

## Note sectorielle : l'immobilier coté en Zone euro



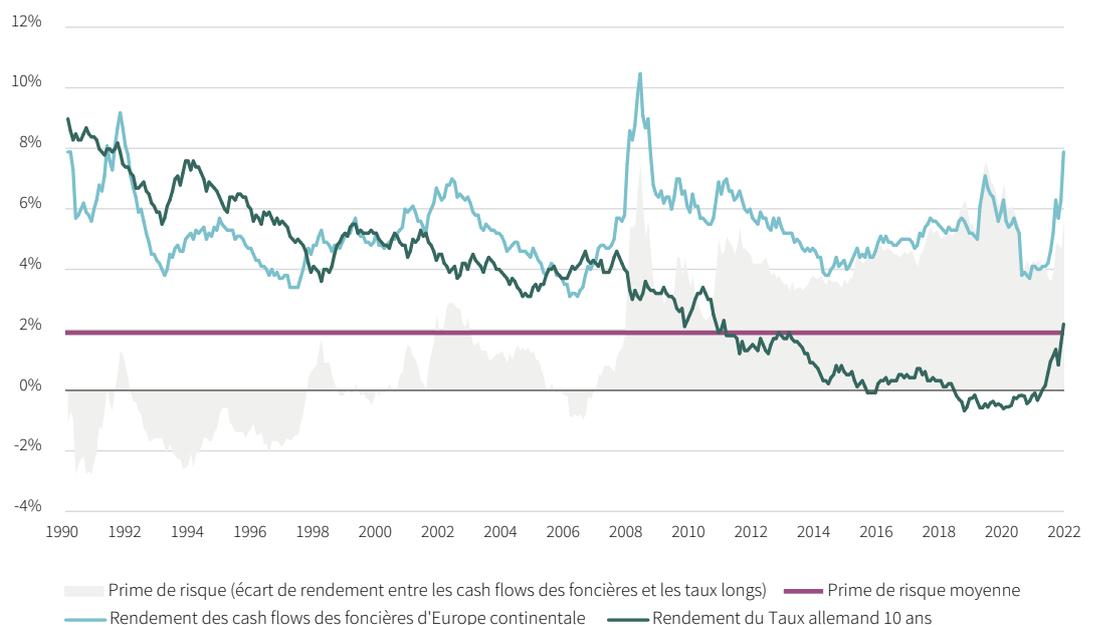
**Paul Reuge**  
Gestionnaire de  
R-co Thematic Real Estate

La baisse marquée des foncières en bourse depuis le début de l'année fait ressortir un écart de valorisation avec leurs actifs nets (soit leurs valeurs selon les valorisations des marchés immobiliers directs) de presque 45% à fin septembre<sup>(1)</sup>, un plus haut depuis la grande crise financière de 2008. Retraité de l'endettement, un immeuble coté en bourse vaut donc 30% de moins que sa valeur sur les marchés immobiliers à dire d'experts<sup>(2)</sup> !

### Comment expliquer un tel écart ?

Les marchés financiers valorisent, à travers la décote actuelle, à la fois la hausse spectaculaire des coûts de financement observée depuis le début de l'année (passés de 1% à plus de 4% en l'espace de 9 mois sur les marchés obligataires<sup>(3)</sup>) et la baisse attendue du prix des immeubles pour aligner les rendements locatifs avec la hausse du rendement des emprunts d'états.

### Historique de rendement des cashs flows du secteur depuis 32 ans



Source : Datastream, EPRA, septembre 2022.

(1) Sources : Bloomberg, sociétés, Rothschild & Co Asset Management Europe, septembre 2022.

(2) Source : Expertises immobilières des sociétés, juillet 2022.

(3) Source : Bloomberg, septembre 2022.

Les performances passées ne présument pas des performances futures.



Appliquée sans discernement aux comptes de résultat des foncières, la hausse des coûts de financement amputerait les *cash flows*<sup>(4)</sup> d'environ -30%<sup>(5)</sup>. Cela ferait passer le rendement des *cash flows* au 29 septembre dernier de 8% à 5,6%<sup>(6)</sup>. La prime de risque moyenne du secteur depuis 1990 étant de 1,9%, on en déduit une valorisation implicite des emprunts d'état à 10 ans (Bund 10 ans) de 3,6% (actuellement autour de 2%)<sup>(7)</sup>.

