

DOSSIER MENSUEL

LA RÉSILIENCE

DES MASTODONTES
IMMOBILIERS FRANÇAIS

FÉVRIER 2022

IMMO 
GAGNANT 

SOMMAIRE

p 3-8

PARTIE 1. Tour d'horizon : l'inflation et la guerre

p 8-12

PARTIE 2. Les recommandations du mois de Philippe Béchade

p 13-14

PARTIE 3. L'immobilier pratique

p 15-16

PARTIE 4. Les coulisses politiques par Philippe

p 17-19

PARTIE 5. La pépite du mois de Felix Baron

Si seulement nous pouvions vite oublier que Mars est le Dieu de la guerre !

PARTIE 1 :

TOUR D'HORIZON : L'INFLATION ET LA GUERRE

Le patrimoine des Français se monte (selon les derniers chiffres disponibles début 2022) à 14.000Mds€ (près de 5 fois notre PIB) dont 9.000Mds€ sous forme d'immobilier.

Ces 9.000Mds€, nous les retrouvons également dans la répartition générationnelle du patrimoine : c'est ce que détiennent les retraités (sous forme d'investissement « pierre » et valeurs mobilières, marginalement sous forme d'œuvre d'art, avec tout de même 4Mds€ de volume de ventes aux enchères en France en 2021), ce qui signifie **que les moins de 60 ans - pour schématiser - ne possèdent que 5.000Mds€ de la richesse nationale.**

Pour mémoire, le patrimoine de l'état français (le « foncier », les réserves d'or, les participations majoritaires ou minoritaires dans les entreprises, les œuvres d'art, etc.), c'est 1.580Mds€, la dette publique c'est 2.835Mds€ (presque le double : notre ratio de couverture apparaît insuffisant !).

En ce qui concerne les retraités, **l'immobilier locatif est sur-représenté** et un récent calcul met en évidence que 4.000Mds€ (dont 3.000Mds€ d'immobilier, le tiers de l'existant) sont détenus par des femmes ayant perdu leur conjoint (et 60% ne possèdent qu'un seul bien). Vous constatez donc que 4.000Mds€ de richesse patrimoniale sur 14.000 sont détenus par des veuves : quand on est seul, on n'est pas le mieux à-même d'affronter les difficultés de gestion des biens générateurs de revenus... et de bien des soucis.

Cela va des **impayés** à la **fiscalité complexe** et confiscatoire, en passant par le suivi et le **financement de la remise en état** ou de **la mise aux normes des biens loués** (gare à la mise hors-jeu des « passoires énergétiques » de catégorie « G », soit 1 millions de logements loués), avec moult « subtilités » dans le maquis des règles permettant d'obtenir - ou non - des aides... autant de sources de stress évidents.

Et voilà que l'immobilier se retrouve dans le collimateur des banques centrales !

« *La banque centrale américaine doit retrouver sa crédibilité* » affirmait James Bullard début février : si les niveaux de valorisation élevés des marchés sont évoqués par la FED et Janet Yellen, la Secrétaire américaine au Trésor, depuis fin 2021, **le terme de « bulle » - lui - n'est lâché depuis peu par les économistes des grandes banques qu'au sujet de... l'immobilier.**

En Europe, la Banque d'Espagne a appelé à la « vigilance » sur les prix des actifs immobiliers qui « sont actuellement légèrement supérieurs à leur niveau d'équilibre ». Ne vous arrêtez pas au terme « légèrement » car le seul fait que la banque centrale évoque le sujet démontre que son niveau de préoccupation est déjà élevé !

La BCE a senti que le vent de la confiance aveugle des marchés dans sa capacité à diagnostiquer correctement et à contenir les « bulles de tout » était en train de tourner : elle a donc renoncé au concept d'inflation temporaire -parce que plus personne n'y croyait fin 2021, elle a revu ses prévisions d'inflation de +1,6% à 3,2 % pour 2022, puis confirmé la fermeture progressive de plusieurs robinets de liquidités.

Les programmes de planche à billets aux noms poétiques s'arrêtent :

- D'abord l'extinction du PEPP de 1.850Mds€ fin mars (ce fut le plus gigantesque programme d'injection de liquidités de l'histoire des 75 dernières années sur le vieux continent),

- Puis probablement le non-renouvellement du TLTRO « 3 » (Targeted Longer Term Refinancing Operations) de 1.310Mds€ lancé en septembre 2019, renforcé le 24 juin 2020, qui expire -théoriquement- le 23 juin 2022.
- Les APP (Assets Purchasing Programs) vont être maintenus à un rythme de 40Mds€/mois jusqu'à fin juin, puis réduits à 30Mds€ au troisième trimestre et à 20Mds€ à compter d'octobre, et pendant «aussi longtemps que nécessaire».

Ce sont en tout 4.140Mds€ d'argent **gratuit** qui ont été injectés en 24 mois au sein de l'Eurozone, soit 172,5Mds€/mois (un peu moins que l'équivalent de 200Mds\$/mois)... **mais les taux zéro, c'est fini !**



Et une bonne partie de ces liquidités à taux zéro ont « ruisselé » vers le secteur immobilier, poussant fortement les prix à la hausse à partir de juin 2020, d'abord en Espagne, en Allemagne, puis en France... qui a rapidement comblé son retard puis consolidé sa place de leader en 2021.

Le phénomène a pris une telle ampleur (voir notre dossier précédent) que la BCE s'interroge à haute voix (celle de son économiste en chef Isabel Schnabel) sur la soutenabilité d'une telle furia haussière.

Peu avant que cette forme d'inflation (certes moins spectaculaire que la hausse des prix de l'énergie) qui ampute fortement le pouvoir des ménages devienne - officiellement - un sujet de préoccupation, la BCE se réjouissait sans état d'âme de la bonne santé du secteur immobilier.

Selon sa dernière enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire, la demande de prêts hypothécaires émanant des particuliers demeurait forte, sur fond de « risque de crédit » globalement favorable.

Les banques émettrices qui viennent de publier à travers l'Europe des bénéfices historiques, rehaussent leur appréciation des perspectives économiques tout en réduisant symétriquement leurs « provisions » pour défaut de remboursement... une des conséquences prévisibles des PGE (prêts covid destinés aux entreprises)...

...Et du « quoi qu'il en coûte » : soutien direct aux particuliers privés d'activité afin de payer leur loyer où leurs échéances de prêts immobiliers, chèques énergie et autres variantes « d'hélicoptère money » qui ne disent pas leur nom.

Isabel Schnabel, économiste allemande de formation, membre très influente du comité directeur de la BCE a indiqué dans une interview accordée au Financial Times que la banque centrale va « devoir tenir compte de la hausse sans précédent des prix de l'immobilier en Europe ».

