



Quelle performance pour les foncières cotées ?

Newsletter mars 2023

Résultats annuels 2022

mazars

Traditionnellement très actif, le dernier trimestre a marqué un net ralentissement du volume d'investissement, en baisse de près de 50% par rapport au dernier trimestre 2021. Au global, l'année s'achève sur un montant d'investissement de 26 milliards d'euros, quasi-stable par rapport à 2021 mais très contrasté selon les classes d'actifs. Les bureaux restent la classe d'actifs privilégiée des investisseurs, totalisant 14 milliards d'euros investis, mais ne représentent plus que 54% des volumes, contre deux tiers habituellement, pénalisés par la remontée des taux. La logistique se maintient à un niveau élevé, totalisant 6,5 milliards d'euros investis, bénéficiant du potentiel de réversion des loyers et de son caractère moins cyclique. Le commerce reprend des couleurs et a représenté plus de 20% des volumes.

La demande placée en Ile-de-France a confirmé le retour à la normale amorcé en 2021 avec 2 108 milliers de m² placés soit une hausse de 10% sur un an. Les loyers évoluent dans un marché à 2 vitesses avec par exemple des loyers Prime parisiens orientés à la hausse face à la rareté des biens et au besoin de centralité de certaines entreprises, et des loyers qui sont stables voire en baisse dans la plupart des autres marchés où l'offre est abondante et en hausse.

Les foncières du panel affichent une hausse de leurs revenus locatifs, signe d'un retour à la normale après deux années chaotiques et de la capacité à répercuter à minima en partie l'indexation sur les locataires, mais une légère baisse de leur patrimoine à périmètre constant, qui illustre un début de *repricing* notamment dans le bureau qui pourrait se poursuivre en 2023.

Pour ce numéro, Nicolas Brosseaud, Associé Catella Valuation, nous livre ses éclairages sur l'impact des différentes crises sur le marché immobilier en 2022 et la prise en compte des critères ESG sur l'investissement immobilier, notamment suite à la présentation de la grille de l'AFREXIM en février 2023.

Bonne lecture



Gilles Magnan
Associé, Immobilier



Altarea
Argan
Carmila
Covivio
Gecina
Icade
Klépierre
Mercialys
Société Foncière Lyonnaise (SFL)
Unibail-Rodamco-Westfield (URW)

42 Mds€
de capitalisation
boursière

155 Mds€
de patrimoine
(données au 31 décembre 2022)

Les foncières du panel ont publié leur communiqué de presse dans un délai compris entre 19 et 59 jours.

Avec une moyenne de 45 jours, le délai est stable par rapport à 2022.

Indicateurs clés

+2%

Variation du dividende à verser en 2023

+14%

Variation du RNR EPRA

-1%

Variation de la juste valeur du patrimoine à périmètre constant

+14%

Variation des loyers à périmètre constant

Guidances définies dans les communiqués de presse

Guidance 2023 d'Icade

- Cash-flow net courant Groupe par action 2023 : évolution stable à légèrement positive, hors effet des cessions 2023
- Dividende 2023 : évolution en ligne avec celle du cash-flow net courant; payout ratio d'environ 80%, sous réserve de la validation de l'assemblée générale de 2024

Compte tenu du retour à 100% du taux d'occupation, et d'un marché locatif en situation de sous-offre (vacance à 3,8% en France), **Argan** anticipe les objectifs suivants : Revenus locatifs à 182 M€, en hausse de 10%, RNR à 124 M€, en hausse de 4%, Dividende minimum de 3 €.

Le résultat récurrent par action de **Carmila** est attendu à 1,57€ en 2023. Cette anticipation correspond à +8% de croissance organique (à périmètre constant et par rapport à un résultat récurrent par action 2022 ajusté des produits exceptionnels résultant du recouvrement des loyers des exercices antérieurs).

Dans ce contexte, **Covivio** se fixe pour objectif un résultat net récurrent (EPRA Earnings ajusté) 2023 de l'ordre de 410 M€, stable retraité de l'effet du désendettement. Le groupe aborde ses perspectives à moyen terme avec confiance, conforté par la qualité de son patrimoine et la pertinence des trois piliers stratégiques (centralité, immeuble neuf, culture-clients).

Dans un contexte qui nécessite donc de la prudence, **Gecina** anticipe un Résultat récurrent net part du Groupe entre 5,80 € et 5,90 € par action en 2023, soit une hausse comprise entre +4,3% et +6,1%.

