



Encore des opportunités sur l'immobilier



Axel CHAMPEIL
Président
Directeur Général

L'engouement pour l'immobilier semble ne pas se démentir alors que les investisseurs commencent à se détourner des placements de taux en raison de la faiblesse de ces derniers. **Le placement immobilier semble en être le principal bénéficiaire** compte tenu de la sécurité apparente que représente la pierre, actif tangible, et portée par un long cycle haussier.

Fort de ce constat et malgré notre attrait naturel pour les activités industrielles et commerciales au travers de l'investissement en actions, nous ne pouvons pas faire l'impasse sur la réalité des flux mais aussi des fondamentaux.

Les fondamentaux immobiliers sont bons, portés par un relatif déficit foncier, une croissance économique toujours robuste mais surtout par l'opportunité offerte par le crédit pas cher et abondant. Si les taux pourraient rester durablement bas, il n'est pas pour autant certain que les financements bancaires restent abondants.

Ainsi, dans ce cycle, nous ne pouvons pas faire autrement que d'être prudent.

Dans cette approche et reconnaissant à l'immobilier son caractère de diversification et **ses revenus portés par des loyers réguliers**, nous souhaitons mettre en avant une autre approche de l'investissement immobilier, l'immobilier papier au travers des sociétés foncières cotées (SIIC).

En effet, ces dernières semblent **moins bien valorisées** que leurs cousines SCPI ce qui, in fine, leur permet d'offrir **des rendements significativement plus élevés, s'ajoutant aux nombreux avantages de la classe d'actifs : faible coût d'acquisition, liquidité, diversité des actifs en portefeuille et fiscalité** (non déclarable à l'IFI et possibilité de Flat tax).

Si ces sociétés sont moins bien valorisées, c'est paradoxalement lié à

la liquidité offerte par la cotation, en effet la prime de liquidité a disparu. D'une part, les capitaux investis sur les marchés d'actions ont structurellement baissé, impactés par les crises financières passées, réduisant les flux acheteurs et d'autre part, le cours affiché est un cours de liquidation avéré et non théorique. La question est de savoir s'il reflète la réalité de prix du marché immobilier ? Pas nécessairement, **nous jugeons certaines valeurs décotées.**

Les foncières cotées sont victimes du phénomène inverse aux SCPI et à l'immobilier physique qui restent portées par un fort engouement des investisseurs et exerçant une tension sur les prix.

De ce fait, intégrer des foncières cotées dans un portefeuille apportera un bénéfice de court terme à savoir de meilleurs rendements et une meilleure fiscalité et à moyen terme le bénéfice de la forte liquidité.

La contrepartie de cette liquidité quotidienne est bien évidemment la volatilité des cours, inhérents aux marchés financiers. Elle nécessite ainsi d'en faire abstraction et de s'inscrire dans l'horizon d'investissement initialement défini.

Enfin, cela pourrait être une entrée, pour les moins initiés, aux pratiques de la bourse et l'ouverture vers des actions de sociétés industrielles et commerciales. Cette classe d'actifs reste selon nous la seule se tenant à des valorisations raisonnables et offrant ainsi des perspectives de plus-values. De plus, compte tenu de la bonne santé de l'économie et des sociétés cotées, les rendements offerts par les dividendes sont généreux pouvant répondre à des attentes patrimoniales. Également, **le rendement des foncières cotées sont parmi les plus hauts dans la classe actions.**

