



Note sectorielle : l'immobilier coté en Zone euro

Face à la 5^{ème} vague et presque deux ans après le début de la crise sanitaire, quelle est la situation du secteur et les perspectives 2022 ?

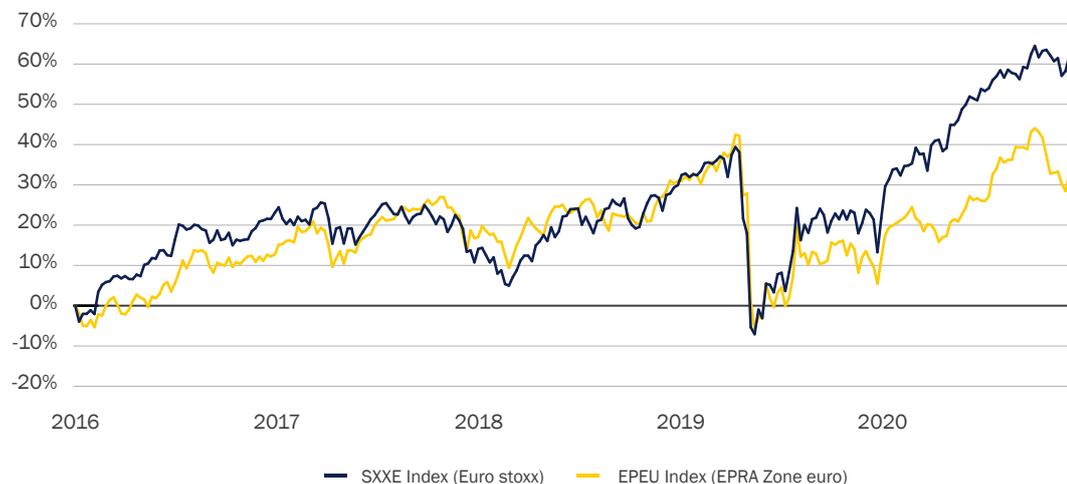
Le secteur immobilier coté ne s'est pas encore complètement remis de la crise sanitaire en comparaison à d'autres secteurs. La performance de l'indice EPRA Zone euro est ainsi en retrait depuis le point bas des marchés atteint en mars 2020.

Ce constat n'est pas surprenant à la vue des multiples confinements et mesures de restriction qui ont durement frappé des pans entiers de l'industrie immobilière (commerces, hôtellerie, bureaux).



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

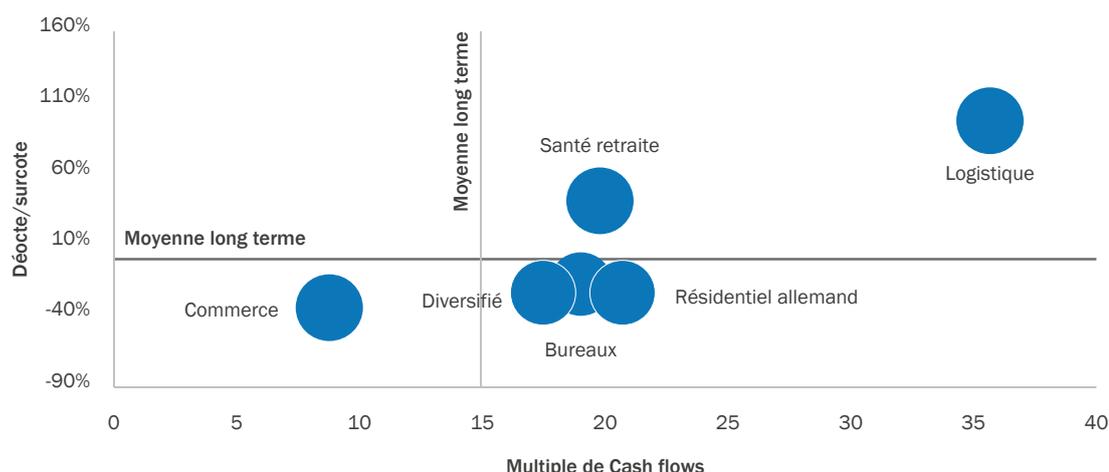
Evolution indicielle



Source : Bloomberg, novembre 2021.

Pour autant, certains secteurs ont profité de la crise (logistique, actifs de santé) conduisant à une divergence de performance et de valorisation exceptionnelle. Les investisseurs acceptent ainsi de payer en moyenne plus de 35 fois les cash flows 2022 pour les secteurs de la logistique et des surcotes sur actifs nets (estimés à fin 2021) supérieures à 100%, tout en restant méfiants à 8,7 fois les cash flows et 40% de décote pour les centres commerciaux.

