



Réunion adhérents - 7 mai 2020

Foncières cotées : quelles stratégies face à l'épidémie ?

Les intervenants



Stéphanie GALIÈGUE

DGA, en charge de la
Recherche et des
Etudes
IEIF



Laurent GAUVILLE

Associé, Directeur
Général Délégué
GESTION 21



Pierre SCHOEFLER

Senior Advisor
IEIF

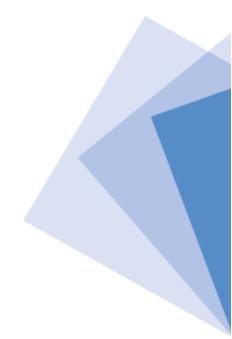
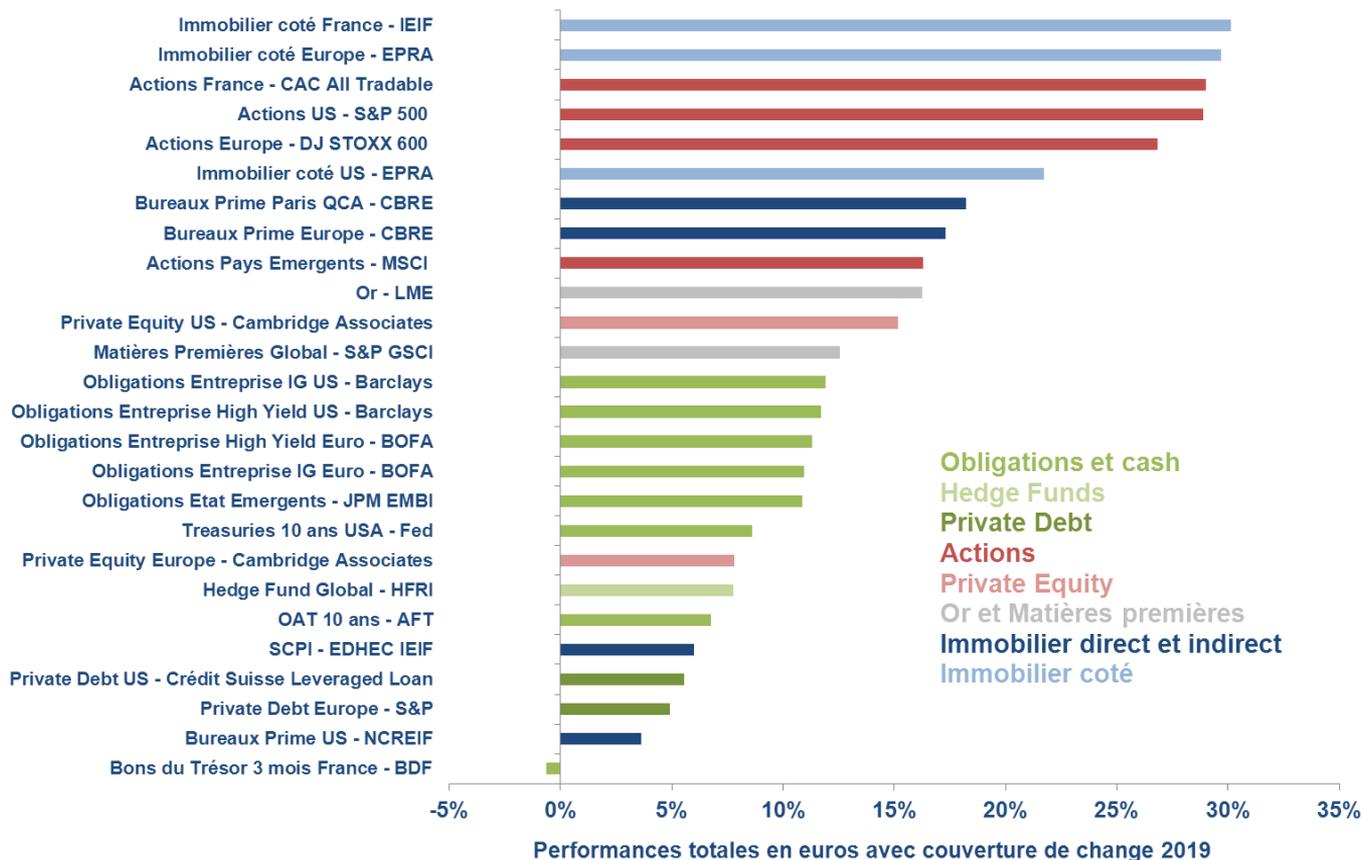


Le monde d'avant...

