



Revue des résultats semestriels et de la solidité financière des promoteurs et foncières français

2023

Sommaire



Actualité économique et financière du premier semestre 2023

Promoteurs français : activité du premier semestre 2023

Foncières françaises : activité du premier semestre 2023



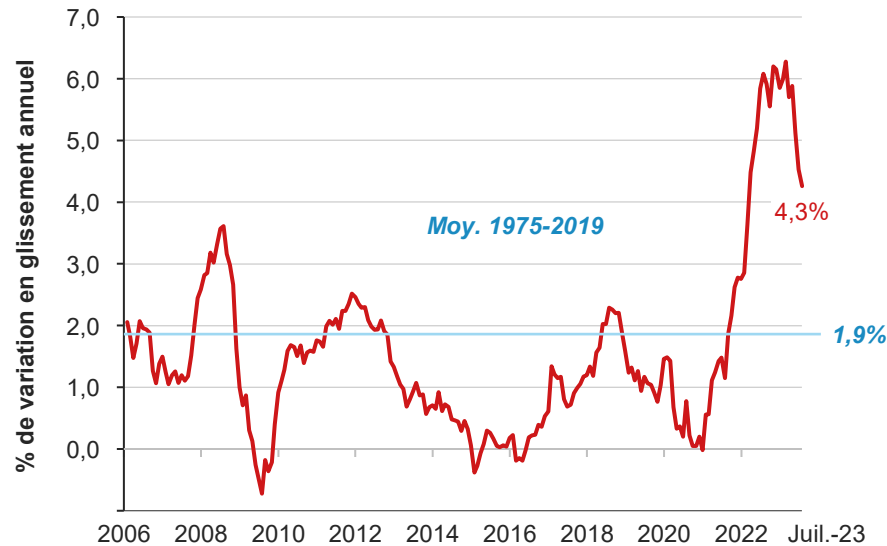
Actualité économique et financière du premier semestre 2023



Une situation conjoncturelle globalement hésitante

L'Indice des Prix à la Consommation

En glissement annuel entre janvier 2006 et juillet 2023

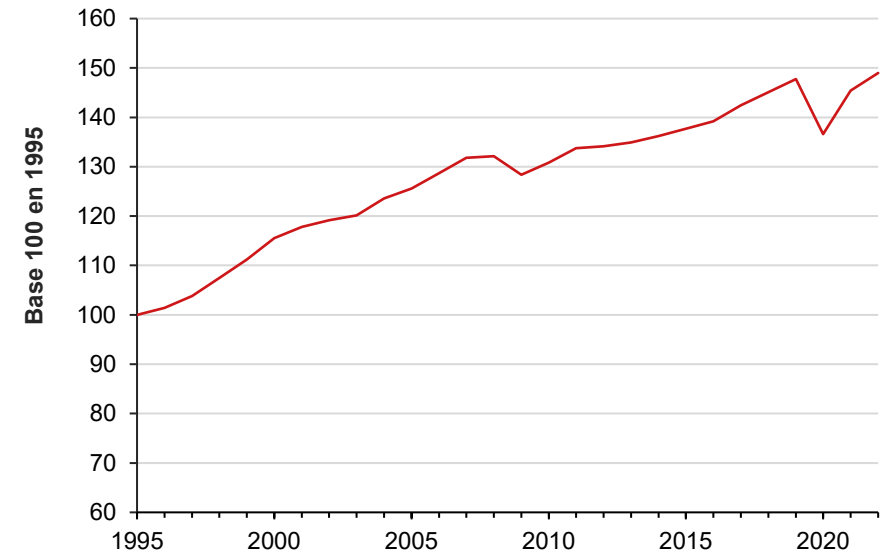


Source : Insee – Indice des Prix à la Consommation, juillet 2023.

→ Sur 12 mois, l'inflation est de 4,3% à fin juillet 2023, à comparer à 5,9% à fin décembre 2022.

Evolution du PIB réel en France

(1995 - 2023)



Source : Accuracy and Macrobond

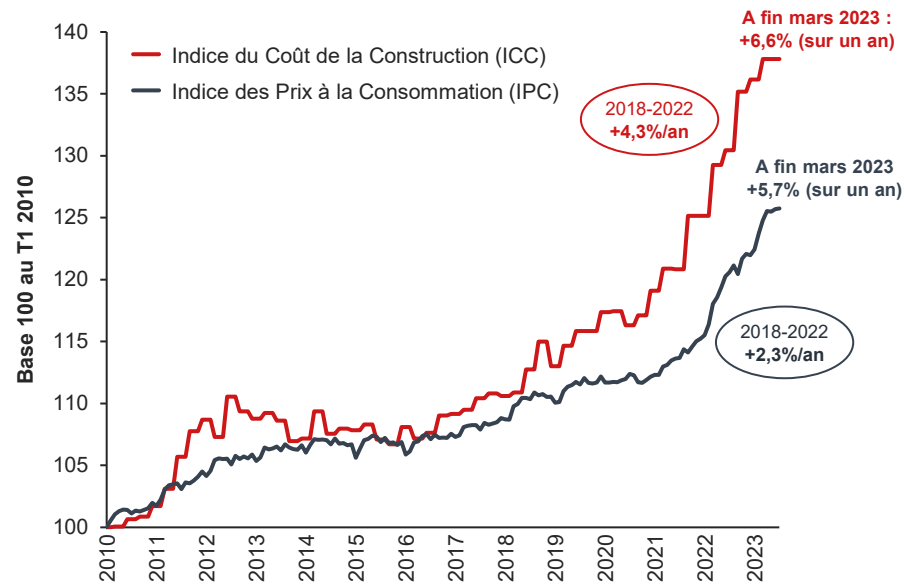
→ Depuis l'été 2022, la croissance trimestrielle du PIB est globalement modeste de l'ordre de +0,1% en moyenne. Elle témoigne d'une certaine résistance face à la hausse massive des prix.

→ Au premier trimestre 2023, le PIB en France augmente modérément (+0.2% en volume) après une stabilité le trimestre précédent. Il augmenterait de 0,2% au second trimestre 2023.

Note : L'indice des prix à la consommation (IPC) est l'instrument de mesure de l'inflation. Il permet d'estimer, entre deux périodes données, la variation moyenne des prix des produits consommés par les ménages.

Alors que les coûts de construction continuent d'augmenter, l'inflation bénéficie à l'indexation des loyers tertiaires

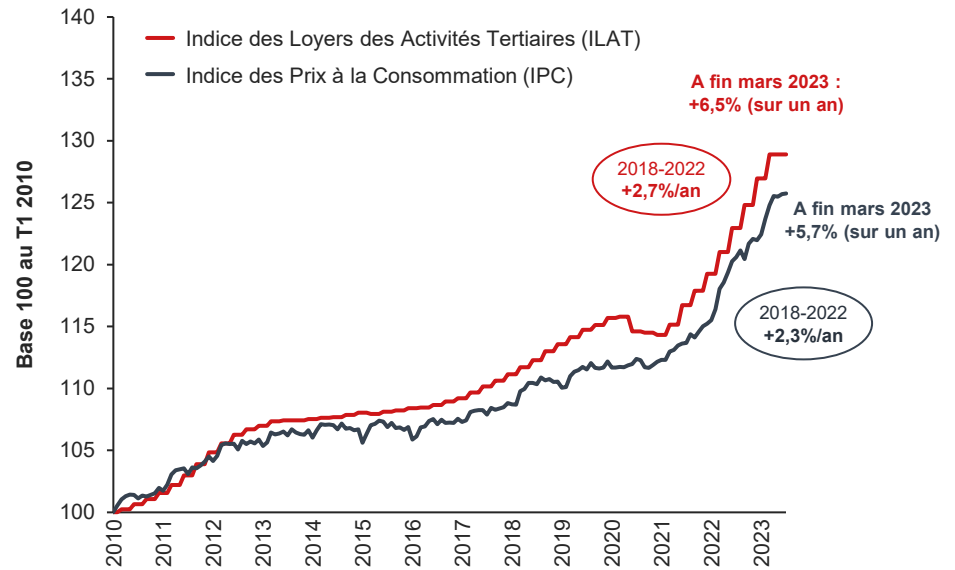
Evolution comparée de l'IPC et l'ICC
(T1 2010 – T1 2023)



Source : Insee, juillet 2023.

- L'indice du coût de la construction (ICC) augmente de 6,6% sur un an à fin mars 2023 (après +8.8% à fin décembre 2022), à comparer à 5,7% d'inflation des prix annuelle en mars 2023 (5,9% à fin décembre).
- Sur la période 2018-2022, l'ICC a augmenté de 4,3% par an en moyenne à comparer à une inflation annuelle moyenne de 2,3%.