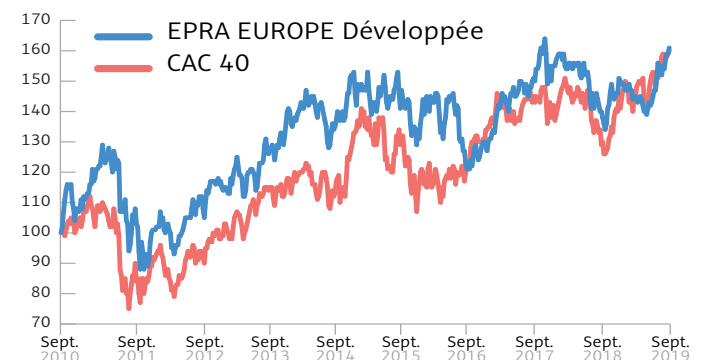
Alors que les marchés financiers affichent, hors dividendes, une hausse supérieure à 20% depuis le début de l'année, nous pourrions assister, dans cet univers de taux bas, **vers une hausse des flux acheteurs sur les marchés actions** offrant à ce dernier un second souffle au cycle haussier et alors que les valorisations ont à peine dépassé celles atteintes en 2007, il y a 12 ans !

Axel Champeil

Les principales foncières cotées en Europe et évolution de l'indice immobilier

Valeur*	Segment principal	Marché de cotation	Cours € par action	Capitalisation boursière m€	Var. cours 2019	Var. cours 3 ans	Var. cours 5 ans
Altarea	Diversifié	Paris	198,0	3 266	19,4	13,4	47,3
Argan	Logistique	Paris	73,0	1 213	66,3	202,2	292,5
Carmila	Commerce	Paris	18,1	2 470	12,0	-21,1	-4,8
Covivio	Diversifié	Paris	99,6	8 231	18,2	24,6	32,5
Deutsche Wohnen	Résidentiel	Francfort	36,1	12 971	-9,8	23,4	90,5
Gecina	Bureau	Paris	154,9	11 366	37,1	21,6	49,0
Icade	Diversifié	Paris	93,5	6 910	40,6	38,4	43,7
Klepierre	Commerce	Paris	32,5	9 524	20,5	-10,4	-6,1
Mercialys	Commerce	Paris	12,0	1 099	0,2	-34,9	-31,1
Unibail RW	Commerce	Amsterdam	139,4	19 289	3,0	-35,3	-31,3
Vonovia	Résidentiel	Francfort	46,5	25 221	17,5	53,0	74,0

INDICE DES SOCIÉTÉS IMMOBILIÈRES EUROPÉENNES COTÉES (EPRA EUROPE Développée VS CAC40)

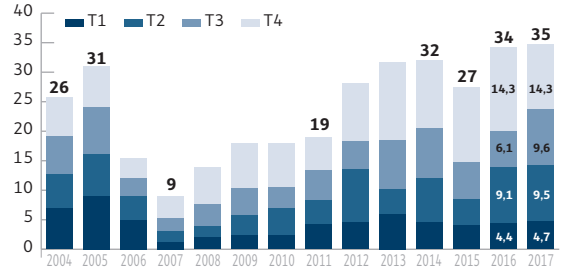


* Cours au 16/12/2019

Le marché immobilier (bureau, commerce, logistique, résidentiel)

Bien que les publications des résultats de 3^e trimestre confirment le maintien d'une croissance des foncières françaises dans tous les segments, y compris au niveau du taux d'occupation et des loyers, les perspectives sont distinctes entre les segments. Par ailleurs, en fonction de l'évolution des cours, les rendements de dividendes peuvent être différents. Un point commun dans les publications sont les cessions visant à réduire la dette pour maintenir leur notation de crédit financière afin de continuer d'émettre dans des conditions optimales. Ainsi, profitant de taux bas, les foncières ont activement refinancé leurs obligations en rallongeant les maturités. En nous concentrant sur les quatre principaux segments (logement, bureaux, commerces et logistique), vous trouverez dans cette lettre un aperçu des actualités d'une sélection de foncières.

