



Note sectorielle : l'immobilier coté en Zone euro

Les marchés financiers : visionnaires avisés ou juges partiaux ?

Finalement peu importe !

Effectivement, il s'agit de l'amer constat que l'on peut faire suite à la succession d'événements que connaissent les foncières de commerce cotées en Bourse depuis le début de l'année. Après la faillite d'Intu Properties, une foncière anglaise, au mois de juin dernier, la recapitalisation d'Hammerson, une foncière disposant d'un portefeuille au Royaume-Uni et en France fin août, c'est à présent au tour d'Unibail-Rodamco-Westfield d'acter une dilution conséquente, en levant plus de la moitié de sa capitalisation boursière avec une décote importante. Il aurait fallu, toutes choses égales par ailleurs, une baisse de valorisation de ses immeubles de 30% pour retrouver le même niveau d'actif net... Les anticipations des marchés financiers, bonnes ou mauvaises, sont bien devenues autoréalisatrices. Si la crise sanitaire s'est révélée pénalisante pour le commerce, le niveau excessif d'endettement a permis la convergence entre les réalités boursières et économiques au détriment de la seconde.

Klépierre sera-t-elle la prochaine à être prise pour cible ? Comme le laisse suggérer la soudaine augmentation de positions "short⁽¹⁾" sur le titre – il est devenu compliqué, pour cause de pénurie, d'emprunter des titres Unibail-Rodamco-Westfield alors qu'il est encore possible de vendre à découvert Klépierre. Ou peut-on espérer entrevoir la lumière au bout du tunnel ?

Pour envisager un retour des investisseurs vers les centres commerciaux, plusieurs conditions devront être réunies :

- Un niveau de fréquentation stabilisé et proche de celui d'avant crise sanitaire,
- La certitude que le niveau de loyer actuel est viable pour les enseignes dans un contexte déflationniste, ou à défaut, que la remise "en valeur de marché" soit rapide et suffisante,
- Un retour des liquidités sur le marché de l'investissement,
- Un assainissement du bilan des foncières.



Paul Reuge

Gestionnaire
de R-co Thematic Real Estate
Rothschild & Co
Asset Management Europe

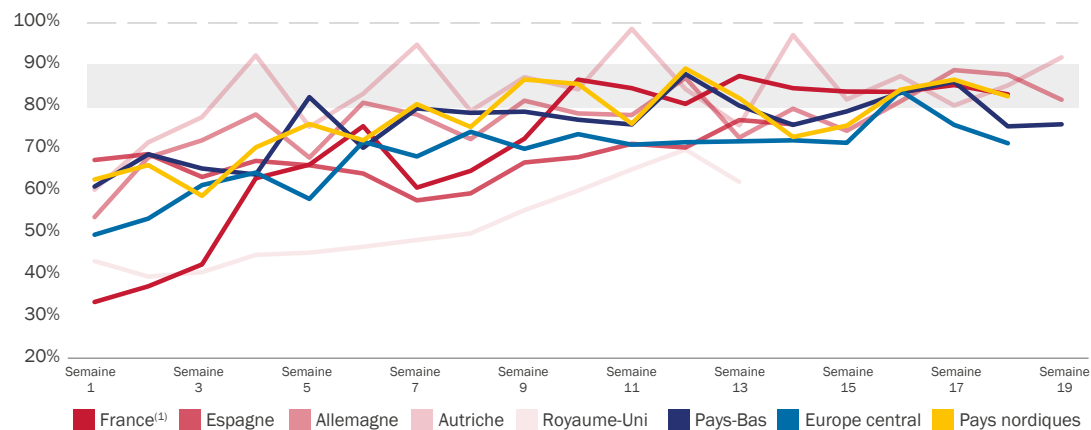


(1) Stratégie d'investissement consistant à prendre des positions vendeuses sur des actions dont on pense qu'elles se déprécieront.

Qu'en est-il aujourd'hui ?