Evolution comparée de l'IPC et l'ILAT
(T1 2010 – T1 2023)



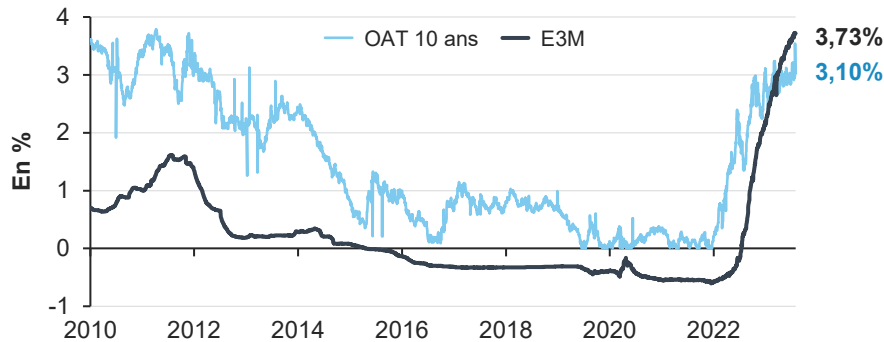
Source : Insee, juillet 2023.

- L'inflation bénéficie à l'indexation des loyers tertiaires. A fin mars 2023, l'ILAT est en hausse de 6,5% sur un an.
- Sur la période 2018-2022, l'ILAT a augmenté de 2,7% en moyenne par an, à comparer à une inflation annuelle moyenne de 2,3%.

Note : L'indice des prix à la consommation (IPC) est l'instrument de mesure de l'inflation. Il permet d'estimer, entre deux périodes données, la variation moyenne des prix des produits consommés par les ménages. L'indice du Coût de Construction (ICC) mesure l'évolution du prix de production dans la construction des bâtiments neufs à usage principal d'habitation non communautaire en France métropolitaine. L'ILAT est l'Indice des Loyers des Activités Tertiaires, dont le calcul fait intervenir trois indices : l'indice des prix de la consommation des ménages, l'indice du coût de la construction, et l'indice du produit intérieur brut. L'IPC est calculé sur une base mensuelle, et l'ICC et l'ILAT sur une base trimestrielle.

Une hausse brutale des taux d'intérêt depuis juillet 2022...

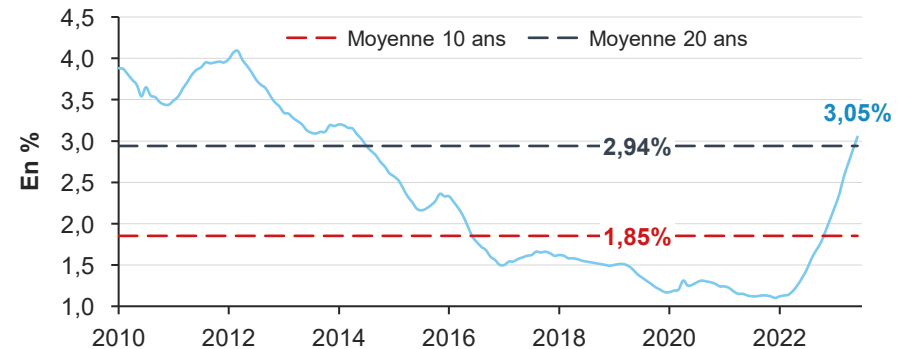
Evolution des taux d'intérêt : OAT 10 ans et Euribor 3 mois de 2014 à juillet 2023



Source : Banque de France et S&P Capital IQ, Août 2023.

- Depuis début 2022, la hausse des taux directeurs, conséquence du durcissement de la politique monétaire des banques centrales mené afin de lutter contre l'inflation, a été brutale.
- L'OAT 10 ans a gagné trois points en un an, passant de près de zéro fin 2021 à 3,19% courant juin 2023.
- L'Euribor 3 mois a progressé de 157 points de base depuis fin décembre 2022.
- Le taux d'intérêt moyen des crédits à l'habitat s'est établi à 3,05% en juin 2023 pour les nouveaux prêts (3,26% hors renégociations), à comparer à 1,12% en janvier 2022.

Taux d'intérêt des prêts à l'habitat aux particuliers de 2014 à juin 2023



Source : Banque de France, Août 2023.

Montant d'emprunt possible pour une mensualité de 1 000 €

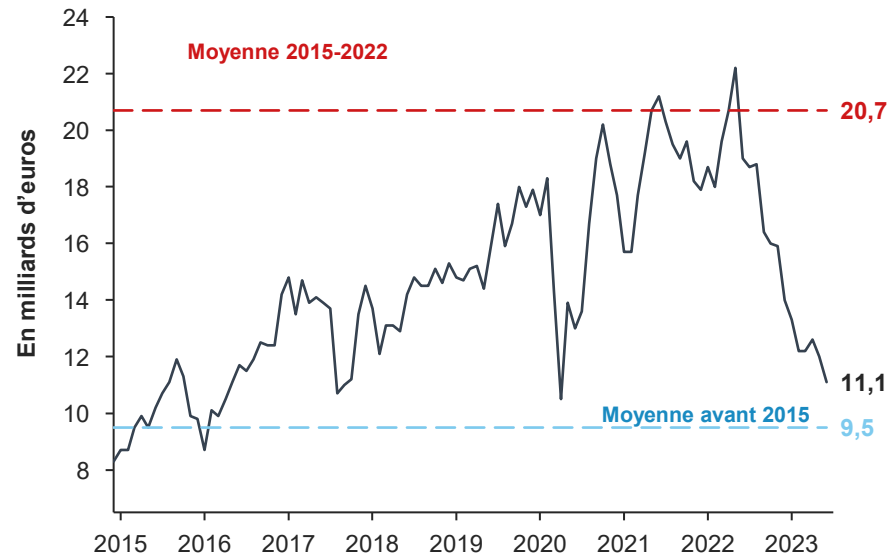
Durée	Taux					
	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
10 ans	114 000 €	111 000 €	109 000 €	106 000 €	104 000 €	101 000 €
15 ans	167 000 €	161 000 €	155 000 €	150 000 €	145 000 €	140 000 €
20 ans	217 000 €	207 000 €	198 000 €	189 000 €	180 000 €	172 000 €
25 ans	265 000 €	250 000 €	236 000 €	223 000 €	211 000 €	200 000 €

Source : Accuracy

- Le pouvoir d'achat immobilier pâtit de la hausse persistante des taux : pour une mensualité d'emprunt de 1 000 € sur une durée de crédit de plus de 20 ans, l'augmentation des taux de 1% à 3% entraîne la baisse de la capacité d'emprunt de l'ordre de 20%.

... qui pèse sur la production des crédits immobiliers

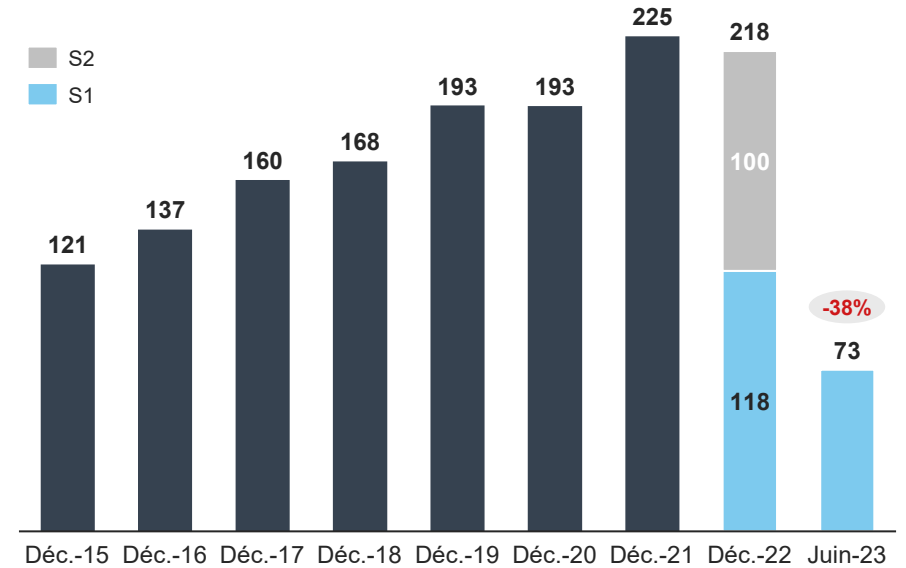
Crédits nouveaux à l'habitat à destination des particuliers
Production mensuelle entre 2015 et juin 2023



Source : Banque de France et S&P Capital IQ, Août 2023.

→ La production des crédits à l'habitat s'établit à 11 Mds€ à fin juin 2023, un montant en baisse de 3% par rapport à l'année précédente mais toujours supérieur à la période avant 2015 (9,5 Mds € en moyenne). Les primo-accédants représentent une part significative dans la mise en place des nouveaux crédits (c. 50%).

Crédits nouveaux à l'habitat à destination des particuliers
Production annuelle entre 2015 et juin 2023



Source : Banque de France, Août 2023.

→ Au premier semestre 2023, le niveau de production de crédits à l'habitat est en baisse de 38% par rapport à la même période.

