



## Pierre Dinon

Gérant des OPCVM immobilier coté  
Allianz Global Investors France

**« Les sociétés foncières offrent une bonne visibilité, une solidité et une récurrence des cash flows dans les deux années à venir ».**

**Pierre Dinon a rejoint AGF en 1972 en tant que gestionnaire administratif à la Direction Financière. Analyste financier, spécialisé dans l'immobilier coté à partir de 1985, il devient gérant des OPCVM immobiliers du Groupe dès 1988. Au sein d'Allianz Global Investors France, Pierre Dinon est également Responsable du Gouvernement d'Entreprise et de l'exercice des droits de vote depuis 2003. Il est diplômé du Centre de Formation à l'Analyse Financière et membre de la SFAF (Société Française des Analystes Financiers).**

### **Quel est selon vous l'intérêt d'investir au travers de sociétés foncières cotées ?**

Liquidité et diversification sont les deux principaux avantages de l'immobilier coté par rapport à l'immobilier physique. Nos OPCVM investissent en effet dans des sociétés foncières et immobilières cotées en bourse ce qui permet d'offrir aux investisseurs une liquidité quotidienne. La profondeur de l'univers d'investissement tant en termes d'entreprises (sociétés immobilières dans le secteur des bureaux, des centres commerciaux et de la logistique) que de pays (zone euro pour Allianz Foncier, zone Europe pour Allianz Immo) permet une véritable diversification de l'exposition au secteur immobilier. On notera d'ailleurs que ces OPCVM sont « purs » c'est-à-dire qu'ils investissent uniquement au sein de ce secteur d'activité.

L'immobilier coté est une classe d'actifs à part entière qui se dis-

tingue par son caractère défensif avec une moindre sensibilité aux événements macro-économiques que les classes d'actifs traditionnelles (actions, taux et monétaire). Il s'agit d'un véritable « outil » de diversification au sein de la poche actions d'un portefeuille. La bonne performance du secteur par rapport au marché actions dans le contexte actuel en est une excellente illustration<sup>1</sup>.

### **Depuis le début de l'année, les performances des foncières sont remarquables. Pensez-vous qu'il y ait encore un potentiel d'appréciation ?**

Oui, nous pensons qu'il y a encore du potentiel sur les foncières et cela pour plusieurs raisons. Nous sommes confiants sur la bonne santé du marché de l'immobilier physique.

Les fondamentaux du secteur sont solides. Sur le marché locatif des bureaux, le marché nous semble bien orienté. Nous constatons des taux de vacance contenus à environ 6% en Europe de l'Ouest. Le risque de surcapacité n'est pas d'actualité : l'offre est faible et les livraisons de biens ne sont prévues que pour 2013/2014. Cet effet rareté devrait donc se poursuivre ces prochaines années et soutenir les prix et les loyers. Sur un an glissant (à la fin du 1er semestre 2011), nous observons une croissance moyenne des loyers des bureaux de 5,1 %<sup>2</sup> en Europe.

Sur le marché locatif des centres commerciaux, la faiblesse de l'offre, la forte diversification des locataires, et la qualité des baux (qui peuvent être indexés en plus de l'inflation, à la croissance du

chiffre d'affaires des commerçants) en font des actifs rares et très recherchés.

Actuellement, les taux d'effort ((loyer + charges)/Chiffres d'affaires du commerçant) sont à des niveaux que nous considérons raisonnables (10-12 %)<sup>3</sup>. Le locataire n'est donc pas sous pression. Les revenus locatifs sont solides.

On constate, par ailleurs, une volonté d'expansion des commerçants, en particulier sur les marchés d'Europe de l'Ouest. Les sociétés foncières sont capables d'accompagner leurs locataires, de plus en plus de grandes enseignes internationales, dans ces démarches, en leur offrant des emplacements attrayants dans toute l'Europe compte tenu de leurs portefeuilles d'actifs diversifiés sur le plan géographique.

En termes de flux, le marché est dynamique. Après une période de désinvestissement début 2009, on constate un regain d'intérêt des investisseurs institutionnels pour cette classe d'actifs qui a retrouvé, dans un univers incertain, son caractère défensif et son statut de « valeur refuge ».

Les volumes d'investissement sont ainsi en fort rebond avec depuis le début de l'année un volume d'investissement en Europe de 53.5 Milliards d'euros et un volume en France de 4.4 Milliards d'euros<sup>4</sup>. Les plus beaux actifs de bureaux et de commerces sont donc très recherchés, ce qui pousse à la hausse les valeurs d'actifs.

Certaines foncières profitent de la reprise du marché pour réallouer leurs actifs et mettre en œuvre des stratégies dynamiques d'arbitrages et d'investissements. On peut citer l'exemple d'Unibail qui opère un recentrage de sa stratégie sur les centres commerciaux de grande taille en Europe et se séparent de ceux de taille plus modeste. On peut également citer l'exemple de Gécina qui a vendu des actifs résidentiels à Lyon pour financer des opérations de bureaux plus rentables.

La valorisation des sociétés foncières nous semble aujourd'hui conservatrice et nous pensons qu'elles bénéficieront de cet environnement favorable lors de leurs prochaines évaluations.

Par ailleurs, l'immobilier offre toujours un écart de rendement important par rapport aux taux sans risque. Par exemple, un actif de bureau dans le Quartier Central des Affaires de Paris offre un rendement compris entre 4,65% et 6% contre celui d'une OAT 10 ans à 3,3% au 25/07/2011. La prime de risque est comprise entre 1,35% et 2,70% environ. Rappelons qu'en 2007, année des excès, cette prime de risque était négative. Le marché est donc sain.