Elle fait référence une hausse annuelle de 8,8% des coûts du logement, **mais ce n'est qu'une moyenne** car les prix deviennent incandescents à la périphérie de la plupart des grands bassins d'emplois

européens, les confinements à répétition et le développement du télétravail ayant provoqué une explosion de la demande pour des maisons ou appartement avec terrasse proches de la verdure.

Or, les méthodes de calcul de l'inflation de la BCE sous-pondèrent très largement l'impact du logement dans le budget des ménages européens les plus modestes.

Contrairement aux États-Unis et au Royaume-Uni, la zone euro n'intègre que très partiellement le coût d'accès à la propriété (la hausse du prix des appartements et des maisons) dans son calcul de l'inflation.

La BCE a annoncé l'an dernier qu'elle intégrerait progressivement les prix des logements (cela va prendre des années, il faut se hâter lentement et laisser une chance à la bulle immobilière de se dégonfler) dans sa mesure globale de l'inflation.

« Isabel Schnabel reconnaît implicitement qu'une inflation à 5,1% ne reflète pas la hausse du coût de la vie en 2021 et en ce début d'année 2022. »

Dans ces conditions, la situation sociale risque de se tendre dans plusieurs pays : la Belgique affiche +8,6%, les Pays Bas +7,6%, l'Espagne +6,1%, l'Italie +5,3%, l'Allemagne +5,3%... et la France à peine 3% (selon les calculs « officiels », probablement très éloignés de la réalité du quotidien).

La nécessité d'accéder à des demandes de hausse des salaires semble évidente mais toutes les entreprises ne peuvent pas se le permettre et les « politiques » savent que si le levier du relèvement du salaire minimum serait apprécié d'une large partie de la population, le risque de faillites en cascade pourrait créer à terme encore plus de difficultés pour ceux qui en seraient les victimes.

La hantise des banquiers centraux lorsqu'il est question d'inflation, c'est basiquement l'enclenchement d'une « spirale prix salaires » et cette menace semble écartée, y compris à l'approche d'importantes échéances politiques : les présidentielles en France, les « midterm » aux États-Unis.

A ce propos, la majorité des observateurs s'attendent à ce que Joe Biden perde sa -très courte-majorité au Sénat en novembre prochain... **mais le déclenchement d'une guerre en Ukraine**, un scénario écarté initialement par les marchés, mais à tort, **peut considérablement changer la donne pour le locataire de la Maison Blanche.**

Joe Biden appuie toutes les sanctions économiques adoptées par le « G7 », et y compris le recours à « l'arme nucléaire » du bannissement de la Russie du système d'échange interbancaire « SWIFT » (seul l'Iran et la Corée du Nord y ont été soumis) mais a écarté l'envoi de troupes américaines en Ukraine.

Mais il opte cependant pour une forme de confrontation avec Poutine via des livraisons d'armes à ses alliés européens de l'OTAN pour aider Kiev à repousser les troupes russes, voir à reprendre le contrôle du Donbass (2 « Républiques » sécessionnistes à majorité russophone) : difficile de déterminer quel avantage politique il pourrait en tirer s'il sponsorise une guerre aventureuse, pouvant devenir très meurtrière, aux portes de l'Europe- après 5 ans sans conflit ouvert impliquant directement les USA.

Certes, une diminution des livraisons de gaz à l'Europe par la Russie **offrirait un magnifique débouché pour les producteurs de GNL américains** (issu du gaz de schistes) ... mais la flambée des prix de l'énergie ne serait sûrement pas enrayée et le consommateur américain serait fortement pénalisé.

En Europe, l'Autriche qui dépend à 100% de son fournisseur russe, verrait son économie rapidement asphyxiée, l'Allemagne qui s'avouait déjà en récession avant l'opération militaire au Donbass puis l'invasion de l'Ukraine, risquerait un ralentissement d'une ampleur qui ne serait pas sans susciter des comparaisons avec celui consécutif aux mesures anti-Covid du 2ème trimestre 2020.

Cette parenthèse géostratégique nous éloigne certes du contexte purement immobilier mais il est

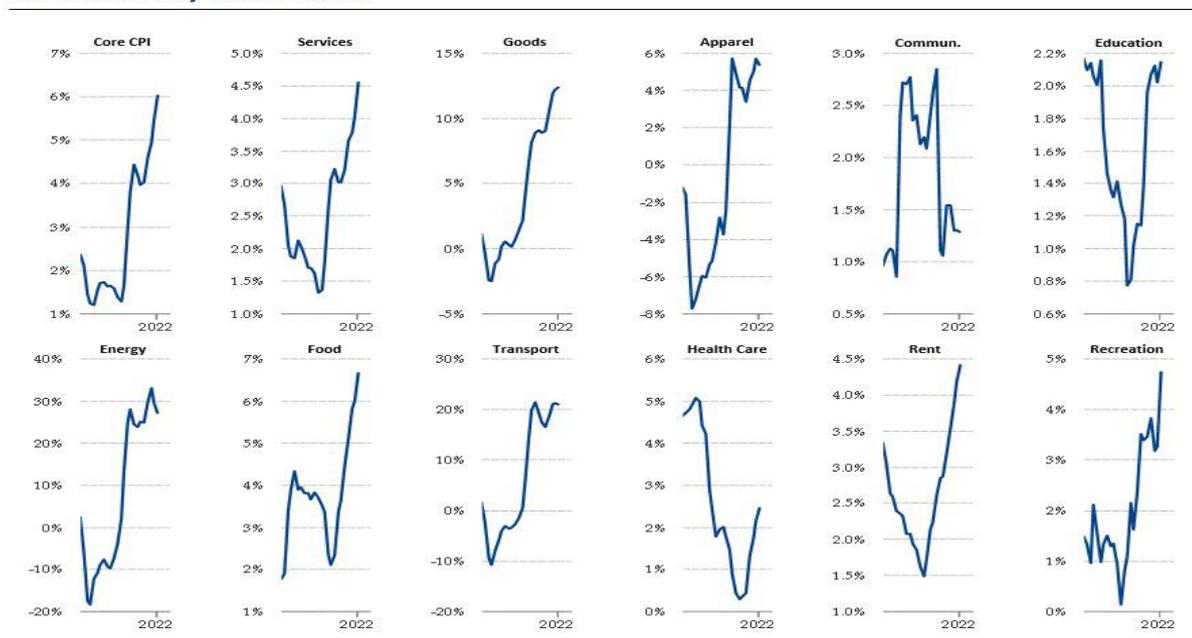
difficile d'écarter de nos réflexions un scénario noir (et non pas « cygne noir » car cela fait plus de 3 mois que la tension monte en Ukraine) où l'escalade de la tension mènerait à une conflagration Est-Ouest d'une intensité jamais vue depuis la guerre du Vietnam/Laos/Cambodge... « sur notre sol » pour reprendre une expression d'Emmanuel Macron (mais soyons plus précis : notre sol européen).