Polarisation du secteur



Source : Rothschild&Co Asset Management Europe, novembre 2021.

Si le premier semestre a permis un début de normalisation avec la bonne performance des foncières de commerce, la tendance s'est à nouveau inversée dès le mois de juin, les investisseurs craignant les conséquences sur l'économie de l'arrivée du variant Delta et des problématiques sur les chaînes d'approvisionnement. La baisse concomitante des taux réels a une nouvelle fois favorisée les valeurs de "croissance⁽¹⁾" du secteur au détriment de la "value⁽²⁾".

Il aura fallu attendre les bonnes publications du troisième trimestre, confirmant le retour du consommateur dans les centres commerciaux avec la normalisation de la situation sanitaire, pour que les investisseurs semblent à nouveau s'intéresser aux foncières de commerce.

	Moyenne T3 21 par rapport au T3 19	
	Europe*	USA**
Taux de collecte des loyers	90%	97%
Fréquentation	81%	95%
Chiffres d'affaires des commerçants	-6,50%	11%
Volume de négociation des baux	~15%	20%
Taux d'occupation	95,2% (-1,88%)	93% (-3,6%)
Reversion moyenne	-0,90%	-20%
Multiple de cash flows 2022	9,5	15,0
LTV (rapport entre la dette et la valeur du patrimoine)	42%	45%

* Données basées sur un échantillon de foncières européennes.

** Données Simon Property.

Sources : Invest Securities, UBS, Bloomberg, Rothschild&Co Asset Management Europe, novembre 2021.

Toutefois, le potentiel de revalorisation est encore significatif, surtout si l'on observe la situation aux USA où les performances boursières des foncières de commerces à fin novembre depuis le début de l'année dépassent les 50% (~70% pour Simon property) alors que le taux de pénétration du e-commerce est supérieur à la moyenne d'Europe continentale (proche de 20% contre un peu moins de 15%) et la densité des centres commerciaux plus de 5 fois supérieure !

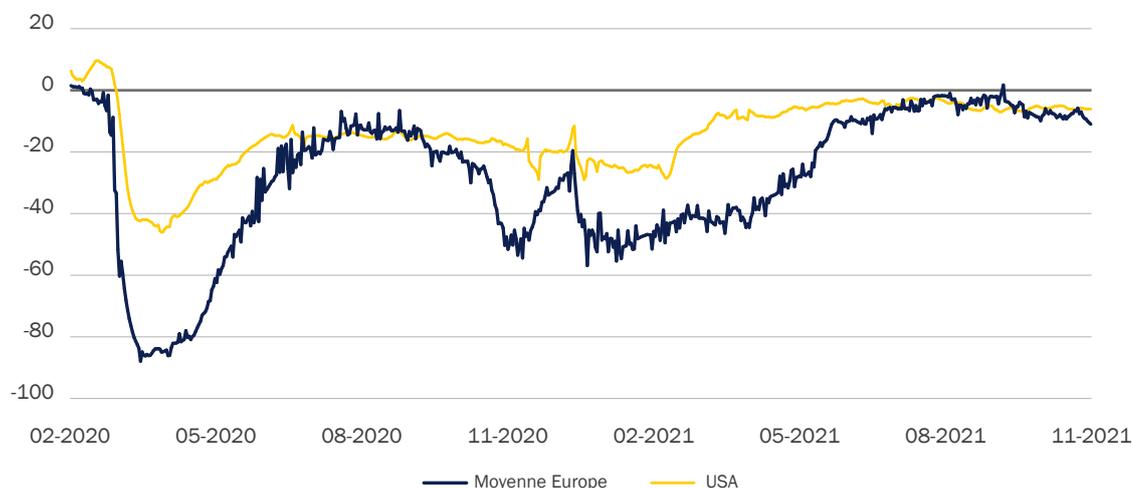
Le "retail apocalypse" annoncé par certains ne s'est pas produit outre atlantique, seule l'Europe continentale semble encore le valoriser en bourse...

(1) L'investisseur privilégiant le style "croissance" se focalise principalement sur le potentiel de croissance des bénéfices des sociétés en espérant que la croissance du chiffre d'affaires et des résultats soit supérieure à celle de son secteur ou à la moyenne du marché.

(2) Titres sous-évaluées par le marché à un instant donné, c'est-à-dire dont la valorisation boursière est inférieure à ce qu'elle devrait être au regard des résultats et de la valeur des actifs de l'entreprise.

Si certains indicateurs sont encore en retard par rapport aux USA, ils reflètent vraisemblablement le décalage entre les reprises économiques et les mesures de restrictions sanitaires :

Indice de mobilité Google USA vs Europe



Source : Google mobility, novembre 2021.