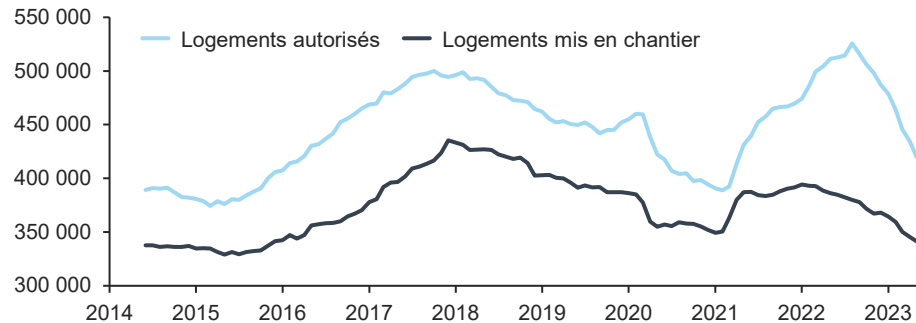


Promoteurs français : Activité du premier semestre 2023



Le marché du logement neuf s'oriente vers une crise durable et enregistre son trimestre le plus bas depuis 10 ans

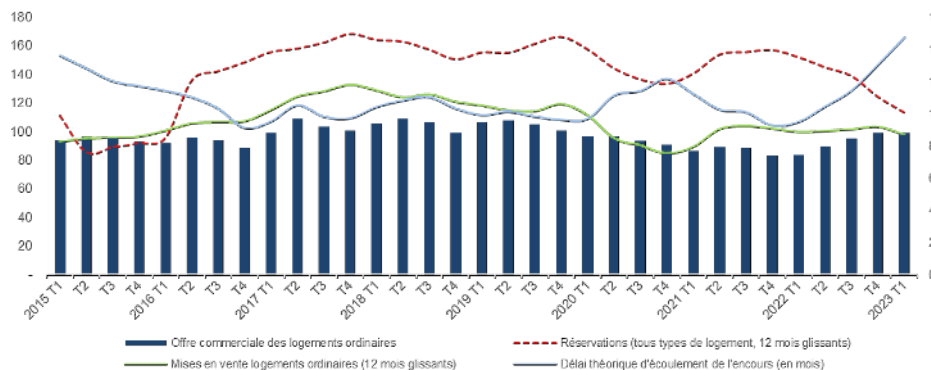
Mises en chantier et permis de construire en France entière (12 mois glissants)



- Le nombre de logements autorisés au premier semestre 2023 se situe 16% en dessous de son niveau moyen de l'année 2019.
- De juillet 2022 à juin 2023, 412 000 logements ont été autorisés à la construction, soit 20% de moins que les douze mois précédents et 11% de moins que les douze mois précédant la crise sanitaire.
- En juin 2023, 26 500 logements sont mis en chantier, soit 4% de moins que le mois précédent. En glissement annuel, les ouvertures de chantiers sont en repli de 12% à 337 200 logements.

Source : Statinfo Logement, Juillet 2023.

Offre commerciale, mises en vente et réservations

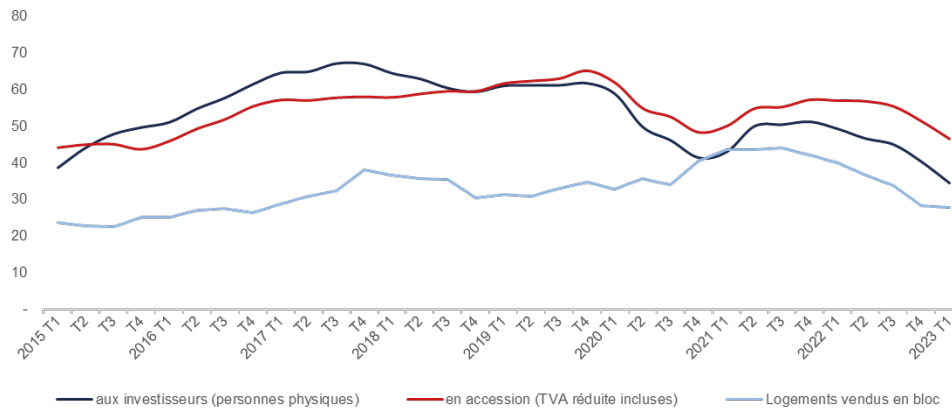


- Au T1 2023, les réservations enregistrent le trimestre le plus bas depuis 10 ans, en repli significatif de 40%. Cette baisse s'explique par la détérioration des conditions de financement ainsi que le manque de perspectives sur l'investissement locatif.
- Les mises en vente au T1 2023 sont en baisse de 25% par rapport au T1 2022. En effet, la baisse de la demande de logements et la hausse des coûts de construction fragilisent l'équilibre financier d'un certain nombre d'opérations, dont les passages en phase opérationnelle sont différés, ou annulés réduisant donc les lancements commerciaux.
- Depuis son point bas au T1 2022, l'offre commerciale croît au rythme de la chute des ventes. L'offre commerciale de logements au T1 2023 est composée de 42% de logements en phase projet, 51% de logements en cours de construction, et de 6% de logements livrés.
- Le délai d'écoulement de l'encours est en hausse passant de 9,5 mois à 14,8 mois en mars 2023.

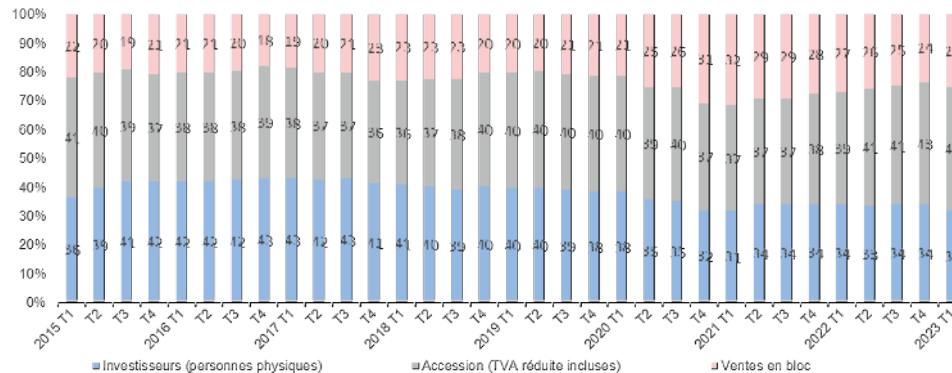
Source : Observatoire de l'immobilier de la FPI, Mai 2023.

La demande est en phase d'ajustement dans l'attente d'une meilleure visibilité sur les taux d'intérêt

Réservations par typologie d'acteur (12 mois glissants)



Réservation par typologie d'acteur en pourcentage

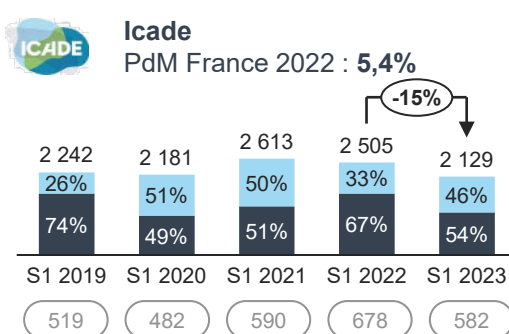
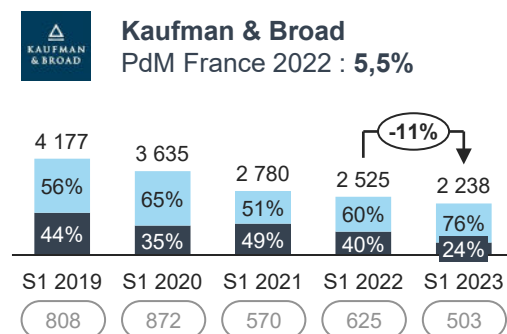
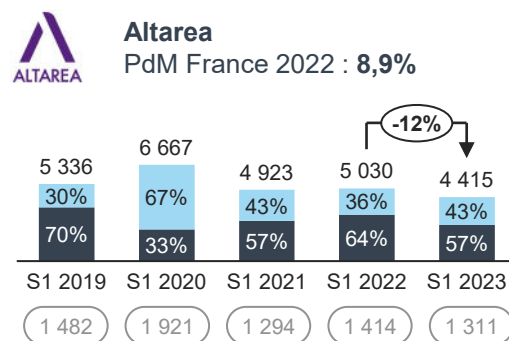
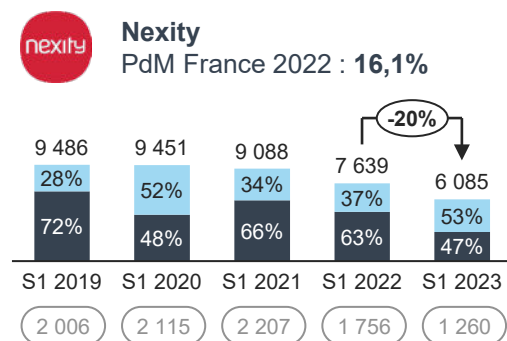


Source : Observatoire de l'immobilier de la FPI, Mai 2023.

