

Immobilier Laissez-vous séduire

➤ À l'ombre des géants du secteur, ces sociétés cultivent leur singularité, avec de meilleures valorisations.
➤ En étant sélectif, il est encore intéressant d'en acheter.

Pour les foncières cotées, la pandémie de Covid-19 marque un avant et un après. Certes, cela fait déjà trois ans que le compartiment parisien de la pierre-papier cotée souffre sous l'effet de la disgrâce boursière de ses grands acteurs, tels Unibail-Rodamco-Westfield et Klépierre. Mais les mesures de restrictions sanitaires ont marqué une rupture en provoquant un effondrement des loyers à court et peut-être à plus long terme. De quoi perturber le statut boursier de valeur de rendement.

ARGAN La logistique

Ses entrepôts sont loués par de grandes enseignes (Carrefour, Décathlon, Castorama, L'Oréal...) et des transporteurs (Geodis, XPO Logistics...).



INÉA Les bureaux

Le patrimoine est concentré en province et adapté aux critères environnementaux actuels (bois massif, contrôle de la consommation d'énergie...).



FREY Les parcs commerciaux

«Entreprise à mission», la foncière a pour objectif de réserver des espaces pour des commerçants engagés, des artisans locaux, le recyclage, le «street art»...

Cegereal

● Chiffres clés

Capitalisation ⁽¹⁾	687 millions d'€
Patrimoine 2020	1,45 milliard d'€
Cours sur résultat net récurrent 2020	14,9
Cours sur actif net réévalué	0,89
Dividende 2020 ⁽²⁾	2 €
Rendement du dividende ⁽³⁾	5%

Le positionnement. Ne l'appellez plus Cegereal, mais Vitara. Sauf improbable surprise, les actionnaires ont voté ce 12 mai en faveur de cette nouvelle raison sociale. Une manière de prendre un nouveau départ dans le monde de l'après-Covid pour cette foncière 100% tertiaire.



La stratégie. Avec seulement cinq grands actifs de bureaux détenus dans Paris et en périphérie de la capitale – dont la tour Europlaza à la Défense –, Vitara va devoir

démontrer sa capacité à gérer la pression baissière qui se dessine sur les loyers. Sa méthode: parier sur les services associés.

La valorisation. Si le résultat net récurrent a légèrement progressé l'an dernier, à 42,1 millions, le résultat net a plongé de 80%, à 16,1 millions, sous l'effet de 25 millions de dépréciations d'actifs. La foncière risque d'avoir du mal à trouver plus d'élan avec sa croissance interne. Mais elle peut jouer la carte des acquisitions, d'autant que sa décote de 11% n'exclut pas la possibilité d'une levée de fonds.

NOTRE CONSEIL ✔ **Objectif:** 43 €
Conserviez. [CGR] **Profil:** prudent.

Frey

● Chiffres clés

Capitalisation ⁽¹⁾	822 millions d'€
Patrimoine 2020	947 millions d'€
Cours sur résultat net récurrent 2020	20
Cours sur actif net réévalué	1,05
Dividende 2020 ⁽²⁾	1,50 €
Rendement du dividende ⁽³⁾	4,5%

Le positionnement. Ne parlez pas à Frey des retail parks, ces parcs commerciaux situés en périphérie urbaine, longtemps simple enfilade de blocs sans charme. Ce spécialiste des centres de plein air se veut davantage qu'un simple agrégateur de surfaces de vente. La société est devenue cette année la première foncière «à mission» en France. Bien plus qu'un argument marketing.

La stratégie. Présidé par Antoine Frey, présent à hauteur

de 28% dans le capital, Frey se définit comme une foncière des lieux de convivialité. Elle dispose d'une solide expérience dans le repositionnement et la restructuration des sites. Un atout précieux pour surmonter la crise sanitaire et les contraintes sur l'artificialisation des sols.

La valorisation. Bien valorisée, avec une légère prime, l'action est proche de son plus-haut. Elle offre un rendement séduisant pour une foncière qui garde un profil de croissance. Une faiblesse, toutefois: l'étroitesse du flottant (10%).

