

Interview de Laurent Gauville, Directeur général délégué de Gestion 21

Publié le 6 juin 2013



Laurent Gauville, Directeur général délégué de Gestion 21, et gérant du fonds Immobilier 21 explique à Pierrepapier.fr pourquoi les foncières européennes n'ont pas épuisé leur potentiel de surperformance boursière.

Depuis le début de l'année son fonds, Immobilier 21, a pris la tête de la catégorie des OPCVM immobiliers. Sur les 5 premiers mois de l'année 2013 les parts d'Immobilier 21 se sont appréciées de 10,93 %, c'est plus de 4 % de mieux que l'indice IEIF Eurozone dividendes nets réinvestis du secteur immobilier.

« Les foncières vont continuer à bénéficier de la convergence des rendements »

Pierrepapier.fr : Après une nette surperformance des foncières européennes en 2012, ce secteur de la cote continue de se comporter un peu mieux que les indices généraux depuis le début de l'année. Les sociétés immobilières peuvent-elles durablement battre les indices ?

Laurent Gauville : La surperformance des sociétés foncières en Bourse, ce n'est pas une nouveauté. Elles battent régulièrement les indices sur 5, 10 ou 20 ans...

Quant à savoir si cela va se poursuivre, il suffit d'observer que les investisseurs recherchent un rendement attractif et solide, c'est-à-dire pérenne dans le temps. Le rendement moyen de 5.5% des foncières cotées de la zone euro répond à cette attente. C'est plus attractif que les obligations à haut rendement qui porte aujourd'hui mal leur nom, dont le profil de risque est assurément moins favorable que celui des sociétés dont le métier est de détenir et de gérer des actifs de bureaux et de commerce, de logistique et marginalement d'habitation.

Pour expliquer le comportement du secteur immobilier européen, je vous invite à regarder le comportement des foncières allemandes. L'an dernier, elles ont surperformé celles des autres pays de la zone euro car les investisseurs ont accepté de voir converger leur rendement avec celui des Bunds, les emprunts d'Etat à 10 ans de la République fédérale, suivant en cela des mouvements déjà observés au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. Les premiers mois de cette année valident notre scénario d'une généralisation du processus de convergence aux autres pays de la zone euro. Depuis le 1^{er} janvier 2013, si les foncières allemandes ne progressent que de 1 %, le rattrapage des Françaises (+ 9%) des Italiennes (+ 20 %) ou Hollandaises (+ 7 %) est manifeste. Le potentiel de convergence reste important. Face au rendement des foncières françaises, le rendement des OAT à 10 ans n'est que de 1.95 %...

Dans l'ensemble, le secteur des foncières européennes a gommé la décote sur la valeur d'actif net dont les cours de Bourse étaient affectés depuis la crise ouverte par la chute de Lehman Brothers. Cela ne limite-t-il pas le potentiel de hausse du secteur ?

Le secteur décote toujours, mais le niveau de décote /surcote varie fortement entre les titres. Ainsi, une analyse concentrée sur un petit nombre de valeurs peut conduire à conclure que le secteur ne décote plus, mais si on prend l'ensemble du secteur immobilier zone euro (64 valeurs), la décote des cours de Bourse sur la valeur d'actif net réévalué (ANR) ressort encore à 13 % sur l'ANR de liquidation et de 23 % sur l'ANR de reconstitution. Mais si vous vous cantonnez aux dix plus grosses capitalisations boursières du secteur, la décote n'est plus de 1 % sur les ANR de liquidation et de 9 % sur les ANR de reconstitution. En revanche, les 54 valeurs qui suivent conservent une décote significative de 28 % sur leur ANR de liquidation. Ce qui est important à garder en tête, c'est que les valeurs d'actifs et les cash flows ne baisseront pas en moyenne sur le secteur. Ces derniers seront notamment soutenus par la baisse du coût de la dette supportées par les foncières et l'inertie structurelle du secteur. Quant aux valeurs d'actifs, à l'instar de la réduction de l'aversion au risque observée au niveau des pays, elles pourraient à moyen terme bénéficier d'une évolution favorable aujourd'hui focalisée sur les actifs prime.

Cette situation me laisse à penser que les décotes que conservent certaines foncières ont plus d'intérêt que jamais, d'autant que le niveau de décote prospectif est encore plus élevé que le niveau actuel en raison d'un scénario de hausse des valeurs d'actifs sur le moyen terme.

Les foncières peuvent-elles s'affranchir d'un contexte économique dégradé ?

En Ile-de-France, le taux de vacance du parc de bureaux est stable depuis 4 ans à 6.5%. L'emprise de la dégradation macro-économique ne s'est pas fait sentir parce que les opérateurs (promotion) ont bien anticipé la situation actuelle en ne mettant que peu de nouveaux mètres carrés de bureaux sur le marché. Aidées par la limitation de la construction de bureaux neufs et par la substantielle baisse de leurs frais financiers, elles vont continuer de bénéficier de l'indexation des baux dans les bureaux. Elles ont donc de quoi préserver leurs cash flows qui pourraient même finalement progresser légèrement cette année. Du côté des commerces, la hausse moyenne lors des relocations a été de 15% en 2012 et offre donc une protection de conservation des loyers en portefeuille. Enfin je rappellerai que dans les années difficiles, de 2008 à 2011, les cash-flows et les dividendes ont en moyenne progressé.

Quelle est aujourd'hui la stratégie gagnante pour les foncières ?

Le contexte actuel est caractérisé par la concentration de l'appétit des investisseurs pour les actifs de meilleure qualité, les immeubles de bureaux « prime » du quartier central des affaires. L'atout des foncières cotées tient au contraire à leur capacité à restructurer des actifs pour créer de la valeur. Elles ont sans doute une carte à jouer en acquérant des immeubles dont les baux arrivent à échéance dans deux ou trois ans, et que les investisseurs délaissent car ils désirent des baux longs ou une localisation « Prime ». Et si comme on peut le penser le climat des affaires s'améliorera à partir de 2016/2017, les foncières qui auront acquis des immeubles à restructurer seront à même de livrer des bureaux attractifs tout en bénéficiant d'un potentiel de revalorisation des localisations non prime.

Quelles sont les principales lignes du fonds Immobilier 21 ?

Nos principales positions dans Immobilier 21 sont à ce jour, Foncière des Régions, Klépierre, Siic, Tour Eiffel et Mercalys.

Propos recueillis par **Christophe Tricaud**
 pierrepapier.fr

Partager :