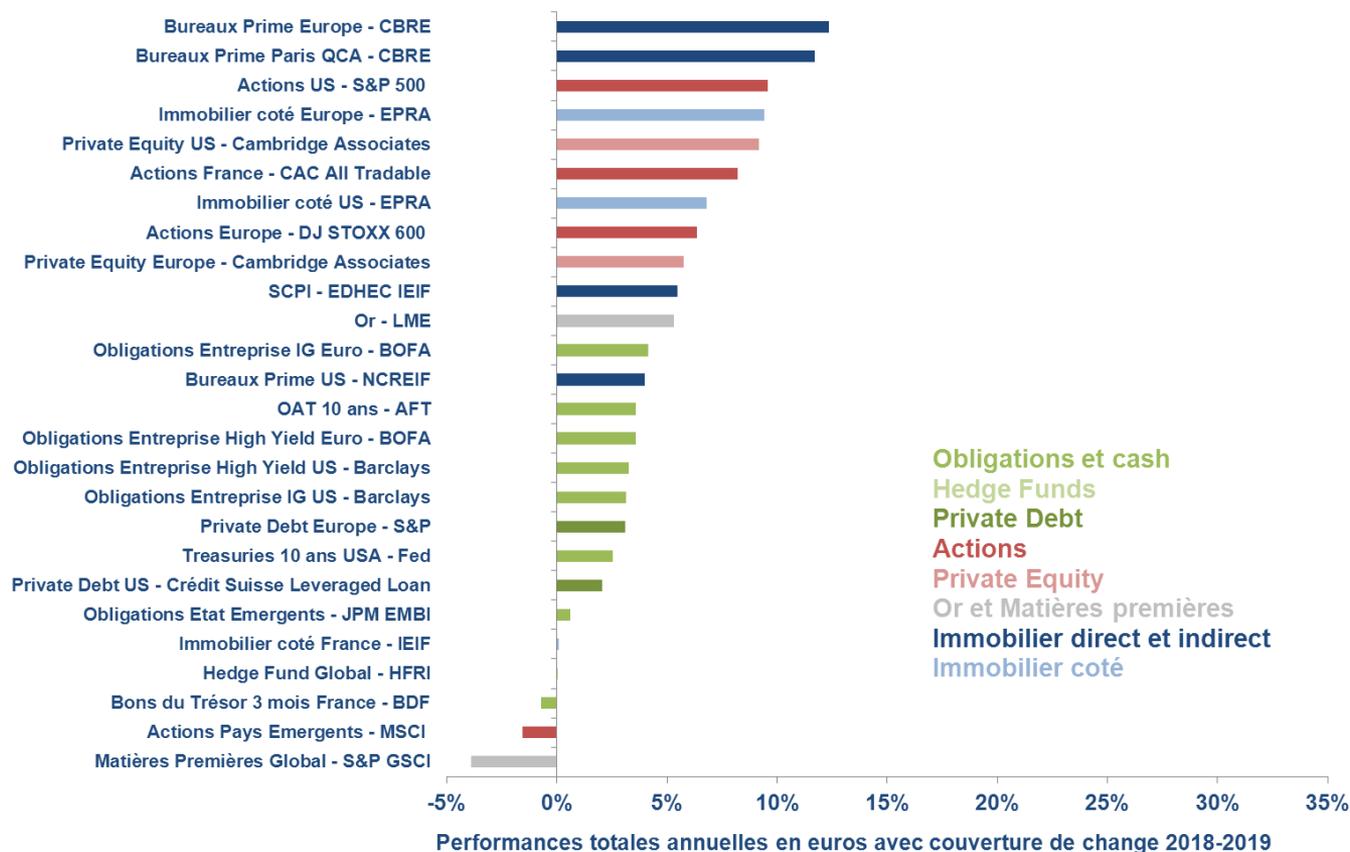
Stéphanie GALIÈGUE



Performance 2019 des actifs : surprenante mais en trompe l'œil



Performance 2018-2019 des actifs : l'immobilier en bonne place

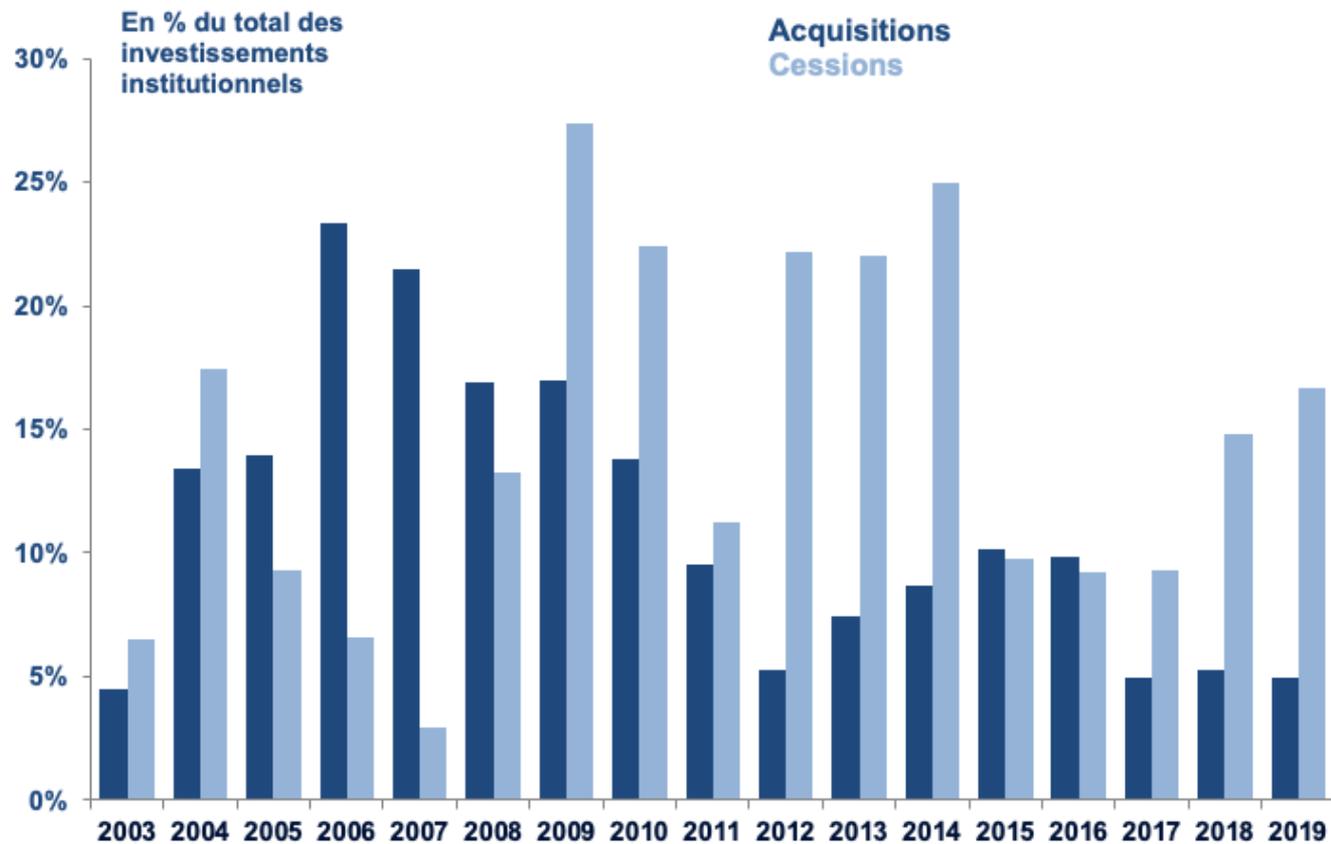


31/12/2019 : 24 SIIC et une capitalisation de 78 milliards d'€

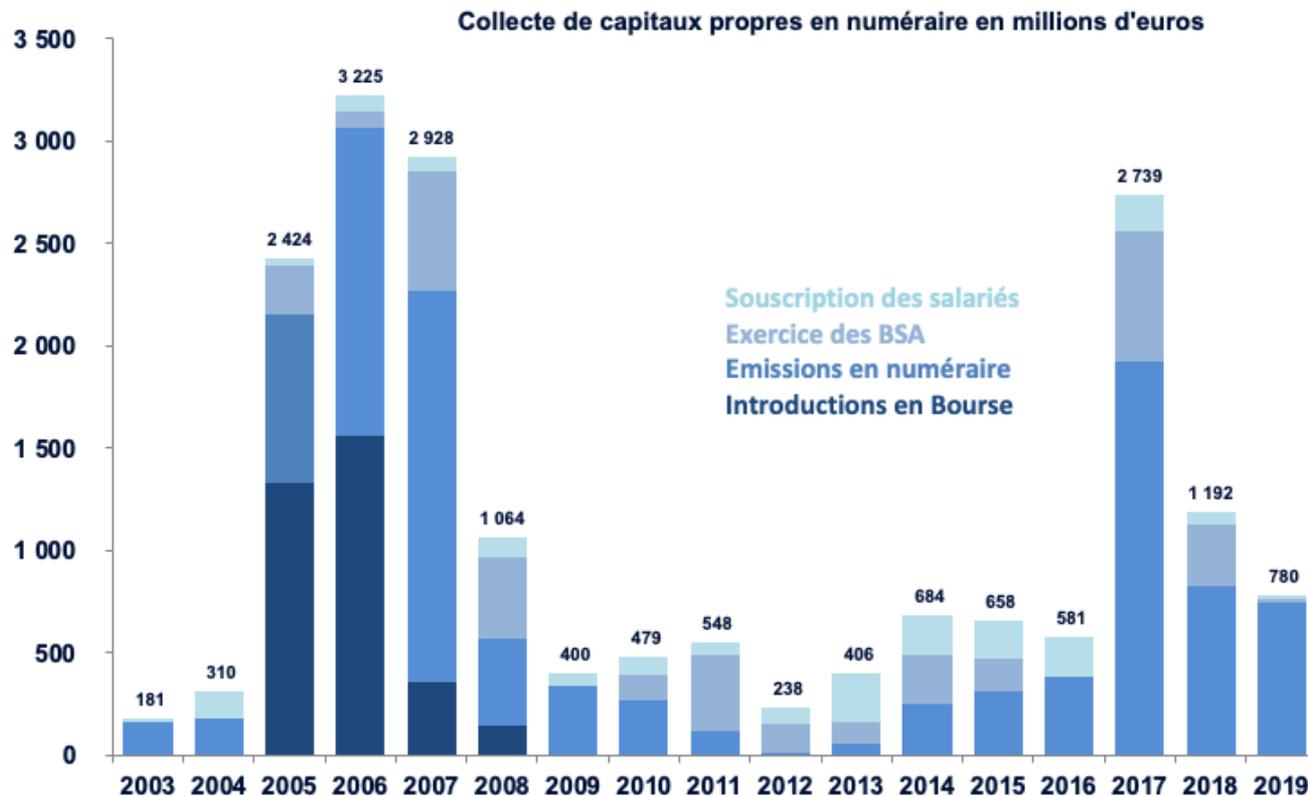
| Société | Capitalisation boursière au 31/12/2019 en millions d'euros | Flottant | Société | Capitalisation boursière au 31/12/2019 en millions d'euros | Flottant |
|----------------------------|--|----------|-----------------------|--|----------|
| UNIBAIL-RODAMCO-WESTFIELD | 19 461 | 100% | CEGEREAL | 681 | 20% |
| GECINA | 12 172 | 60% | TOUR EIFFEL | 650 | 25% |
| KLEPIERRE | 10 311 | 70% | IMMOBILIÈRE DASSAULT | 461 | 15% |
| COVIVIO | 8 827 | 55% | FONCIÈRE INÉA | 347 | 55% |
| ICADE | 7 234 | 40% | PATRIMOINE & COMMERCE | 255 | 25% |
| COVIVIO HOTELS | 3 450 | 15% | BLEECKER | 186 | 10% |
| SOCIÉTÉ FONCIÈRE LYONNAISE | 3 434 | 5% | FONCIÈRE ATLAND | 146 | 20% |
| ALTAREA COGEDIM | 3 382 | 25% | SCBSM | 135 | 25% |
| CARMILA | 2 731 | 30% | PAREF | 122 | 15% |
| ARGAN | 1 724 | 45% | ACANTHE DEVELOPPEMENT | 69 | 50% |
| MERCIALYS | 1 135 | 50% | MRM | 64 | 40% |
| FREY | 807 | 10% | FONCIÈRE PARIS NORD | 2 | 70% |
| TOTAL | | | | 77 784 | |



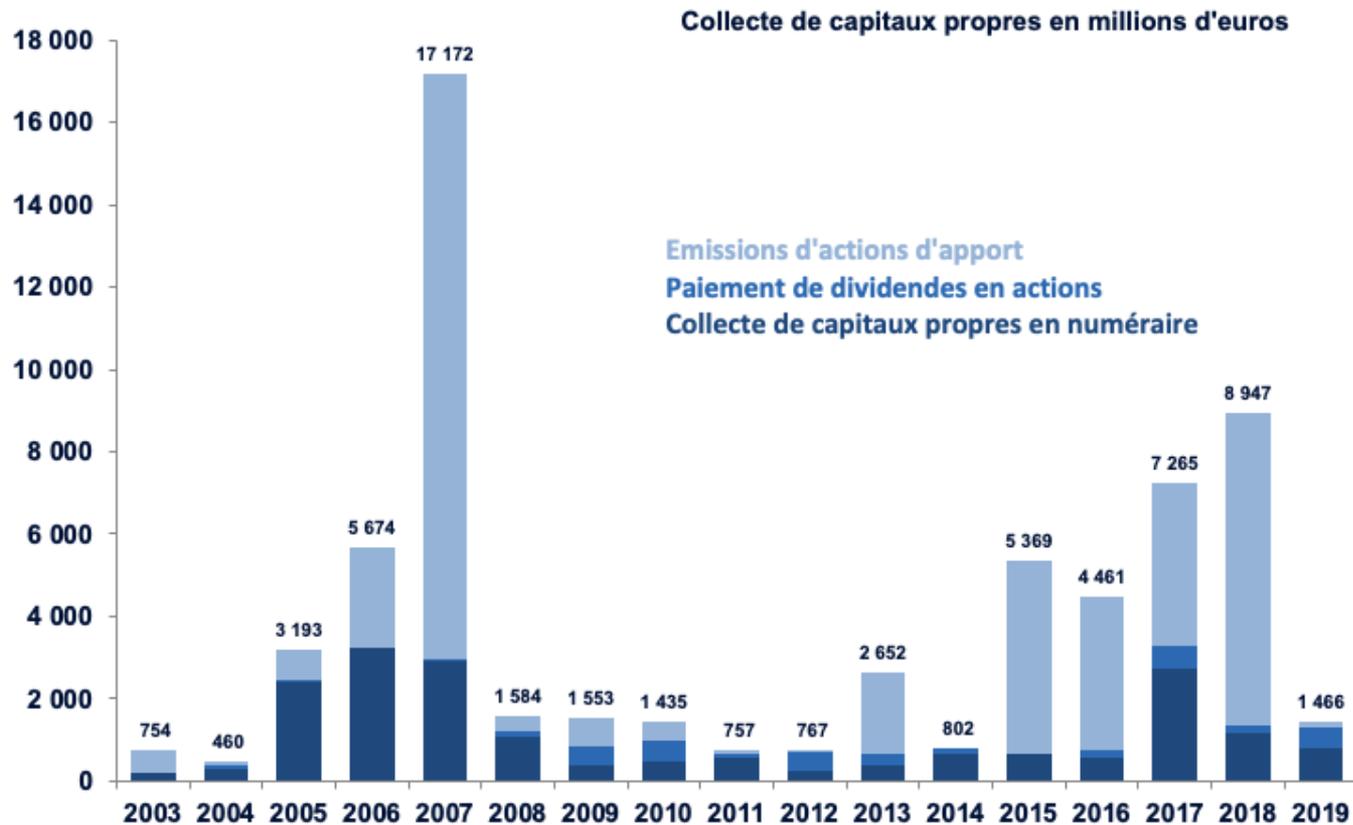
Investissement net négatif en France des SIIC depuis 2009