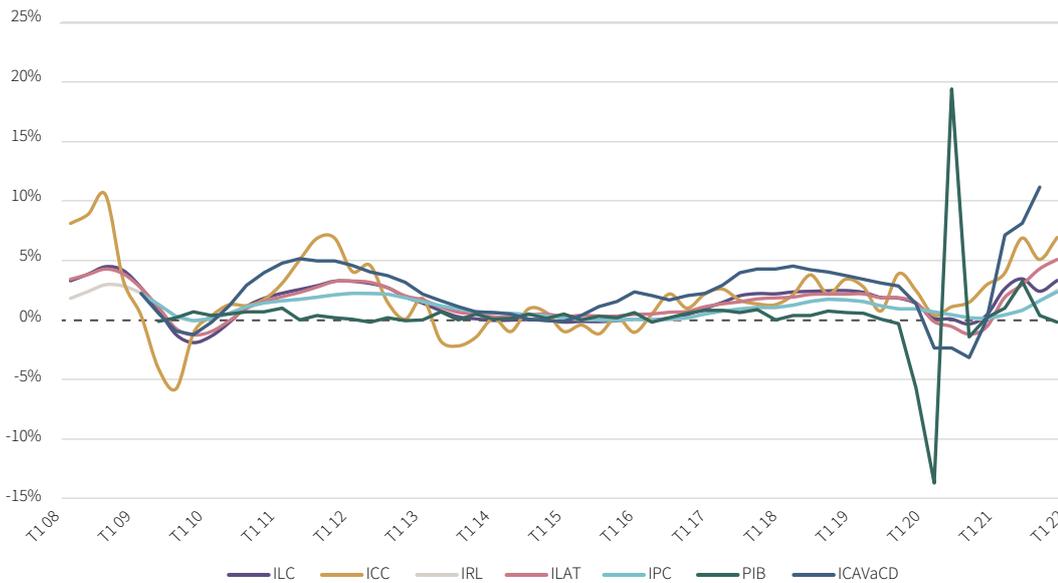
S'il est particulièrement difficile d'appréhender le point haut des taux longs, la valorisation actuelle nous paraît toutefois excessive à plus d'un titre. En premier lieu, la dette des foncières est couverte et dispose d'une maturité moyenne de 6,5 années<sup>(8)</sup>. Dans l'hypothèse où les coûts de financement actuellement observés sur les marchés obligataires devenaient la nouvelle norme, leur pleine diffusion aux *cash flows* serait étalée dans le temps. En outre, les foncières ont la possibilité de diversifier leurs sources de financement. L'entreprise Covivio a, par exemple, annoncé la signature pour 485 millions d'euros de ligne de crédit début septembre à un coût moyen de 2,5% soit un niveau bien inférieur aux taux du marché obligataire<sup>(9)</sup>.

La probabilité de voir baisser les *cash flows* de 30% sous l'effet de la hausse des coûts de financement est donc faible, en outre le marché semble oublier que la hausse des taux est le pendant de l'inflation qui va, en partie, être captée par les foncières à travers les clauses d'indexation des loyers.

## Les marchés auraient-ils oublié l'indexation ?

L'indexation des baux va représenter un puissant moteur de croissance des loyers l'an prochain, les foncières vont en bénéficier alors même que la hausse de la charge financière va être modérée pour les raisons précitées :

### Évolution des indices de loyers et de leurs composants



Sources : INSEE, septembre 2022.

Les *cash flows* vont donc mécaniquement augmenter, et même si l'on assiste à un retournement économique conséquent, nous estimons qu'il faudrait 30% de baisse des loyers renégociés pour effacer une indexation de +3% (sur la base d'un renouvellement annuel de 10% de la base locative) !

(4) Flux de trésorerie.

(5) Source : Rothschild & Co Asset Management Europe, septembre 2022.

(6) Source : Rothschild & Co Asset Management Europe, septembre 2022.

(7) Sources : Rothschild & Co Asset Management Europe, Exane, Bloomberg, septembre 2022.

(8) Sources : Sociétés, Rothschild & Co Asset Management Europe, septembre 2022.

(9) Source : Société, Bloomberg, septembre 2022.

Les informations ci-dessus ne constituent pas un conseil placement ou une recommandation d'investissement.