La BCE surveille les tensions entre la Russie et l'Ukraine dont nous mesurons déjà l'impact sur les coûts des carburants (avec un pétrole qui a brièvement atteint 99\$ à Londres le 22 février), du gaz (prix quadruplé en 1 an) et de l'électricité (prix doublé)... mais ses « outils » pour lutter contre la flambée des prix en cas de coupure des gazoducs transitant par l'Ukraine seraient très peu efficaces.

Car ce ne serait pas une question de surchauffe économique (une croissance à 7% rentre dans cette catégorie, sauf si le PIB avait chuté de -8% l'année précédente) mais de pénurie : **le Qatar a fait savoir qu'il était incapable de fournir assez de GNL pour compenser un arrêt des livraisons russes, que ce soit par décision politique ou en cas « d'incident » sur un gazoduc.**

Dans le contexte actuel, restreindre les flux de liquidités pour contenir la demande n'aurait aucun sens... les augmenter afin de « rassurer les marchés » ne ferait qu'exacerber les anticipations inflationnistes actuelles (ce serait comme tenter d'éteindre l'incendie avec du Napalm).

US Inflation by Sector YoY%



Source: Refinitiv Datastream, Stouff Capital

Ceci constitue un utile rappel **qu'il existe des circonstances où les banques centrales « ne peuvent pas tout »** : s'il existe depuis 2009 une forme de « certitude » sur leur volonté de soutenir les marchés, le mot « certitude » n'existe pas lorsque les marchés sont à la merci d'enjeux géopolitiques et que les gros titres du moment sont : « Poutine adresse des menaces d'invasion à peine voilées à la Suède et à la Finlande... puis place son arsenal nucléaire en état d'alerte maximum ».

En faisant abstraction du scénario du pire (guerre, pénurie de gaz, de pétrole, d'engrais, de céréales, etc.) et pour en revenir aux données économiques concrètes dont nous disposons -et dont la BCE dispose- aujourd'hui, l'inflation constitue certainement le principal défi : outre la hausse record de **+8,8% des prix de l'immobilier** (aucun signe de ralentissement début 2022) en Europe, les coûts de production atteignent un plus haut historique de 25%, **les coûts de construction flambent.**

En France, le secteur du bâtiment est considéré comme l'un des premiers pourvoyeurs d'emplois depuis 18 mois, avec beaucoup de propositions d'embauche non pourvues, faute de candidats qualifiés, les filières technologiques étant trop délaissées au profit du tertiaire (écoles de commerce, informatique, marketing digital, etc.).

Les artisans et ouvriers qualifiés (tous corps de métier) sont donc en mesure de faire monter les

enchères, le même phénomène s'observe dans certaines « niches » du secteur financier avec des banques d'affaires, des « hedge funds », des « asset managers » de 1^{er} plan (Vanguard, Blackrock, Citadel...) s'arrachant les meilleurs talents, notamment les plus pointus sur le secteur immobilier.

Il y a bien d'autres secteurs d'activité où les bras manquent (restauration, service à la personne, etc.) et d'autres où le chômage technique devient chronique (secteur automobile, transport aérien, événementiel, etc.) mais globalement, les salaires sont le plus souvent à la hausse et la BCE prépare les marchés à une réévaluation prudente de ses perspectives d'inflation au mois de mars.

Lors de la prochaine réunion du conseil des gouverneurs, la BCE ne devrait avoir aucune difficulté à justifier l'abaissement de ses objectifs d'achats d'actifs et envisager sa première hausse des taux d'intérêt depuis plus d'une décennie.

Isabel Schnabel fait partie des « faucons » au sein de la BCE qui souhaitent réduire le plus rapidement le calibre des achats d'actifs dans le cadre de l'APP, estimant prudent d'agir dès maintenant de peur qu'il ne soit bientôt trop tard **« parce qu'au-delà de certains seuils, il devient relativement coûteux de lutter : nous devons même nous assurer que l'inflation actuelle qui apparaît excessive n'alimente pas les anticipations d'une spirale salaires-prix incontrôlable ».**

Mais avec une augmentation annuelle de 26% des coûts de production industrielle dans l'Eurozone (de +25% en Allemagne en janvier) - et notamment dans le secteur des matériaux de construction et d'isolation, **le point de non-retour n'est-il pas déjà franchi ?**

La spectaculaire hausse des taux longs observée en Italie depuis mi-décembre 2021 a valeur d'avertissement et soulève un doute sur la capacité de la BCE à « contrer les fragmentations, voir des dislocations extrêmes du marché ».

Pour l'heure, cette prétention n'a pas été démentie, les rendements obligataires demeurant étrangement bas par rapport aux niveaux historiques atteints par l'inflation.

La récente dégradation des marchés obligataires (-4% aux Etats Unis en 6 semaines, pire performance annuelle depuis janvier/février 1994) devrait alerter tout investisseur dans le secteur locatif et toute entreprise du secteur foncier (aux Etats Unis, il s'agit des « REITS »), surtout si elle s'avère lourdement endettée.

Mais ce risque est jugé encore lointain si l'on s'en tient à la résilience des géants de l'immobilier commercial depuis que les banques centrales ont commencé à durcir le ton, puis à évoquer un emballement (problématique ?) des prix.

Cette résilience peut constituer une indication rassurante pour les trimestres à venir : les bons résultats affichés fin 2021 (nous les passons en revue dans un tout prochain chapitre) s'avèrent bien supérieurs aux attentes les plus optimistes, mais dans la mesure où ils ne sont pas extrapolables à 2022, cela peut aussi trahir une certaine « complaisance » de la part des marchés.

« Une forme d'excès de confiance qui ne pardonnera pas si la Russie et l'OTAN (et ses alliés, dont la France, très « déterminée ») s'engagent sur la voie de l'escalade des tensions et des sanctions. »

A l'autre extrémité du spectre immobilier, loin des géants pesant des millions de mètres carrés cotés en bourse, les valorisations de l'immobilier locatif « de détail » apparaissent de nouveau tendues.

Après deux années de baisse, le marché du meublé à Paris est reparti à la hausse dans l'anticipation d'un retour des étrangers cette année, avec la levée des restrictions sanitaires (les Allemands, les Italiens et les Anglais constituaient un tiers des locataires en meublé identifiés par le baromètre

Lodgis, contre 17% en 2020).