Il est vraisemblable que l'arrivée de la cinquième vague du Covid-19 retarde une nouvelle fois ce rattrapage, cependant les conséquences économiques de chaque nouvelle flambée épidémique ont jusqu'à présent suivi une règle de décroissance. On peut donc raisonnablement anticiper la poursuite de cette tendance et garder à l'esprit qu'il faudrait une fermeture des commerces en 2022 supérieure à 2.5 mois pour inverser la tendance haussière des loyers et des cash flows. Si ce cas de figure particulièrement pessimiste ne peut pas être totalement exclu (inefficacité des vaccins et autres traitements, dangerosité accrue des futurs variants etc...) il est pour une bonne partie déjà valorisé en bourse puisque à 8.7x les cash flows⁽³⁾, le multiple est déjà amputé de 30% (correspondant à l'impact de 2.5 mois de fermeture sur les cash flows) vis-à-vis d'une moyenne long terme estimée à 12X (et elle-même amputée de 20% sur la moyenne près covid de 15x).

Les goulots d'étranglement des chaînes d'approvisionnement vont en revanche certainement porter préjudice aux ventes des commerçants (virtuels et physiques), c'est l'exemple récent de Gap, qui en dépit de ventes supérieures à 2019, a été pénalisé dans ses approvisionnements par les fermetures d'usines au Vietnam. Pour autant, ce risque ne s'applique pas de façon uniforme à toutes les enseignes. Certaines disposent d'approvisionnements locaux, d'autres ont activé des leviers logistiques (contournement des ports engorgés, extension des horaires de livraison des magasins, location en propre de fret maritime etc...). **Tant que la demande restera forte, soutenue par l'excès d'épargne et la reprise économique, le bilan final devrait rester favorable aux commerçants.**

Est-ce que la hausse de l'inflation et la repentification plausible de la courbe des taux post pandémie pourraient nuire au secteur et en particulier compromettre le rattrapage de valorisation des foncières de commerce ?

Historiquement, c'est lorsque les chocs inflationnistes sont synonymes de récession que les effets sur l'économie immobilière sont potentiellement plus délétères que l'inflation à proprement parlé.

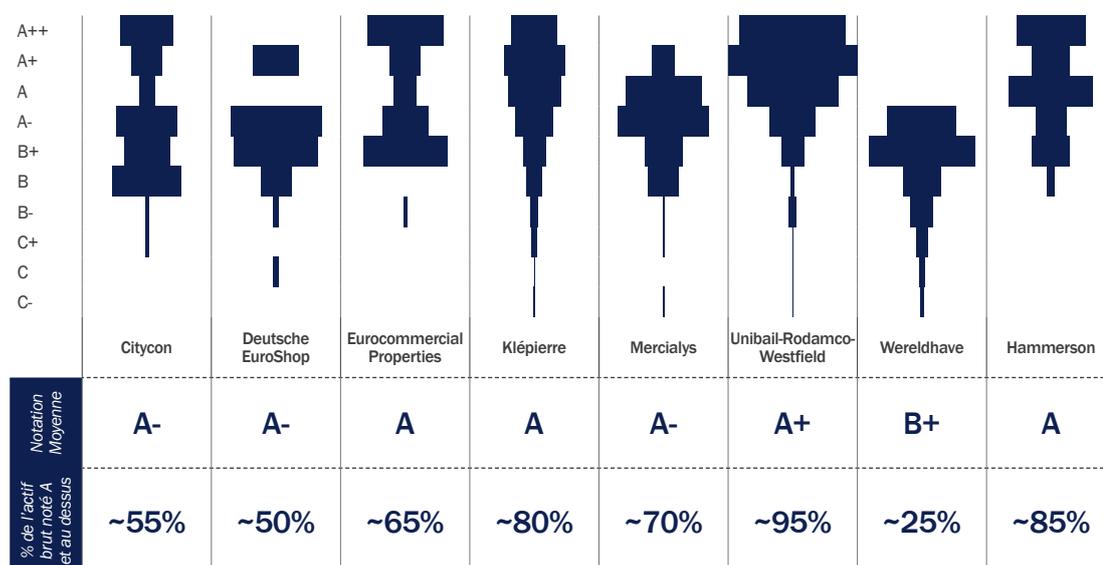
La question est donc de savoir si le niveau de croissance actuel élevé (+4,3% en 2022 attendu par la Commission Européenne avant ajustement de l'effet Omicron) peut se maintenir, auquel cas les foncières n'auront pas de difficulté à capter l'inflation via l'indexation contractuelle de leurs baux et absorber une hausse de taux (proportionnée à l'inflation et la croissance). Ce scénario reste favorable aux enseignes et donc aux foncières de commerce.