- La baisse du niveau de réservations de logements neufs sur les derniers mois est essentiellement concentrée sur les investisseurs individuels (-52%) (vs. les propriétaires occupants (-32%)). Pour mémoire, on estime la baisse du pouvoir d'achat des investisseurs locatifs du fait de la hausse des taux entre 20% et 25%.
- De surcroît, le périmètre du dispositif Pinel a été réduit début 2023, expliquant également la diminution de la part des investisseurs locatifs particuliers.
- Les ventes en bloc (21 000 unités au T1 2023) ont reculé de 8% en glissement annuel, principalement en raison d'une baisse des acquisitions des bailleurs sociaux. Elles restent cependant une solution utilisée par les promoteurs pour faire face au ralentissement du marché.
- En ce qui concerne les investisseurs institutionnels, ils continuent d'être attirés par le résidentiel, en quête de diversification et de rendements sécurisés en phase avec des tendances démographiques fortes. Néanmoins, la plupart d'entre eux attendent la fin du cycle de hausse des taux pour reprendre position sur cette classe d'actifs et préfèrent donc investir dans des classes d'actifs au rendement potentiellement supérieur.
- Début juin 2023, le Gouvernement a annoncé dans le cadre du Conseil National de la Refondation Logement une première série de mesures pour répondre aux problématiques du secteur : favoriser l'accès à la propriété (bail réel solidaire, prêt à taux zéro, etc.), soutenir la production et la rénovation des logements sociaux (47 000 lots de CDC Habitat et Action Logement), lever les blocages administratifs (permis de construire en zone tendue, renouvellement urbain des grandes friches industrielles), et amplifier la rénovation énergétique du parc privé. Ces mesures s'inscrivent sur le long-terme et devraient avoir un impact limité sur 2023.

La baisse des réservations s'est poursuivie en 2023, avec des stratégies commerciales orientées vers la vente en bloc

Réservations - Logements neufs (en nombre)



Légende :

■ Vente en bloc
 ■ Vente à la découpe
 XXX Réservations en M€ TTC

Sources : Rapports financiers semestriels, communiqués de presse et présentations des résultats semestriels.

Note : Pour Kaufman & Broad, la clôture des comptes a lieu au 30 novembre et au 31 mai de chaque année.

Dans un contexte marqué par l'inflation et la hausse des taux d'intérêt, les réservations de logements neufs ont fortement baissé (entre 11% et 20% comparé au H1'22) pour l'intégralité de notre panel dans un marché français en repli d'environ 35% à 40%.

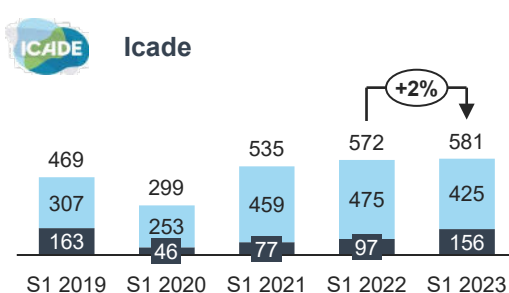
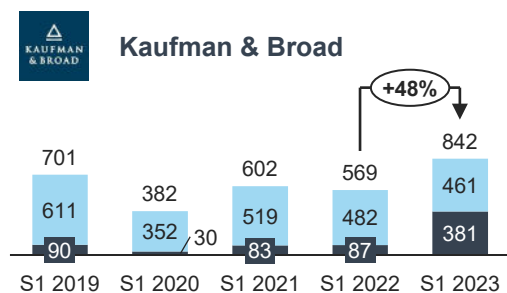
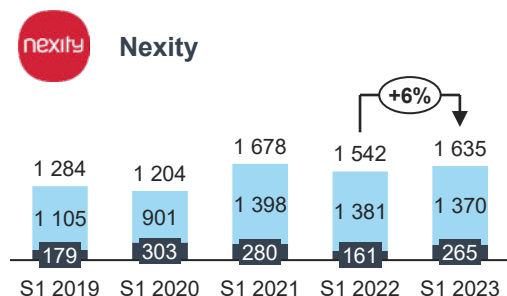
Des mesures commerciales spécifiques ont été mises en œuvre en 2023, incluant (i) une baisse des prix de vente aussi bien en détail qu'en bloc, et (ii) la réorientation de la commercialisation en bloc auprès d'investisseurs institutionnels pour maintenir un volume d'activité suffisant et accélérer l'écoulement des stocks.

La part des ventes en bloc a donc significativement augmenté pour l'ensemble de notre panel, avec une représentation importante des bailleurs sociaux parmi les investisseurs institutionnels :

- **Nexity** enregistre une baisse relativement importante (-20%) du nombre de réservations au premier semestre 2023. A noter que 42% des réservations totales au S1 2023 sont liées à des bailleurs sociaux.
- **Altarea (Pôle Promotion)** a enregistré une baisse des réservations de 12%. Les ventes en bloc (notamment avec la CDC), en augmentation de 29%, ont compensé en partie la baisse des ventes aux particuliers.
- Pour **Kaufman & Broad**, le repli du volume des réservations de 11% s'explique en partie par la baisse des réservations réalisées auprès d'investisseurs particuliers.
- **Icade** enregistre un volume de réservations en baisse de 15%, et ce malgré la croissance des ventes en blocs (46% au S1 2023 vs. 33% au S1 2022).

Dans un contexte défavorable, les opérations tertiaires permettent de compenser en partie le repli sur le résidentiel

Chiffre d'affaires à l'avancement – Pôle Promotion (en M€)



Légende :

Logement (bleu clair) | Immobilier d'entreprise (bleu foncé)

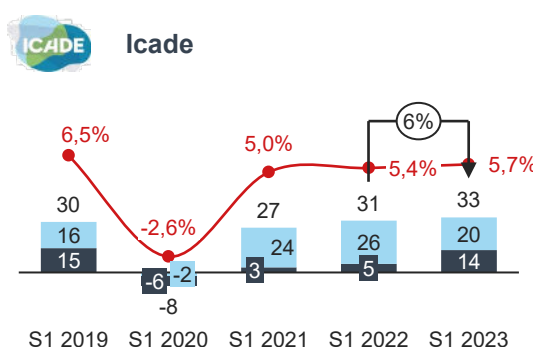
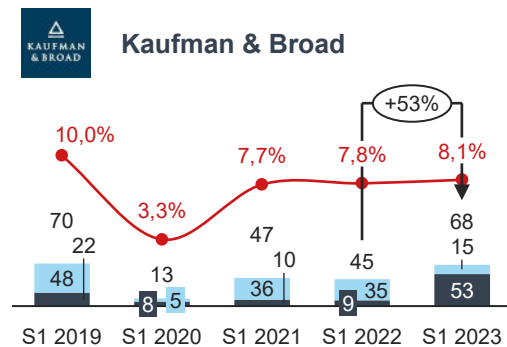
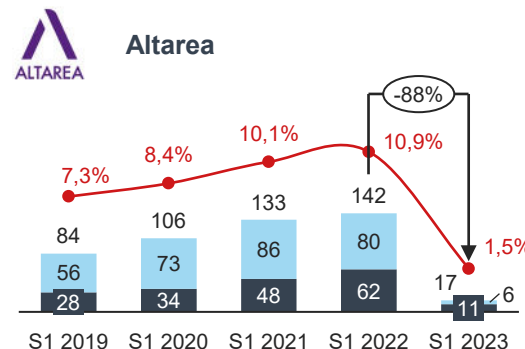
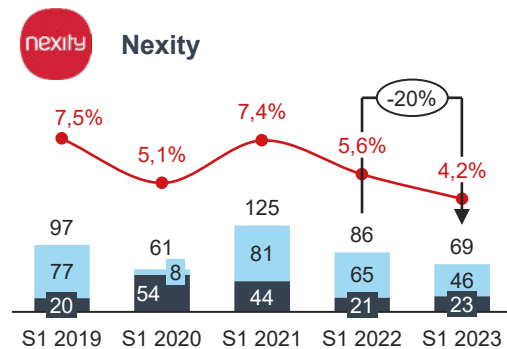
Sources : Rapports financiers semestriels, communiqués de presse et présentations des résultats semestriels.

Note : Pour Kaufman & Broad, la clôture des comptes a lieu au 30 novembre et au 31 mai de chaque année.

- Le chiffre d'affaires à l'avancement de **Nexity** est en hausse de 6% au S1 2023, avec un chiffre d'affaires Logement en légère baisse de 1% du fait du ralentissement du rythme de signature des actes, et une forte contribution au chiffre d'affaires de l'opération tertiaire Eco-campus à Garenne-Colombes (92).
- Le chiffre d'affaires du pôle Promotion d'**Altarea** est en baisse de 14% au S1 2023. Côté logement, la baisse de 11% s'explique par une politique de baisse des prix de vente et de réduction des acquisitions foncières (20 terrains acquis au S1'23 vs. 49 terrains au S1'22). En ce qui concerne l'activité tertiaire, le S1 2023 a enregistré un niveau faible d'activité (en ligne avec le S1'21), en baisse de 31% comparé à 2022. Pour mémoire, le premier semestre 2022 avait été marqué par la fin de l'opération significative Cœur d'Issy. D'une manière générale, l'activité tertiaire est plus volatile et dépendante de la présence et de l'avancement d'opérations significatives.
- La hausse notable du chiffre d'affaires de **Kaufman & Broad** en 2023 s'explique par le lancement des travaux de l'opération mixte A7/A8 - Austerlitz contribuant fortement au chiffre d'affaires tertiaire. L'activité Logement est quant à elle en baisse de 4% sur les six premiers mois 2023 .
- Pour **Icade**, le chiffre d'affaires affiche une progression de 2%, avec une baisse 11% du chiffre d'affaires Logement liée au ralentissement du marché, et une hausse du chiffre d'affaires du tertiaire soutenue notamment par l'avancement des travaux sur l'ensemble immobilier Envergure à Romainville (93) et l'opération de cession de l'immeuble situé rue Taitbout à Paris (75).

