

POINT MARCHÉ

Actions européennes

Juin 2019

Immobilier coté : Faire ses courses hors de Berlin ?



Laurent SAINT AUBIN
Gérant Actions, Immobilier Europe
Gérant du FCP SOFIDY Sélection 1

Avec la participation de
Paul-Antoine OLIVIER
Analyste Actions Europe

Depuis 2016, la messe était dite : il était impératif de détenir dans un portefeuille d'immobilier coté des foncières de logement allemand et de renoncer aux foncières de commerces.

Et cela, sans injustice excessive : la densité des surfaces commerciales est élevée en Europe, la concurrence qui accélère le rythme de dépréciation naturelle incite les bailleurs à investir toujours plus dans la modernisation de leurs centres sans en tirer profit en termes de loyer, les ventes au m² dans le commerce stagnent et tirent les taux d'effort¹ vers le haut, fragilisant les locataires. A l'inverse, le segment du résidentiel allemand² alliait une forte visibilité en termes de croissance organique et des perspectives de développement externe relatives avec le développement de nouvelles unités, notamment via des investissements de densification, et le financement attractif d'opportunités d'acquisition grâce à un faible coût du capital.

La pression nouvelle observée Outre-Rhin liée aux hausses de loyers récentes (*multipliés par deux en dix ans à Berlin*) pourrait conduire, au moins dans la capitale allemande, à un gel des loyers pour une durée initiale minimale de 5 ans. S'ajouterait à cela la quasi impossibilité de faire supporter une part significative des investissements de modernisation aux locataires sans accord de ces derniers. Certaines associations réclament même une expropriation des investisseurs privés sur le fondement de l'article Quinze de la Loi fondamentale. Cette nouvelle donne est renforcée par la perspective d'un débat sur des mesures nationales encadrant l'évolution des loyers, proposées par les écologistes allemands, dont la montée en puissance dans les sondages a accru la force de persuasion.

Au total a été observée une remontée immédiate de la prime de risque implicite associée au secteur. Deutsche Wohnen, ainsi, dont le portefeuille est situé à 66 % à Berlin, a baissé de 17,5 % par rapport à ses plus hauts, reconstituant une décote de 13 % par rapport à l'ANR publié au 31 mars.

Nous avons donc mené un exercice de valorisation théorique du portefeuille de la foncière Deutsche Wohnen sur la base des éléments fournis par les experts immobiliers au 31/12/2018, notamment pour détailler leurs hypothèses de valorisation par la méthode des *Discounted Cash-Flows*. Il en ressort qu'une application de cette mesure à Berlin au 1^{er} janvier 2020 pourrait aboutir à des dépréciations sur les Actifs Nets Réévalués pouvant atteindre 25 % en prenant en compte un levier théorique de 40 %.

LES INDICES IMMOBILIERS en bourse

	1 mois au 31/05/2019	YTD au 01/01/19
EPRA eurozone capped*	+0,14%	+10,85%
EPRA MONDE	-0,03%	+14,30%
EPRA FRANCE	-3,58%	+11,69%
EPRA UK	-3,37%	+6,93%
CAC 40	-6,78%	+10,08%
EURO STOXX 50	-6,66%	+9,30%
S&P 500	-6,58%	+9,78%

Source : SOFIDY/Bloomberg

* Indices nus

¹ Loyers/chiffre d'affaires des commerçants

² Poids au sein de l'indice de référence EPRA Eurozone : 32,9 % vs 22,6 % pour le commerce au 31 mai dernier

Néanmoins, plusieurs éléments doivent être pris en compte. D'abord, la possibilité de recours administratifs, la législation sur les loyers étant en principe du ressort de l'Etat fédéral. Ensuite, l'approche pragmatique de certains Länder, comme la Rhénanie-du-Nord-Westphalie (*principale région économique de l'Allemagne*), davantage enclins à résoudre le problème du logement en stimulant la production d'unités nouvelles. Auquel cas, la législation ne s'appliquerait pas aux constructions nouvelles. Enfin, les propriétaires restant principalement des bailleurs non-professionnels, les baisses de valeur seraient vraisemblablement limitées, compte tenu de l'attractivité que des portefeuilles résidentiels de qualité conservent pour des investisseurs immobiliers plus passifs, dont les objectifs de rentabilité sont moins élevés.