Si le choc d'offre actuel venait à réduire considérablement la croissance, sans pour autant produire d'effets déflationnistes (stagflation), seuls les bailleurs disposant d'actifs primes, à même de concentrer la demande des locataires, seront en mesure de capter l'inflation dans les loyers.

(3) Source : Rothschild & Co Asset Management Europe, 30/11/2021.

La qualité du patrimoine des foncières de centres commerciaux (hormis Wereldhave) bien au-dessus de la moyenne du marché devrait permettre de défendre les valeurs locatives :

Classement par note des centres commerciaux détenus par les foncières ⁽¹⁾



(1) au Pro-rata des participations dans les centres.
Source : Green Street, novembre 2021.

Positionnement du portefeuille :

À la lumière des éléments près cités, nous restons investis dans les foncières de commerce et ce en dépit de la rechute épidémique que nous traversons. Nous estimons que la valorisation actuelle présente un risque asymétrique, puisqu'elle reflète d'ores et déjà une évolution très pessimiste de la situation sanitaire (soit une fermeture des commerces en 2022 aussi sévère qu'en 2021). On dispose en outre d'éléments tangibles (délais de fabrication d'un nouveau vaccin et durée de la saison hivernale) permettant d'envisager un report de la croissance du premier au second trimestre le cas échéant. Les investisseurs devraient alors donner rapidement crédit à un ensemble d'éléments positifs pour les foncières de commerce qui sont :

- L'effet d'une année avec moins, voire aucune restriction sur les revenus,
- Prévision de croissance économique forte,
- Épargne accumulée très importante,
- Qualité des actifs toujours recherchés par les enseignes.

Le redressement significatif de la valorisation des foncières de centres commerciaux outre atlantique observé jusqu'à présent valide ce scénario.

Nous restons par ailleurs prudents au regard des niveaux de valorisation atteints par certaines classes d'actifs (logistique, santé, stockage) boostées par la crise du Covid et les excès de liquidité. Ces valorisations ne laissent pas de place à de moins bonnes nouvelles, nous concentrons ainsi les investissements sur les quelques dossiers encore accessibles. Concernant les classes d'actifs dont la valorisation est située entre ces deux extrêmes, le résidentiel allemand présente un point d'entrée à nouveau attractif dans la perspective d'une levée du risque politique sur la revalorisation des loyers. La mise en place d'un cadre réglementaire par la nouvelle coalition pourrait précipiter le retour des investisseurs si celui-ci préserve les intérêts des bailleurs. Les foncières de bureaux restent quant à elles pénalisées par le manque de visibilité sur les conséquences du télétravail. La demande des utilisateurs reste toutefois soutenue pour les actifs récents répondant aux meilleures normes environnementales. On peut ainsi trouver des opportunités d'investissements attractives.

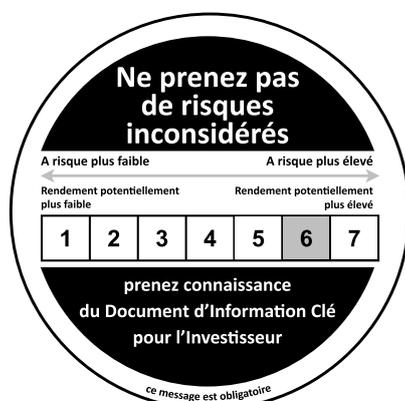
Achévé de rédiger le 8 décembre 2021

	YTD	2020	2019	2018	2017	2016	5 ans	Volatilité 1 an
R-co Thematic Real Estate C EUR	3,3%	-22,8%	21,6%	-7,5%	18,9%	4,5%	2,1%	15,0%
IEIF Eurozone coupons nets réinvestis	-1,4%	-10,7%	21,5%	-9,9%	16,5%	3,6%	3,9%	12,7%

Source : Rothschild & Co Asset Management Europe, 30/11/2021.

Les performances sont calculées nettes de frais de gestion, dividendes réinvestis.

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. Risque de perte en capital.



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.

Avant tout investissement, il est impératif de lire attentivement le **DICI** et prospectus de l'OPC, et plus particulièrement sa section relative aux risques et aux frais, disponibles sur le site Internet de Rothschild & Co Asset Management Europe : am.eu.rothschildandco.com

Les commentaires contenus dans ce document ne sauraient être considéré comme un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management Europe.

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 présument 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 23 milliards d'euros et regroupons près de 160 collaborateurs. Plus d'informations sur : www.am.eu.rothschildandco.com



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