Les chiffres publiés par Unibail-Rodamco-Westfield, particulièrement représentatif au niveau européen, sont encourageants en l'état, sauf à anticiper de nouvelles restrictions. En moyenne, la fréquentation comparée à 2019 est de -20% pour un chiffre d'affaires de -10% (le consommateur ne vient plus en famille) :

Évolution de la fréquentation des centres commerciaux d'Unibail-Rodamco-Westfield en 2020



	juin 2020 ⁽²⁾	Juillet 2020 ⁽²⁾	Début août 2020 ⁽²⁾⁽³⁾
	Ventes	Ventes	Ventes
France	-29%	-15%	-5%
Europe centrale	-25%	-14%	-13%
Espagne	-35%	-26%	-23%
Pays nordiques	-20%	-14%	-17%
Autriche	-14%	-10%	-16%
Allemagne	-18%	-15%	-16%
Pays-Bas	NA	NA	NA
Total Europe continentale	-26%	-16%	-12%
Royaume-Unis	-70%	-47%	-34%
Total Europe	-33%	-21%	-16%

(1) Hors Carrousel du Louvre et CNIT

(2) Hors Carrousel du Louvre.

(3) Données préliminaires au 15 septembre 2020.

Source : Unibail-Rodamco-Westfield, septembre 2020.

Le cas particulier des “retail park⁽²⁾” fait même état, à fin août, d'une fréquentation comparable à 2019⁽³⁾. On peut vraisemblablement estimer que ces chiffres vont continuer de s'améliorer une fois la crise sanitaire maîtrisée, l'incertitude demeure toutefois sur le maintien des loyers à leur niveau pré-Covid-19. La progression inexorable du e-commerce laisse à penser que la pandémie ne pourrait être qu'un catalyseur.

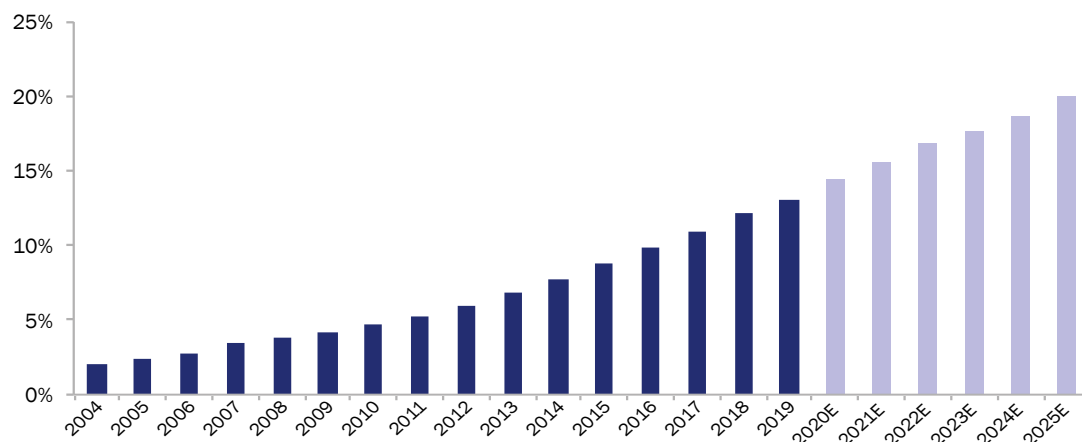


(2) Centres commerciaux à ciel ouvert.

(3) Source : Frey, septembre 2020.

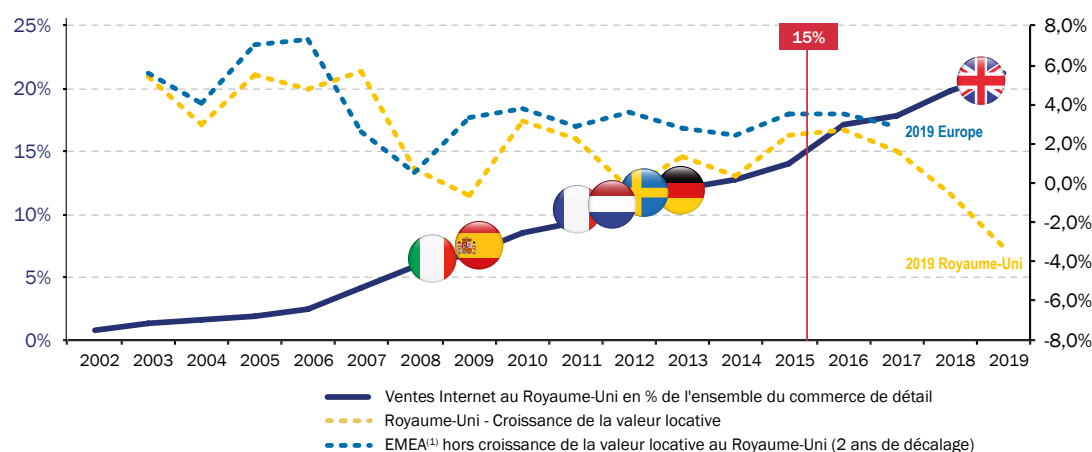
Les prévisions de parts de marché du commerce en ligne en Europe sont de 20% à horizon 2025, contre près de 13% actuellement. Les courbes d'expérience des pays les plus avancés, comme la Chine et le Royaume-Uni, font ressortir un seuil de 15% à partir duquel le commerce physique commence à pâtir du commerce en ligne.

