

# « Après la tempête, les perspectives de l'immobilier coté en Europe »

**8 avril 2008**

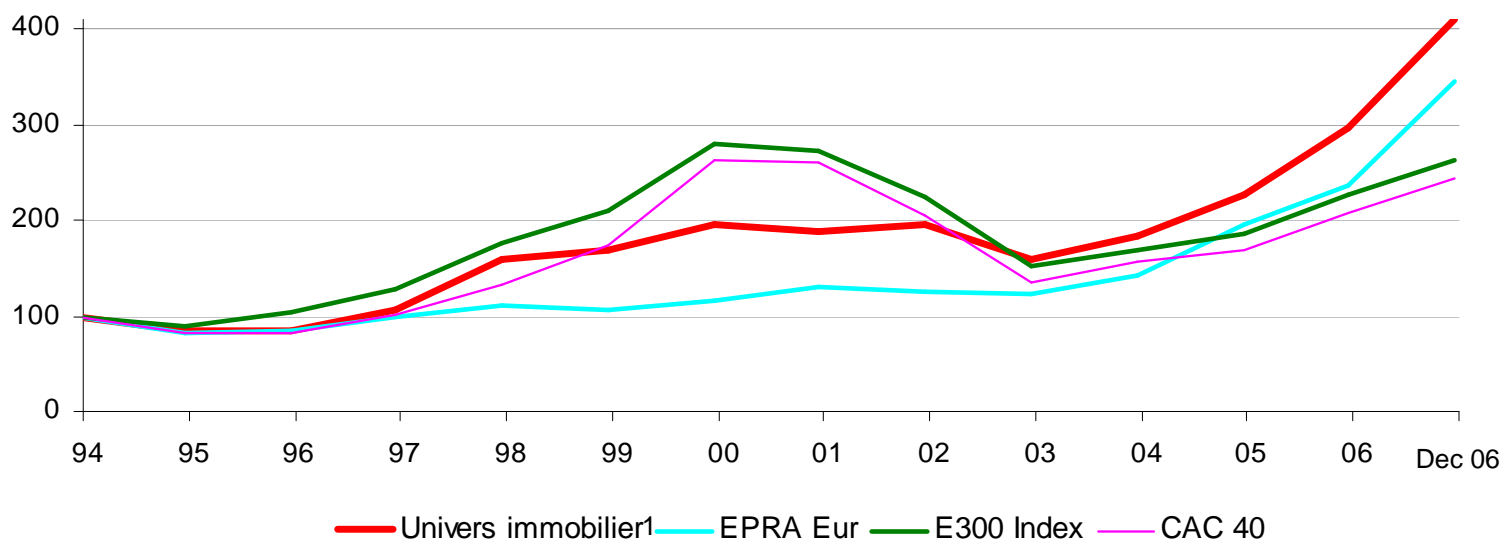
**Jacques LEBHAR**

# Les deux leçons de l'observation

- Les actifs immobiliers cotés ont pour caractéristique tendancielle de se valoriser à travers le temps
- Cette propriété s'accompagne d'un comportement boursier largement décorrélé de la tendance générale du marché