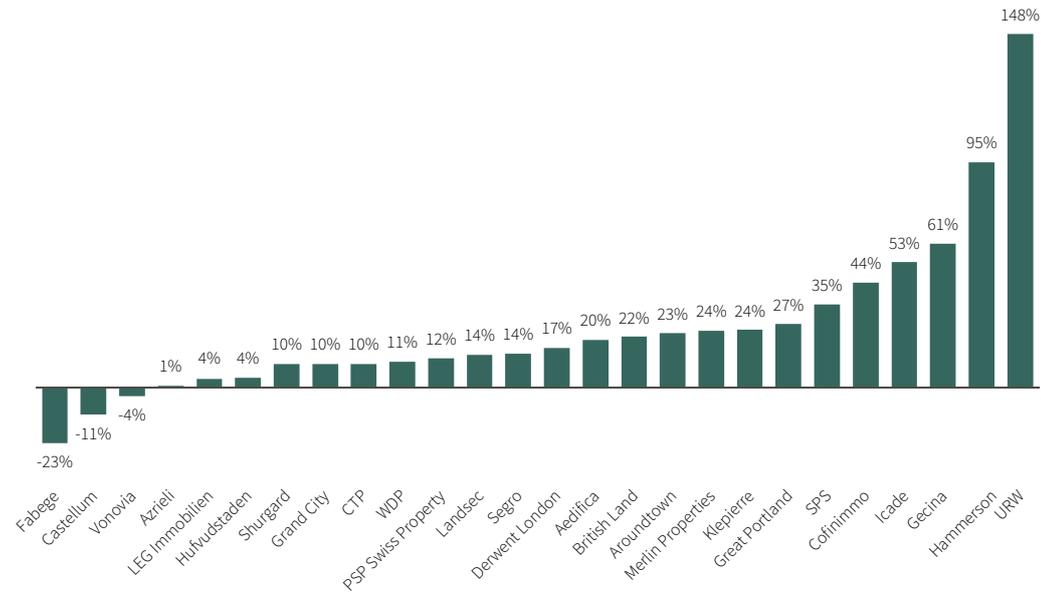


## Plus que la hausse du coût de l'argent, serait-ce le risque de liquidité qui fait peur au marché ?

Moins de 20% de la dette du secteur arrive à échéance d'ici 2024<sup>(10)</sup>. Seules les foncières d'Europe du Nord, hors Zone euro, font face à une situation bilancielle tendue, susceptible de conduire à des recapitalisations dilutives :

### Niveaux de liquidité au sein du secteur

Liquidité excédentaire pour les maturités 2022-2023, en % de la capitalisation boursière



Sources : Sociétés, UBS, Rothschild & Co Asset Management Europe, septembre 2022.

Du côté des ratios d'endettement, ils évoluent en moyenne dans une zone acceptable, soit 40% <sup>(11)</sup> pour la *loan-to-value*<sup>(12)</sup> et 10,7% <sup>(11)</sup> pour la dette nette sur Ebitda<sup>(13)</sup>, laissant ainsi suffisamment de marge pour ne pas atteindre les covenants<sup>(13)</sup> et précipiter un appel au marché dilutif.

### Un risque en capital que le niveau de décote tend à modérer, doublé d'un portage attractif :

En moyenne, les dividendes représentent 6% de la capitalisation boursière du secteur et on peut dépasser 10% pour certaines foncières<sup>(15)</sup>. Cette distribution est économiquement pérenne et va bénéficier de l'indexation.

La décote actuelle va vraisemblablement faire office d'amortisseur face à une baisse des valorisations. La hausse des taux d'intérêt va sans aucun doute se répercuter dans les valorisations sur les marchés privés, mais une baisse des valeurs de 30% (correspondant à la valorisation en bourse) alors même que les loyers vont profiter de l'indexation est très pessimiste, laissant un espace de revalorisation au secteur,

(10) Sources : Sociétés, Rothschild & Co Asset Management Europe, septembre 2022.

(11) Source : UBS, septembre 2022.

(12) Indicateur de risque utilisé lors du financement à crédit d'un actif immobilier correspondant au rapport entre l'endettement et la valeur des actifs immobiliers.

(13) Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization : Bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements

(14) Clauses, insérées dans des contrats de prêts imposant au débiteur le respect d'engagements spécifiques tels que les ratios financiers.

(15) Sources : Sociétés, Rothschild & Co Asset Management Europe, septembre 2022.

Les informations ci-dessus ne constituent pas un conseil placement ou une recommandation d'investissement.