En 2023, le FFO d'**Altarea** devrait baisser en raison de l'absence de grandes opérations d'Immobilier d'entreprise, d'un ralentissement probable des ventes de logements et des charges liées au lancement des nouvelles activités. 2023 et 2024 seront consacrées à l'adaptation au nouveau cycle, à la poursuite de la transition bas carbone et à l'investissement dans les nouvelles activités. A moyen terme, le potentiel de FFO par croissance interne est estimé à 325-375 M€, soit + 20% à + 35% (par rapport à 2022) après montée en puissance de l'impôt, de la transition bas carbone et de la contribution des nouvelles activités et sous réserve de l'absence de crise géopolitique, sanitaire ou macroéconomique.

Klépierre annonce un objectif de cash-flow net courant par action pour 2023 e 2,35 € (en hausse de 5 % par rapport au cash-flow net courant ajusté de 2,24 € de 2022)

Dans un environnement où les taux d'intérêt et l'inflation pourraient rester durablement élevés, la Société aborde l'année 2023 sereinement compte tenu de la visibilité offerte par le profil résilient de ses actifs. L'entreprise restera attentive à la solvabilité de ses enseignes clientes ainsi qu'à la protection de ses équilibres bilantiels. **Mercialys** se fixe pour objectif une croissance de son résultat récurrent (FFO) par action d'au moins +2,0%, ainsi qu'un dividende dans une fourchette de 85% à 95% du FFO 2023.

Thanks to the improvement in 2022 operating performance, higher indexation, the positioning of the Group on prime and well-located assets, and retailers' drive-to-store strategies, as well as deleveraging progress, **URW** is well-positioned to continue to perform in what is expected to remain an uncertain macro environment in 2023.

In this context, the Group forecasts its 2023 AREPS to be in the range of €9.30 to €9.50.

SFL ne communique pas sur la guidance dans son communiqué de presse au 31 décembre 2022

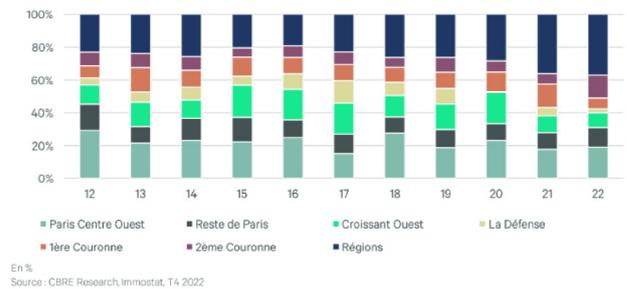
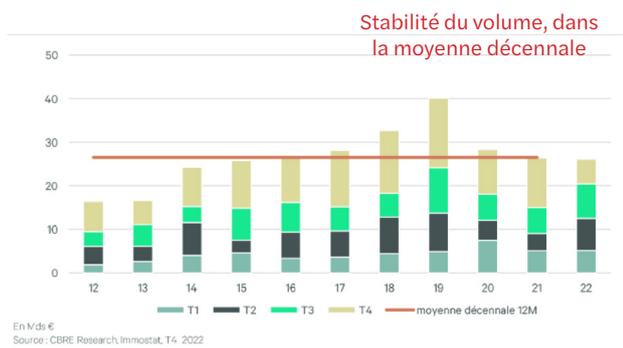
1. Tableau récapitulatif des données du panel