# Depuis 15 ans est apparue une classe d'actifs à part entière

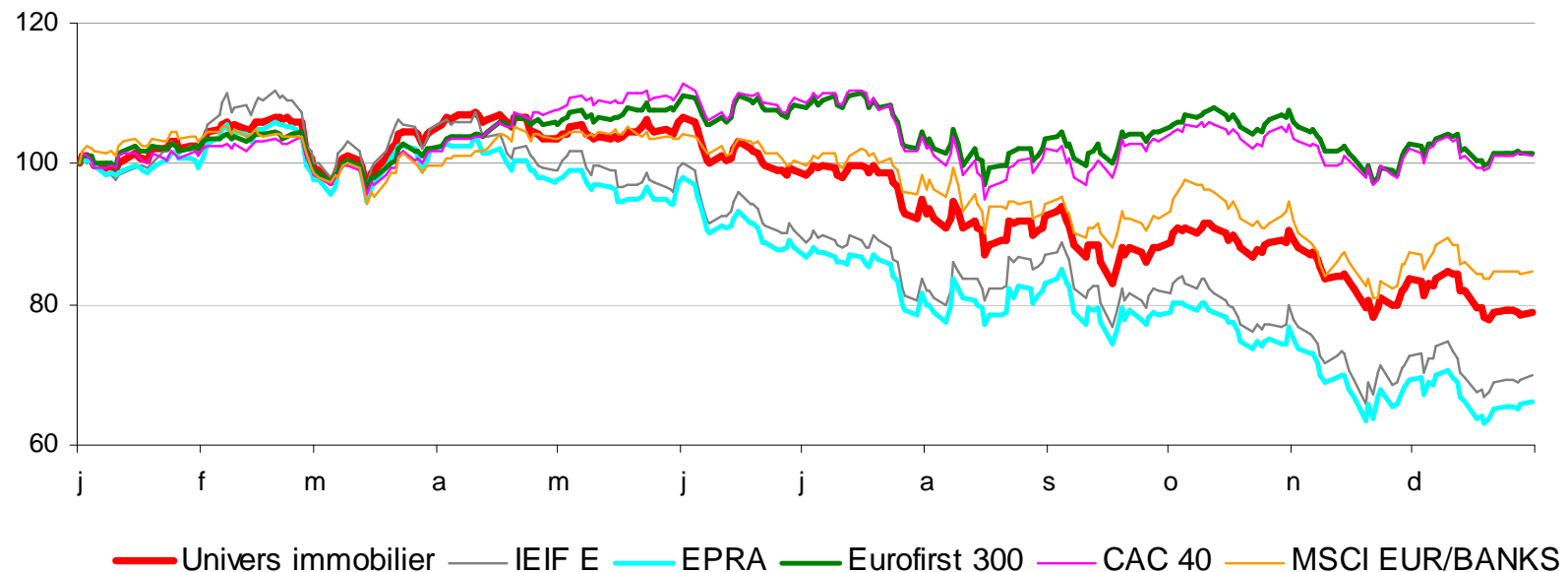
Indices 1994-2006



- Une décennie de croissance jusqu'à la fin 2006 : + 250 %, alimentée par le développement des REITs
- Les indices immobiliers n'ont pas connu la bulle spéculative de la fin des années 90 ni subi la forte correction de 2002 liée à la conjoncture américaine
- Si on élargit la définition de l'immobilier à toute la chaîne de valeur, les caractéristiques de surperformance et de décorrélation sont amplifiées.