NOTRE CONSEIL ✔ **Objectif:** 35 €
Conserviez. [FREY] **Profil:** dynamique.

Immobilière Dassault

● Chiffres clés

Capitalisation ⁽¹⁾	405 millions d'€
Patrimoine 2020	816,6 millions d'€
Cours sur résultat net récurrent 2020	37
Cours sur actif net réévalué	0,78
Dividende 2020 ⁽²⁾	1 €
Rendement du dividende ⁽³⁾	1,6%



Le positionnement. Détenue à 59,6% par la famille Dassault, l'Immobilier Dassault est une foncière spécialisée dans la pierre parisienne, principalement des bureaux, mais aussi des hôtels et des commerces. Seuls quelques actifs concentrent l'essentiel du patrimoine, principalement dans le VIII^e arrondissement de Paris.

La stratégie. Foncière d'accumulation, elle fait figure de poche de diversification. Une habile gestion des actifs lui a permis de signer des baux de long terme pour deux sites emblématiques sur l'avenue des Champs Élysées, au 23 et 127. Ce qui a permis une revalorisation de 24% de l'ANR en 2020, à 77,75 euros.

La valorisation. Le cours n'a pas suivi cette envolée, qui crée une décote disparue ces dernières années. Mais elle pourrait avoir du mal à être résorbée. Le faible rendement du titre ne constitue pas un soutien.

NOTRE CONSEIL ✔ **Objectif:** 65 €
Vendez. [IMDA] **Profil:** prudent.

Patrimoine & Commerce

● Chiffres clés

Capitalisation ⁽¹⁾	248 millions d'€
Patrimoine 2020	804,2 millions d'€
Cours sur résultat net récurrent 2020	8,1
Cours sur actif net réévalué	0,64
Dividende 2020 ⁽²⁾	1,25 €
Rendement du dividende ⁽³⁾	7,6%



Le positionnement. Ne comptez pas vexer Eric Duval, son président, en qualifiant Patrimoine & Commerce de foncière low cost. Avec un peu plus de 25% du capital via le holding familial, il revendique ce positionnement. Sa spécialité? Des parcs commerciaux situés en périphérie urbaine (retail parks) avec des loyers tirés vers le bas: guère plus de 120 euros le mètre carré, charges comprises.

La stratégie. Implacable, l'argument commercial se heurte à la violence de la crise liée au Covid-19. Plusieurs chaînes ont fait faillite. Mais leurs emplacements ont rapidement été reloués.

La valorisation. La décote de 36% est excessive. Elle s'explique en partie par le levier d'endettement important (47%). Mais le patrimoine, qui offre un rendement de plus de 7% des loyers, nous paraît protégé d'un risque réel de dépréciation.

NOTRE CONSEIL ✔ **Objectif:** 19 €
Achetez. [PAT] **Profil:** spéculatif.

(1) Au 10 mai 2021. (2) Versé en 2021 au titre de l'exercice 2020. (3) Rendement du dividende au cours actuel.

Luire par les petites foncières

Avec les fermetures administratives des centres commerciaux, les foncières spécialisées subissent, depuis un an, jusqu'à 30% de baisse de leurs revenus. Du côté des foncières de bureaux, le choc immédiat est moins brutal, mais les conséquences à plus long terme risquent d'être aussi sensibles: les entreprises clientes vont repenser leur organisation et chercher, avec un télétravail plus intelligent et moins subi, à optimiser leurs mètres carrés.

Plus résilientes

En Bourse, le compartiment parisien des foncières reflète cette situation critique. L'indice IEIF Euronext a perdu 17% depuis le pic d'octobre 2019. Après le plongeon de 24% l'an dernier, 2021 marque tout de même un rebond de 11% depuis le 1^{er} janvier. Mais la performance reste inférieure à celle du CAC 40.

Pourtant, les petites foncières (en termes de capitalisation), souvent dans l'ombre de leurs grandes rivales, parviennent à tirer leur épingle du jeu, avec des parcours moins heurtés et des performances financières plus résilientes. Sur les sept que nous avons retenues, trois méritent particulièrement votre attention, sous réserve de ne pas tenter un aller-retour rapide et de prendre garde aux conditions d'entrée en raison d'un flottant assez restreint. Il s'agit d'Argan, d'Atland et d'Inéa.