Activité des SIIC sur les marchés de capitaux :



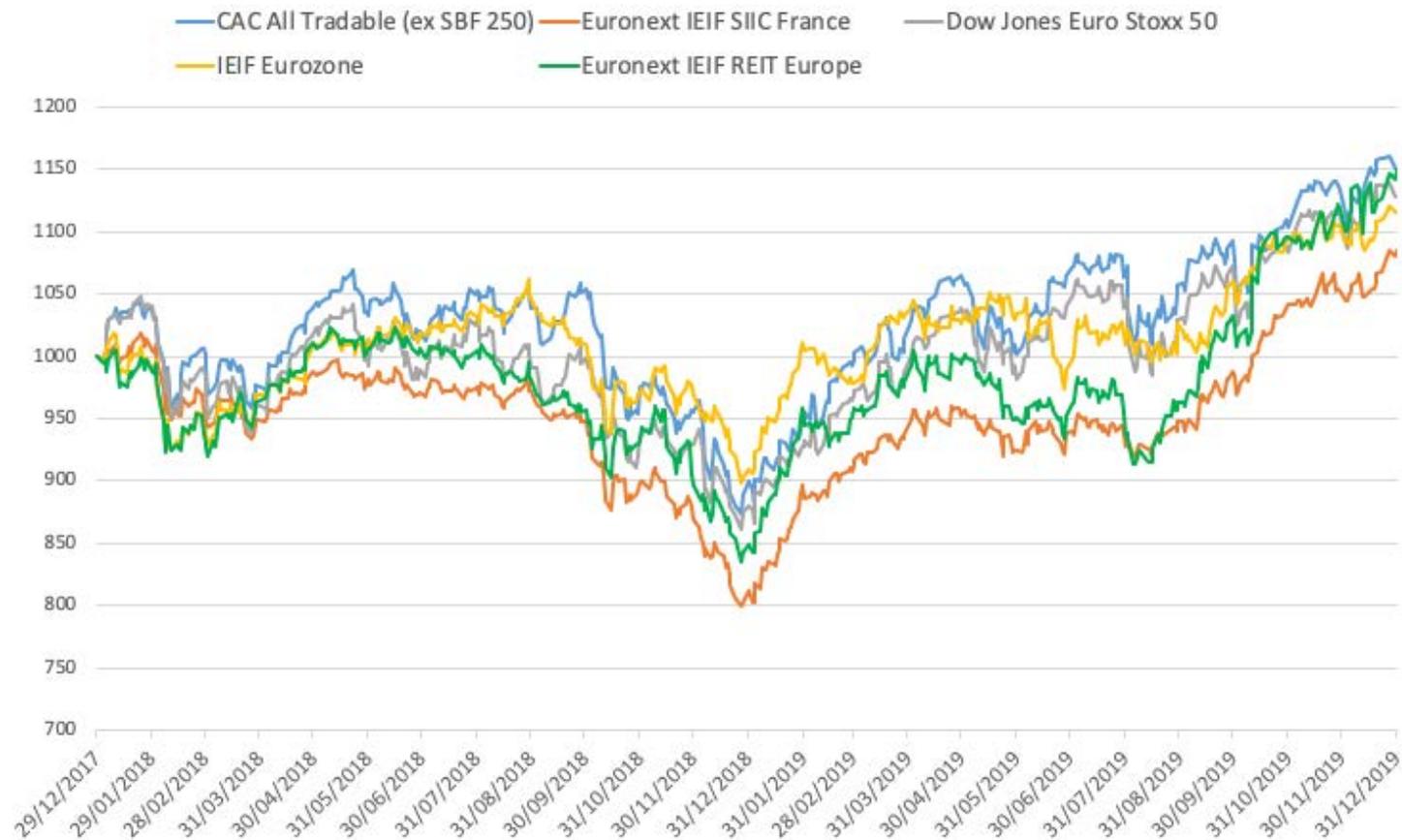
Activité des SIIC sur les marchés de capitaux



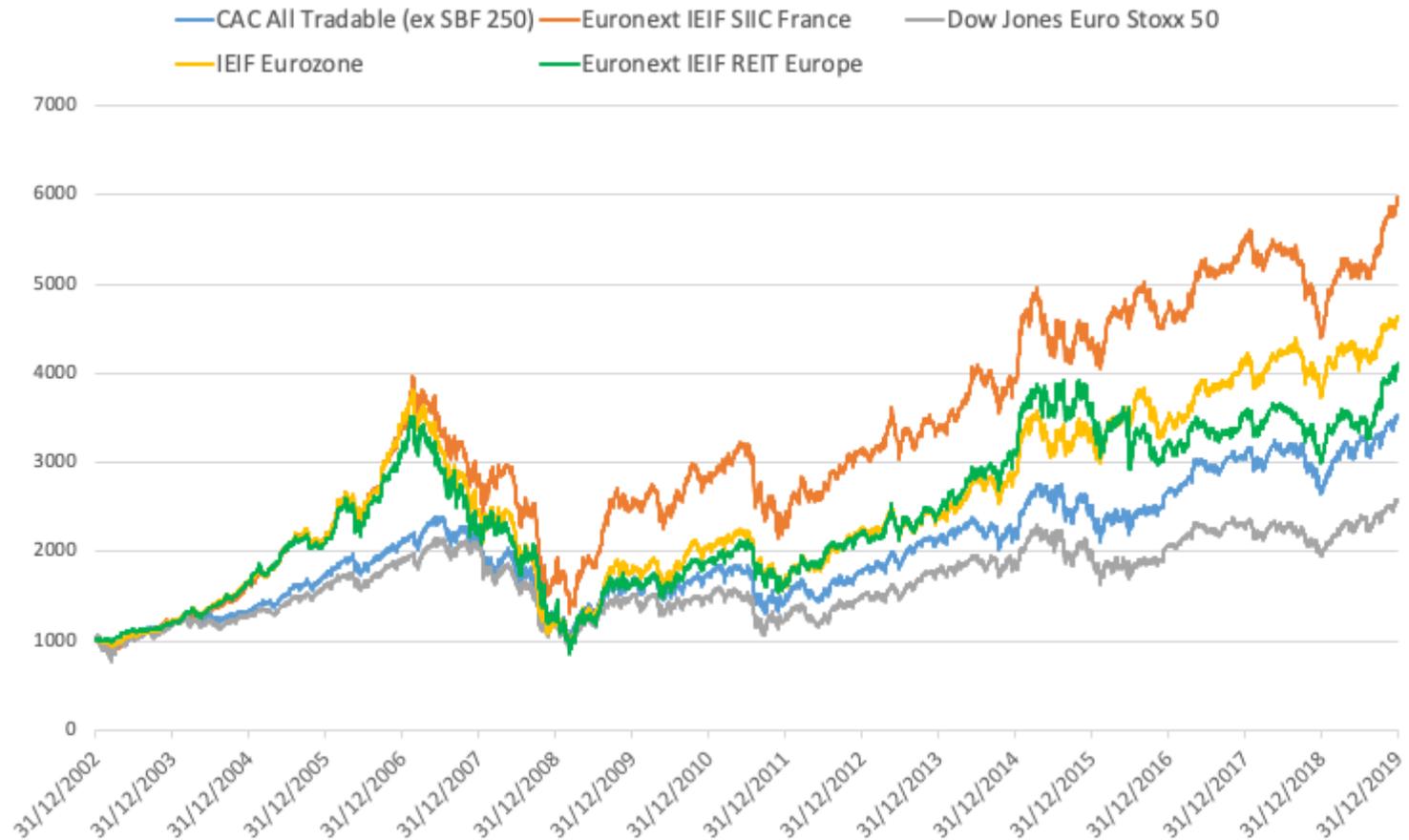
Emissions obligataires en 2019 : 1,8 milliards €

| Société | Date de l'opération | Montant en € | Modalités |
|---------------------------|---------------------|--------------|---|
| UNIBAIL-RODAMCO-WESTFIELD | 27/02/2019 | 1 078 200 | Taux de coupon : 1 % // Date de maturité : 27/02/2027 |
| UNIBAIL-RODAMCO-WESTFIELD | 27/02/2019 | 1 078 200 | Taux de coupon : 1,75% // Date de maturité : 27/02/2034 |
| GECINA | 29/05/2019 | 644 500 | Taux de coupon : 1,625% // Date de maturité : 29/05/2034 |
| UNIBAIL-RODAMCO-WESTFIELD | 24/06/2019 | 646 250 | Taux de coupon : 3M Euribor + 0,33% margin per annum // Date de maturité : 21/06/2021 |
| UNIBAIL-RODAMCO-WESTFIELD | 01/07/2019 | 663 000 | Taux de coupon : 1,75% // Date de maturité : 01/07/2049 |
| KLEPIERRE | 01/07/2019 | 179 280 | Taux de coupon : 0,625% // Date de maturité : 01/07/2030 |
| COVIVIO | 17/09/2019 | 500 000 000 | Taux de coupon: 1,125% // Date de maturité: 17/09/2031 |
| ALTAREA COGEDIM | 17/10/2019 | 500 000 000 | Taux de coupon 1,875% // Date de maturité : 17/01/2028 |
| UNIBAIL-RODAMCO-WESTFIELD | 28/10/2019 | 750 000 000 | Taux de coupon : 0,875% // Date de maturité : 29/03/2032 |
| CARMILA | 06/11/2019 | 50 000 000 | Taux de coupon : 1,89% // Date de maturité : 06/11/2031 |