	Moyenne Pondérée	Moyenne Simple	Altarea	Argan	Carmila	Covivio	Gecina	Icade	Klepierre	Mercialys	SFL	URW
PATRIMOINE												
JV du Patrimoine (Mds €)	22,5	17,2	NC	3,9	6,2	26,1	20,1	15,1	19,8	2,9	8,2	52,3
Evolution à périmètre constant	-1,0%	-0,4%	NC	NC	1,0%	0,1%	-1,6%	-2,5%	-0,7%	0,8%	2,3%	-2,7%
FINANCEMENT												
Coût moyen de la dette	1,0%	1,6%	1,8%	1,5%	NC	1,2%	1,2%	1,3%	1,2%	2,0%	1,70%	2,0%
Maturité moyenne de la dette (en années)	6,2	5,6	4,3	6,0	4,4	4,8	7,5	5,3	6,5	4,5	4,3	8,3
Ratio LTV	36,4%	35,8%	24,5%	43,0%	35,8%	39,5%	33,7%	39,3%	37,7%	35,3%	27,6%	41,2%
Ratio ICR	5,9	7,0	13	NC	4,5	6,9	5,6	NC	10,0	5,9	5,5	4,2
INDICATEURS EPRA												
EPRA NRV / action (€)	95,7	117,8	NC	104,8	NC	117,0	189,5	NC	NC	20,5	119,1	155,7
EPRA NTA / action (€)	96,1	84,9	NC	92,9	25,3	106,4	172,2	89,8	30,9	18,4	107,4	121,0
EPRA NDV / action (€)	100,0	98,8	NC	94,2	25,8	107,8	183,8	101,4	NC	20,9	108,3	148,4
RNR EPRA (M€) ou équivalent	590,6	424,5	275,4	119,0	224,9	430,0	409,9	381,8	851,0	105,5	108	1 339,0
Evolution RNR EPRA	14%	13%	4%	6%	26%	5%	5%	6%	20%	4%	17%	33%
RNR EPRA / action (€)	5,2	5,1	13,3	5,2	1,6	4,6	5,6	NC	2,6	1,1	2,5	9,7
EPRA LTV	19%	45%	NC	45%	38%	43%	NC	NC	NC	NC	NC	54%
RENDEMENT ET PERFORMANCE BOURSIERE												
Dividende 2021 versé en 2022 (€)	3,2	3,3	9,8	2,6	1,0	3,8	5,3	4,2	1,7	0,9	4,2	-
Dividende 2022 proposé / action (€)	3,3	3,4	10,0	3,0	1,2	3,8	5,3	4,3	1,8	1,0	4,2	-
Evolution du dividende	2%	5%	3%	15%	17%	0%	0%	3%	3%	4%	0%	0%
Dividend Yield	5%	6%	6%	2%	7%	5%	4%	7%	8%	11%	5%	0%
Total Shareholder Return - TSR	-11%	-9%	-19%	-33%	3%	-18%	-18%	-30%	11%	25%	13%	-21%
Cours de bourse de clôture 2022	60,0	57,1	126,2	75,8	13,3	55,5	95,2	40,2	21,5	9,8	84,4	48,6
Evolution du cours de bourse sur 2022	-16%	-14%	-25%	-35%	-4%	-23%	-23%	-36%	3%	14%	8%	-21%
Capitalisation boursière (Mds €) - en date du 22/02/2023	5,7	4,2	2,6	1,8	2,0	5,6	8,1	3,4	6,5	0,9	3,5	7,9

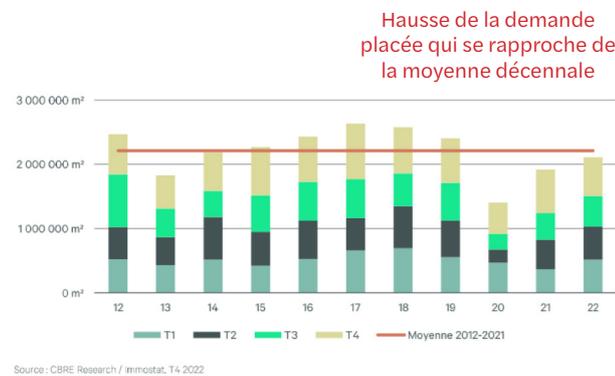
2. Actualités marché

Après un deuxième et un troisième trimestres très actifs, le quatrième trimestre marque un ralentissement, conséquence directe de la remontée des taux d'intérêt. Le bureau reste majoritaire mais voit sa part diminuer, dans la continuité des années précédentes, au profit du commerce et de la logistique.

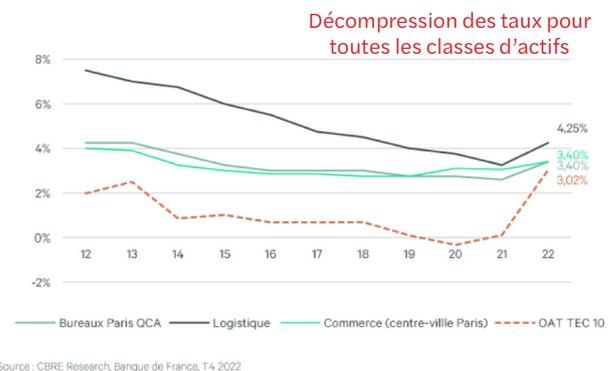
Volume d'investissement en France et répartition géographique