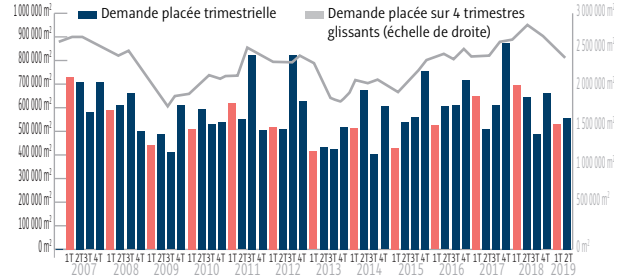
Volumes investis en France (hors résidentiel) en Mds€ (Source : BNP Paribas Real Estate)



Les bureaux

L'abandon du projet d'introduction en Bourse de WeWork, société américaine de co-working valorisée à 47 Mds\$, et les doutes répandus sur sa capacité à générer des profits à long terme n'ont pas pesé sur les cours des foncières cotées. Même si sa présence en France est limitée, ses activités ont porté une grande partie de la croissance par sa demande et par ses loyers généreux. Désormais, ce sont les fondamentaux qui vont donner le rythme. Mais les tendances de fond restent néanmoins solides pour le marché des bureaux en Île-de-France : un stock de bureaux vides au plus bas depuis onze ans et des livraisons inférieures à la demande, reflètent la prudence des promoteurs et des banquiers. Gecina a réussi au fil des ans à déplacer son centre de gravité de la banlieue au centre-ville. Icade se concentre plus sur la première couronne et Covivio a beaucoup réduit son exposition en France grâce à ses investissements en Europe.

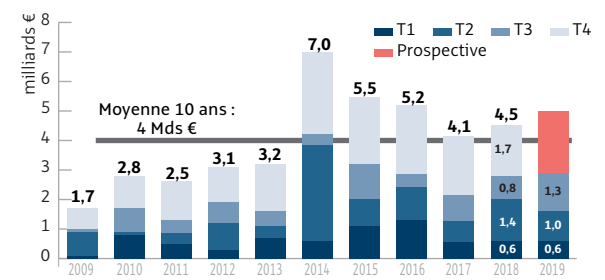
Évolution de la demande placée en Île-de-France (Source : CBRE Research)



Le commerce

Dans le secteur du commerce, les craintes d'un ralentissement attendu liées à l'essor du e-commerce en opposition au commerce physique à l'image des États-Unis et du Royaume-Uni, ont freiné la dynamique boursière. On constate que pour les actifs hauts de gamme, bien gérés avec une rotation dynamique qui permet une hausse de loyers supérieure à l'indexation, les signes de ralentissement ne sont pas encore visibles. Néanmoins, le commerce dans les centres villes de petites et moyennes tailles ainsi que les secteurs du vêtement et d'ameublement semblent être touchés par ce changement de paradigme. La tendance de business model serait donc d'arbitrer vers les loisirs et les services.

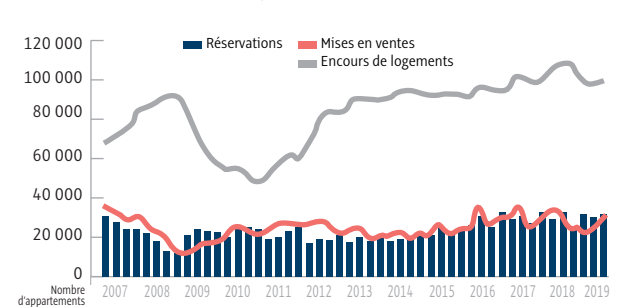
Volumes investis par trimestre en Mds€ (Source : BNP Paribas Real Estate)