Les prix au mètre carré ont ainsi augmenté de 4,4 % dans la capitale au 3^{ème} et 4^{ème} trimestre 2021 mais on oublie un peu vite qu'ils se replient de -2,3% sur l'ensemble de l'année 2021, après -2,8% en 2020, soit plus de 5% de baisse en l'espace de 2 ans. Mais 5% de consolidation, cela demeure très modeste en regard de la hausse fulgurante des 10 dernières années.

Et c'est même inespéré vu le nombre de logements de type Airbnb transformés en location meublée traditionnelle. **Certains biens meublés se louent moins cher que des logements vides**, c'est la preuve que les propriétaires ont choisi de faire le dos rond, en espérant que la situation redevienne comparable à l'avant crise assez rapidement... ce qui ne sera probablement pas le cas.

En revanche, les jeux olympiques de Paris en 2024 devraient permettre de pratiquer des prix élevés (plusieurs mois en amont des J-O pour les personnels français et étrangers participant aux préparatifs) à ceux qui auront les reins assez solides pour tenir jusque-là.

Enfin, autre signe de coup d'arrêt à l'exode de la capitale (beaucoup de familles ont fui leurs logements trop exigus ou des quartiers piétonisés, devenus ingérables pour des résidents possédant un véhicule particulier et en faisant un usage quotidien) : **les baux signés au titre d'une résidence principale ont connu une hausse de 40 % en 2021.**

PARTIE 2 :

LES RECOMMANDATIONS DU MOIS DE PHILIPPE BÉCHADE

Notre philosophie d'investissement priorisant l'immobilier coté, à plus forte raison si 2022 exige une plus grande mobilité du patrimoine, nous allons faire une petite revue d'effectif.

Ce mois-ci, nous allons nous concentrer sur les « mastodontes » de l'immobilier français, qui vous assurent **une bonne liquidité, une solution de diversification, et qui viennent de publier leurs résultats 2021.**



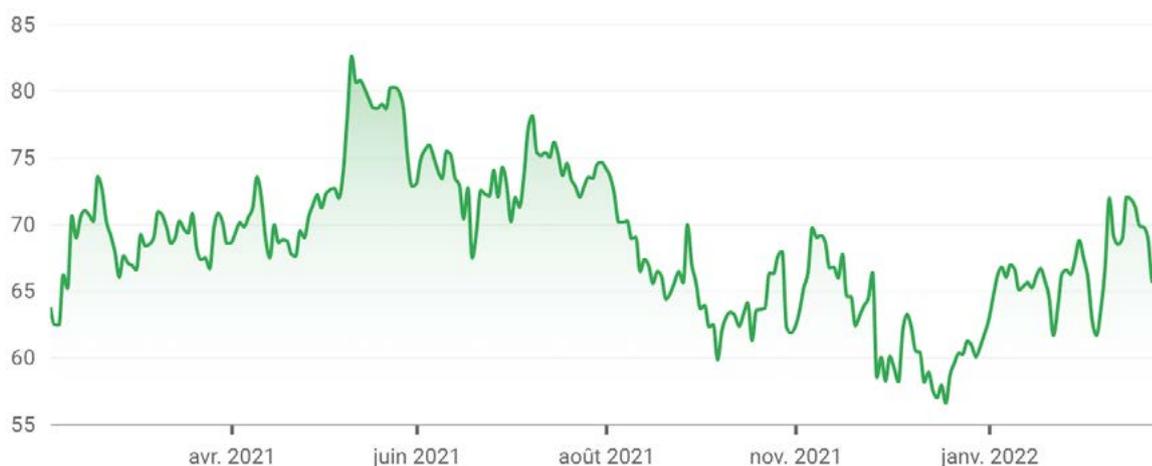
UNIBAIL-RODAMCO-WESTFIELD

Ticker : URW

Code ISIN : FR0013326246

Le N°1 en termes de capitalisation c'est **Unibail-Rodamco-Westfield** qui se rapproche des 10Mds€.

Ce chiffre « rond » a été tutoyé le 18 février, juste avant les turbulences provoquées par les derniers développements géopolitiques liés à l'Ukraine.



Le groupe de centres commerciaux dirigé par Jean-Marie Tritant a confirmé les premiers signes tangibles de rétablissement boursiers survenus fin 2021 après un test de la zone des 56/58^E : le titre affichait jusqu'à +15% de hausse (vers 72^E) au bout de 7 premières semaines de cette année 2022.

Les marchés vont peut-être un peu vite en besogne car la convalescence s'esquisse à peine : les loyers sont restés sous pression et ressortent en baisse de 3,7% sur l'ensemble de l'année 2021 (à 1,72Mds€) du fait de longues périodes de fermetures (69 jours, contre 95 jours en 2020) et de la réduction de la voilure par de nombreuses enseignes.

Mais une amélioration de la vacance locative -voisine de 5%- se dessinait au 4^{ème} trimestre.

Le groupe a opté pour plus de souplesse en recourant notamment à des baux de courte durée, ce qui a permis de limiter la casse.

Le résultat net récurrent n'a reculé que de 4,9% à 1,005MdE, une performance un peu meilleure qu'attendu par le consensus des analystes.

Le groupe poursuit en **parallèle un plan de désendettement qui va passer par des cessions d'actifs aux Etats Unis** : « *nous allons y réduire notre présence de façon radicale* » affirme Jean-Marie Tritant qui vise un désengagement complet du sol américain d'ici à fin 2023.

En ce qui concerne l'Europe, Unibail annonce la cession de sa participation de 45% dans son centre commercial Westfield «Carré Sénart» à un pool constitué de Société Générale Assurances et BNP Paribas Cardif pour un montant proche de 1MdE, ce qui portera à 2,5Mds€ le montant des cessions d'actifs réalisées (sur les 4 Mds prévus par son programme).

Mais surtout, la valeur d'actif ressort à 160^E/titre (le patrimoine avoisinant 24Mds€), soit plus du double de la capitalisation actuelle : il ne peut être exclu que Xavier Niel qui détient déjà 25% de l'entreprise se renforce au capital sur repli (attention : au-delà de 30%, une OPA, devient obligatoire).

Pour vous positionner - en cas de turbulences boursières, des seuils de soutien techniques sont identifiables à 61,6€ puis 56€ ; un recul plus profond inviterait à **laisser prudemment s'épuiser la vague de baisse**, le support suivant ne se dessinant pas avant 42 €.

Optique 12 mois minimum.