Des profils atypiques

Argan est devenu un emblème pour les petites foncières françaises. Présente sur le créneau porteur de la logistique, elle a vu sa valorisation s'envoler ses dernières années, portée à la fois par l'effet de rareté de cette thématique et par une exécution stratégique très efficace.

Foncière Atland a opéré ces quatre dernières années un repositionnement vers la pierre-papier et parvient à combiner croissance et résilience des résultats. Enfin, Inéa capitalise sur sa conviction que les investisseurs changent de regard sur l'immobilier tertiaire en région.

Un point commun entre ces trois sociétés: leurs dirigeants sont présents à hauteur significative dans le capital. De quoi assurer un alignement de leurs intérêts avec ceux des actionnaires minoritaires.

Malheureusement, la cote parisienne s'est appauvrie ces dernières années en nombre de foncières et de thématiques proposées. Aucune foncière spécialisée dans les actifs de santé, les logements et les centres de données n'y est présente.

Lionel Garnier

Argan • Le grand spécialiste des entrepôts et de la logistique

Le positionnement. Une petite foncière, Argan? Plus vraiment. La société fondée par Jean-Claude Le Lan incarne la foncière de croissance. Poids plume lors de son introduction sur Euronext en 2007, elle est devenue un poids lourd de la cote. Son cours a été multiplié par six en dix ans avec une capitalisation qui tourne désormais autour de 2 milliards d'euros, soit autant que Carmila. Seul acteur coté à Paris sur le créneau de la logistique, Argan profite de l'appétit des investisseurs pour une classe d'actifs très prisée. Avec un patrimoine de 3 millions de mètres carrés d'entrepôts géants et récents, elle détient des actifs porteurs, car cruciaux pour le commerce, traditionnel ou à distance.



Chiffres clés

Capitalisation (1)	1,9 milliard d'€
Patrimoine 2020	3 milliards d'€
Cours sur RNR (2) 2020	19,3
Cours sur ANR (3)	1,35
Dividende 2020 (4)	2,10 €
Rendement du dividende (5)	2,4%

La stratégie. Argan combine croissance interne – avec le développement de nouveaux sites –, acquisitions ciblées et opération de transformation avec Cargo, la foncière logistique de Carrefour. Très efficace sur le terrain opérationnel, avec des coûts comprimés, elle va devoir choisir entre poursuivre son développement en s'appuyant sur de nouveaux actifs, peut-être européens, ou rester plus prudente en mariant rotation d'actifs et réduction du levier d'endettement (54% fin décembre 2020). La gouvernance ordonnée, avec la famille Le Lan très présente au capital (40% des parts), constitue un élément rassurant sur les bons choix stratégiques.

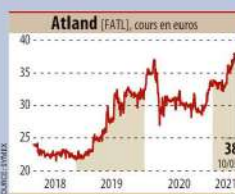
La valorisation. Argan est aujourd'hui l'une des rares foncières à afficher une prime de 35% sur sa valeur à la casse de 63,80 euros à fin 2020. La fidélité des locataires et la faible vacance locative lui assurent de la visibilité. Dès lors, la projection d'une hausse de 10% du résultat net récurrent pour l'exercice 2021 est crédible. À la clé, une action qui s'échange 17 fois cette perspective. Un point de vigilance toutefois: selon certains observateurs, la logistique commencerait à être en surchauffe, avec des rendements locatifs inférieurs à 4%.

NOTRE CONSEIL

Achetez. [ARG] **Objectif:** 105 €. **Profil:** dynamique.

Foncière Atland • Promoteur, collecteur et gestionnaire de fonds

Le positionnement. Ne vous fiez pas au nom de Foncière Atland. Bien qu'il dispose du statut de société d'investissement immobilier cotée (Siic), le groupe a enrichi ces dernières années ses attributs au-delà de la seule collection d'actifs dont les revenus sont constitués de loyers. Il s'est mué en opérateur immobilier, à la fois présent dans la promotion de logements et de bureaux mais surtout dans la gestion de fonds pour comptes propre et de tiers, notamment via la pierre-papier et le financement participatif. Sur les 2,4 milliards d'euros d'actifs immobiliers gérés, moins de 140 millions d'euros sont détenus à 100% par la foncière.