Performances des SIIC en 2018 et 2019



Performances des SIIC sur longue période





Covid-19 : un choc exogène extrême

Pierre SCHOEFFLER

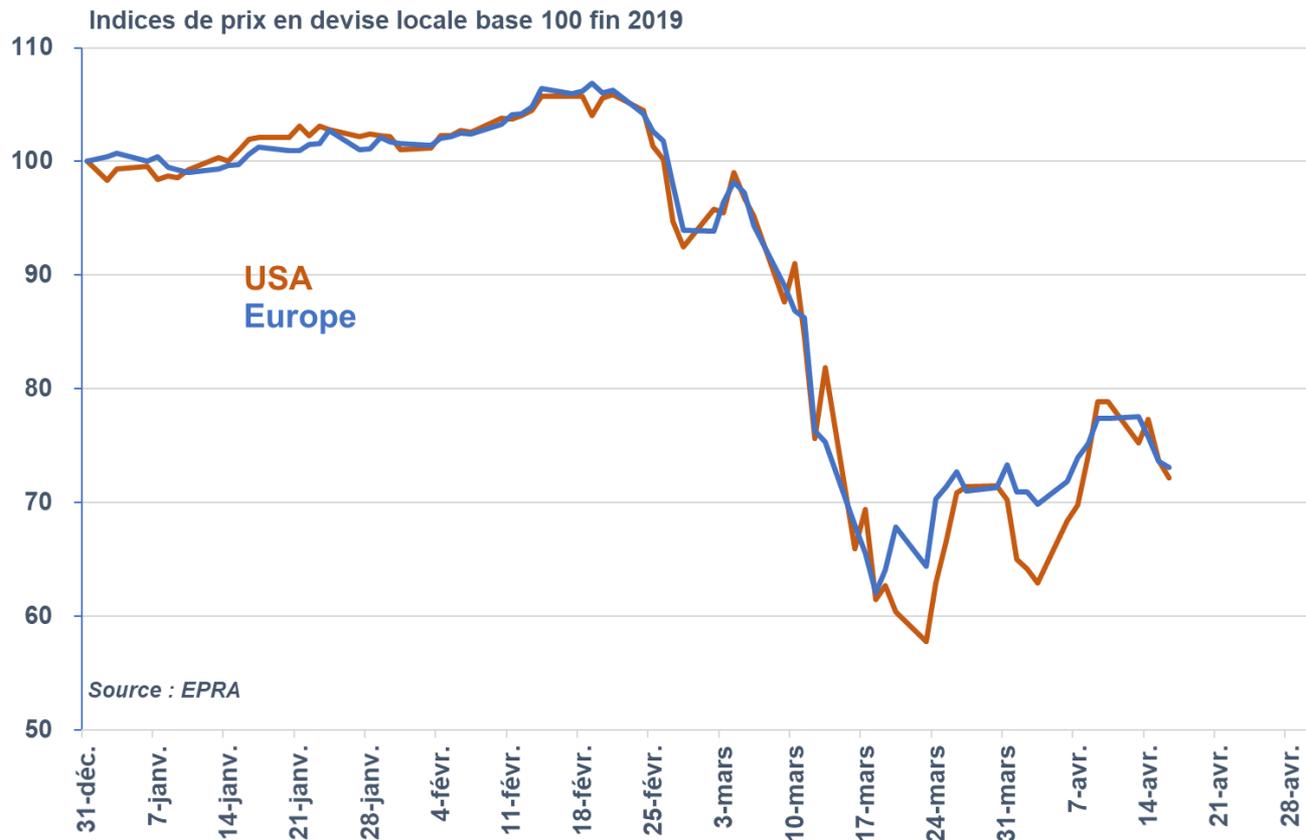


Que disent les marchés financiers?

- ❑ Depuis le début de l'année, les marchés financiers ont dans l'ensemble réagi beaucoup moins violemment que lors de la crise Internet en 2001 ou de la crise financière globale en 2008
 - ✓ Après une chute initiale de quelques jours, la tendance est légèrement haussière
 - ✓ Les anticipations portent sur les conditions après crise en 2022 : moindre croissance, inflation faible, forte hausse du taux de défaut des entreprises les plus fragiles
 - ✓ Le secteur de la technologie est très peu impacté
 - ❑ Sur les marchés d'actions, l'indice chinois CSI 300 baisse de 5 %, l'indice S&P 500 de 15 %, l'indice Europe STOXX 600 de 20 %
 - ❑ Sur le marché des dettes souveraines, le taux des emprunts d'état à 10 ans reste stable en France, baisse de 30 points de base en Allemagne et de 110 points de base aux USA
 - ❑ Sur le marché des obligations d'entreprise en Europe, le taux des obligations *Investment Grade* progresse de 120 points de base en Europe et celui des obligations *High Yield* de 430 points de base
 - ❑ L'indice *Hedge funds global* est en baisse de 10 %, l'or gagne 5 %
- 

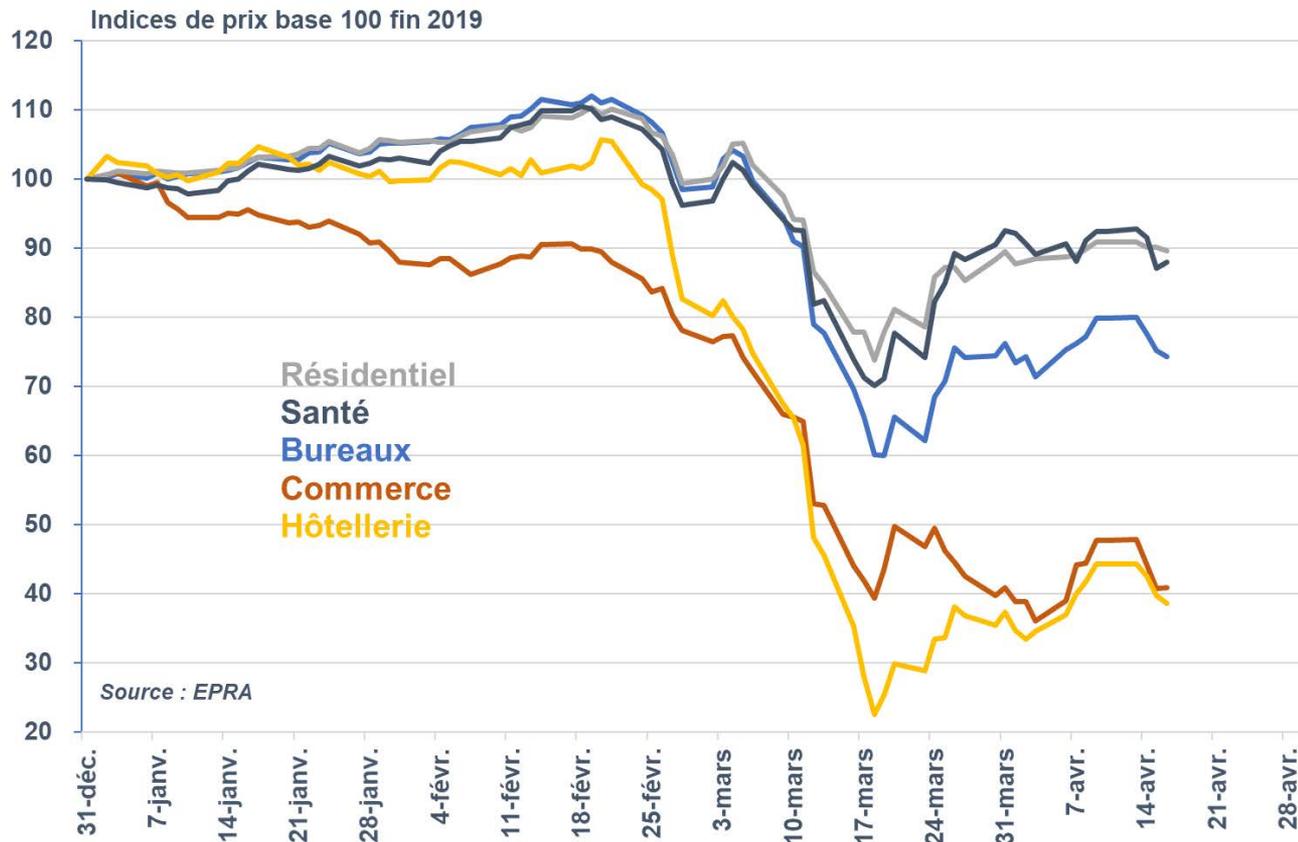
Que dit l'immobilier coté dans le monde ?

La pandémie est mondiale, les marchés mondiaux sont parfaitement synchronisés



Que dit l'immobilier coté en Europe ?