Le marché résidentiel

D'une manière générale, ce sont les foncières résidentielles qui ont sous-performées cette année en raison de la trêve en Allemagne. La hausse de loyers dans de grandes villes en Allemagne (à Berlin 2017/18 +21%) liée à une pénurie aiguë de logements était un vrai essor jusqu'à présent. A Berlin, les loyers et leur évolution seront plafonnés, même dans le cas de rénovations, à l'exception des bâtiments neufs. Comme Deutsche Wohnen détient la majorité (69%) de son patrimoine à Berlin, son cours boursier a baissé de 11% cette année tandis que les actifs de Vonovia (cours +18%) sont bien diversifiés dans 15 villes et en dehors d'Allemagne. En France, bien que la demande reste forte à Paris et dans les grandes villes, une limitation de l'augmentation des loyers est envisagée. Cependant les investissements liés à l'amélioration de la classe énergétique des biens, de plus en plus indispensable pour trouver des locataires, permettent tout de même d'appliquer une hausse des loyers. Dans une stratégie de long terme, les foncières se recentrent vers des solutions relatives au vieillissement de population et à la smart city.

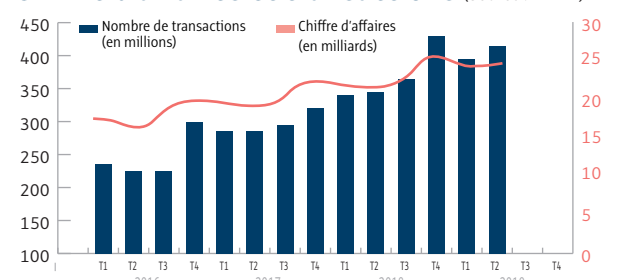
Commercialisation neuve en France (Source : SOEs, ECLN)



La logistique

Le marché européen de la logistique bénéficie de la plus forte hausse des loyers, la demande étant alimentée par le e-commerce et l'offre insuffisante, ce qui place le marché européen dans sa position la plus forte depuis des décennies. Le premier semestre 2019 reste dynamique pour le secteur du e-commerce avec près de 50 milliards d'euros de chiffre d'affaires selon la FEVAD, soit une hausse de 11% sur un an. Les entrepôts de classe A sont restés au cœur du marché - les entreprises continuent de privilégier les bâtiments fonctionnels qui favorisent un accroissement des flux, plus adaptés à la montée en puissance de la mécanisation et de la robotisation.

E-commerce : Chiffre d'affaires et transactions (Source : FEVAD)



Sélection de foncières

Secteur Bureau

COVIVIO

Avec un patrimoine de 23 Mds€ ainsi que 6 Mds€ de projets en cours de développement, Covivio se positionne à la

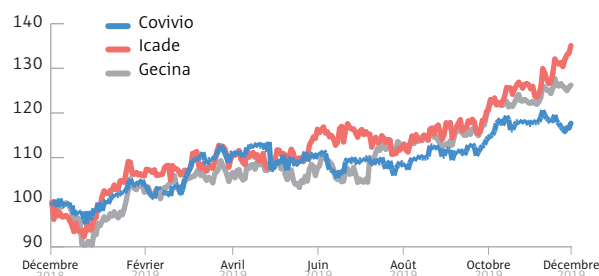
4^e place des plus grandes foncières européennes. Son patrimoine immobilier est diversifié, il est composé d'espaces de bureaux et de co-working (57%), d'hôtels (15%) et de logements d'habitations (26%, principalement en Allemagne).

44% des actifs sont situés en France, 29% en Allemagne, 22% en Italie, et 5% dans le reste de l'Europe.

Actualités : Covivio est une foncière en constante évolution, comme le prouvent ses 6 milliards d'€ répartis au sein de 31 projets en cours de développement composés de 280 000 m² de bureaux, 790 chambres d'hôtels et 454 logements d'habitations.

Le 4 janvier 2019 marque la finalisation de la fusion-absorption de Beni Stabili, ex filiale italienne de Covivio.

