

Première Impression – Foncières cotées à Paris : Tour Eiffel et les autres

1 - A quelque chose malheur est bon : avec les marchés d'actions épouvantables du dernier trimestre 2018, les **sociétés foncières cotées** affichent toutes des **décotes**, ce qui était loin d'être le cas auparavant. En d'autres termes, les cours de Bourse de **Icade, Gecina, Unibail-Rodamco-Westfield, Terreis, Tour Eiffel, Carmila, Klépierre**, etc... sont inférieurs aux valeurs de leurs patrimoines ramenées à une action. Et ces décotes sont significatives qui plus est : de 18% environ pour Icade et 24% pour Gecina, à 30% et plus pour Terreis, Tour Eiffel et les autres.

Comme de plus la plupart de ces sociétés distribuent de bons **dividendes**, ce qui fait partie des obligations liées à leur statut dit "SIIC" de véhicule d'investissement dans l'immobilier, les **rendements** des dits dividendes, ceux que l'on est raisonnablement en droit d'attendre en 2019 au titre de l'exercice 2018 en tous cas, s'étagent eux aussi à des niveaux plutôt élevés, les cours de Bourse du moment étant ce qu'ils sont : notamment plus de 6% pour Icade, et éventuellement près de 8% pour Tour Eiffel, si celle-ci maintient son dividende au même niveau.

Sociétés Foncières - Comparaisons boursières :

	24/1/19	Cours	Décote	Rdt
Icade		72,4€	18%	6,5%
Unibail-Rodamco		150,7€	32%	7,6%
Terreis		38,9€	27%	2,1%
Sté Tour Eiffel		38,9€	29%	7,7%
Carmila		16,9€	41%	9,0%
Gecina		120,7€	24%	4,6%
Klépierre		28,6€	28%	7,4%

2 - De fait, l'immobilier coté est censé apporter à l'investisseur des revenus **réguliers** : le dividende est en gros ce qui reste des **loyers** tirés du patrimoine foncier (bureaux, murs de commerce, locaux d'activités) après coûts de gestion, et ces loyers étant assis sur des **baux** à long-terme, ils sont des plus stables aussi en principe, pour peu que la société foncière ait un patrimoine bien diversifié. Et, avec un peu de chance, la valeur du patrimoine, et donc sa valeur par action, doit au moins se maintenir, sinon s'améliorer avec le temps : l'immobilier est un investissement de **long terme** par excellence.

Ceci étant, il n'y a pas d'investissement sans risque, et toutes sociétés **rentières** qu'elles soient, les foncières cotées n'échappent pas à la règle. Et pour cause : la valeur de leurs patrimoines est calculée, tout aussi régulièrement, avec une formule européenne standard, dite EPRA, laquelle repose sur des taux de rendement exigés, des **taux de capitalisation des loyers** qui, comme dans toutes ces formules, calculent des valeurs d'autant plus élevées que les taux de référence, les taux d'intérêts, sont bas. Et les taux d'intérêts sont bas en ce moment, c'est indéniable. Et ne peuvent que remonter qui plus est. Ce qui, éventuellement, pourrait poser un autre problème : les dettes bancaires et/ou obligataires de ces sociétés, qui financent en principe la moitié ou moins du patrimoine, puisqu'il est de bon ton dans ce métier d'avoir un ratio "Loan To Value" de nettement moins de 50%, ont des maturités moyennes relativement courtes, soit 5 à 6 ans pour la plupart, ce qui laisse penser qu'il y a quelque part un **risque de taux** non-négligeable aussi, même si la question ne se pose pas pour le moment.

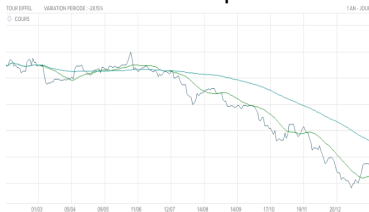
3 - C'est pourquoi des décotes significatives comme c'est le cas actuellement semblent plutôt **justifiées** en fait, puisqu'elles procurent éventuellement un **amortisseur**, et ne sont finalement qu'un **retour à la normale** pour l'investisseur en "pierre papier". Lequel a le choix sur Euronext pour trouver le véhicule d'investissement adéquat pour se positionner sur tel ou tel segment de l'immobilier, entre les pures foncières "parisiennes" faisant dans le haut de gamme, et celles qui jouent plutôt le développement de l'immobilier tertiaire en Région Parisienne, **Paris-RP formant en tout un très vaste marché** en fait, et le premier en Europe. Avec de plus l'accélération attendue du **Grand Paris Express**, dont les chantiers pharaoniques sont bien engagés (dans l'indifférence générale, a priori), et dont les infrastructures nouvelles doivent créer beaucoup d'opportunités.

4 - C'est en tous cas le pari que fait **Tour Eiffel** depuis quelques années, et sa prise de contrôle par un actionnaire de référence puissant : **SMA-BTP**. Tour Eiffel avait fin juin 2018 près de 500 000 m² en exploitation, soit 140 immeubles générant 70 millions d'euros de loyers environ, principalement des bureaux, à plus de 80% dans les Hauts de Seine et les Yvelines, et les plus souvent dans des parcs d'affaires offrant de plus des services associés aux sociétés locataires : restauration, crèches, etc... Tour Eiffel a quelques belles opérations en cours de développement, souvent à partir de ses propres réserves foncières, notamment à Nanterre, Massy, Orsay, et dans Marseille et sa région. Avec une stratégie intégrée dites de "pôles et parcs" qui vise à la **satisfaction client** plus qu'à la simple location de locaux, et privilégie le **long-terme** : les bons locataires qui restent longtemps sont rares, c'est bien connu.

Bordeaux, 200 millions d'euro de patrimoine et 20 millions d'euro de loyers annuels supplémentaires.

Et aussi une plus grosse **capitalisation** boursière, soit éventuellement plus de visibilité sur les radars des grands investisseurs. Sans parler d'un **flottant** élargi, ce qui n'est éventuellement pas du luxe, puisque SMA s'est laissé (un peu, mais pas tout à fait) diluer dans l'opération.

Bref : l'histoire avance, et plutôt vite. Pas mal, pour une vieille rentière ! **J Lieury 25/01/2019** – www.olier-etudes-recherche.fr



La société a de plus accéléré le mouvement récemment, avec la reprise en décembre dernier d'une foncière cotée plus petite : **Affine**, au moyen d'une OPA amicale payée en actions Tour Eiffel. Affine apporte quelques beaux actifs a priori, non seulement à Paris-RP mais aussi à Lille, Lyon et