# L'autonomie du cycle de l'immobilier coté vis-à-vis du reste du marché se confirme en 2007

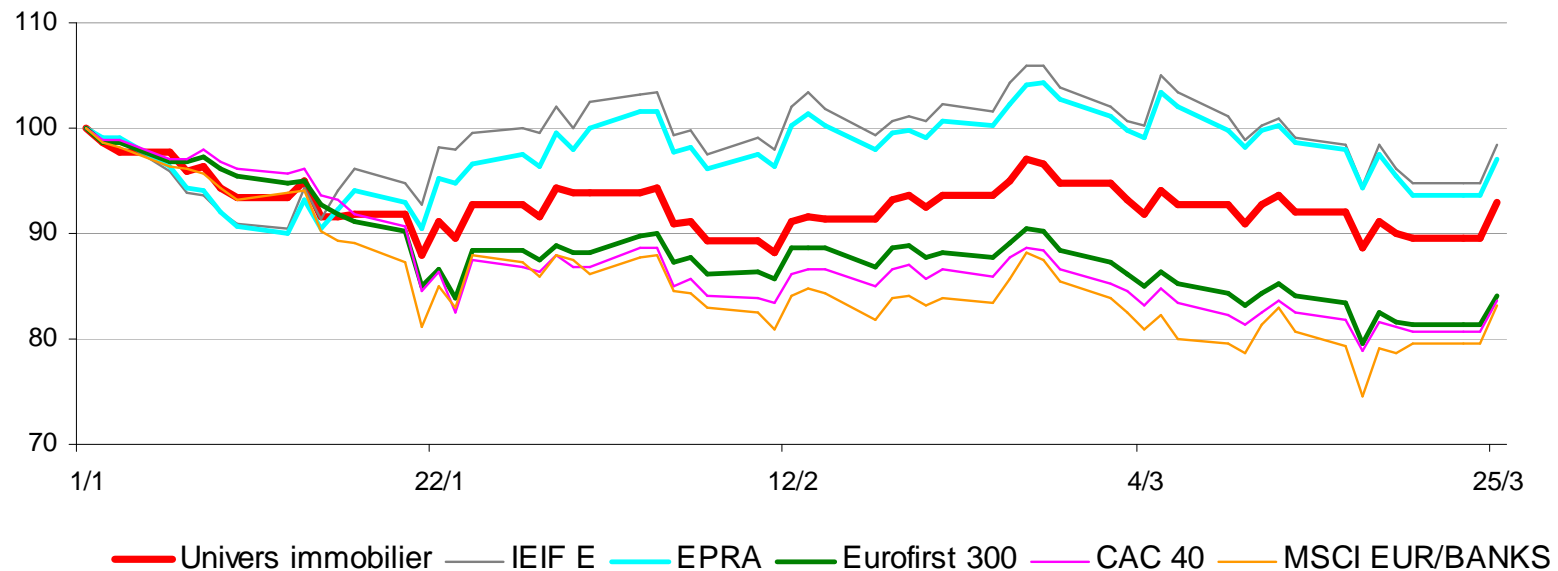
Indices en 2007



- Les sociétés foncières ont connu une correction dès le printemps 2007
- La propagation de la crise du *subprime* au secteur financier s'est traduite au deuxième semestre 2007 par un décrochage des valeurs immobilières comparable à celui du secteur financier
- Dans le même temps les indices généraux ont plutôt bien résisté à l'image de l'économie globale

# Les indices immobiliers se sont stabilisés depuis le début de l'année

Indices en 2008

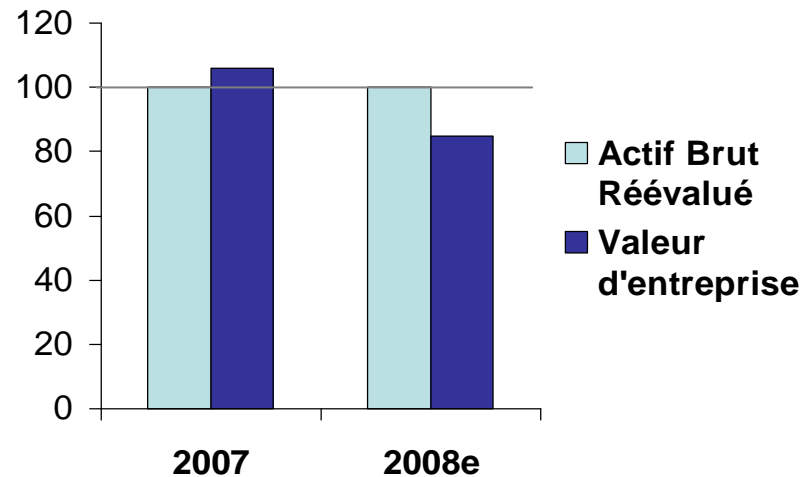


- Les bourses européennes ont connu une sévère correction au premier trimestre dans le sillage des valeurs financières et l'attente d'un fort ralentissement des économies occidentales.
- L'immobilier coté, préalablement « purgé », prouve à nouveau la spécificité de son cycle boursier.