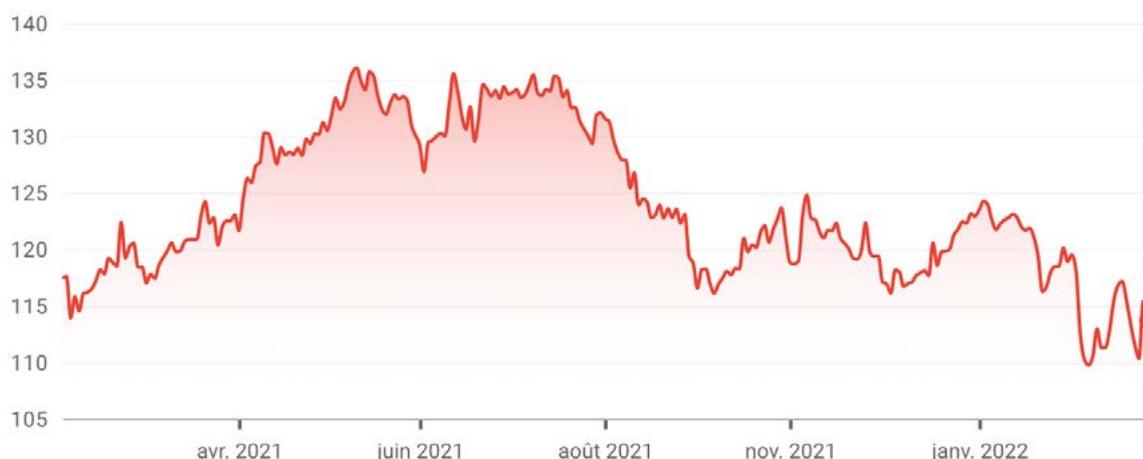
Ticker : GFC

Code ISIN : FR0010040865

C'est le N°2 en termes de capitalisation (8,55Mds€) avec également une forte exposition à l'activité bureaux et commerces (80,1% de l'actif net), le logement représente environ 18,6% (dont les résidences pour étudiants qui comptent pour environ 2%).

Le patrimoine immobilier du groupe avoisine 20Mds€ **mais le titre se paye 21 fois les bénéfices, soit 2 fois plus cher que Klépierre (P/E de 11) et bien plus encore qu'Unibail** (8,5... mais ce dernier ne distribuera pas de dividende en 2022, la comparaison n'est pas pleinement pertinente).

L'objectif d'une croissance de 5% de son résultat en 2022 laisse les investisseurs sur leur faim.



La franche cassure du support des 114^E survenue le 14 février trahit une dynamique clairement négative que les dernières annonces du groupe n'ont pas inversé, ce qui laisse craindre un retracement de la zone support cruciale des 103,5^E de la mi-mai à fin octobre 2020.

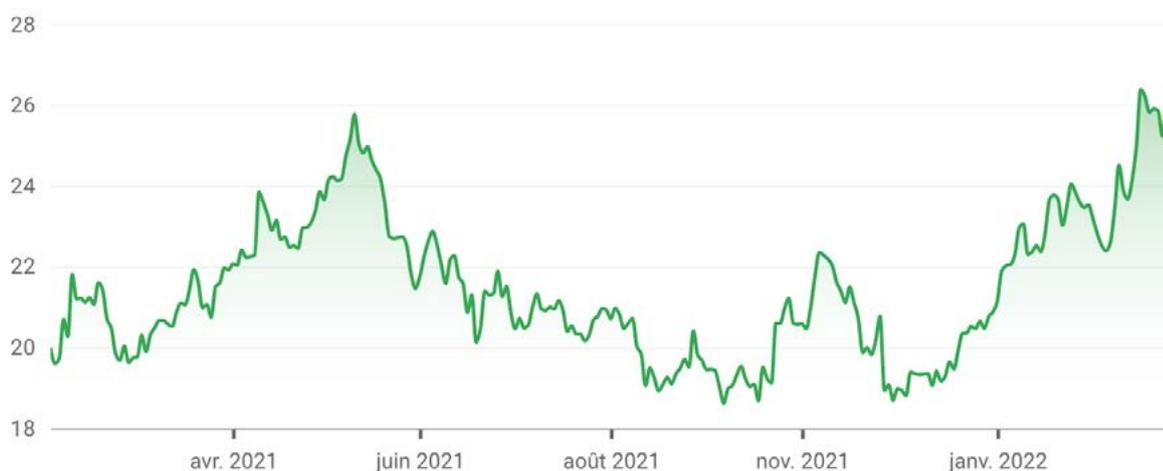
À temporiser, sauf éventuellement pour un investissement de rendement (rendement du dividende à venir de 4,7% au prix de 113€ l'action)

Ticker : LI

Code ISIN : FR0000121964

C'est le N°3 français avec 7,5Mds€ de capitalisation.

Klépierre, c'est une centaine de centres commerciaux en Europe, notamment en France et Italie, soit un actif d'environ 20,7Mds€.



Son chiffre d'affaires a reculé de -5,3% à 1,07Mds€ (repli essentiellement mécanique du fait de 345MnsE de cessions de murs déjà réalisées sur « Boulevard Berlin » en Allemagne et « Retail Park » à Bordeaux).

Mais les revenus locatifs nets ont légèrement progressé de +3,9% à 879,5MnsE (ils restent cependant loin des niveaux de 2019, avant la pandémie, quand ils étaient de 1,11MdE).

Klépierre a été impacté par les mêmes restrictions sanitaires qu'Unibail, les mêmes impératifs de désendettement (l'encours se monte à 8Mds€) sont poursuivis.

Le PDG **Jean-Marc Jestin espère un retour à la situation d'avant la pandémie d'ici le milieu de l'année.**

Klépierre a plafonné sous 26,5€, l'ex-plancher du 27/12/2018 puis des 13 et 14/08/2019, ce qui constitue une résistance majeure. **En cas de débordement l'embellie n'est peut-être pas terminée**, les chartistes jugent possible le comblement du 'gap' des 30€ du 21/02/2020.

Pour vous positionner :

Vu le contexte, **impossible d'ignorer le risque de rechute** vers le support oblique moyen terme, issue du plancher des 10,5€ de fin septembre 2020, qui gravitera vers 21€ mi-mars (réunion de la FED les 15 et 16). Il faut donc se montrer un peu patient.



Ticker : NXI

Code ISIN : FR0010112524

C'est un géant des services immobiliers, aux métiers assez différents des 3 groupes précédents, mais qui pèse « seulement » 2Mds€ de capitalisation car il ne possède en propre qu'un patrimoine foncier relativement limité : l'entreprise présidée par Véronique Bédague (**une des rares femmes à la tête d'un groupe du SBF-120**) axe davantage son activité sur la promotion de logements neufs (aux particuliers), ce qui représente 77% de son activité.