Estimation du taux de pénétration du commerce en ligne en Europe d'ici 2025



Sources : Euromonitor International, Exane BNP Paribas estimates, septembre 2020.

Impact de l'augmentation des parts de marché du e-commerce sur la croissance des loyers (à périmètre constant)



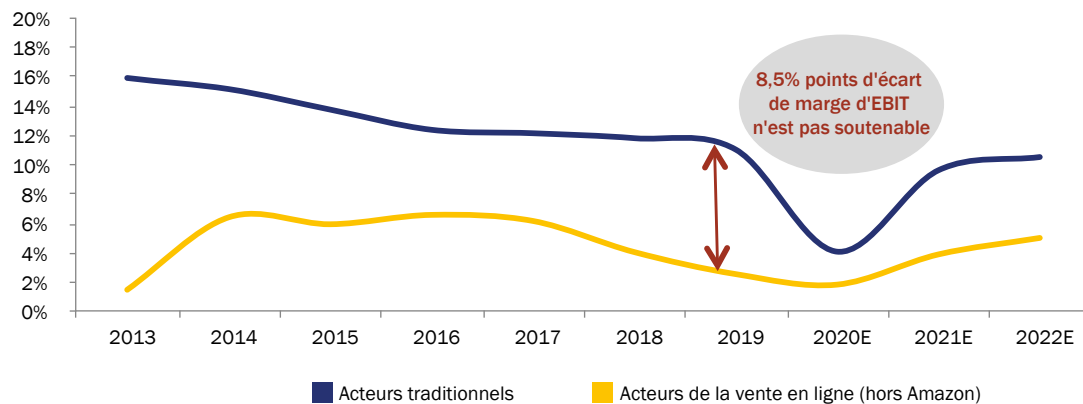
(1) Région économique qui regroupe les pays d'Europe, du Moyen-Orient et de l'Afrique.

Sources : BofA Global Research, ONS, HDE, Fevad-INSEE, Milan polytechnic, Netcomm, eMarketer, Company reports, septembre 2020.

Il est vraisemblable que ce seuil soit plus élevé en Europe continentale du fait d'un rapport historique davantage équilibré entre le coup d'occupation (loyers plus charges et taxes immobilières) et le chiffre d'affaires des commerçants, mais cela ne devrait vraisemblablement que repousser l'échéance. De même, la croissance de la consommation, déjà modérée en Europe continentale avant la crise sanitaire, ne compensera pas la perte de marge des enseignes occasionnée par l'augmentation de la vente en ligne.

En effet, les marges d'EBITDA⁽⁴⁾ du commerce physique sont bien supérieures à celle du commerce en ligne, par conséquent, toute progression des ventes en ligne conduit à une pression sur les marges et, *in fine*, sur les loyers.