Le secteur résidentiel est résilient, les secteurs commerce et hôtellerie sont sanctionnés

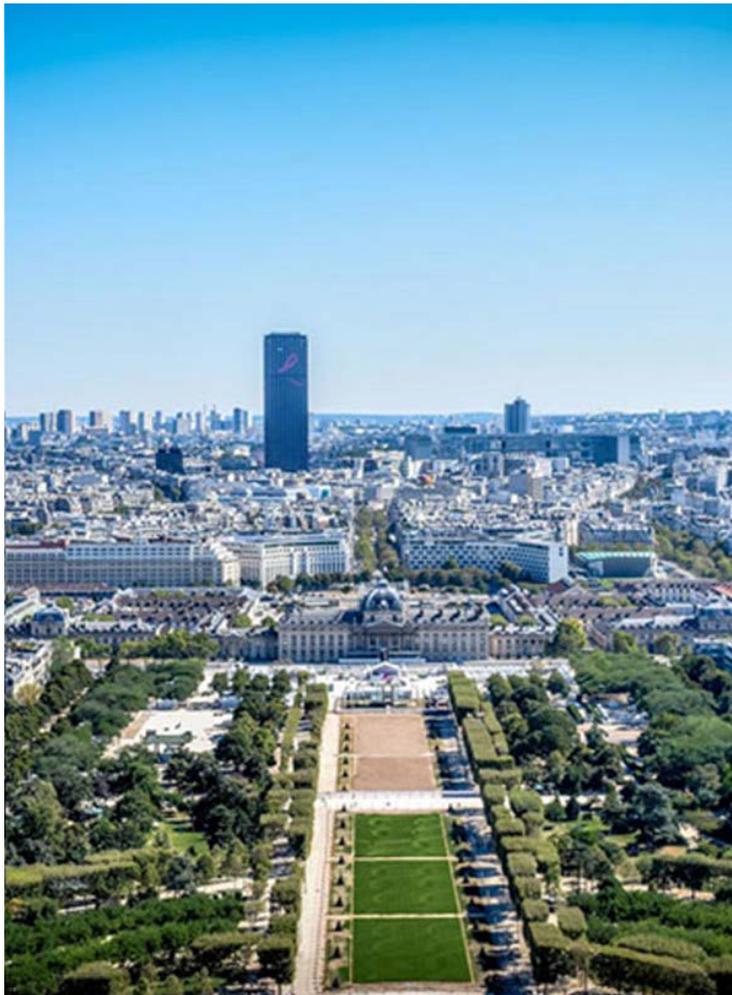


Prime de risque locatif en hausse

- ❑ Sur le segment des bureaux, la hausse du taux de capitalisation implicite dans la baisse de l'immobilier coté est de l'ordre de 60 points de base

- ❑ Cette hausse correspond à une augmentation de la prime de risque locatif
 - ✓ Avant la crise du Covid-19, la prime de risque sur les bureaux Prime Paris QCA, exprimée comme l'écart entre le taux de capitalisation et le taux d'intérêt réel des OAT à 10 ans, était supérieure de 1% à son niveau moyen observé depuis 1996. Cette différence pouvait être considérée comme une provision constituée pour se protéger d'une hausse des taux en cas de normalisation de la politique monétaire. Une telle normalisation étant maintenant écartée pour longtemps, cette provision peut être invoquée pour couvrir une hausse du risque locatif
 - ✓ Parallèlement la hausse différenciée depuis le début de l'année entre le taux des obligations d'entreprise *Investment Grade* et celui des obligations *High Yield* témoigne d'un écartement important de la prime de risque locatif entre les différents niveaux de risque de crédit des locataires





Quelles perspectives ?

Laurent GAUVILLE





GESTION 21

IEIF Foncières cotées

*Réunion IEIF
07/05/2020*

- ACTIONS 21
- IMMOBILIER 21
- OCC 21
- Mandats
Immobilier coté

Plus de 20 ans
d'expérience sur les
marchés financiers

12 collaborateurs
4 gérants
2 analystes

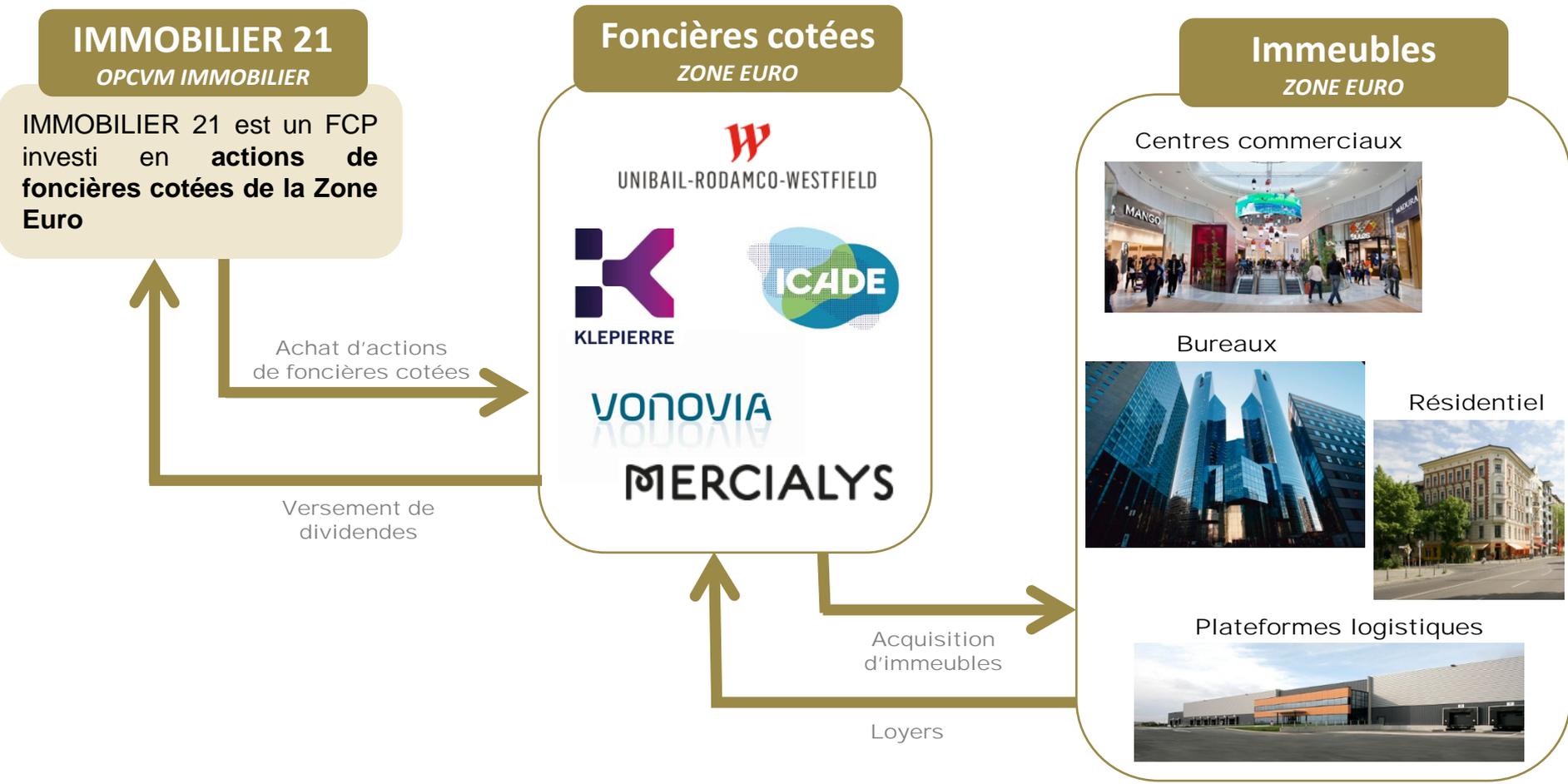
310 M€
d'encours sous
gestion

Indépendance :
Actionnariale
Recherche interne
Gestion non benchmarkée

Des fonds propres
nettement supérieurs
aux exigences
réglementaires

Un conseil d'administration
actif.
3 administrateurs
indépendants sur 5 :
- Benoit Faure
- Eric Pichet
- Rémi Leservoisier

L'immobilier coté, une exposition indirecte à l'immobilier physique



Les atouts structurels de l'immobilier coté

□ Les foncières répondent à un besoin de base:

Se loger

Résidentiel



Travailler

Bureaux



Acheter des biens et se divertir

Centres commerciaux



Stocker...

Plateformes logistiques



Une structure de détention immobilière optimale

- Mutualisation du risque locatif
- Diversification géographique
- Accès indirect à un patrimoine de qualité
- Equipes immobilières de premier plan
- Visibilité et liquidité quotidiennes
- Fiscalité avantageuse : statut SIIC et **exonération d'IFI***

Les risques

- Risques actions : volatilité et perte en capital

* Exonération sous condition de détenir moins de 5% du capital ou des droits de vote des SIIC.

Il est recommandé de faire valider ces éléments par un conseiller fiscal.

Source : Gestion 21.