Les 23% restant se partagent entre construction de bureaux (immeubles de grande hauteur à la Défense), administration de biens (logements, bureaux, résidences étudiantes), prestations de conseil et de transaction immobilière, investissement locatif (pour les clients particuliers, les entreprises ou les investisseurs).

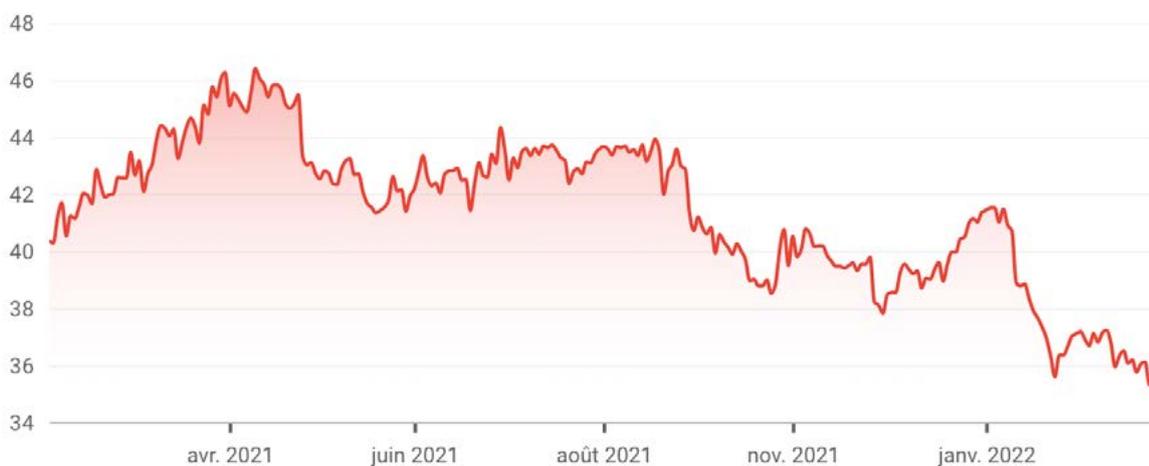
Nexity a du mal à retrouver la faveur des investisseurs, malgré les excellents résultats publiés ce 23 février : chiffre d'affaires en hausse de +5% en 2021, à plus de 4,6 Mds€ pour un résultat opérationnel en hausse de 32%, à 371MnsE (contre 113 en 2020).

Le Conseil d'Administration proposera une hausse de 25% du dividende par action, à 2,5E/action.

L'un des freins à la croissance, c'est l'allongement des délais d'obtention des permis de construire, avec une plus grande frilosité des municipalités face à l'artificialisation des sols, la fameuse directive « ZAN » (voir explication ci-dessous), ce qui ne va pas aider au 1^{er} semestre 2022, personne ne voulant se mouiller en amont des présidentielles.

De l'aveu même de sa dirigeante sur BFM-Business, la visibilité pour son groupe reste faible pour les 6 ou 9 prochains mois mais la croissance devrait être de retour avant fin 2022.

Malgré les obstacles cités par Véronique Bédague, Nexity vise une part de part de marché supérieure à 14% dans le secteur du logement neuf qui est anticipé en légère croissance (environ 150.000 lots en 2022) alors que la demande justifierait de construire beaucoup plus.



Malgré la présentation de bons résultats sur un plan comptable, Nexity n'a pu faire mieux que préserver en clôture - et de justesse - le support des 35,6/35,7€ (des 25/01 puis 14, 15 et 21/02) et reste prisonnier d'un étroit corridor de consolidation 37,5/35,5€.

Pour vous positionner : en cas de rupture de la borne basse, l'analyse technique met en évidence un risque de repli vers 30,4E. **Ce qui pourrait justifier des achats sur repli.** Sinon, on peut attendre les premières publications trimestrielles pour voir l'état de la croissance du chiffre d'affaires.

PARTIE 3 :

L'IMMOBILIER « PRATIQUE »

Focus sur la directive ZAN

En quoi consiste la directive « ZAN » qui bride sérieusement la construction de logements (c'est fâcheux en cette période de pénurie), de bureaux et de zones commerciales ?

ZAN = « zéro artificialisation nette ».

On estime à 20 000 hectares la surface des terres artificialisées chaque année en France, hors infrastructures de transport. C'est en partant de ce constat qu'a été mis en place l'objectif ZAN.

Pour cesser de « manger » chaque année toujours plus sur les espaces naturels il convient de mettre en place des mesures aussi fortes que strictes comme la modification des règles d'urbanisme pour favoriser le renouvellement urbain. Augmenter la densification de l'habitat, et « renaturer les espaces artificialisés laissés à l'abandon » (la gestion des friches industrielles rendues à la nature par démolition par exemple).

Une politique ZAN implique une raréfaction importante du foncier, une nette diminution des nouveaux terrains qui auraient pu devenir constructibles mais ne le deviendront pas. Nous pouvons donc anticiper une augmentation du prix des terrains situés en zones urbaine que l'on peut densifier.

Vers la fin des maisons individuelles ?

La ministre du Logement Emmanuelle Wargon a créé la polémique il y a quelques mois avec sa saillie concernant la fin des maisons individuelles.

En effet pour elle « les maisons individuelles sont un non-sens écologique, économique et social ».

Peu importe que l'idéal de concitoyens reste la maison individuelle qu'ils sont 75% à plébisciter !

« Pour Emmanuelle Wargon, les maisons individuelles, « ce rêve construit pour les Français dans les années 70 », « ce modèle d'urbanisation qui dépend de la voiture pour les relier », est un non-sens.

« Le modèle du pavillon avec jardin n'est pas soutenable et nous mène à une impasse ».

Ces déclarations ne constituent pas un « programme » mais reflètent certainement le positionnement de nombreux proches conseillers du Président, si ce n'est celui du Président lui-même... car il n'a jamais fait mystère de son allergie à la rente immobilière, à la stérilisation des capitaux dans la « pierre », le placement favori des français.

Le Président devrait pourtant se montrer sensible, sinon reconnaissant à l'opiniâtreté des propriétaires qui constituent d'incomparables contribuables fiscaux, comme nulle part ailleurs en Europe : voudra t'il aller plus loin -jusqu'aux ponctions « dissuasives » - afin de réorienter l'épargne vers le « tout valeurs mobilières » s'il est réélu ?

La fiscalité immobilière reste bel et bien confiscatoire !