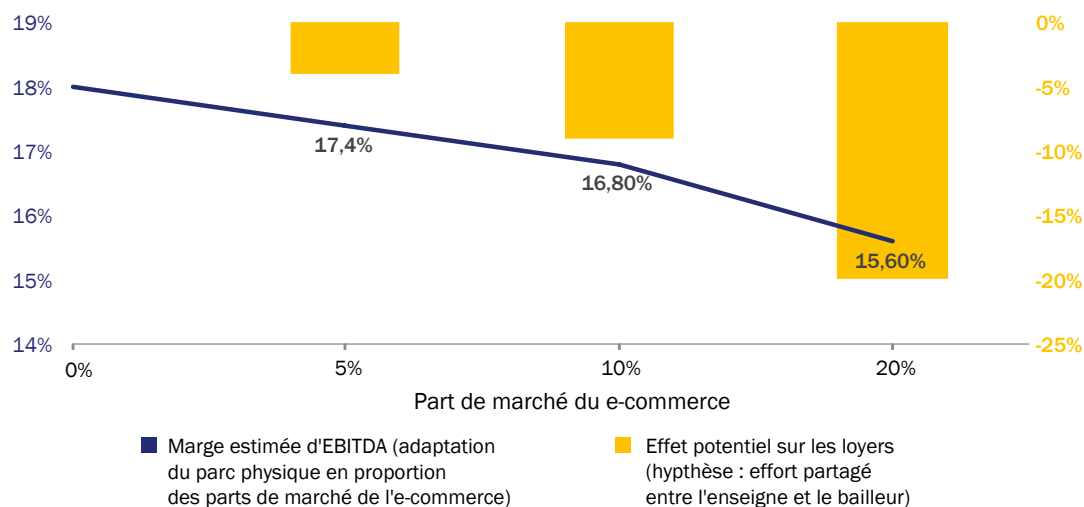
Écart de marge d'EBIT entre acteur traditionnel et en ligne dans le secteur de la vente de vêtements



Sources : BofA Global Research estimates, septembre 2020. Moyenne d'Asos, Farfetch, Revolve, Zalando, Zoho & Boohoo pour les acteurs de la vente en ligne.

On peut estimer une baisse moyenne de 15% à 20% des loyers une fois que l'e-commerce aura atteint 20% de part de marché, avec l'hypothèse d'un effort partagé entre enseignes et bailleurs (effort consenti sur le loyer permettant de diviser par deux la baisse de la marge d'EBITDA) :

Effet estimé du e-commerce sur les marges des enseignes et le niveau des loyers



Sources : BOFA, Rothschild & Co Asset Management Europe, septembre 2020.

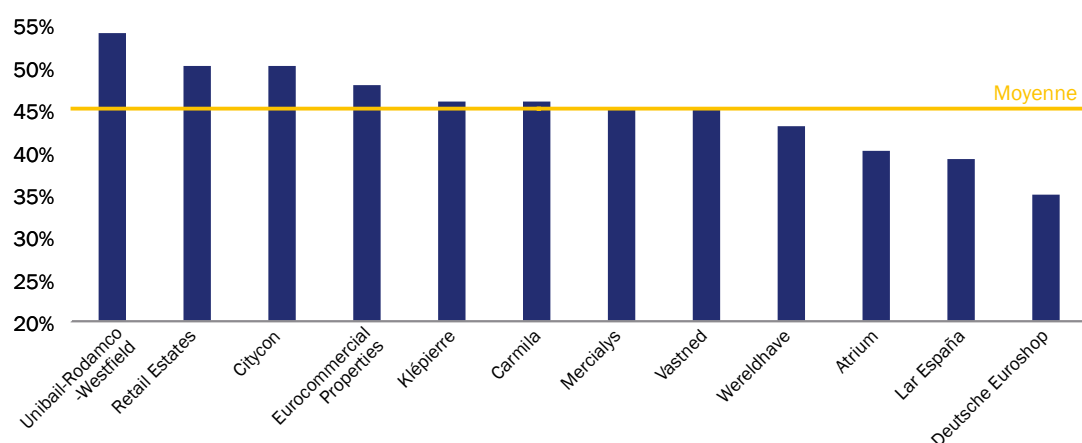
(4) Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization ou bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement. Indicateur financier calculé à partir des bénéfices d'une société avant que n'en soient soustraits les intérêts, les impôts et taxes, les dotations aux amortissements et les provisions sur immobilisations.

La qualité des actifs permettra de nuancer cette baisse, peut-être même de l'éviter pour les sites d'exception, accentuant la polarisation déjà commencée entre les différents formats de commerce (l'expérience de la crise sanitaire a montré que les actifs les plus résilients ne sont pas nécessairement les plus gros). La tendance va cependant rester déflationniste.

En ce qui concerne le marché de l'investissement, la transaction la plus importante de l'année reste celle annoncée par Unibail-Rodamco-Westfield fin 2019 et achevée au premier semestre 2020 pour 2 milliards d'euros. Réalisée sous la forme d'une "Joint-Venture⁽⁵⁾" elle n'a pas convaincu de la liquidité du portefeuille d'Unibail-Rodamco-Westfield. Des vendeurs forcés sont par ailleurs sur le marché, nous devrions avoir un peu plus de visibilité d'ici la fin de l'année sur l'ampleur de la baisse des valorisations.