Demande placée en Ile-de-France



Evolution des taux de rendement, OAT et Euribor



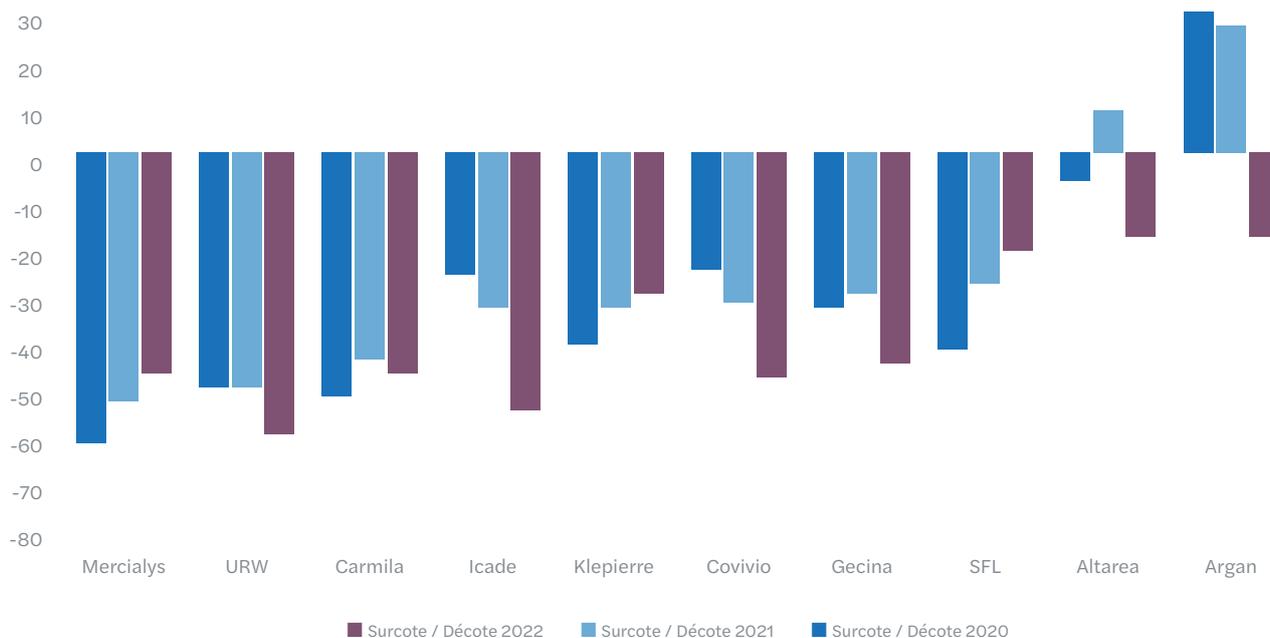
La demande placée en Ile-de-France continue sa reprise, en hausse de 10% sur un an, malgré un dernier trimestre en baisse de plus de 10% sur un an et qui laisse présager un nouveau ralentissement à venir. En 2022, le marché a notamment été porté par le créneau des grandes surfaces (> 5000 m²) avec 61 transactions réalisées contre 56 en 2021. Signe d'une recherche de centralité qui se poursuit, Paris continue de surperformer en représentant 47% de la demande placée en 2022, avec une dynamique forte, autant sur le QCA que dans le reste de la capitale.

Après une longue période de compression des taux, 2022 marque une inversion des courbes. Face aux hausses des taux directeurs et obligataires, les taux de rendement immobiliers ont mécaniquement augmenté, sur toutes les classes d'actifs bien que dans des proportions différentes. Le commerce, qui avait déjà connu de fortes décompressions par le passé augmente légèrement comparé à la logistique ou au bureau Prime.

3. Rendement et performance boursière

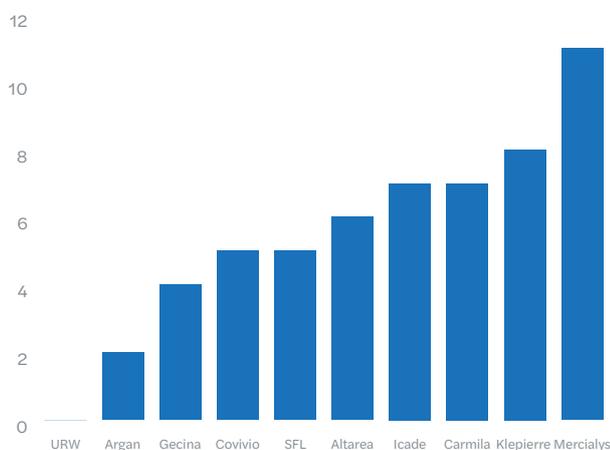
Toutes les foncières du panel sont en situation de décote du cours de bourse par rapport à l'ANR, entre -18% et -60%, qui sera potentiellement régulé par un début de repricing des valeurs attendu au 30 juin 2023.