Pour comprendre la fiscalité immobilière il faut avoir en tête l'architecture même de la fiscalité et la façon dont elle est structurée.

Les impôts locaux :

- Taxe foncière basée sur des valeurs locatives qui datent des années 1970 et vont être revues dans les 5 années qui viennent
- Taxe d'habitation et redevance audiovisuelle en cours de disparition.

L'impôt sur les revenus locatifs

Pour cela il faut scinder votre typologie de locations.

Location Nue

Le propriétaire dispose de 2 choix.

Régime micro-foncier : permet d'appliquer un abattement forfaitaire de 30% sur les revenus locatifs

Régime réel : permet de déduire des revenus des loyers les charges foncières comme par exemple, les frais d'agence, les charges de copropriété, les travaux d'amélioration, les intérêts de prêt

Location Meublée

Le propriétaire dispose de 2 choix.

Régime micro-BIC : permet d'appliquer un abattement forfaitaire de 50% sur les revenus locatifs.

Régime réel : les mêmes conditions que pour la location nue s'appliquent, auxquelles vient s'ajouter la déduction des amortissements du bien lui-même. C'est cette dernière clause qui rend le statut LMNP si avantageux. Elle permet en effet dans de nombreux cas d'annuler son bénéfice pendant de nombreuses années et de ne payer aucun impôt foncier.

Attention ! Si les loyers issus de propriétés meublées dépassent 23 000€ par an, ou 50% des revenus totaux du foyer, le statut de Location Meublée Professionnelle s'applique désormais. Le statut de LMP donne lieu à des prélèvements sociaux plus élevés et une fiscalité sur les plus-values moins avantageuse !

Evaluez soigneusement l'impact si vous effectuez vos placements immobiliers à titre personnel ou via une personne morale imposée à l'IR comme la majorité des SCI ou à l'IS comme par exemple les SAS.

L'impôt sur la Fortune Immobilière

Enfin dernière grande source d'imposition l'IFI qui a remplacé l'ISF et ne porte plus que sur la détention de biens immobiliers et qui vient achever la rentabilité de bons nombres de placements immobiliers quand la « fortune » immobilière dépasse les 1,3 millions d'euros.

Calcul de l'assiette pour l'IFI (dépend de la valeur nette taxable)

- Jusqu'à 800 000 euros : 0%
- Entre 0,8 et 1,3 million d'euros inclus : 0,50%
- Entre 1,3 et 2,57 millions d'euros inclus : 0,70%
- Entre 2,57 et 5 millions d'euros inclus : 1%
- Entre 5 et 10 millions d'euros inclus : 1,25% (et 1,5% au-delà)

PARTIE 4 :

LES COULISSES POLITIQUES DE PHILIPPE

Voici maintenant la « note secrète » (qui ne l'est plus, est-ce voulu ?) qui circule dans les QG de campagne de certains candidats à l'élection présidentielle.

Sans surprise cette note insiste notamment sur les effets délétères des normes, de l'insécurité normative et de l'impact négatif des nouveaux DPE sur l'offre de logements puisque les biens classés G puis F ne seront rapidement plus louables.

Cs sont des millions de logements qui pourraient disparaître du marché locatif avec toutes les conséquences que cela implique notamment en termes sociaux.

Puisque nous voici à peu distance des élections, passons en revue les propositions des candidats à qui ont déjà présenté le volet immobilier de leur programme (tous ne l'ont pas publié) :

Pour Valérie Pécresse

Le programme proposé reste sans grandes conséquences prévisibles puisqu'il agit de mesures de « fluidification » et de « simplification » qui ne sont pas de nature à provoquer de bouleversements majeurs sur le marché immobilier ou dans les habitudes des investisseurs et des propriétaires.

Régionaliser les politiques du logement pour construire mieux en donnant la possibilité de moduler l'offre de logements et les aides, comme le PTZ (Prêt à Taux Zéro) ou Ma Prime Rénov', en fonction des besoins du territoire.

1. **Simplifier la réglementation** et mettre en place une fiscalité incitative pour transformer les bureaux en logements, l'objectif ZAN devant être adapté à la situation particulière des zones rurales.
2. **Investir sur les friches** pour les rendre viables et ainsi libérer du foncier.
3. **Résorber les ghettos urbains** en limitant à 30% la proportion de logements très sociaux dans une commune afin de promouvoir la mixité sociale (comme en Île-de-France depuis 2016).
4. Garantir un **droit au logement prioritaire des travailleurs de première ligne** dans leur ville avec un triple objectif : protection de l'environnement, justice sociale et mixité sociale.
5. **Créer une garantie immobilière solidaire** pour annuler les surprimes d'assurance que subissent les personnes en risque de santé quand elles veulent emprunter.
6. **Diviser par 4 le temps de jugement des recours** contre les opérations immobilières afin que le jugement soit rendu en 6 mois.
7. **Généraliser le prêt à taux zéro pour les primo-accédants** sur tout le territoire français et pas seulement dans les zones tendues.

Pour Marine le Pen.

Son programme est court. La garantie des loyers pour les propriétaires revient assez souvent et c'est logique. Si l'état protège énormément les locataires dans les cas d'impayés, il doit protéger symétriquement les propriétaires en sécurisant les loyers via une garantie Visale étendue.

1. Réserver une part du **parc de logements sociaux aux policiers**.

1. Construire 100 000 logements sociaux par an dont 20 000 en faveur des étudiants et jeunes travailleurs.
2. Lancer un plan de réhabilitation de l'habitat ancien grâce à des aides efficaces.
3. Créer un Fonds de Garantie des Loyers pour protéger les propriétaires.

Pour Jean-Luc Mélenchon

Son programme est le plus étendu et le plus précis de tous les candidats. Si l'on retrouve l'idée de garantie universelle des loyers, il y a également des mesures coercitives allant de l'obligation de rénovation au permis de louer en passant par l'encadrement des loyers, et l'augmentation de la fiscalité.

2. Il est peu probable qu'un tel programme soit appliqué, mais à n'en pas douter, ces mesures provoqueraient un krach immobilier et la fuite des petits investisseurs du marché. En voici les plus importantes :
 1. Rendre la rénovation des logements «passoires thermiques» obligatoires ainsi qu'un « permis de louer » obligatoire dans toute la France et lancer un grand plan de rénovation des logements.
 2. Interdire les expulsions locatives sans relogement.
 3. Mettre en place une garantie universelle des loyers.
 4. Imposer les hautes transactions immobilières par une taxe progressive.
 5. Rehausser le quota de logements sociaux dans les villes à 30%
 6. **Encadrer les loyers partout** sur le territoire et à la baisse dans les grandes villes.
 7. **Réquisitionner les logements vides** et les remettre sur le marché.
 8. Lutter contre la spéculation sur le logement en limitant les locations de courte durée.
 9. Revaloriser les aides personnelles au logement (APL)
 10. Arrêter immédiatement les aides fiscales à l'investissement locatif privé.