Du côté du bilan des foncières, les ratios de dette plutôt élevés avant crise sanitaire pourraient fortement augmenter en cas de dégradation significative de la valeur des immeubles, cet élément est particulièrement préoccupant, puisque toute recapitalisation devient dilutive, enfermant les protagonistes dans un cercle vicieux (expliquant la réaction des cours de Bourse). Pour les foncières disposant de dettes obligataires, la dégradation de la notation ajoute une pression supplémentaire, comme dans le cas d'Unibail-Rodamco-Westfield.

Rapport entre la dette et la valeur du patrimoine



Sources : Kempen, Rothschild & Co Asset Management Europe, septembre 2020.

Les valorisations boursières intègrent-elles l'ensemble de ces éléments ?

Le niveau de décote actuel moyen sur actif net des foncières de commerce est de 60% (soit 30% sur actif brut⁽⁶⁾) ce qui revient à valoriser une baisse de valeur des actifs de 20%, à laquelle s'ajoute une augmentation de capital dont la taille correspondrait à la moitié de la capitalisation boursière.

Ce niveau de valorisation semble donc cohérent vis-à-vis des risques anticipés. Toutes bonnes nouvelles devraient profiter aux titres, pour autant, il est peu probable d'envisager une revalorisation massive, tant que les conditions précédemment évoquées ne seront pas réunies. Dans ce contexte, nous maintenons une exposition limitée sur le secteur des centres commerciaux à moyen long terme, tout en essayant de tirer profit à plus courte échéance de certains excès du marché.



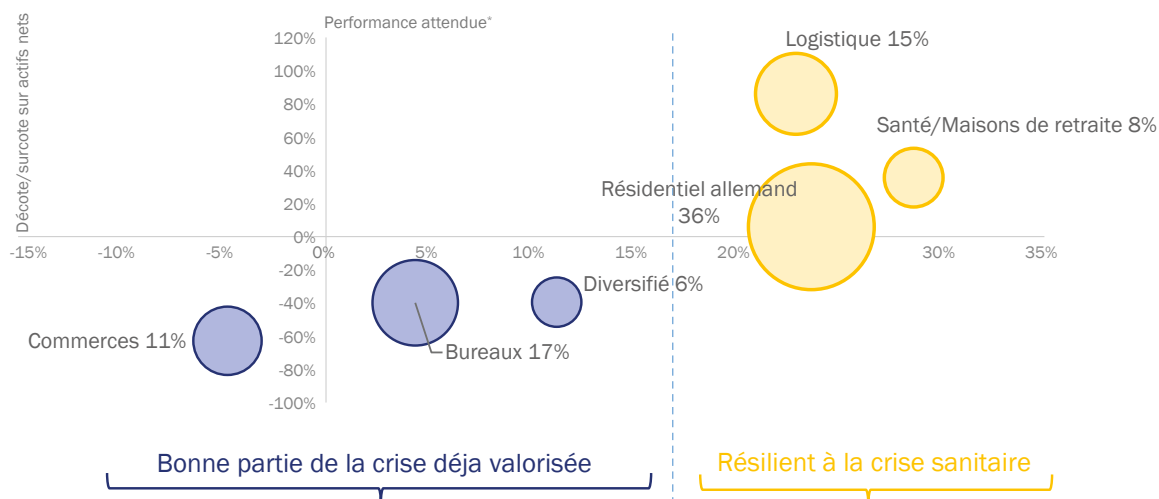
(5) Ou co-entreprise, consiste en la coopération entre plusieurs sociétés légalement et économiquement indépendantes, afin de réaliser un projet commun.

(6) Source : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management, octobre 2020.

Positionnement du fonds

Deux tiers du portefeuille sont investis dans des secteurs “covid-résilients”, soit le logement en Allemagne (36%), la logistique et les entrepôts (15%), ainsi que les actifs de santé (9%). Un peu moins d'un tiers est alloué aux actifs plus exposés, soit 11% pour les centres commerciaux et 17% pour les bureaux avec une approche prudente (sélection de foncières investies dans les quartiers centraux disposant d'un bilan solide et d'une valorisation attractive).