Évolution sur 1 an



DONNÉES FINANCIÈRES :

■ Cours au 16/12/2019 =	99,60 €
■ Capitalisation boursière =	8,23 Mds€
■ Chiffre d'affaires 2019 (e) =	1,12 Md€
■ Rendement 2020 (e) =	4,65%

Secteur Commerce

W

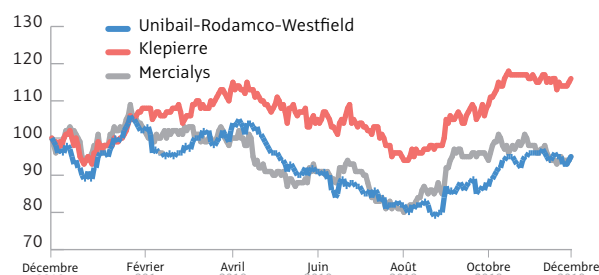
Unibail-Rodamco-Westfield détient, développe et gère 92 centres commerciaux

UNIBAIL-RODAMCO-WESTFIELD

européennes et américaines les plus dynamiques, comprenant les aéroports les plus fréquentés aux États-Unis. Ses centres accueillent 1,2 milliard de visites par an. Le portefeuille du Groupe est valorisé à 65 Mds€ au 30 juin 2019 dont 86% sont les commerces. Les activités du Groupe comprennent également des immeubles de bureaux prestigieux et des centres de congrès & expositions majeurs à Paris et dans sa région.

Actualités : Pour l'ensemble de 2019, Unibail a ajusté en haut de fourchette ses projections de résultats (entre 12,1 et 12,3 € par action après 12,9 € en 2018). Le groupe a placé 750 m\$ d'obligations portant un coupon fixe de 2,875% à échéance janvier 2027, ainsi que 750 m€ d'obligations portant un coupon fixe de 0,875% à échéance mars 2032. Suite à l'intégration de Westfield, les inquiétudes de marché se sont matérialisées sous la forme d'une cession d'actifs plus importante que prévue (6 Mds€ en total), d'un dividende attendu au même niveau que cette année, ainsi qu'une petite dégradation des perspectives (de stable à négative) de sa note de crédit.

Évolution sur 1 an



DONNÉES FINANCIÈRES :

■ Cours au 16/12/2019 =	139,40 €
■ Capitalisation boursière =	19,29 Mds€
■ Chiffre d'affaires 2019 (e) =	2,21 Mds €
■ Rendement 2020 (e) =	7,70%

Secteur Résidentiel

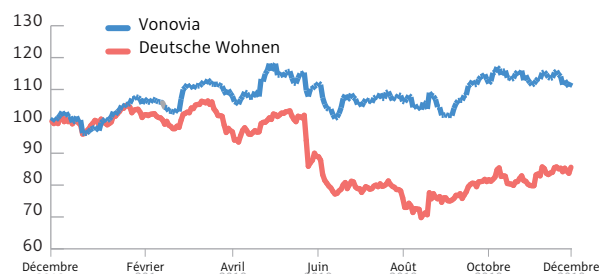
VONOVIA

Vonovia détient et gère près de 400 000 appartements d'une valeur de 46 Mds€ répartis dans des grandes villes en Allemagne, en Suède

et Autriche. En plus d'un pipeline d'environ 29.000 unités à louer et de 6.700 unités à vendre largement en Allemagne, le groupe veut poursuivre son développement en Europe, notamment en France et aux Pays-Bas. Le fait que le groupe détienne seulement 10% de son portefeuille à Berlin (15% de valeur), n'était pas trop pénalisant pour le titre. A noter (dans le tableau ci-dessous) le rendement nettement plus bas que pour les foncières françaises, conditionnés par l'exonération de l'IS, lorsque 95% du résultat net est distribué sous forme de dividende.

Actualités : Acquisition de 69% du capital de Hembla pour devenir le premier acteur résidentiel en Suède. Hembla détient 21 000 appartements d'une valeur de 3,1 Mds€ et demeure très complémentaire de Victoria Park (30 m€ de synergies). La société a calculé l'effet du plafonnement des loyers à Berlin qui entrera en vigueur en janvier 2020 - une réduction des revenus locatifs d'environ 20 à 25 m€ (10% des revenus locatifs à Berlin et environ 1% des revenus locatifs globaux). De plus, le groupe annonce le redéploiement des fonds de modernisation qui avaient été initialement réservés à Berlin sur les autres sites.