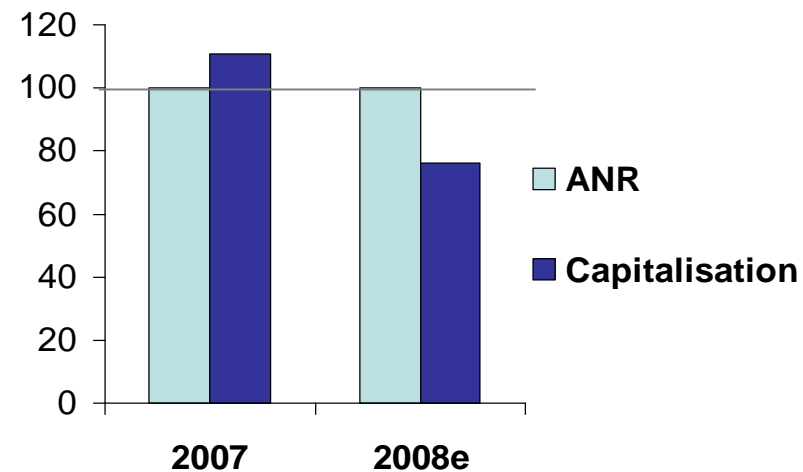
# Probabilités et espérances

- La baisse des prix de l'immobilier physique ne devrait pas, en tendance, affecter les valeurs boursières
- La segmentation géographique des marchés européens est une réalité durable
- Le secteur va bénéficier d'opportunités structurelles non quantifiables

# La valorisation boursière des sociétés foncières cotées intègre déjà une baisse de 15% des prix de l'immobilier physique



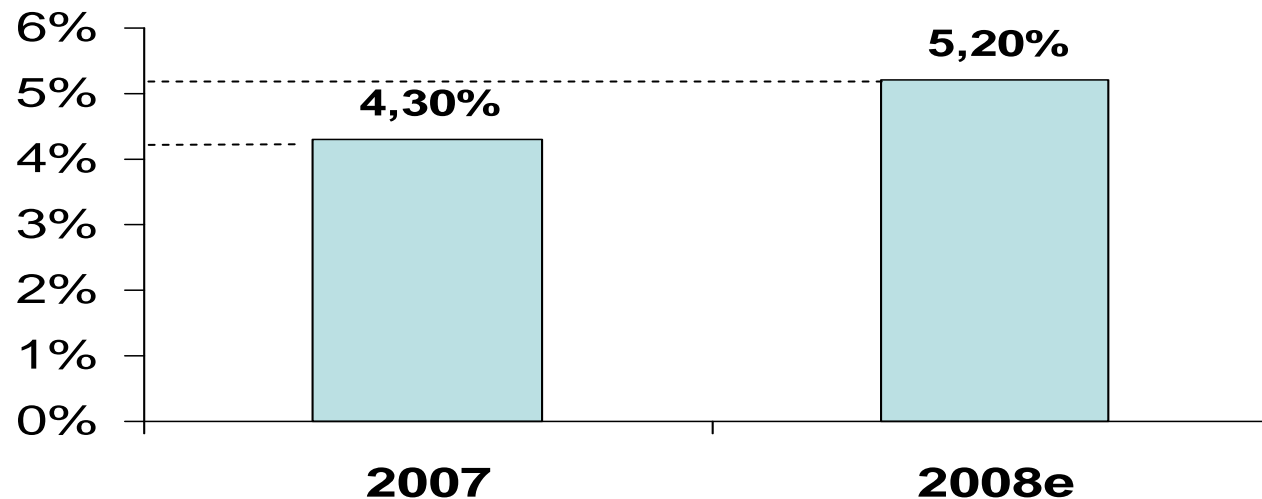
- Le marché cote en moyenne les sociétés foncières 15% en dessous de la valeur de leur patrimoine contre une prime de 6% un an auparavant



- Cette évolution se traduit par une décote moyenne de 24% sur les actifs nets réévalués publiés