Décote – Surcote du cours de bourse par rapport à l'ANR*



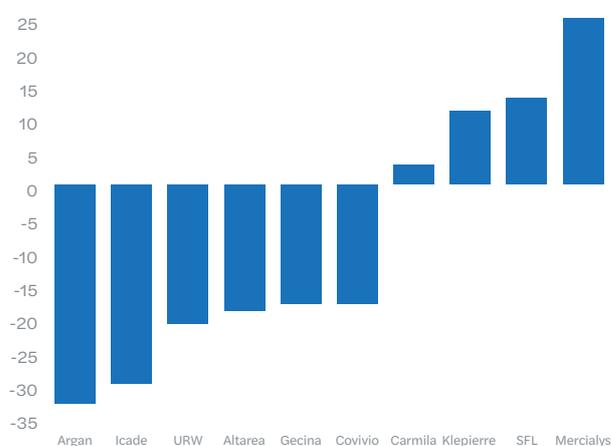
*Suite à la publication d'une nouvelle version des Best Practices Recommendations de l'EPRA en octobre 2019, la présentation et le calcul de l'ANR ont été modifiés à compter de 2020 avec l'introduction de 3 nouveaux indicateurs : NRV, NTA et NDV. Nous avons retenu l'indicateur le plus largement communiqué par les foncières du panel : l'ANR NTA, à l'exception d'Altarea qui ne le communique pas et pour laquelle nous avons retenu l'ANR Triple Net Epra.

Dividend Yield**



** dividende versé / cours d'ouverture

Total Shareholder Return***



*** (dividende versé + variation du cours de bourse) / cours d'ouverture

4. Patrimoine

La juste valeur du patrimoine à périmètre constant est en légère baisse (-1%) et a évolué de manière légèrement différenciée selon la typologie d'actifs sous-jacents mais toujours orientée à la baisse, signe d'un potentiel début de repricing.

-1%

Commerces	Bureaux	Mixtes
-1,3%	-0,3%	-2,5%

La variation des loyers à périmètre constant est en hausse sensible (+14%), allant de +3% à +27%, hausse davantage accentuée sur les foncières de commerces avec par exemple + 27% pour URW et + 25% pour Klépierre.

+14%

Commerces	Bureaux	Mixtes
+22,5%	+7,7%	+1,2%

5. Financement

	Coût moyen de la dette	Maturité moyenne de la dette	Ratio LTV	Ratio ICR
2022	1,0% ↘	6,2 ↘	36,4% ↘	5,9x ↗
2021	1,4%	6,5	36,5%	4,3x

Le ratio LTV moyen reste quasi-stable et reste par ailleurs en deçà du plafond de place en termes de LTV, situé généralement à 40%.



6. Deux questions à un expert



Nicolas Brosseau
Associé, Catella Valuation

Quels ont été les impacts des différentes crises sur le marché immobilier en 2022 ?

Que ce soit la crise financière avec la forte hausse du coût de l'argent ou la crise internationale générée par la guerre en Ukraine, elles ont toutes deux eu une forte influence sur le marché immobilier en France en 2022.

Cependant, l'impact n'a pas été le même, si l'on considère le marché de l'immobilier d'entreprise, particulièrement en Ile de France, sur le marché de la location et sur celui de la transaction à l'acquisition.

Pour ce qui concerne le marché de la location de bureaux en Ile de France, malgré un quatrième trimestre relativement maussade, la demande placée annuelle a atteint en 2022 près de 2,2 millions de m², soit très légèrement en deçà de la moyenne décennale mais légèrement au-dessus de la moyenne à long terme. Avec une augmentation de plus de 10% par rapport à 2021 et de 50 % par rapport à 2020, on peut considérer qu'il s'agissait d'une année de retour à la normale.

Cependant, la répartition sur l'année, avec un fort premier semestre et un ralentissement sensible lors des 6 mois suivants, peut faire craindre une année 2023 marquant une baisse sensible de la demande placée en bureaux en Ile de France.

On note d'ailleurs une hausse du taux de vacance global, qui passe de 7,1% à 7,4%, avec une forte disparité entre les secteurs géographiques : 3,5% à Paris, 7,4% en banlieue et 9% dans le reste de l'Ile-de-France.

Cette disparité est encore plus marquante si on étudie les différents marchés identifiés par Immostat : la vacance n'est que de 2,8% dans le Quartier des Affaires de Paris, soit une réelle situation de pénurie, alors qu'elle est de 16,4% à La Défense où l'on peut craindre une situation durable de suroffre.