Répartition du portefeuille par classes d'actifs selon le niveau de décote/surcote au regard de la performance attendue



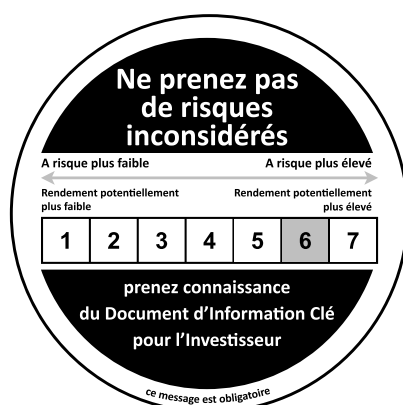
*Somme des dividendes et de la croissances/décroissance attendue de l'actif net à 3 ans.
Source : Rothschild & Co Asset Management, octobre 2020.

Achevé de rédiger le 15 octobre 2020

	2020	2019	2018	2017	2016	2015	5 ans	Volatilité 1 an
R-co Thematic Real Estate C EUR	-24,90%	21,63%	-7,47%	18,86%	4,52%	15,35%	9,23%	33,64%
IEIF Eurozone coupons nets réinvestis	-20,57%	21,45%	-9,88%	16,55%	3,59%	16,43%	9,66%	33,26%

Source : Rothschild & Co Asset Management Europe, 30/09/2020

Les chiffres cités ont trait aux mois et aux années écoulés. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.



Durée de placement recommandée : 5 ans

Le niveau de risque de ce compartiment est de 6 (volatilité comprise entre 15% et 25%) et reflète principalement son positionnement sur le marché des actions de sociétés françaises du secteur immobilier et de foncières européennes. Les données historiques utilisées pour le calcul de cet indicateur synthétique pourraient ne pas constituer une indication fiable du profil de risque futur du compartiment. La catégorie de risque associée au compartiment n'est pas garantie et pourra évoluer dans le temps à la hausse

comme à la baisse. La catégorie la plus faible ne signifie pas sans risque. Le compartiment n'est pas garanti en capital. Autres facteurs de risque importants, non pris en compte de manière adéquate par l'indicateur : risque de crédit, impact des techniques telles que des produits dérivés. La survenance de l'un de ces risques pourra entraîner une baisse de la valeur liquidative du compartiment. Pour de plus amples informations sur le profil de risque et ses principaux contributeurs, merci de vous référer au prospectus.



Retrouver toutes les
informations sur
am.eu.rothschildandco.com



Rothschild & Co
Asset Management

Avertissements

Document à caractère non publicitaire, simplifié et non contractuel. Les informations, commentaires et analyses contenus dans ce document sont fournis à titre purement informatif et ne sauraient être considérés comme un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management Europe. Les informations/opinions/données contenues mentionnées dans ce document, considérées comme légitimes et correctes le jour de leur publication, conformément à l'environnement économique et financier en place à cette date, sont susceptibles d'évoluer à tout moment.

Bien que ce document ait été préparé avec le plus grand soin à partir de sources réputées fiables par Rothschild & Co Asset Management Europe, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient, qui n'ont qu'une valeur indicative et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Rothschild & Co Asset Management Europe n'a pas procédé à une vérification indépendante des informations contenues dans ce document et ne saurait donc être responsable de toute erreur ou omission, ni de l'interprétation des informations contenues dans ce document. Toutes ces données ont été établies sur la base d'informations comptables ou de marché. Les données comptables n'ont pas toutes été auditées par un commissaire aux comptes.

En outre, compte tenu du caractère subjectif de certaines analyses, il convient de souligner que les informations, projections, estimations, anticipations, hypothèses et/ou opinions éventuelles ne sont pas nécessairement mises en pratique par les équipes de gestion de Rothschild & Co Asset Management Europe ou de ses affiliés, qui agissent en fonction de leurs propres convictions. Certains énoncés prévisionnels sont préparés sur la base de certaines hypothèses, qui pourront vraisemblablement différer soit partiellement, soit totalement de la réalité. Toute estimation hypothétique est, par nature, spéculative et il est envisageable que certaines, si ce n'est l'ensemble, des hypothèses relatives à ces illustrations hypothétiques ne se matérialisent pas ou diffèrent significativement des déterminations actuelles. La présente analyse n'est valable qu'au moment de la rédaction du présent rapport.