1

Le secteur Immobilier coté zone euro **avant la crise**

1) Le secteur Immobilier coté zone euro **avant** la crise

❑ AU NIVEAU DES MARCHÉS IMMOBILIER

Des fondamentaux solides:

- loyers et valeurs d'actif en hausse
- taux de vacance Faible

❑ AU NIVEAU DE L'ENDETTEMENT

Des niveaux d'endettement:

- LTV de 35 à 40%
- Taux d'intêret critique du secteur supérieur à 10%

❑ AU NIVEAU DE LA DISTRIBUTION

Taux de distribution moyen de 80% des Cashs-flow

❑ AU NIVEAU DE LA VALORISATION

Forte polarisation:

- Sentiment de marché très positif sur la logistique
- Défiance sur le modèle économique des centres commerciaux

1) Le secteur Immobilier coté zone euro avant la crise

❑ Analyse des covenants des principales foncières de la zone euro

| | Valeur du patrimoine 2019 (Md d'euros) | LTV 2019 | Covenant LTV | Variation implicite de la valeur du patrimoine pour atteindre le covenant LTV |
|--------------------|---|----------|-----------------------|---|
| IGD | 2 400 | 48% | 55% | -11% |
| Aedifica | 2 800 | 52% | 60% | -15% |
| Xior | 1 300 | 46% | 60% | -20% |
| Icade | 15 000 | 40% | 52% | -23% |
| Wereldhave | 2 900 | 45% | 60% | -25% |
| WDP | 4 200 | 47% | 65% | -28% |
| Vonovia | 53 500 | 43% | 60% | -28% |
| Covivio | 15 700 | 43% | 60% | -29% |
| Mercialys | 3 600 | 38% | 55% | -31% |
| LEG Immobilien | 12 100 | 38% | 55% | -31% |
| Merlin Properties | 12 800 | 40% | 60% | -32% |
| Cofinimmo | 4 200 | 41% | 60% | -33% |
| Carmila | 6 100 | 37% | 55% | -33% |
| Unibail-Rodamco | 60 600 | 40% | 60% | -33% |
| Klepierre | 22 500 | 39% | 60% | -34% |
| Colonial | 12 200 | 38% | 60% | -37% |
| Gécina | 20 000 | 36% | 60% | -40% |
| Altarea | 7 000 | 35% | 60% | -41% |
| Foncière Lyonnaise | 7 200 | 24% | 50% | -52% |
| Alstria | 4 500 | 27% | 60% | -55% |
| | | | Moyenne simple | -32% |

1) Le secteur Immobilier coté zone euro **avant** la crise

□ De l'avant crise à la crise

La crise est survenue alors que les foncières avaient facturé le 1^{er} trimestre 2020 leur permettant de payer leurs frais financiers et généraux de l'ensemble de l'année

2

Le secteur Immobilier coté zone euro pendant la crise

- 2A) Au niveau des foncières
- 2B) Au niveau de la valorisation

2A

Le secteur Immobilier coté zone euro pendant la crise

2A) Au niveau des foncières

2A) Le secteur Immobilier coté zone euro pendant la crise - Au niveau des foncières -

- Assurer la sécurité des collaborateurs
- Maintenir le lien avec les locataires
- Analyse au cas par cas de la situation des locataires
- Focalisation sur la gestion du cash
- Adaptation de la distribution



2A) Le secteur Immobilier coté zone euro pendant la crise - Au niveau des foncières -

❑ Illustration des mesures prises par les foncières (KLEPIERRE)

#1

Baisse des charges locatives au bénéfice des locataires

#2

Réduction et report des dépenses d'investissement

#3

Diminution des charges de personnel et des frais généraux

#4

Mensualisation / report des loyers d'avril sur le S2 (1)

(1) Mensualisation des loyers du deuxième trimestre et report du paiement des loyers d'avril au deuxième semestre pour les magasins concernés par les fermetures administratives.

2A) Le secteur Immobilier coté zone euro pendant la crise - Au niveau des foncières -

| | | Dividendes initialement prévus | Décisions sur la distribution | |
|------------|-------------|-----------------------------------|----------------------------------|------|
| Maintenu | Covivio | 4,80 | maintenu | |
| | Klépierre | 2,20 | maintenu | |
| | Argan | 1,90 | maintenu | |
| | NSI | 1,12 | maintenu | |
| | S Immo | 0,70 | maintenu | |
| | Befimmo | 3,45 | maintenu | |
| | Merlin | 0,52 | maintenu | |
| | Vonovia | 1,57 | maintenu | |
| | LEG | 3,60 | maintenu | |
| | Dic Asset | 0,66 | maintenu | |
| En baisse | Cegereal | 2,30 | 0,75 | -67% |
| | URW | 10,8 | 5,40 | -50% |
| | Wereldhave | 2,52 | 1,89 | -25% |
| | Mercialys | 1,15 | 0,95 | -17% |
| | Icade | 4,81 | 4,01 | -17% |
| | Tour Eiffel | 2,25 | 2,00 | -11% |
| | DW | 0,98 | 0,90 | -8% |
| | Gécina | 5,60 | 5,30 | -5% |
| Annulé | DES | 1,55 | annulé | |
| En attente | Carmila | 1,50 | En attente | |
| | Alstria | 0,53 | En attente | |
| | ECP | 2,18 | En attente | |
| | Hamborner | 0,47 | En attente | |
| | Atrium | 0,27 | En attente | |
| | CA Immo | 0,90 | En attente | |
| | Immofinanz | 0,85 | En attente | |
| | Vastned | 2,05 | En attente | |

2A) Le secteur Immobilier coté zone euro pendant la crise - Au niveau des foncières -

□ Analyse des effets potentiels de la crise sanitaire sur la valorisation des foncières

❖ **Hypothèse 1: perte de 100% des loyers pendant toute la durée de la crise**

NB : Tous les pays ne sont pas en quarantaine en même temps et, par ailleurs, certains commerces - notamment alimentaires et médicaux - restent encore ouverts. De plus les loyers sont censés être dûs à la foncière qui négociera au cas par cas avec ses enseignes. L'hypothèse de perte de 100% des loyers est donc très prudente...

→ La perte d'un mois de loyers représente en moyenne un recul de 12% du cash-flow annuel d'une foncière.

| Baisse des cash-flows annuels estimée | | | |
|---------------------------------------|--------|----------|----------|
| Durée de la crise | 1 mois | 50 jours | 80 jours |
| Loyers perdus à 100% | -12% | -20% | -30% |

❖ **Hypothèse 2 : perte de 50% des loyers pendant toute la durée de la crise**

→ La perte d'un mois de loyers représente en moyenne un recul de 6% du cash-flow annuel d'une foncière

| Baisse des cash-flows annuels estimée | | | | |
|---------------------------------------|--------|----------|----------|-----------|
| Durée de la crise | 1 mois | 50 jours | 80 jours | 160 jours |
| Loyers perdus à 50% | -6% | -10% | -15% | -30% |

Quel impact sur le niveau des valorisations ?

2A) Le secteur Immobilier coté zone euro pendant la crise - Au niveau des foncières -

□ Analyse des effets potentiels de la crise sanitaire sur la valorisation des foncières

En l'absence de certitude sur la durée de la crise, il est difficile d'estimer son impact sur les résultats futurs des sociétés du secteur.

Trois scénarios sont envisagés pour 2020 :

Hypothèse n°1 : baisse de 10% des cash-flow

Hypothèse n°2 : baisse de 20% des cash-flow

Hypothèse n°3 : baisse de 30% des cash-flow

| | Hypothèse 1 | Hypothèse 2 | Hypothèse 3 |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Multiple de cash-flow I21 | 9,8x | 11x | 12,6x |
| Multiple de cash-flow secteur | 14,3x | 16,1x | 18,4x |

- Suite aux communiqués des sociétés ayant pour objet le décalage, la réduction voire l'annulation du paiement de leurs dividendes en 2020, le rendement dividende ne nous semble plus être un repère de valorisation pour l'année en cours.