Cette situation risque d'être amplifiée par une offre à un an non négligeable, puisqu'avec près de 1,7 million de m² en projet pour 2023, celle-ci porterait la vacance globale à 6 millions de m², soit 10% environ du parc de bureaux en Ile-de-France.

Cependant, les valeurs locatives faciales des immeubles neufs en Ile de France n'ont pas décroché en 2022 : soit elles ont continué à progresser, soit elles se sont stabilisées. Ainsi, dans le QCA, la VLM moyenne pour des actifs neufs a dépassé les 860 € HT HC/m² /an avec des pics à

950 € HT HC/m² (contre 805 € HT HC/m²/an en 2021). Dans le reste le Paris, la VLM est restée stable à 657 € HT HC/m²/an (contre 659 € en 2021). Le quartier des affaires de l'Ouest a connu également une hausse en passant de 505 à 526 € HT HC/m²/an en moyenne.

Le phénomène a été le même pour les valeurs locatives moyennes pour les bureaux de seconde main, qui sont passées de 656 à 695 € HT HC/m²/an dans le QCA, de 510 à 551 € HT HC/m²/an pour le reste de Paris et de 425 à 442 € HT HC pour le quartier des Affaires de l'Ouest.

Il s'agit là bien sûr des loyers faciaux, les mesures d'accompagnement ayant, elles aussi connu une progression sensible, ce qui annihile tout ou partie de la progression des valeurs locatives faciales : ces mesures d'accompagnement, sous forme de franchise et/ou de participation aux travaux du preneur, se sont élevées en 2022 à près de 28% pour les transactions de plus de 5.000 m², de 24% pour celles se situant entre 1.000 et 5.000 m² et de près de 21% pour les transactions d'une surface inférieure.

Les impacts des différentes crises ont en revanche été beaucoup plus marqués pour ce qui concerne le marché de l'investissement en immobilier non résidentiel en France.

Non seulement les montants investis en 2022, de l'ordre de 23,6 milliards d'euros, sont sensiblement inférieurs à la moyenne décennale (près de 26 milliards par an) mais leur répartition au cours de l'année marquent un très fort coup d'arrêt à partir de l'été.

En effet, avec 18 milliards d'euros investis à la fin du 3^{ème} trimestre, l'année 2022 se situait dans la fourchette haute des années pour ce qui concernait les 9 premiers mois, dépassée seulement par 2019 (22,2 milliards d'euros) et 2016 (18,5 milliards d'euros).

Mais la forte hausse des taux d'intérêts, générant un gel d'une grande partie des financements bancaires, a entraîné un 4^{ème} trimestre extrêmement faible de l'ordre de 5,7 millions d'euros, soit le plus faible depuis 2013 (la moyenne décennale pour un 4^{ème} trimestre étant de plus de 10 millions d'euros).

6. Deux questions à un expert

2022 a donc connu un début d'année très actif en termes d'investissements en immobilier non résidentiel, puis un coup d'arrêt brutal dû aux différentes crises à partir de l'été.

Les bureaux restent la première classe d'actifs attirant les investisseurs, mais ont représenté seulement un peu plus de 50% en 2022 contre plus de 60% en moyenne les années précédentes. En revanche, on note une embellie pour les commerces, qui avaient souffert depuis la crise de Covid, et pour l'immobilier de diversification alors que la logistique, est en sensible recul.

La part des régions, qui atteint presque 1/3 des montants investis en 2022 est en progression constante et se répartit presque équitablement entre bureaux, commerce et logistique.

A noter qu'aucune transaction de plus de 500 millions d'euros n'a été enregistrée au 4ème trimestre, marquant bien la forte influence de la

raréfaction des financements importants sur le marché de l'investissement en immobilier non résidentiel.

Ce retournement de marché s'est accompagné logiquement d'une remontée des taux de rendement Prime, ceux qui étaient les plus bas étant plus significativement impactés par la hausse du coût de l'argent : les taux de rendement pour les meilleurs bureaux dans le QCA sont passés de 2,70% à 3,30% (plus de 20%) et ceux des pôles tertiaires parisiens de 3,30% à 4,40% (+33%). L'augmentation est moindre en province, de 3,40% à 3,80% (12% environ).

Il est difficile d'anticiper le marché en 2023 mais on peut imaginer que le marché peu actif au 4T 2022 se prolongera jusqu'à l'été et espérer une reprise des transactions à l'investissement en immobilier non résidentiel à compter de la rentrée de septembre.