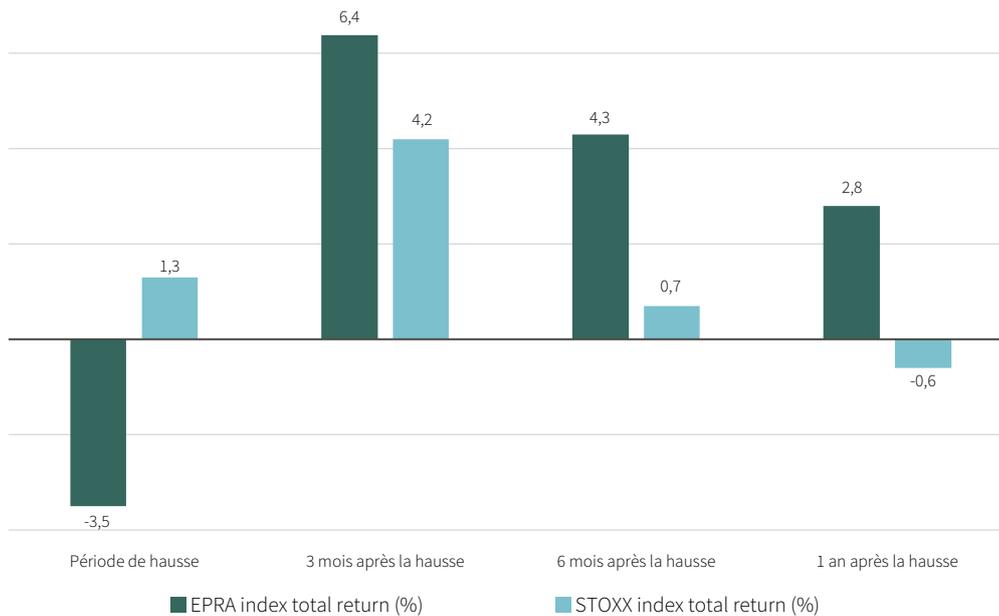
une fois le stress des marchés obligataires retombé.

## Le comportement relatif du secteur, par rapport aux actions généralistes lors des précédentes phases haussières des taux, laisse envisager un retour à meilleur fortune

L'analyse de la performance des foncières vis-à-vis des actions généralistes lors des précédentes phases de hausse des taux montre que les foncières ont initialement tendance à sous-performer les actions "généralistes" puis à surperformer dans les 3, 6 et 12 mois

### Comportement du marché actions généralistes par rapport au secteur en période de hausse de taux

En %



Source : Kempen, septembre 2022.

suivant la hausse des taux. Ce schéma semble se reproduire actuellement.

## Conclusion

La valorisation des foncières cotées est proche de ses points bas historiques. Les marchés valorisent à l'excès la hausse des taux et occultent sa contrepartie positive : l'inflation, supposant que le ralentissement économique provoqué par la fin des politiques monétaires accommodantes ne permettra pas aux bailleurs de facturer l'inflation aux locataires.

Nous pensons que cette analyse est trop pessimiste, les foncières, si elles ne passent pas l'inflation dans sa totalité, seront toutefois en mesure d'appliquer une indexation généreuse qui va soutenir la croissance des *cash flows* en 2023 et devrait par conséquent se refléter dans la valorisation des sociétés. Dans l'attente, l'investisseur patient peut profiter du portage attractif du fonds de 5,9%<sup>(15)</sup>.

Achévé de rédiger le 29 septembre 2022

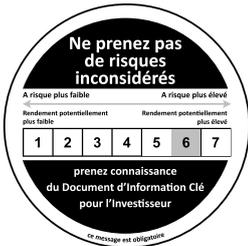
(15) Source : Rothschild & Co Asset Management Europe, septembre 2022.



Performances	Depuis le début de l'année						Volatilité 1 an
		2021	2020	2019	2018	2017	
R-co Thematic Real Estate C EUR	-16,0%	6,6%	-22,8%	21,6%	-7,5%	18,9%	20,2%
IEIF Eurozone coupons nets réinvestis <sup>(1)</sup>	-26,7%	2,1%	-10,7%	21,5%	-9,9%	16,6%	19,7%

(1) Indice de référence

Sources : Rothschild & Co Asset Management Europe, 31/08/2022.



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](http://am.eu.rothschildandco.com)

Les performances passées ne présument pas des performances futures.

Les informations ci-dessus ne constituent pas un conseil placement ou une recommandation d'investissement.



## Disclaimer

Document à caractère 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](http://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 Etats 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 Etats-Unis. Ces parts ou actions ne doivent ni être offertes, vendues ou transférées aux Etats-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 Rothschild & Co Asset Management Europe

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 9 pays en Europe, nous gérons plus de 23 milliards d'euros et regroupons près de 150 collaborateurs. Plus d'informations sur : [am.eu.rothschildandco.com](http://am.eu.rothschildandco.com)



Rejoignez-nous  
sur **LinkedIn** 

Retrouvez toutes  
les informations sur  
**[am.eu.rothschildandco.com](http://am.eu.rothschildandco.com)**

 **Rothschild & Co**  
Asset Management