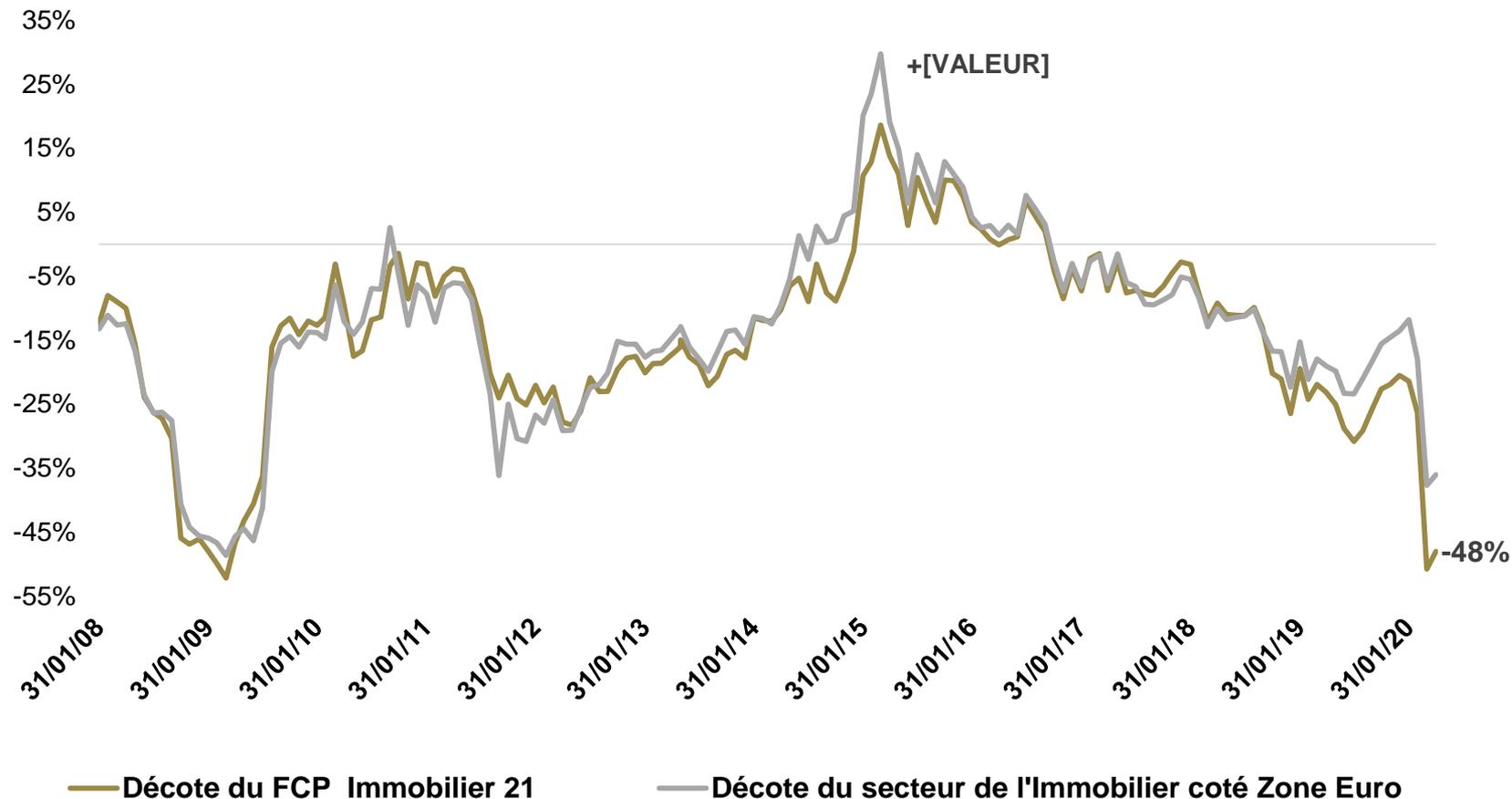
2B

Le secteur Immobilier coté zone euro pendant la crise

2B) Valorisation: poursuite de la bipolarisation

2B) Poursuite de la bipolarisation des valorisations du secteur coté/non coté

Historique de decote sur NAV



Un niveau de décote historiquement élevé offrant un potentiel d'arbitrage en terme relatif « coté/non coté »

2B) Poursuite de la bipolarisation des valorisations du secteur coté/non coté

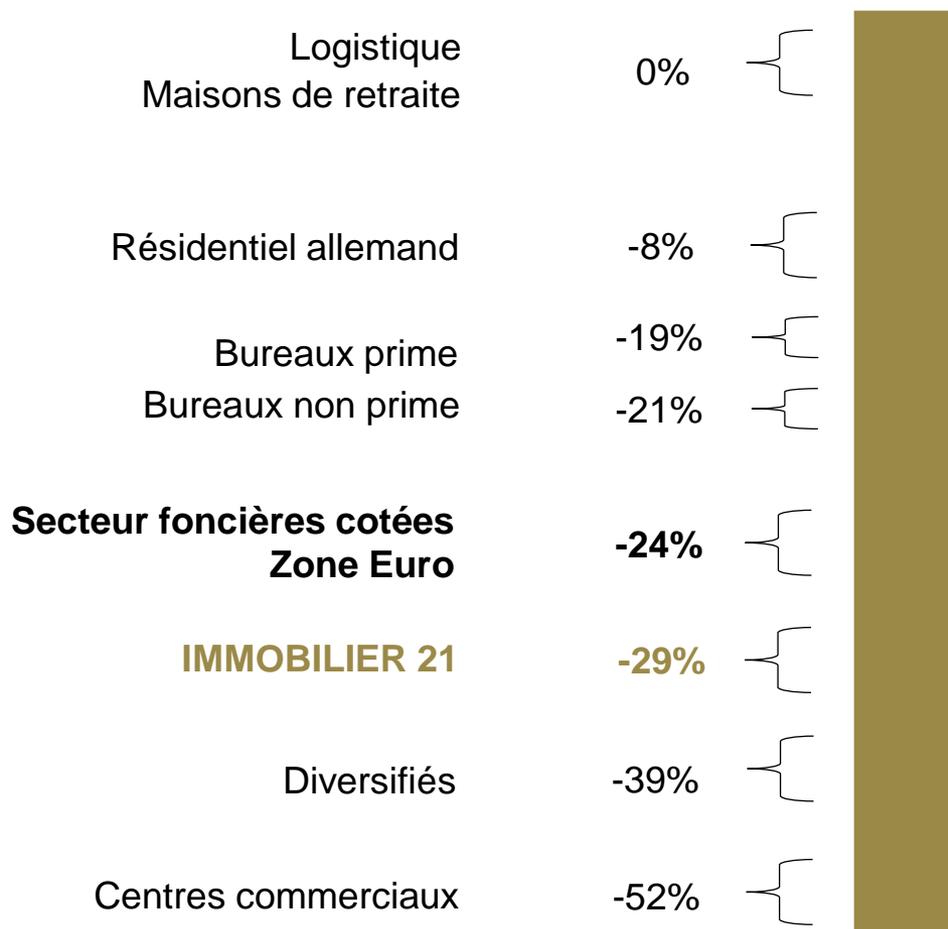
□ Taux de capitalisation implicite* des principales foncières de la Zone Euro.

| Taux de capitalisation implicite* | | | | |
|-----------------------------------|-------|--|-----------------------|-------------|
| Wereldhave | 10,5% | | Merlin Properties | 5,0% |
| Deutsche Euroshop | 9,3% | | Covivio | 5,0% |
| Mercialys | 8,8% | | TAG Immobilien | 4,8% |
| Atrium | 8,8% | | Immofinanz | 4,8% |
| IGD | 8,7% | | Cofinimmo | 4,5% |
| Carmila | 8,7% | | Alstria | 4,5% |
| Lar Espana | 8,2% | | CA Immobilien | 4,5% |
| Klepierre | 8,1% | | Vonovia | 4,4% |
| Eurocommercial | 7,8% | | S Immo | 4,3% |
| Citycon | 6,7% | | DIC Asset | 4,2% |
| Vastned Retail | 6,7% | | Montea | 3,9% |
| NSI | 6,5% | | Gécina | 3,9% |
| Unibail-Rodamco | 6,3% | | Foncière Lyonnaise | 3,9% |
| AroundTown | 5,9% | | LEG Immobilien | 3,8% |
| Hamborner | 5,8% | | Colonial | 3,6% |
| VIB Vermögen | 5,6% | | WDP | 3,5% |
| Icade | 5,5% | | Argan | 3,3% |
| Befimmo | 5,5% | | Deutsche Wohnen | 3,2% |
| TLG Immobilien | 5,4% | | Xior | 2,8% |
| Grand City Properties | 5,3% | | Moyenne simple | 5,7% |

*Il correspond au ratio : loyer net 2019 / (capitalisation au 30/04/2020 + Dette nette 2019)

2B) Poursuite de la bipolarisation des valorisations du secteur coté

Performance des foncières de la Zone Euro (YTD)



Une forte hétérogénéité des performances

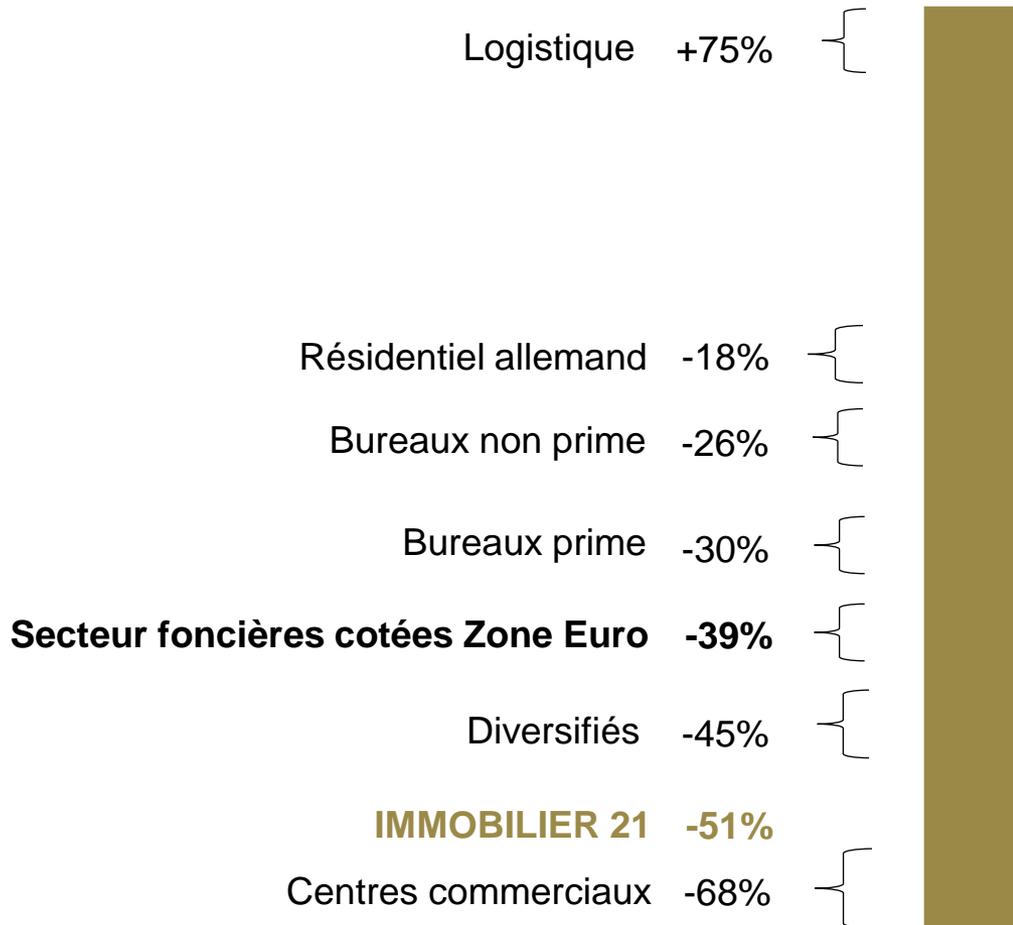
Tout investissement en actions est exposé à un risque de volatilité et de perte en capital