Quels impacts aura la prise en compte des critères ESG sur l'investissement en immobilier ?

Au niveau mondial, il a été établi que le secteur immobilier représente 40% de la consommation énergétique mondiale et 30% des émissions de gaz à effet de serre.

La réduction du risque climatique porté par l'immobilier représente donc un enjeu essentiel, que ce soit pour les utilisateurs, les investisseurs ou les banques qui financent l'immobilier.

De nombreux cadres réglementaires ont été mis en place sur le sujet, que ce soit au niveau européen (Taxonomie Verte Européenne, règlement SFDR, Standard Européen des Obligations Vertes) ou au niveau français (Objectif 2050 : Neutralité Carbone, Décret Tertiaire, RE 2020) avec des obligations et des calendriers différents.

Les établissements bancaires développent de nombreux outils pour pousser à la décarbonation de leurs portefeuilles de prêts à horizon 2050 comme l'obligation de mettre en place un « Green Asset ratio » qui calculera le pourcentage du portefeuille de prêt associé à des activités respectueuses de l'environnement.

Jusqu'à présent, l'utilisation des critères ESG dans les décisions d'octroi de crédits était assez limitée mais devrait bientôt être incontournable.

Cependant les critères retenus sont aujourd'hui assez hétérogènes entre les différentes banques et sont essentiellement environnementaux, l'intégration des critères sociétaux et de gouvernance restant à préciser pour de nombreux établissements bancaires.

Ces obligations développées par les banques étant incontournables pour le secteur de l'investissement immobilier, que ce soit à l'acquisition ou pendant toute la durée du prêt, l'AFREXIM (Association Française des Sociétés d'Expertise Immobilière qui regroupe les 10 principales sociétés du secteur) a décidé de lancer une grille commune permettant une approche de l'évaluation des éléments extra-financiers des actifs immobiliers.

Ces critères devenant de plus en plus importants (et pas seulement pour les financements...) dans les prises de décisions immobilières, il a semblé nécessaire aux sociétés de l'AFREXIM de proposer une grille simple et abordable permettant une analyse rationnelle de la performance ESG des immeubles, sur la base de critères pertinents et objectifs.

Cet outil, destiné à être commun à l'AFREXIM et aux acteurs du marché, a pour but de permettre une meilleure lisibilité et une comparabilité entre les différents immeubles.

6. Deux questions à un expert

La grille a été fondée sur les travaux de l'OID (Observatoire de l'Immobilier Durable), affinée au cours de nombreux entretiens avec des investisseurs et des associations professionnelles et revue plusieurs après des tests réalisés sur des immeubles sélectionnés.

Une première grille d'analyse porte sur les immeubles de bureaux et sera complétée par des grilles consacrées à la logistique, au commerce, au résidentiel et à l'immobilier de santé. Elle sera bien entendu amenée à évoluer en fonction des retours d'expérience et des évolutions réglementaires.

La grille est constituée de 19 critères : 10 critères environnementaux (75% de la note finale), 6 critères sociaux (15% de la note finale) et 3 critères de gouvernance (10% de la note finale).

Une note finale de A (le meilleur) à F (le moins bon) sera donnée à l'immeuble, complétée d'un indice de fiabilité fondé sur l'exhaustivité et la fiabilité des informations recueillies.