# La hausse de leur rendement est cohérente avec cette attente

## Résultat d'exploitation après impôt / Valeur d'entreprise

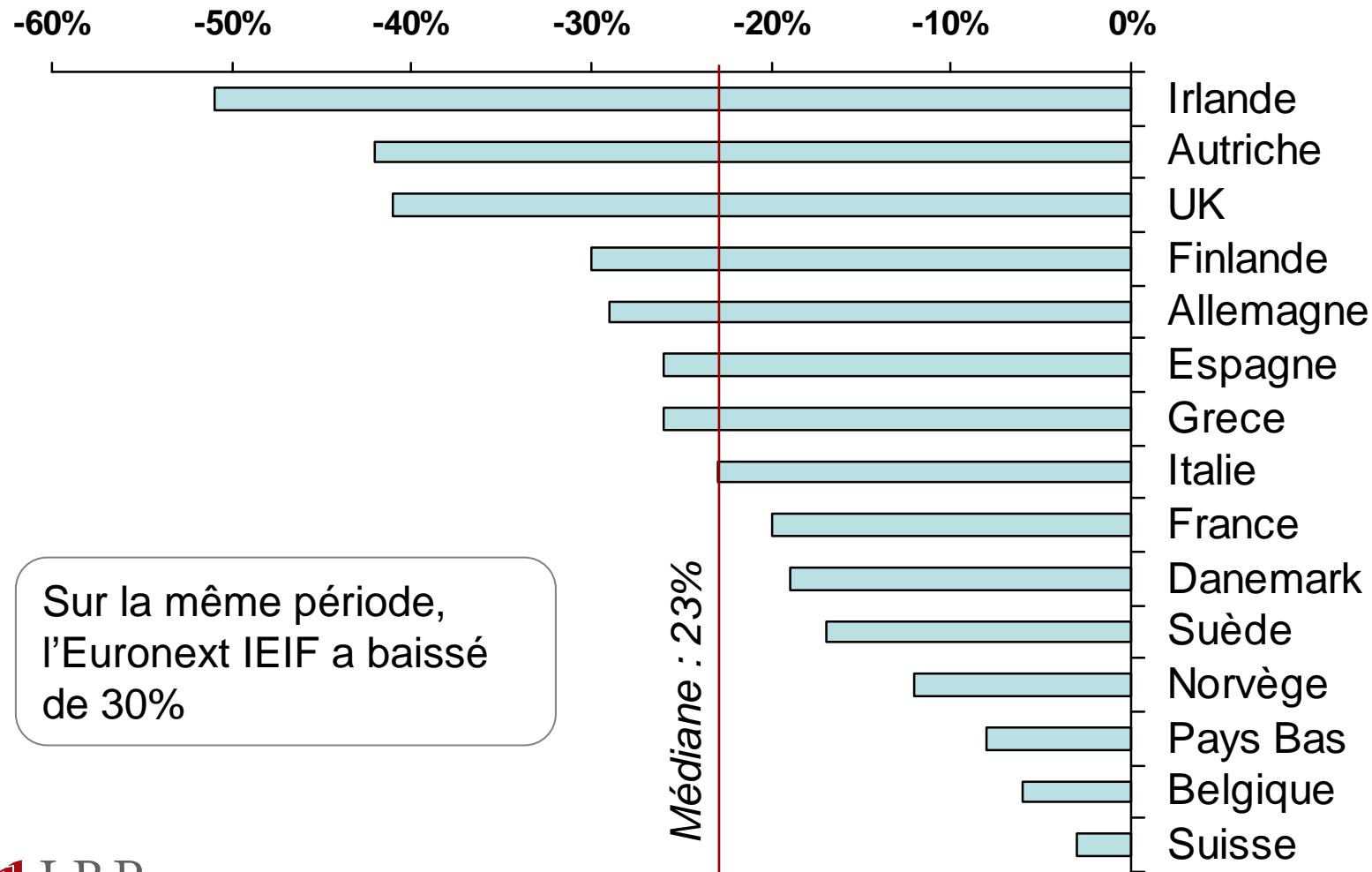


Le passage du rendement économique des foncières de 4,3% à 5,2% en un an traduit une baisse théorique des prix de l'ordre de 17%



# Les places de cotation européennes ont une appréciation hétérogène de l'univers immobilier

## Evolution des cours sur un an (au 29 février 2008)



# Les changements structurels recèlent de nombreuses opportunités

La valorisation des sociétés par le marché pourra, à iso-conjoncture, intégrer des perspectives de création de valeur :

- Tendence à la consolidation pan-européenne des sociétés du monde immobilier
- Diversification des véhicules cotés sur plusieurs éléments de la chaîne de valeur
- Probabilité de cotation de nouveaux REITs sur plusieurs places européennes
- Renforcement de la capacité d'investissement des REITs du fait de la raréfaction du crédit
- ...

***Tout ce qui est simple est faux,  
mais tout ce qui ne l'est pas est  
inutilisable***

*Paul Valéry*