Évolution sur 1 an



DONNÉES FINANCIÈRES :

■ Cours au 16/12/2019 =	46,50 €
■ Capitalisation boursière =	25,22 Mds€
■ Chiffre d'affaires 2019 (e) =	2,05 Mds €
■ Rendement 2020 (e) =	3,35%

Données financières de notre sélection de foncières (Cours au 16 décembre 2019)

Valeur	Segment principal	Marché decotation	Cours € par action	Prime/décote sur la valeur (%)	Rendement de dividende 2020 (e)	Patrimoine géré m€	LTV (%) dette / valeur	% variation de FFO* 2019 (e)	Var. des loyers 9 m	Taux d'occupation	Projets en cours m€
Argan	Logistique	Paris	73,0	37,2	2,0	1 728	51,3	6,7	5,0	99,0	n.a.
Covivio	Diversifié	Paris	99,6	-1,0	4,7	23 200	39,2	n.a.	3,3	98,1	6 000
Deutsche Wohnen	Résidentiel	Francfort	36,1	-17,1	2,7	23 415	36,0	11,6	3,5	98,1	300
Gecina	Bureau	Paris	154,9	-8,8	3,6	19 900	35,3	n.a.	2,4	94,4	3 000
Icade	Diversifié	Paris	93,5	4,7	5,1	11 712	38,2	0,0	3,0	93,7	1 956
Klepierre	Commerce	Paris	32,5	-18,8	6,8	23 706	36,7	4,2	3,1	97,0	79
Mercialys	Commerce	Paris	12,0	-41,2	9,6	3 751	40,9	4,0	3,6	97,4	1 115
Unibail RW	Commerce	Amsterdam	139,4	-29,9	7,7	65 000	37,5	n.a.	n.a.	97,2	10 300
Vonovia	Résidentiel	Francfort	46,5	-4,1	3,4	45 903	40,4	11,5	4,0	97,1	1 450

* RNPG avant amortissements et plus-values de cessions / CAF récurrente.

ANALYSE STRATÉGIQUE DES SIIC (SWOT)

FORCES	FAIBLESSES
<ul style="list-style-type: none">• Rendement élevé• Diversification à travers les secteurs permet une meilleure résistance aux cycles• Présence urbaine (grandes villes) dispose des fondamentaux ainsi que des perspectives plus solides pour le bureau comme pour le résidentiel et le commerce	<ul style="list-style-type: none">• Très endettées• Activité cyclique• Les investissements (rénovations) sont indispensables
OPPORTUNITÉS	MENACES
<ul style="list-style-type: none">• Les rotations des locataires assez fréquentes (5 ans) permettent d'augmenter les loyers et le taux de rentabilité• Rotation sectorielle : Si les centres commerciaux sont de moins en moins populaires au profit du e-commerce, les entrepôts sont de plus en plus demandés• Rotation d'actifs pourrait aussi augmenter le taux de rentabilité	<ul style="list-style-type: none">• En cas de crise et d'un manque de liquidités, les projets de rénovation seraient repoussés• Un retournement de cycle économique est susceptible de toucher tous les secteurs• Sensibilité aux taux

FISCALITÉ ATTRACTIVE DES SIIC

Les foncières cotées bénéficient depuis 2003 du statut de SIIC (Sociétés d'Investissement Immobilier Cotées), en conséquence elles ne subissent pas d'impôt sur les sociétés, à condition qu'elles distribuent à leurs actionnaires 95% des loyers perçus et 60% des plus-values encaissées.

La fiscalité des SIIC suit le régime d'imposition des valeurs mobilières, à savoir : Dividendes et plus-values

Depuis le 1^{er} janvier 2018, le prélèvement forfaitaire unique (PFU) au taux global de 30% (Flat Tax) s'applique par défaut, 12,8% au titre de l'impôt sur le revenu et 17,2% au titre des prélèvements sociaux.