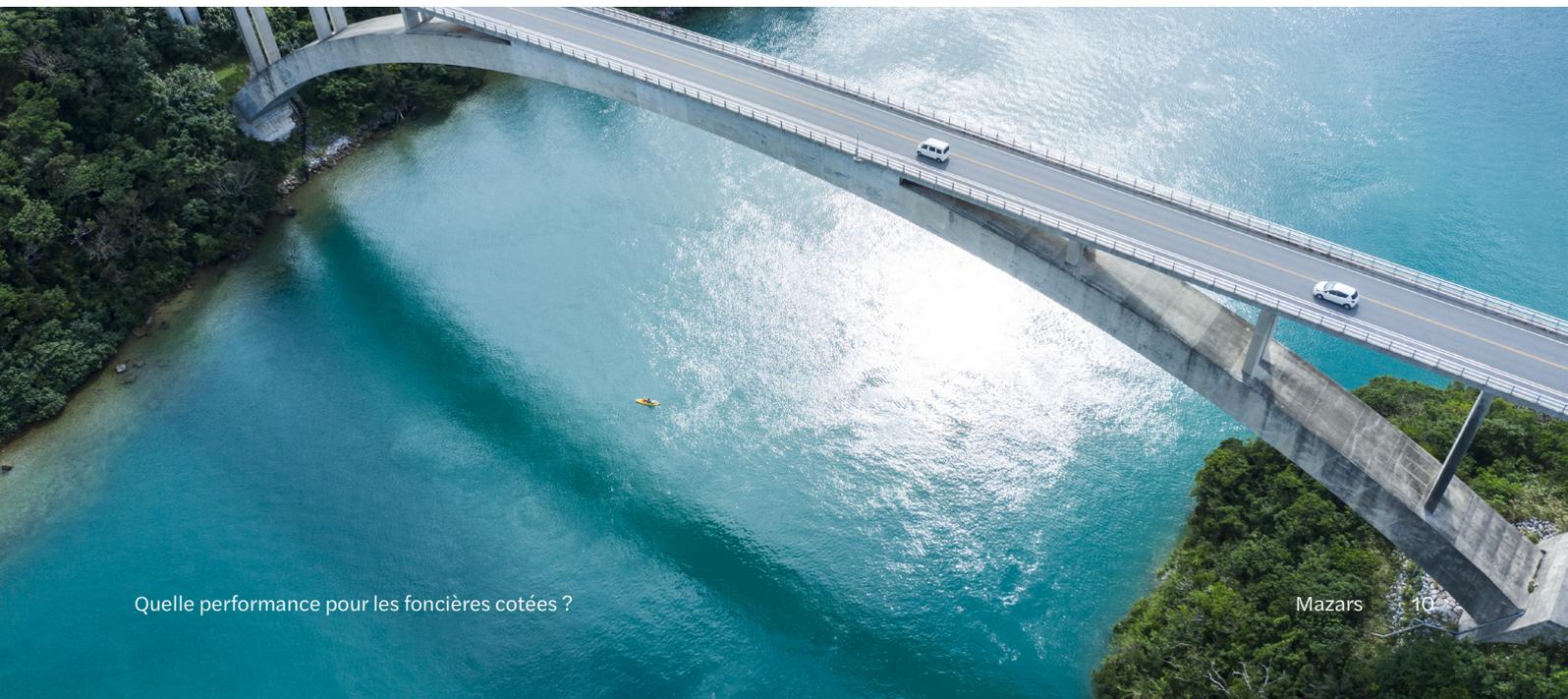
Les critères environnementaux retenus portent sur l'évolution des consommations, la trajectoire carbone, l'audit énergétique, les certifications, l'existence d'un risque climatique, la biodiversité, la gestion des déchets et celle de l'eau.

Les critères sociaux prennent en compte l'accessibilité de l'immeuble, l'encouragement des mobilités douces, les accès PMR, les labels bien-être et les services offerts aux occupants.

Enfin, les critères de gouvernance intègrent l'existence d'annexes environnementales dans les rapports propriétaires-occupants, de clauses ESG entre le propriétaire et ses prestataires et l'activité des occupants.

Cette grille a pour but de pouvoir comparer les performances des différents actifs immobiliers au regard des critères ESG et de rationaliser leur incidence sur l'évaluation des actifs, que ce soit en termes d'offre et de demande, de résilience réglementaire, d'accès au capital ou de gestion des charges.

Il ne s'agit cependant que d'un critère supplémentaire, bien qu'indispensable, pour l'évaluation d'un actif immobilier qui vient s'ajouter à la localisation, la qualité de la construction, l'état d'entretien, la qualité des locataires, les clauses des baux en cours et de nombreux autres points d'analyse.



Contacts

Gilles Magnan

Associé, Immobilier
gilles.magnan@mazars.fr
+33 (0)6 62 99 44 28

Johan Rodriguez

Associé, Immobilier
johan.rodriguez@mazars.fr
+33 (0)6 64 84 83 90

Rim Skalli

Senior Manager, Immobilier
rim.skalli@mazars.fr
+ 33 (0)6 66 94 11 10

Mazars est un groupe international et intégré spécialisé dans l'audit, la fiscalité et le conseil ainsi que dans les services comptables et juridiques*. Présents dans plus de 95 pays et territoires à travers le monde, nous nous appuyons sur l'expertise de plus de 47 000 professionnels – plus de 30 000 au sein de notre partnership intégré et plus de 17 000 via « Mazars North America Alliance » – pour accompagner les clients de toutes tailles à chaque étape de leur développement.

*Dans les pays où les lois en vigueur l'autorisent.

www.mazars.fr

© Mazars 2023

mazars