilégiant celles qui affichent des patrimoines dit *prime* et des bilans peu endettés à l'image

d'Alstria en Allemagne ou Gecina en France. Inversement nous restons nettement sous exposés au commerce.

Sur le périphérique nous apprécions Saint-Gobain ou Legrand pour leur exposition à la rénovation ou Strabag dans le BTP qui dispose d'une situation de trésorerie nette, dont l'activité est réalisée dans des pays peu touchés par l'épidémie et qui a pris de l'avance dans la digitalisation des métiers de la construction.

2) Sur la partie obligataire

Sur la poche obligataire, nous apprécions tout particulièrement le segment de la logistique à travers des émetteurs comme VGP, Argan, Segro, Logicor, WDP. Ces émetteurs bénéficient d'une visibilité supérieure et offrent des coupons plutôt généreux par rapport aux acteurs de bureaux. Nous apprécions aussi des émetteurs de la distribution spécialisée comme Mobilux, Rexel ou Hornbach

Sommes-nous au point d'inflexion, ou que faudrait-il pour que cela reparte ? (foncières/périphérique)

1) Les décotes actuelles

Les cycles immobiliers sont longs, il nous semble hâtif de considérer qu'on a atteint un point d'inflexion. Il est vrai que boursièrement des décotes substantielles se sont creusées et que les marchés financiers ont donc pris de l'avance sur les marchés physiques. Toutefois, sur le commerce comme sur les bureaux les valeurs d'expertise seront revues en baisse et il faudra sans doute des corrections substantielles sur certains segments pour relancer de façon durable les marchés de l'investissement.

2) Les effets de levier

Rappelons aussi que l'immobilier est une classe d'actifs reposant sur l'effet de levier : l'investisseur perçoit un rendement locatif en théorie supérieur au coût de sa dette mais son accès à l'endettement repose sur la valeur des biens détenus. Lorsque les valeurs baissent, cela crée parfois des configurations de ventes forcées. C'est pourquoi nous estimons indispensable que des augmentations de capital aient lieu afin de traverser la crise. De ce point de vue, nous avons observé quelques augmentations de capital, ce que nous considérons encourageant mais nous pensons que le mouvement va se poursuivre. A mesure que ces dernières ont lieu, nous pensons que des opportunités se présenteront.

3) Le périphérique

Sur les valeurs périphériques, l'hôtellerie souffre d'un manque de visibilité et de situations bilancielle fragilisées. Les matériaux de construction peuvent tirer leur épingle du jeu à condition que les plans de relance se matérialisent. Les résultats ont été plus résilients que nous ne l'anticipions.

Sondage 2 : Etes-vous encore investis ou souhaitez-vous investir prochainement sur l'immobilier coté ?

1) OUI : 70%

2) NON : 30%

Quelles sont les perspectives sur la thématique, sur le fonds ?

La thématique immobilière continue de bénéficier :

- D'un surcroît de rendement par rapport au taux sans risque
- De flux de capitaux vers cette classe d'actifs dont le rendement paraît séduisant
- De la protection –relative- qu'offre l'immobilier vs le risque de résurgence de l'inflation consécutif aux colossales injections de liquidités de la part des banques centrales.

Le fonds reste positionné prudemment avec un taux d'exposition de seulement 17%. De même, sur la poche obligataire, nous nous sommes plutôt attachés à améliorer la qualité de crédit de nos émetteurs et à réduire notre exposition aux émetteurs les plus risqués. La saison de publication qui s'ouvre ne devrait pas être un catalyseur selon nous en particulier sur l'immobilier. Les risques sanitaires peuvent ressurgir et le potentiel de croissance des grandes économies mondiales est fragilisé par la montée de l'endettement.

Dans une configuration de marché haussier, le fonds risque de sous-performer du fait de sa faible exposition actions mais le fonds devrait inversement bien résister dans une configuration de marché baissier. Dans cette configuration, nous pourrions d'ailleurs pouvoir avantageusement redéployer la poche de cash dont nous disposons.

Communication à caractère promotionnel à destination d'une clientèle exclusivement professionnelle. Rédigé le 21.07.2020. 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 et auprès de : Keren Finance, 178, boulevard Haussmann - 75008 PARIS, France. Tél. : +33 1 45 02 49 00