Cela peut-il suffire à entraîner un retour en grâce des foncières de commerces Prime, soit Unibail-Rodamco-Westfield (URW), Klépierre et, dans une certaine mesure, Hammerson ? Leurs centres conservent des fréquentations élevées, avec cinquante millions de visiteurs au Forum des Halles ou à Westfield Stratford City tous deux détenus par URW, et sont devenus incontournables pour les marques, y compris pour développer leurs ventes en ligne.

Si l'on retient l'exemple d'Unibail-Rodamco-Westfield, la valorisation boursière ajustée à la clôture du 14 juin 2019 est la suivante (cours 135,85 €) :

	2019 ^E	2020 ^E
ANR EPRA (€)	218,9	217,9
Cours/ANR (%)	0,62	0,62
Résultat EPRA (€)	11,92	11,62
Cours résultat EPRA (€)	11,4	11,7
Dividende (€)	10,8	10,7
Rendement (%)	7,9	7,9

Source : Kempen, SOFIDY

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Les perspectives de rentabilité globale pour l'actionnaire sur 2 ans (2019^E + 2020^E) sont de 9 % (4,4 % par an), dont un rendement du dividende de près de 8 %, justifiant sans doute une décote moins importante. La capacité du groupe à faire tourner son portefeuille de locataires en compensant les coûts d'éviction des commerçants sortants nous conduit à juger crédible une croissance organique d'au moins 2 % par an sur les années à venir, au-dessus de l'inflation.

CONTACTS PRESSE

Vanessa TALBI - Shan
+33 (0) 1 47 03 93 79
vanessa.talbi@shan.fr

Caroline BEAUJEAN - Shan
+33 (0) 1 44 50 58 71
caroline.beaujean@shan.fr

Édouard KABILA
Directeur Communication et Marketing
du Groupe SOFIDY
edouard.kabila@sofidy.com

À l'inverse, en cas d'introduction d'une nouvelle réglementation sur l'encadrement des loyers à Berlin, le potentiel de croissance organique de Deutsche Wohnen à horizon 2024^E serait durablement affecté, de 3,5 % - dont 150 à 200 bps dus aux investissements de modernisation - par an environ à 0,4 % par an.

D'où le tableau comparatif suivant, favorable en 1^{ère} lecture à URW :

- en cas de pondération à hauteur de 50 % du vote de la loi sur le gel des loyers à Berlin (dans le cas de Deutsche Wohnen),
- en intégrant une contribution moyenne de l'indexation à hauteur de 1,5 % par an et de 1 % pour la réversion (*rotation annuelle moyenne des locataires 10 % ; réversion nominale de 10 %*).

	Deutsche Wohnen	Unibail-Rodamco-Westfield
Cours	37	135,8
P/E 2019 ^E	26,2	11,4
Rendement	2,6 %	7,9 %
Croiss. org. moyenne 2019 ^E /2023 ^E	2,3 %	2,5 %

Source : Kempen, SOFIDY

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Néanmoins, Deutsche Wohnen pourrait décider d'accroître significativement son niveau de distribution (*actuellement de 65 % de son résultat récurrent*) et accélérer sur les cessions à la découpe, cela biaisant un peu le tableau précédent. URW ne pourrait capturer ce niveau de réversion qu'en contrepartie de coûts d'éviction et d'investissements de maintenance continûment élevés.

Au total, nous privilégierons une repondération progressive de notre exposition sur le commerce en privilégiant les foncières détentrices des centres où les flux observés sont les plus élevés et un abaissement de notre exposition au marché du logement à Berlin.

Ce communiqué de presse est uniquement destiné à l'usage des membres des médias. Ce document est produit par SOFIDY à titre purement informatif. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur, à la date indiquée et sont susceptibles de changer. Il ne constitue en rien une proposition de vente ou une sollicitation d'achat, d'investissement ou d'arbitrage. La responsabilité de SOFIDY ne saurait être engagée par une prise de décision sur la base des informations contenues dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Tout investissement comporte des risques spécifiques. Tout investisseur potentiel doit se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque investissement indépendamment de SOFIDY et sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle.

SOFIDY SAS - Société de gestion de fonds immobiliers depuis 1987 - 303, Square des Champs-Élysées - Évry Courcouronnes - 91026 Évry Cedex - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF le 10 juillet 2007 sous le n° GP07000042 - Tél. : 01 69 87 02 00 - Fax : 01 69 87 02 01