Les foncières cotées ne sont pas soumises à l'Impôt sur la Fortune Immobilière (IFI).

LES SIIC FACE AUX SCPI

Liquidité

Les actions des foncières présentent un avantage indéniable face aux parts de SCPI du fait de leur cotation boursière et de la profondeur du marché des principales foncières.

Performances

Les SCPI, malgré de bonnes performances, de l'ordre de 8,10% par an sur la période 1976 à 2016, sous-performent par rapport aux foncières cotées qui ont généré un rendement de 12% par an sur la même période.

Les actions de foncières sont généralement plus volatiles que les parts de SCPI. Elles sont plus sensibles notamment aux actualités économiques et financières à court terme.

Cependant, les SCPI sont tout de même exposées à l'environnement macro-économique et ne sont pas à l'écart de mauvaises performances et de recul comme cela a été le cas dans les années 90.

Comme c'est le cas pour les autres valeurs cotées sur le marché boursier, un horizon de long terme permet d'effacer en partie les effets de volatilité qui interviennent à court terme.

Diversification

Les foncières cotées qui sont de grands groupes immobiliers de dimension souvent internationale apportent une diversification géographique réelle, lorsque les SCPI sont souvent cantonnées au marché français.

Frais

Lors de la souscription de parts de SCPI, des droits d'entrée sont à payer, de l'ordre d'environ 10%, pour un rendement annuel moyen d'environ 4% actuellement. Pour amortir ces frais importants, il faut compter 2 à 3 ans avant de commencer à rentabiliser son investissement. Pour l'achat de foncières cotées, les frais inhérents à ces opérations sont limités aux frais de courtage (maximum 1%) et à la taxe sur les transactions financières (TTF) de 0,3%.

CHAMPEIL S.A.

Champeil est un Prestataire de Services d'Investissement agréé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR). Indépendante et familiale, la société, basée à Bordeaux, fut fondée par Jean-Louis Champeil, Agent de change, et s'inscrit dans la tradition des Officiers ministériels et des Sociétés de Bourse, forte d'une expérience de plus de 35 ans.

Champeil Entreprise d'Investissement offre une approche sur mesure des marchés financiers pour une clientèle privée, patrimoniale et/ou d'entreprises.

SAVOIR-FAIRE

- Gestion sous Mandat
- Intermédiation boursière
- Conseil en investissement
- Listing sponsor et services aux émetteurs

CHAMPEIL S.A.

9, cours de Gourgue
33000 Bordeaux
Mail : contact@champeil.com
Tél. : 05 56 79 62 32
Fax : 05 56 44 28 82
www.champeil.com

*"Le respect des valeurs,
le sens de l'action"*

Bordeaux - Paris - Toulouse

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information.

Les informations contenues dans ce document (notamment les données chiffrées, commentaires y compris les opinions exprimées...) sont communiquées à titre purement indicatif et ne sauraient donc être considérées comme un élément contractuel ou un conseil en investissement. De même ce document ne constitue en aucun cas une sollicitation d'achat ou de vente des services financiers sur lesquels il porte. Les informations juridiques ou fiscales auxquelles il est fait référence ne constituent en aucun cas un conseil ou une recommandation. Elles doivent être utilisées en conjonction avec un avis professionnel dans la mesure où les dispositifs fiscaux cités dépendent de la situation individuelle de chacun et sont susceptibles d'être modifiés ultérieurement. A cette fin, Champeil reste à votre disposition.

Ces informations proviennent ou reposent sur des sources estimées fiables par Champeil. Toutefois, leur précision et leur exhaustivité ne sauraient être garanties par Champeil.

Champeil décline toute responsabilité quant à l'utilisation qui pourra être faite des présentes informations générales.