R-co Thematic Real Estate est un compartiment de la Société d'Investissement à Capital Variable de droit français "R-Co", dont le siège social est 29, avenue de Messine – 75008 Paris, immatriculée 844 443 390 RCS PARIS. Les informations ne présumant pas de l'adéquation de l'OPC présenté au profil et à l'expérience de chaque investisseur individuel. Rothschild & Co Asset Management Europe ne saurait être tenu responsable d'aucune décision prise sur le fondement des éléments contenus dans ce document ou inspirée par eux. En cas de doute, et avant toute décision d'investir, nous vous recommandons de prendre contact avec votre conseiller financier ou fiscal. L'Organisme de Placement Collectif (OPC) présenté ci-dessus est organisé selon la loi française, et réglementé par l'Autorité des marchés financiers (AMF). L'investissement dans des parts ou actions de tout OPC n'est pas exempt de risques. Avant tout investissement, il est impératif de lire attentivement le DICI et prospectus de l'OPC, et plus particulièrement sa section relative aux risques. Chaque investisseur doit également s'assurer des juridictions dans lesquelles les parts ou actions de l'OPC sont enregistrées. Le DICI/prospectus complet est disponible sur notre site Internet : www.am.eu.rothschildandco.com. La valeur liquidative (VL) / valeur nette d'inventaire (VNI) est disponible sur notre site internet. Les informations présentées ne sont pas destinées à être diffusées et ne constituent en aucun cas une invitation à destination de ressortissants des États-Unis ou de leurs mandataires. Les parts ou actions de l'OPC présenté dans ce document ne sont pas et ne seront pas enregistrées aux États-Unis en application du U.S. Securities Act de 1933 tel que modifié ("Securities Act 1933") ou admises en vertu d'une quelconque loi des États-Unis. Ces parts ou actions ne doivent ni être offertes, vendues ou transférées aux États-Unis (y compris dans ses territoires et possessions) ni bénéficier, directement ou indirectement, à une "U.S. Person" (au sens du règlement S du Securities Act de 1933) et assimilées (telles que visées dans la loi Américaine dite "HIRE" du 18/03/2010 et dans le dispositif FATCA).

Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, et ne sont pas constantes dans le temps. La valeur des investissements et des revenus en découlant peut varier à la hausse comme à la baisse, et n'est pas garantie. Il est donc possible que vous ne récupériez pas le montant initialement investi. Les variations des taux de change peuvent affecter à la hausse comme à la baisse la valeur des investissements et des revenus en découlant, lorsque la devise de référence de l'OPC est différente de la devise de votre pays de résidence. Les OPC dont la politique d'investissement vise plus particulièrement des marchés ou secteurs spécialisés (comme les marchés émergents) sont généralement plus volatils que les fonds plus généralistes et d'allocation diversifiée. Pour un OPC volatil, les fluctuations peuvent être particulièrement importantes, et la valeur de l'investissement peut donc chuter brusquement de façon importante. Les performances présentées ne tiennent pas compte des éventuels frais et commissions perçus lors de la souscription et rachat des parts ou actions de l'OPC concerné. Les portefeuilles, produits ou valeurs présentés sont soumis aux fluctuations du marché et aucune garantie ne peut être donnée quant à leur évolution future. Le traitement fiscal dépend de la situation individuelle de chaque investisseur, et peut faire l'objet de modifications.

Édité par Rothschild & Co Asset Management Europe, Société de gestion de portefeuille au capital de 1 818 181,89 euros, 29, avenue de Messine – 75008 Paris. Agrément AMF N° GP 17000014, RCS Paris 824 540 173.

Toute reproduction partielle ou totale de ce document est interdite, sans l'autorisation préalable de Rothschild & Co Asset Management Europe, sous peine de poursuites.

À propos de la division Asset Management de Rothschild & Co

Division spécialisée en gestion d'actifs du groupe Rothschild & Co, nous offrons des services personnalisés de gestion à une large clientèle d'investisseurs institutionnels, d'intermédiaires financiers et de distributeurs. Nous articulons notre développement autour d'une gamme de fonds ouverts, commercialisés sous quatre marques fortes : Conviction, Valor, Thematic et 4Change, et bénéficiant de nos expertises de long terme en gestion active et de conviction ainsi qu'en gestion déléguée. Basés à Paris et implantés dans 10 pays en Europe, nous gérons plus de 21 milliards d'euros et regroupons près de 170 collaborateurs. Plus d'informations sur : www.am.eu.rothschildandco.com