Pour Eric Zemmour

Il présente le programme le plus court sur l'immobilier avec l'abrogation de la loi SRU ce qui signifie la **fin d'un minimum de logement social imposé** dans les communes par exemple, ou encore **l'exonération des frais de notaire pour les primo-accédants** pour un bien immobilier allant jusqu'à 250.000E.

PARTIE 5 :

LA PÉPITE DU MOIS DE FELIX BARON :



Covivio Hotels – le pari de la reprise !

COVH - FR0000060303

Je connais bien Covivio Hotels. Mon histoire avec la société commence il y a 10 ans, lorsque je me suis intéressé à leur portefeuille hôtelier. La société s'appelait encore Foncière des Murs.

En 2012, les dirigeants (par ailleurs remarquablement compétents) poursuivent une idée astucieuse : **permettre aux chaînes d'alléger leur bilan en achetant les murs.** Les enseignes (Accor, Quick, CourtePaille) exploitaient le fonds de commerce et pouvaient dégager du capital en restant locataires de Foncière des Murs.

En 2015, la société se recentre sur son cœur de métier : l'hôtellerie, en multipliant des acquisitions en Europe. Et une nouvelle idée est appliquée : créer dans Foncière des Murs, une nouvelle structure **permettant de gérer aussi les fonds de commerce des hôtels.**

Pour les chaînes d'hôtel disposant d'une grande marque (Accor, B&B, IHG, Motel One), c'est une nouvelle aubaine : elles ne portent plus les murs, ni le risque d'exploitation d'un hôtel. Elles perçoivent des commissions de gestion, en échange d'apporter leur marque et leur savoir-faire à l'exploitant. Un accord « gagnant-gagnant ».

Jusqu'en 2020, Covivio Hôtels poursuit une stratégie patrimoniale avec des acquisitions d'hôtels sur toutes les gammes (de l'économique à l'hôtellerie haut de gamme), toujours en ciblant de grandes marques. Le portefeuille actuel de 350 hôtels en patrimoine est valorisé 6,6 Milliards € à fin 2021.

Covivio est aujourd'hui le partenaire n°1 de l'hôtellerie de référence en Europe, en diversifiant ses modes d'intervention pour l'accompagnement des locataires dans leur développement : bail simple, murs et fonds ou développement.

Ses principaux locataires : B&B, AccorInvest, IHG, Louvre Hotels, Motel One, NH Hotel, Westin.



Depuis mars 2020 :

Covivio Hôtels a évidemment souffert de la baisse de la fréquentation des hôtels, mais dans une moindre mesure que les hôtels eux-mêmes (une partie des loyers est fixe, l'autre est variable selon le chiffre d'affaires des hôtels).

Et malgré les mesures de confinement dans les pays européens, les restrictions de déplacement liées au pass sanitaire, **2021 a été une première année de fort redressement.**

Malgré un taux d'occupation sous-optimal, les revenus ont progressé de +31% à 188 millions €.

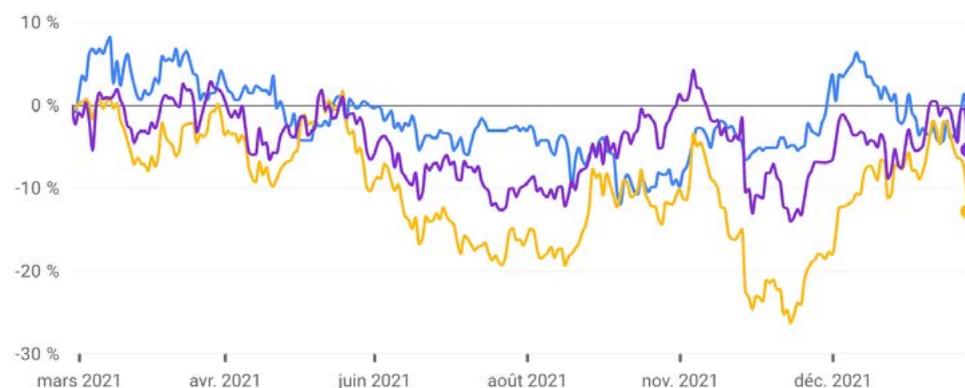
D'autre part, **la société a confirmé la confiance de ses actionnaires** en lançant une augmentation de capital de 250 millions €, entièrement souscrite.

Cela a permis de réduire le niveau d'endettement (le fameux ratio LTV, de 42% fin 2019 à 37% fin 2021), à un niveau qui donne plus de flexibilité pour le développement de l'activité.

L'actif net de liquidation (la valeur qui revient à l'actionnaire en cas de vente de l'immobilier, après remboursement de la dette) s'élève à 21,4 euros par action... quand l'action s'échange à 16 euros.

Une décote de 25% qu'il faut saisir.

D'autant plus que Covivio Hotels va verser un dividende de 65 centimes par action – un rendement à venir de 4% - que ne sont pas capables de proposer la plupart de ses concurrents.



 Covivio Hotels (ex ...	16,00 €	-0,93 €	↓ 5,49 %
 Accor	30,27 €	-4,48 €	↓ 12,89 %
 InterContinental H...	4843,00 GBX	-279,00 GBX	↓ 5,45 %

Covivio par rapport aux grands hôteliers européens

Pourquoi j'y crois :

- Depuis sa création, la société a toujours démontré d'excellents résultats récurrents
- Covivio Hotels peut compter sur Covivio, son actionnaire de référence (et sur une équipe compétente)
- La plupart des pays européens lèvent leurs restrictions de déplacement
- Le tourisme reprend dans les capitales où Covivio Hôtels est implanté
- Les Jeux Olympiques de 2024 à Paris vont profiter à l'activité

Recommandation d'achat :

- Covivio Hotels cotait 28 € avant la crise Covid, en ligne avec l'actif net par action. J'envisage donc à moyen terme (18 mois) que le marché puisse revaloriser l'action à la hauteur de l'actif net (un potentiel de +25%)
- Entretemps, Covivio va reprendre son versement de dividendes. Celui de 2021 versé en 2022 offrira un rendement d'environ 4,5% par action
- **Acheter l'action sur repli, si possible en-dessous de 16 euros** (à 16 euros c'est déjà bien). Dès qu'elle cassera le plafond de 18 euros, la stratégie devrait être récompensée.