Dans l'hypothèse d'une hausse des taux, cette prime de risque serait certes amoindrie mais nous pensons que l'immobilier resterait une classe d'actif intéressante pour les investisseurs avec en outre une certaine protection contre l'inflation grâce à l'indexation des loyers.

Enfin, les taux de rendement des dividendes s'élèvent à environ 5% (stabilité par rapport à 2010 voire augmentation dans certains cas) et nous sommes confiants quant à leur stabilité et à leur solidité sur 2011 et 2012.

### **Les foncières sont-elles dans de bonnes dispositions financières pour affronter le contexte macro-économique et un environnement de hausse des taux ?**

Différents éléments soutiennent notre conviction sur la visibilité, la solidité et la récurrence des cash flows des sociétés foncières dans les années à venir.

L'indexation des baux sur l'inflation et le manque d'offre nous semblent constituer de sérieuses garanties quant au niveau des revenus locatifs des foncières. La structure des baux (durée moyenne supérieure à 5 ans), les taux d'occupation élevés (> à 90%) et les projets de développement des foncières comme relais de croissance supplémentaire nous rendent confiants en la récurrence et la solidité des cash flows.

Les dispositions financières prises par les sociétés foncières nous paraissent prudentes. Le ratio d'endettement Loan to Value (endettement net sur patrimoine) est ainsi en moyenne de 45%<sup>5</sup> en Europe. L'environnement de hausse des taux d'intérêt ne constitue pas une source de crainte particulière dans la mesure où l'endettement est majoritairement couvert à taux fixe et que les foncières bénéficient d'un bon accès aux marchés de capitaux.

### **Y a-t-il des entreprises sur lesquelles vous n'investissez pas ? Pour quelles raisons ?**

Bien entendu. Notre approche est mixte : nous combinons à la fois une analyse de l'environnement économique global et immobilier (analyse « top down ») et une sélection des meilleures valeurs du secteur immobilier (analyse « bottom-up »). Les sociétés qui ne satisfont pas à nos critères de sélection n'intègrent pas nos portefeuilles. Notre objectif est de saisir les opportunités de marché avec une vision de moyen/long terme.

Parmi les entreprises dans lesquelles nous ne sommes pas investis, on peut citer les structures que nous jugeons trop petites et pas suffisamment liquides compte-tenu de leur capitalisation et / ou leur flottant comme Montéa, société immobilière belge spécialisée dans la location, le développement et l'acquisition de bâtiments logistiques et semi-industriels ou encore Tesfran, société française appartenant au groupe Sacyr Vallehermoso spécialisée dans l'acquisition de bureaux. On peut également citer une société espagnole comme Réalia qui, compte-tenu de la surchauffe sur le marché espagnol, ne nous semble pas encore constituer un investissement de qualité.

Achevé de rédiger le 28 juillet 2011

<sup>1</sup>Du 01/01/2011 au 25/07/2011 :

Allianz Foncier réalise une performance de +5,80% contre +4,07% pour son benchmark, l'IEIF (Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière) Eurozone et +1,26% pour le MSCI EMU.

Allianz Immo réalise une performance de +9.96% contre +7,85% pour son benchmark, l'EPRA (European Public Real Estate Association) Europe et 0,56% pour le MSCI Europe.

Au 25/07/2011	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
Allianz Foncier	16,69%	50%	17,27%	-18,39%	-1,90%
IEIF Eurozone	14,88%	54,4%	7,56%	-29,63%	-18,57%

Au 25/07/2011	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
Allianz Immo	22,11%	56,59%	6,97%	-26,05%	-18,66%
EPRA Europe	20,99%	57,02%	6,13%	-31,03%	-26,70%

Les performances sont nettes de frais de gestion de l'OPCVM.

Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs.

La valeur des actions peut aussi bien diminuer qu'augmenter.

<sup>2</sup> Source : Jones Lang LaSalle au 30/06/2011

<sup>3</sup> Source : sociétés au 30/06/2011

<sup>4</sup> Source : CB Richard Ellis 30/06/2011.

<sup>5</sup> Source : EPRA, au 30/06/2011

Allianz Immo et Allianz Foncier sont des sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) régies par le droit français et agréées par l'autorité de tutelle (l'AMF) en tant qu'OPCVM respectant les règles de la directive européenne 85/611/CE. Les risques du fonds sont définis de manière détaillée dans le prospectus. Allianz Global Investors France – Société Anonyme au capital de 10 159 600 euros – RCS Paris 352 820 252 – Siège Social : 20 rue Le Peletier, 75444 Paris Cedex 09 – Société de Gestion de portefeuille agréée par la Commission des Opérations de Bourse le 30 juin 1997 sous le numéro GP-97-063. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Avant de souscrire à ce produit, le distributeur vous remet le prospectus simplifié, document réglementaire visé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), que vous êtes invité à lire attentivement. Ce document est disponible auprès d'Allianz Global Investors France, sur [www.allianzgi.fr](http://www.allianzgi.fr) et auprès des entités qui commercialisent ce produit. Document non contractuel. Les opinions développées dans la présente publication reflètent le jugement actuel d'Allianz Global Investors France, celui-ci étant susceptible d'évoluer à tout moment. AllianzGI France s'efforce d'utiliser des informations pertinentes, fiables et contrôlées. Toutefois, AllianzGI France ne saurait être tenue responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne doit pas être copiée, transmise ou distribuée à des tiers sans l'autorisation écrite préalable d'Allianz Global Investors France. Avant toute décision d'investissement, l'investisseur devrait consulter son conseiller financier pour évaluer et s'assurer de l'adéquation de l'investissement en fonction de sa situation, de son profil de risque et de ses objectifs.