La dégradation du marché pèse sur les taux de RO, malgré la bonne rentabilité de quelques opérations tertiaires

Résultat opérationnel – Pôles Promotion (en M€ et en % du chiffre d'affaires à l'avancement)



Légende :

■ Logement ■ Immobilier d'entreprise ● Taux de marge opérationnelle

Sources : Rapports financiers semestriels, communiqués de presse et présentations des résultats semestriels.
Note : Pour Kaufman & Broad, la clôture des comptes a lieu au 30 novembre et au 31 mai de chaque année.

D'une manière générale, la reprise de l'activité tertiaire au travers d'opérations significatives a permis à Kaufman & Broad et à Icade d'augmenter leur taux de marge opérationnelle au S1 2023 (vs. S1 2022).

L'ensemble des acteurs s'est également engagé dans une stratégie de stabilité/réduction des frais généraux.

→ **Nexity** : Le résultat opérationnel Logement affiche une baisse de 30%, s'expliquant par la mise en œuvre de mesures commerciales d'accompagnement, la hausse des coûts de construction ainsi que le décalage de certaines opérations. Par ailleurs, le résultat opérationnel de l'activité tertiaire est en hausse de 2 m€, avec un taux de marge proche des niveaux normatifs. Le taux de RO est en baisse et atteint un point bas sur les cinq dernières années.

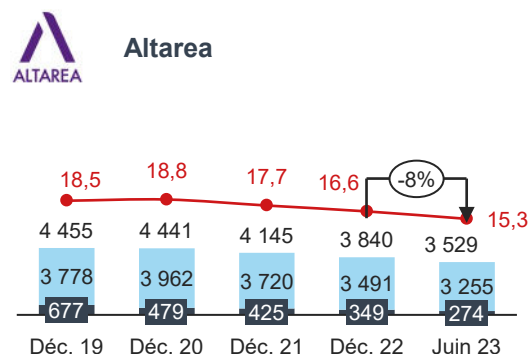
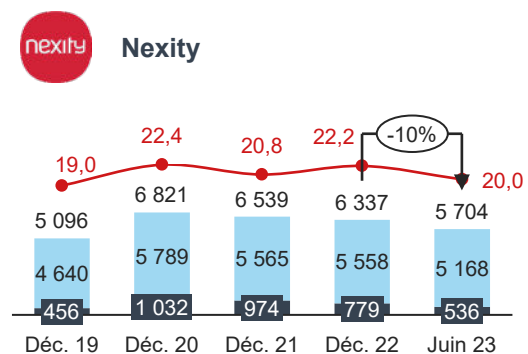
→ **Altarea** : Le résultat opérationnel Logement affiche une forte baisse de 75 M€, dont 49 M€ liés à la baisse des prix de vente et aux mesures d'accompagnement, et 26 M€ à la réduction des acquisitions foncières (effet volume). Pour l'activité tertiaire, le taux de marge reste proche des niveaux normatifs (10%) bien que le volume ait baissé après une année record en 2022.

→ **Kaufman & Broad** : Le résultat opérationnel Logement affiche une baisse de 56% liée au ralentissement du marché, tandis que celui de l'activité tertiaire est en forte augmentation avec la conclusion en décembre 2022 des contrats liés aux volumes à bâtir de l'opération A7/A8 - Gare d'Austerlitz, entraînant une hausse du taux de RO.

→ **Icade** : Le résultat opérationnel de Icade affiche une augmentation de 6% en lien direct avec la hausse du chiffre d'affaires et la bonne rentabilité des opérations tertiaires.

Le niveau des carnets de commandes est en baisse du fait d'une certaine prudence sur les engagements dans un contexte incertain

Backlog - Carnet de commandes (en M€ et en mois d'activité)

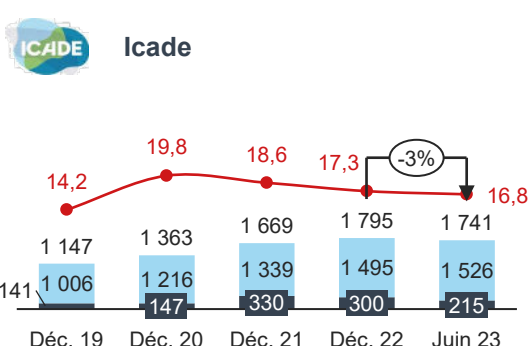
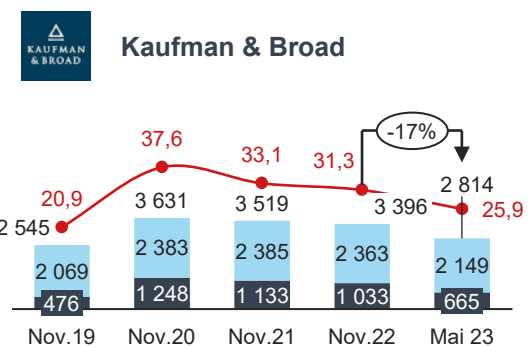


→ Pour **Nexity**, le chiffre d'affaires en carnet est en baisse de 10% au premier semestre 2023 (comparé à fin 2022) du fait de l'écoulement de grandes opérations (notamment tertiaires) permettant d'assurer la croissance du chiffre d'affaires en 2023. Le backlog au S1 2023 représente près de 2 ans d'activité.

→ La tendance est comparable pour **Kaufman & Broad**. Après un pic fin 2020 porté par l'immobilier d'entreprise, le niveau du carnet de commandes s'est stabilisé autour de 3,5 Mds € en 2021 et 2022, avant de baisser de 17% au S1 2023 du fait de l'écoulement du backlog tertiaire.

→ Le carnet de commandes du groupe **Altarea** se maintient à un niveau élevé plus de 3,5 Mds €, en baisse de 8% au S1 2023 pour représenter c. 15 mois d'activité.

→ Le carnet de commande d'**Icade** reste quasi stable au S1 2023 (légère baisse de 3%), le niveau élevé des réservations réalisées avec des investisseurs institutionnels compensant en partie l'absence de signature significative sur l'activité Tertiaire.



Légende :

Backlog - Logement (light blue) Backlog - Immobilier d'entreprise (dark blue) Backlog en mois d'activité (red line)

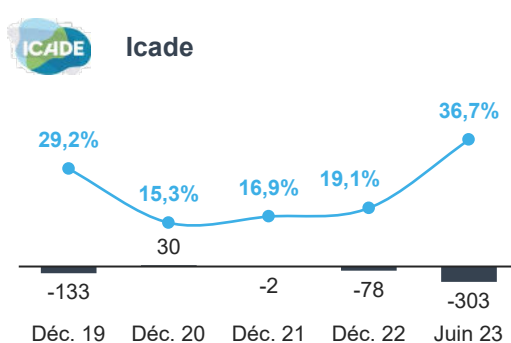
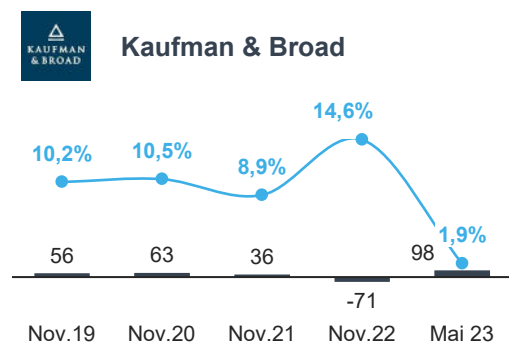
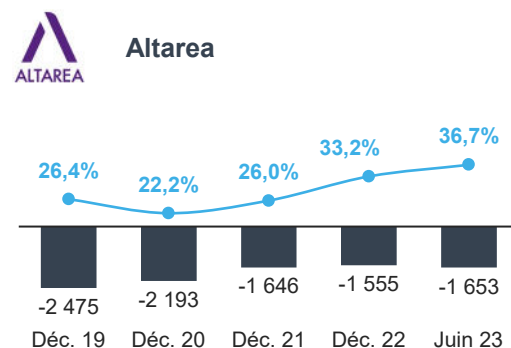
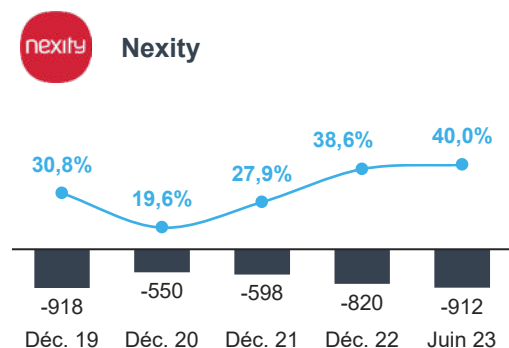
Sources : Rapports financiers semestriels, communiqués de presse et présentations des résultats semestriels.