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

Source : Gestion 21, au 30/04/2020

2B) Poursuite de la bipolarisation des valorisations du secteur coté/non coté

Décote/Surcote sur ANR 2019 des foncières de la Zone Euro



Une dispersion des valorisations favorable à la gestion active

2B) Illustration de la bipolarisation

□ Un fort potentiel de revalorisation: Les centres commerciaux

| Les indicateurs de valorisation | | |
|---------------------------------|-------------------------------|---------|
| | Foncières centres commerciaux | Secteur |
| Décote moyenne 2019 | -68% | -39% |
| Multiple de cash-flow 2019 | 5,8x | 13,4x |

*NB: Les calculs sont réalisés sur 2019 compte tenu de la faible visibilité sur 2020 (Rf slide 14).
Notre opinion est que le niveau de valorisation relatif actuel intègre très largement les difficultés futures des centres commerciaux.*

→ LE CAS UNIBAIL-RODAMCO-WESTFIELD

- Un fort questionnement du marché actions sur le modèle économique
 - Le titre a perdu 60% de sa valeur en 1 mois
 - Dividende coupé de 50%
 - Processus de cessions en pause

- Un marché obligataire plus optimiste que le marché actions
 - placement réussi de 1,4 milliard d'euros d'obligations
 - 600 ME à 5 ans et à coupon fixe de 2,125%
 - 800 ME à 10 ans et coupon fixe de 2,625%

2B) Retour vers la normalisation

□ Calendrier des réouvertures par pays

| Pays | Levée des mesures de fermeture | | |
|--------------------|--------------------------------|-------------|---------------------|
| | Confinement | Écoles | Commerces |
| France | 11-mai | 11-mai | 11-mai ¹ |
| Italie | 03-mai | Septembre | 18-mai ² |
| Espagne | 10-mai | Septembre | 25-mai ² |
| Portugal | 02-mai | Septembre | 15-mai ² |
| Norvège | Pas de confinement | 27-avr | Ouvert |
| Suède | Pas de confinement | A confirmer | Ouvert |
| Danemark | 10-mai | 15-avr | 10-mai |
| Pays-Bas | Pas de confinement | Mi-mai | Ouvert |
| Allemagne | 03-mai | 04-mai | Ouvert |
| Pologne | 19-avr | 26-avr | 04-mai |
| République Tchèque | 30-avr | 25-mai | 11-mai |

(1) Réouverture pour les centres commerciaux d'une taille inférieure à 40 000 m². Ceux d'une taille supérieure à 40 000 m² pourront être fermés sur décision préfectorale (texte réglementaire en attente de publication).

(2) Estimation de l'entreprise. Dans la plupart des pays, les réouvertures des centres commerciaux se font / feront de façon progressive.

❑ CONCLUSION: Le secteur après la crise – les enseignements

- Retour progressif à la politique de distribution historique sous contrainte du niveau d'endettement
- Les niveaux de très fortes décotes atteints posent question à l'ensemble des acteurs
- Vers une baisse des LTV ?
- La victoire de l'illiquidité ?
- Plus d'incertitude égal plus d'exigence de rentabilité
- Risques sociaux / risques zone euro / risques d'éviction ?
- Quid de l'inflation ?
- L'importance du processus de gestion

ANNEXES:

Le processus de gestion stable, cohérent, documenté et de conviction

- + UNE ÉQUIPE MULTI GÉRANTS EXPÉRIMENTÉE ET RÉACTIVE
- + DES CHOIX D'INVESTISSEMENT DOCUMENTÉS
- + UN PROCESSUS DE GESTION STABLE DE LONG TERME BASÉ SUR LES CASH-FLOW
- + DES REPORTINGS DÉTAILLÉS

1
UNE ANALYSE IMMOBILIERE DÉTAILLÉE

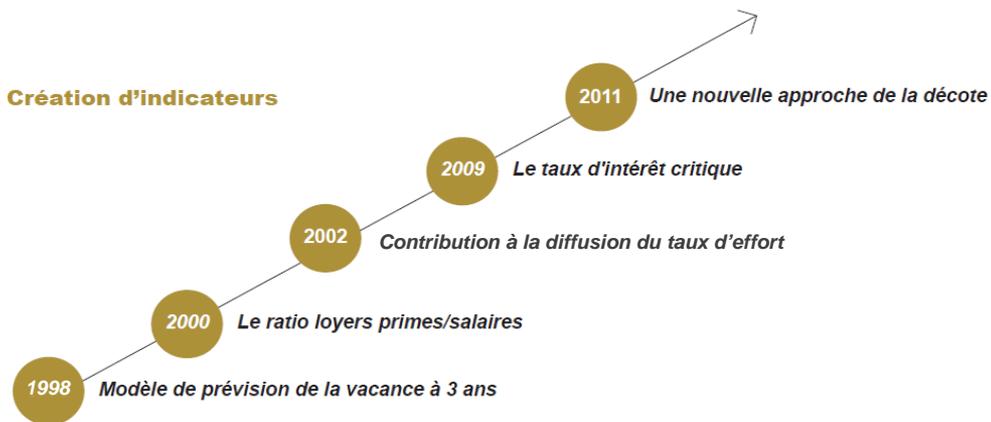
- Marchés immobiliers
- Typologie d'actifs
- Stratégie d'investissement
- Croissance organique

2
UNE ANALYSE DE LA VALORISATION

- Multiple de cash flow
- Décote/surcote
- Rentabilité locative
- Prix au m² implicite

3
UN SUIVI DES RISQUES

- Bilan TIC-LTV
- Résultat: taux de vacances, maturité des baux, de la dette, niveaux des loyers
- Liquidité via des indicateurs propriétaires



Une base de données propriétaire

- Suivi exhaustif des foncières de la Zone Euro
- Historique des bilans et comptes de résultat
- Indicateurs immobiliers novateurs

ANNEXES:

En attendant la normalisation

Revenu distribué au titre de l'exercice 2019

Montant : **500 € part ID**

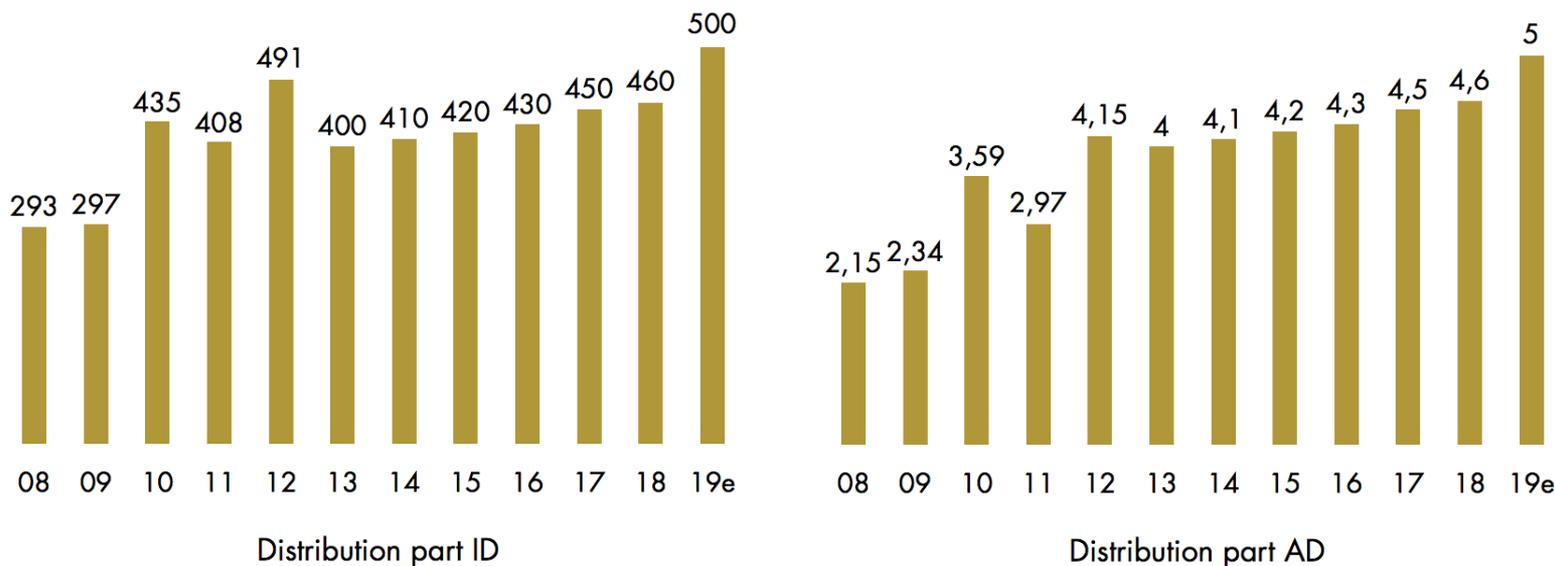
5 € part AD

Hausse du revenu distribué : **+8,7%**

Date de détachement : **Mai 2020**

Une réserve de distribution à fin 2019 de **8 ans***

Un rendement de 5% sur la base de la valeur liquidative de la part ID du 30/04/2020 et de 5,3% pour la part AD



*la réserve de 8 ans est calculée au 31/12/2019. Elle fluctuera en fonction des plus ou moins value réalisées par le fonds sur la période postérieure à cette date.



Les prochains
rendez vous
de l'IEIF



Les prochains webinaires adhérents

14 Mai 2020

SCPI et OPCV Grand Public :

bilan 2019 - quelles performances
attendre pour 2020?

28 Mai 2020

Quel scénario de reprise ?

L'exemple de la Chine

04 Juin 2020

A l'heure de la crise du Covid-19,
quelles évolutions pour les
allocations d'actifs ?

MERCI



INSTITUT
DE L'ÉPARGNE
IMMOBILIÈRE
& FONCIÈRE



www.ieif.fr



[@IEIFinfo](https://twitter.com/IEIFinfo)



[/company/ieif/](https://www.linkedin.com/company/ieif/)