Chiffres clés

Capitalisation (1)	169 millions d'€
Patrimoine 2020	135,6 millions d'€
Cours sur RNR (2) 2020	7,6
Cours sur ANR (3)	0,85
Dividende 2020 (4)	1,50 €
Rendement du dividende (5)	4%

La stratégie. Foncière Atland veut presser le pas dans deux directions. Voisin, son fer de lance dans les SCPI, est désormais le numéro six français dans la collecte avec près de 30 000 épargnants. La plateforme de crowdfunding Fundimmo, acquise en 2019, fait figure de relais de croissance avec une offre en fonds d'élargissement aux SCPI. Second axe, la gestion de fonds pour le compte d'institutionnels, tels que le fonds de pension néerlandais PGM ou le belge AG Real Estate, aux côtés desquels Atland investit.

La valorisation. La réussite de la bascule stratégique a alimenté la croissance de l'actif net réévalué

(+15% par an en moyenne ces dix dernières années). La société, contrôlée à 56% par son PDG, Georges Rocchieta, veut continuer à équilibrer ses risques entre la gestion – une activité qui offre une rentabilité récurrente – et ses autres métiers, générateurs de plus-values. Objectif: maintenir une forte capacité distributive. À 1,50 euro, le dividende assure un rendement de 4%. Ce retour peut paraître un peu maigre, mais il est la conséquence de l'excellente tenue du titre, actuellement à son plus-haut historique.

NOTRE CONSEIL

Achetez. [FATL] **Objectif:** 45 €. **Profil:** dynamique.

Foncière Inéa • Des bureaux récents dans les métropoles régionales

Le positionnement. Sur un marché de l'immobilier coté qui ne jure souvent que par le bureau parisien, Inéa se distingue: elle est aujourd'hui la seule foncière spécialisée dans les bureaux situés en province. La foncière dirigée par Philippe Rosio mise sur le tertiaire dans les grandes métropoles régionales avec des bureaux neufs ou récents (sept ans d'âge moyen), à taille humaine et «verts». Ces actifs n'ont pas flambé ces dernières années, mais la hausse des valorisations a été constante. Les loyers sont donc plutôt préservés d'un risque de correction.



Chiffres clés

Capitalisation (1)	353 millions d'€
Patrimoine 2020	920 millions d'€
Cours sur RNR (2) 2020	16
Cours sur ANR (3)	0,81
Dividende 2020 (4)	2,60 €
Rendement du dividende (5)	6,4%

La stratégie. Fixée par les dirigeants il y a trois ans, l'ambition d'atteindre un patrimoine d'un milliard d'euros est désormais à portée de main. Avec 920 millions en portefeuille fin décembre, ce cap symbolique pourrait être franchi cette année. Pour cela, Inéa n'hésite pas à prendre quelques risques en s'engageant sur des immeubles neufs qui ne sont pas préloqués. La vacance locative, proche de 9%, est raisonnable, tout comme le levier de l'endettement, qui ressortait à 44% fin 2020. Le ratio de couverture des frais

financiers s'élève à 6, ce qui traduit un bilan sans excès.

La valorisation. Le beau parcours du titre, en hausse en 2020 quand le secteur buvait la tasse, n'est pas achevé. Inéa peut capitaliser sur la dynamique démographique des métropoles régionales et sur l'appétit grandissant des entreprises pour s'émanciper de Paris. À moins de 15 fois le résultat net récurrent escompté en 2021, l'action est valorisée sans excès compte tenu du profil de croissance.

NOTRE CONSEIL

Achetez. [INEA] **Objectif:** 47 €. **Profil:** dynamique.

(1) Au 10 mai 2021. (2) Résultat net récurrent. (3) Actif net réévalué. (4) Versé en 2021 au titre de l'exercice 2020. (5) Rendement du dividende au cours actuel.