Notes : Pour Kaufman & Broad, la clôture des comptes a lieu au 30 novembre et au 31 mai de chaque année.

Le backlog en mois d'activité est calculé sur la base du dernier chiffre d'affaires publié.

A l'exception de Kaufman & Broad, le BFR en % du CA est en progression chez les promoteurs de notre panel

Besoin en fonds de roulement (en % du CA) et endettement net (en M€)



Légende :

■ Endettement net (hors IFRS 16) —●— BFR en % du CA

Sources : Rapports financiers semestriels, communiqués de presse et présentations des résultats semestriels.

Notes : Pour Kaufman & Broad, la clôture des comptes a lieu au 30 novembre et au 31 mai de chaque année.

Le BFR en % du CA est calculé sur la base du dernier chiffre d'affaires publié.

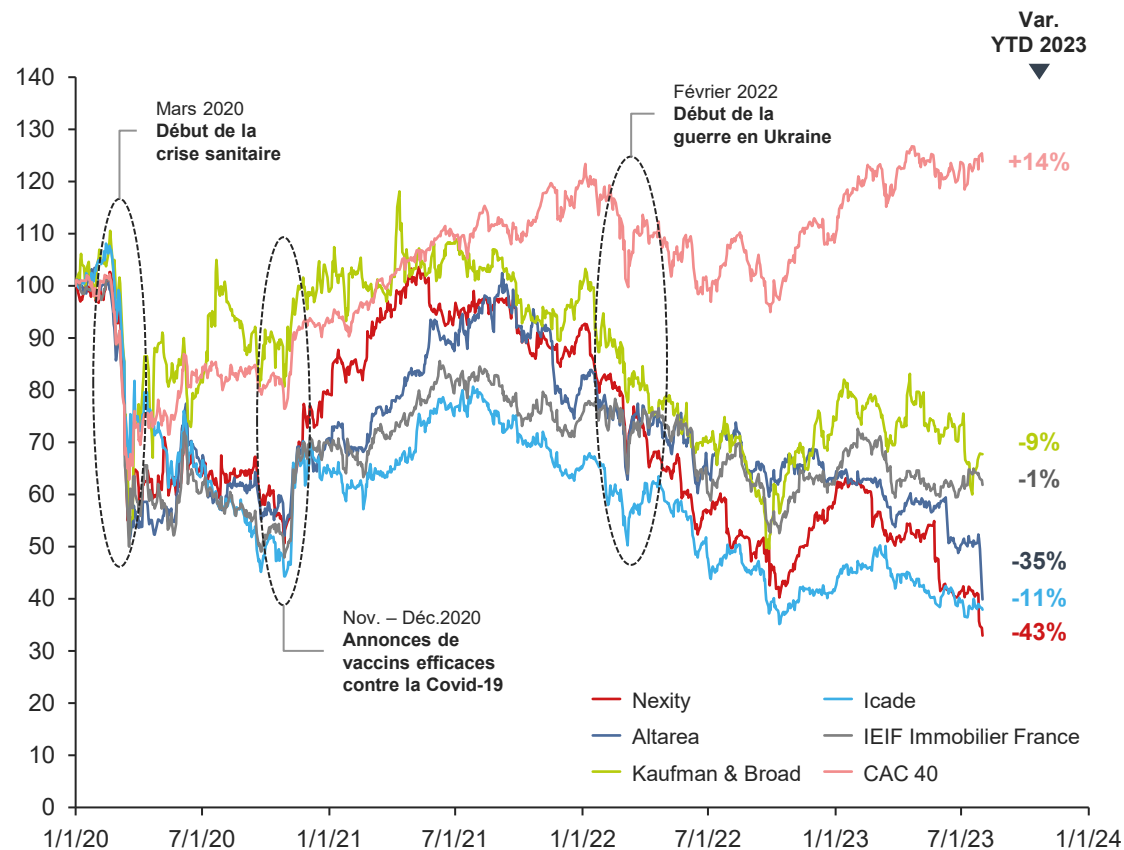
A l'exception de Kaufman & Broad, le BFR est en augmentation à fin juin 2023, à la fois en volume et en pourcentage du chiffre d'affaires :

- Pour **Nexity**, la progression de l'endettement net sur le premier semestre 2023 est principalement liée à l'augmentation du BFR sur la période. Pour information, l'endettement net présenté ci-contre prend en compte l'effet favorable de la cession des activités polonaises réalisées au S1'23.
- Avec une politique de réduction des engagements sur la promotion logement, **Altarea** a vu son BFR Logement diminuer au S1 2023 de 143 m€ tandis que le BFR Immobilier d'entreprise a augmenté traduisant une activité commerciale dynamique sur ce segment. Pour mémoire, le BFR en % du chiffre d'affaires et l'endettement net indiqué ci-contre correspondent à celui du groupe (y compris notamment l'activité de foncière) ce qui rend la comparaison moins pertinente.
- La baisse importante du BFR de **Kaufman & Broad** est principalement due à l'écoulement des stocks, engendrant une position de trésorerie nette positive à 98 M€.
- Le BFR promotion d'**Icade** est en augmentation au premier semestre 2023 par rapport à fin 2022, principalement en raison du ralentissement de l'activité commerciale sur le premier semestre et par le démarrage d'une opération tertiaire significative en Ile-de-France.

Depuis début 2022, on assiste un décrochage important des cours de bourse des promoteurs comparés aux indices de référence

Evolution des cours de bourse de promoteurs du panel

Base 100 au 01/01/2020 | Période d'analyse : du 01/01/2020 au 31/07/2023



	Nexity	Kaufman & Broad	Altarea	Icade	IEIF Immobilier France	CAC 40
Variation						
Depuis le 01/01/2023	-43%	-9%	-35%	-11%	-1%	+14%
Sur un an glissant	-36%	-8%	-41%	-24%	-7%	+16%
2022	-37%	-26%	-24%	-37%	-17%	-9%
2021	+17%	+0%	+19%	+3%	+10%	+28%
2020	-21%	-2%	-30%	-35%	-31%	-8%
Sur la période	-66%	-32%	-58%	-62%	-37%	+25%
Volatilité 30j						
au 31/7/2023	14.3%	14.1%	8.5%	10.2%	7.3%	5.4%
au 1/1/2020	4.8%	8.6%	4.7%	5.1%	3.3%	3.6%

- Depuis 2020, la volatilité des marchés boursiers a fortement augmenté du fait de l'accumulation inédite de chocs macroéconomiques sur les trois dernières années (crise sanitaire, guerre en Ukraine, inflation, remontée des taux, etc.)
- Alors que la volatilité 30 jours des cours des actions du panel se situait entre 3% et 8% au 1^{er} janvier 2020, celle-ci varie désormais entre 5% et 14% à fin juillet 2023.
- Les titres des promoteurs immobiliers ont chuté de 31% en moyenne sur 2022, et de 24% en moyenne depuis le 1^{er} janvier 2023. Depuis 2020, les cours ont dévissé de plus de 54% en moyenne, alors même que le CAC 40 progressait de 25% sur la même période.

Sources : Capital IQ, presse

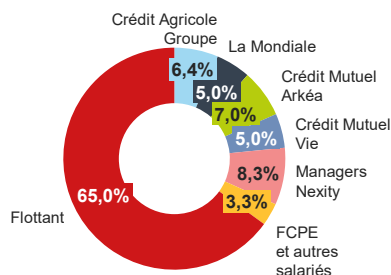
Note : Les cours de bourse présentés ont été calculés en base 100 pour un objectif de comparabilité.

Une politique de dividendes maintenue et des rendements attractifs au regard de la baisse des cours



Nexity

Actionnariat⁽¹⁾



	LTM Juin 21	LTM Juin 22	LTM Juin 23
Cours moyen ⁽²⁾	35.25 €	36.69 €	23.43 €
Dividende	2.00 €	2.50 €	2.50 €
Rendement	5.7%	6.8%	10.7%

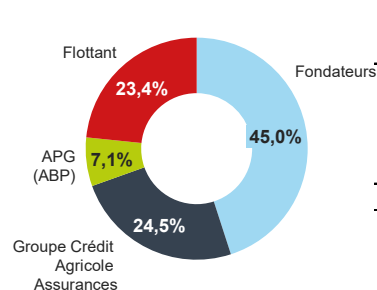
Capitalisation boursière 31/07/2023 : 778 M€



Altarea

BBB-

Actionnariat⁽¹⁾



	LTM Juin 21	LTM Juin 22	LTM Juin 23
Cours moyen ⁽²⁾	142.15 €	166.07 €	126.76 €
Dividende	9.50 €	9.75 €	10.00 €
Rendement	6.7%	5.9%	7.9%

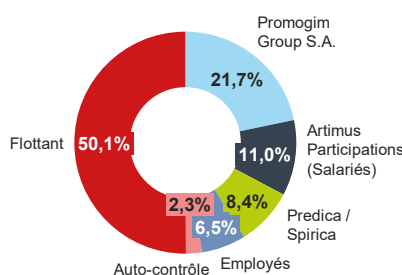
Capitalisation boursière 31/07/2023 : 1 707 M€



Kaufman & Broad

BBB-

Actionnariat⁽¹⁾



	LTM Juin 21	LTM Juin 22	LTM Juin 23
Cours moyen ⁽²⁾	36.30 €	33.51 €	26.19 €
Dividende	1.85 €	1.95 €	2.40 €
Rendement	5.1%	5.8%	9.2%

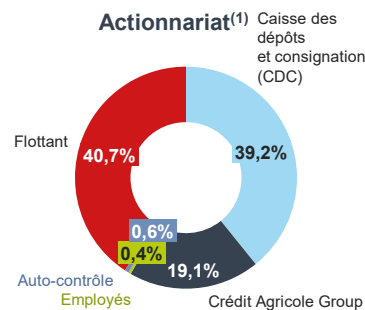
Capitalisation boursière 31/07/2023 : 527 M€



Icade

BBB+

Actionnariat⁽¹⁾



	LTM Juin 21	LTM Juin 22	LTM Juin 23
Cours moyen ⁽²⁾	60.70 €	63.52 €	42.21 €
Dividende	4.01 €	4.20 €	4.33 €
Rendement	6.6%	6.6%	10.3%

Capitalisation boursière 31/07/2023 : 2 919 M€

Sources : Rapports annuels et semestriels ; S&P Capital IQ

Note : (1) Dernière position connue au 01/08/2023 (2) Moyenne des cours sur 12 mois glissants

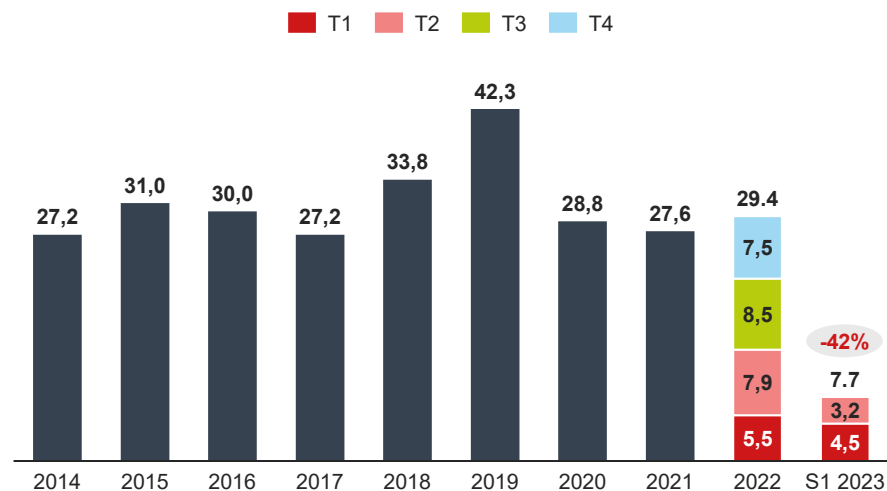


Foncières françaises : Activité du premier semestre 2023



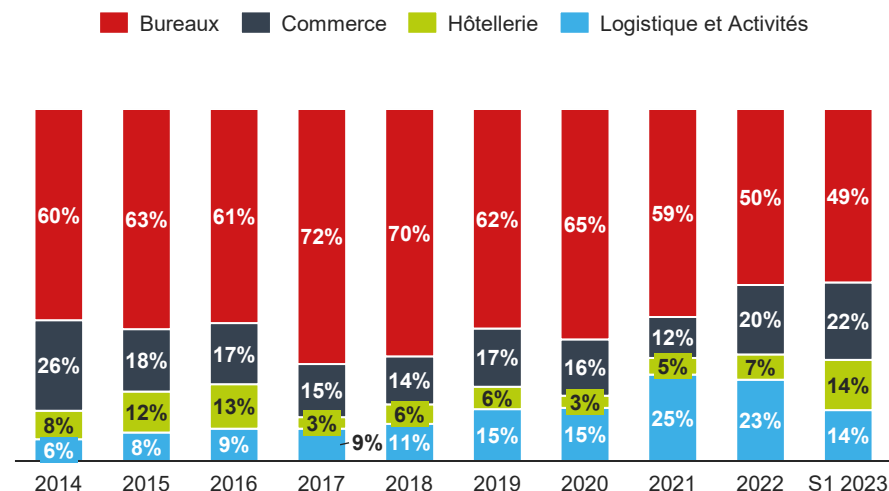
Immobilier d'entreprise : le ralentissement s'accroît au premier semestre 2023

Investissement en immobilier d'entreprise
Toutes classes d'actifs en France – S1 2023 (en Mds €)



- Au premier semestre 2023, le marché de l'immobilier d'entreprise en France a enregistré un montant d'investissement de 7,7 Mds €, soit une baisse de 42% par rapport à la même période de l'année précédente et inférieur de 32% à la moyenne décennale (11,45 Mds €).
- Cette baisse s'explique par les nouvelles conditions de marchés: des stratégies d'allocation d'actifs globalement défavorables à l'immobilier, la hausse du coût de la dette et la plus grande sélectivité des banques qui restreignent le recours à l'effet de levier, les perspectives du marché locatif, les enjeux de liquidité future des actifs notamment liés aux règlements environnementaux, etc.

Répartition des investissements par classe d'actif
Immobilier d'entreprise en France – S1 2023

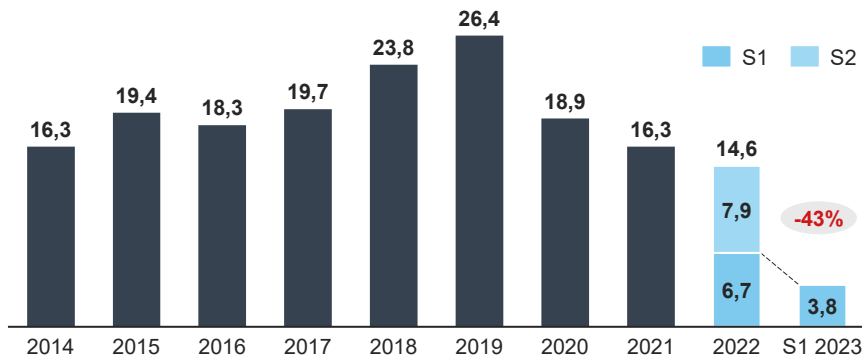


- L'investissement immobilier en France connaît une dynamique contrastée entre les différentes classes d'actifs.
- Malgré la forte chute du marché d'investissement - Bureaux au S1 2023, la classe d'actif maintient sa part dans l'investissement total autour de 50%. Néanmoins, il s'agit de sa plus faible proportion sur la décennie avec une baisse progressive depuis le pic de 2017, à 72% de l'investissement général.
- La part de la logistique reste en deçà de son niveau des deux dernières années en raison notamment de l'absence de cessions de gros portefeuilles au premier semestre 2023.
- On note par ailleurs un regain d'intérêt pour l'hôtellerie, l'activité touristique ayant rebondi de manière significative en 2023 (les restrictions sanitaires ayant été progressivement toutes levées).

Face à de nouvelles conditions de marché, les classes d'actifs démontrent des niveaux de résistance variables (1/2)



Investissements Bureaux - S1 2023 (en Mds €)

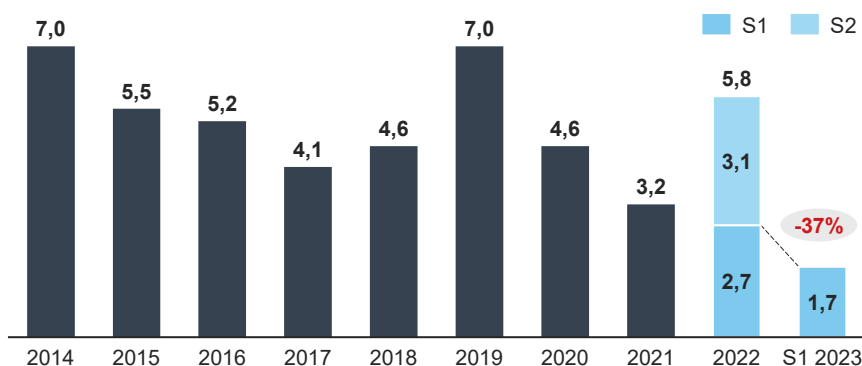


- 3,8 Mds € ont été investis en Bureaux au S1 2023, soit un recul de 43% par rapport au S1 2022.
- En Ile-de-France, le montant investi s'élève à 2,8 Mds € en baisse de 51% par rapport à la moyenne décennale du premier semestre (5,8 Mds €). Seul cinq transactions supérieures à 100 M€ ont été enregistrées.
- En régions, l'activité est en baisse de 31% par rapport au S1 2022, avec un retour aux niveaux d'investissement de 2018. Lyon est en tête du marché régional, suivi par Toulouse, Lille, et Nantes. La tranche de 20 à 50 M€ domine le marché, représentant 49% des investissements.

Transactions notables : Tour Sequana à Issy-les-Moulineaux (494 M€) / siège Stellantis (165 M€) / Immeuble Canopea-Welink à Lyon (102 M€) / 49 Pompidou à Levallois-Perret (90 M€) / Immeuble V à Versailles (95 M€)



Investissements Commerces - S1 2023 (en Mds €)



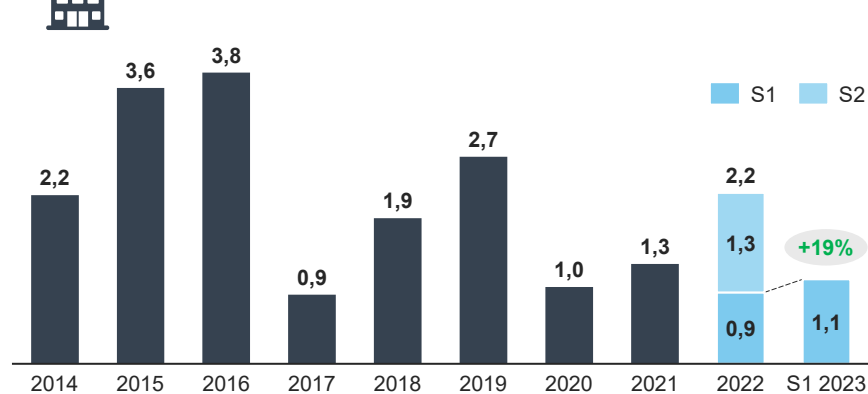
- Après un bon début d'année (1,3 Md €), l'activité a nettement décéléré sur le second trimestre (400 M€). Le montant investi au premier semestre 2023 s'élève ainsi à 1,7 milliard d'euros, en recul de 37% par rapport au S1 2022, et de 16% par rapport à la moyenne décennale.
- 5 transactions supérieures à 100 M€ représentent plus de 64% des volumes investis sur le marché français au S1 2023.
- Les centres commerciaux concentrent la plus grande part des volumes investis grâce à la cession d'Italie Deux au T1 2023 par AXA / Hammerson à Ingka et du Passy Plaza au T2.

Transactions notables : Italie 2 à Paris 13 (75% pour 356 M€) / Passy Plaza à Paris / 35 avenue Montaigne (227 M€) / Marque Avenue en Ile-de-France (152 M€)

Face à de nouvelles conditions de marché, les classes d'actifs démontrent des niveaux de résistance variables (2/2)



Investissements Hôtellerie - S1 2023 (en Mds €)

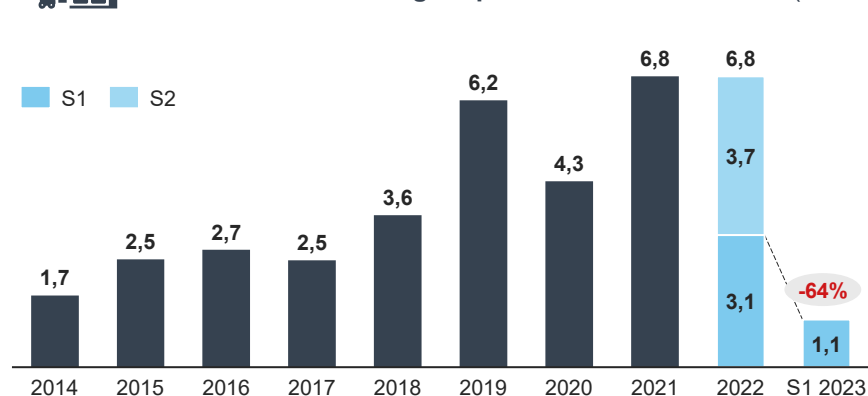


- Avec 1,1 Md € investis au S1 2023, le marché de l'hôtellerie est le plus résistant aux nouvelles conditions de marché, du fait notamment du rebond de l'activité touristique.
- Le premier semestre 2023 progresse ainsi de 19% par rapport au S1 2022. Le S1 2023 représente le meilleur semestre en termes de montants investis depuis le S1 2017.

Transactions notables : Hôtel California à Paris / Hôtel Pestana CR7 à Paris 13 / Hôtel Ruby à Marseille.



Investissements Logistique et Activités - S1 2023 (en Mds €)



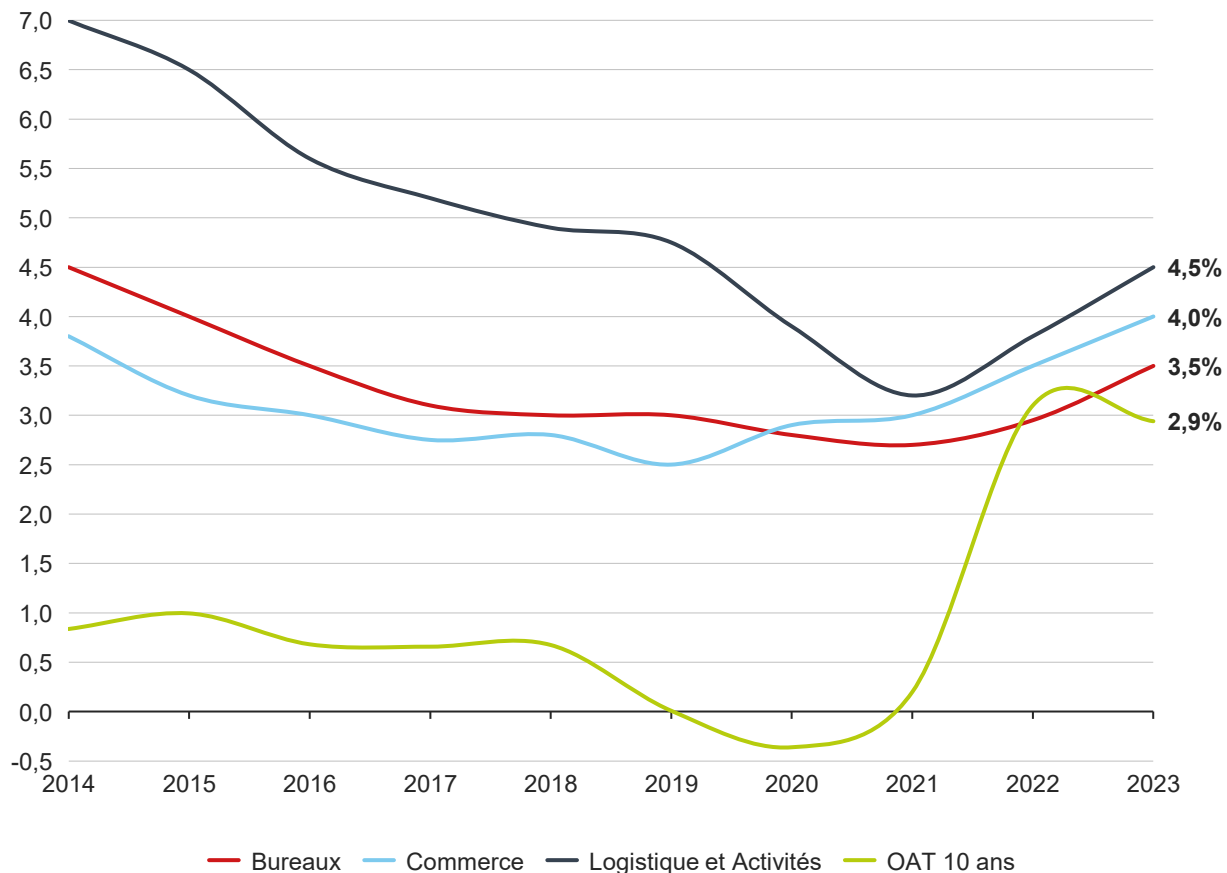
- Les volumes investis sur le marché français de la logistique et des parcs d'activités totalisent 1,1 Md € contre 3,1 Mds € à la même période l'an passé.
- Le recul est particulièrement important sur le segment de la « pure » logistique où aucune cession de portefeuilles supérieure à 100 M€ n'a été recensée depuis le début de 2023 contre 7 totalisant 1,3 Md € au S1 2022.

Transactions notables : Plateforme logistique à Chartres vendue par Amundi à JP Morgan / Les Marches de l'Oise à Creil / Parc Innovespace à Chalifert, Portefeuille Etche de 17 actifs en France / Portefeuille Ruby de 3 actifs en France.

La hausse des taux d'intérêt a comprimé la prime de risque des actifs immobiliers vs. le taux sans risque.

Evolution comparée des taux

Taux de rendement "prime" vs. taux OAT 10 ans

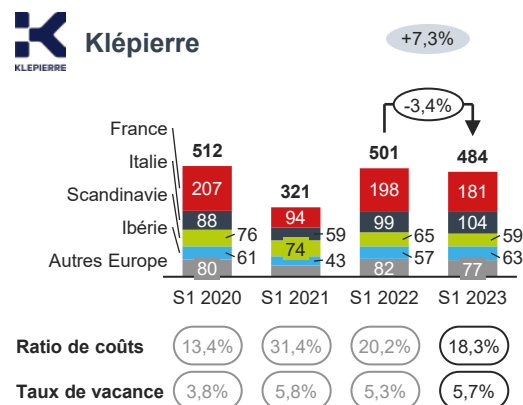
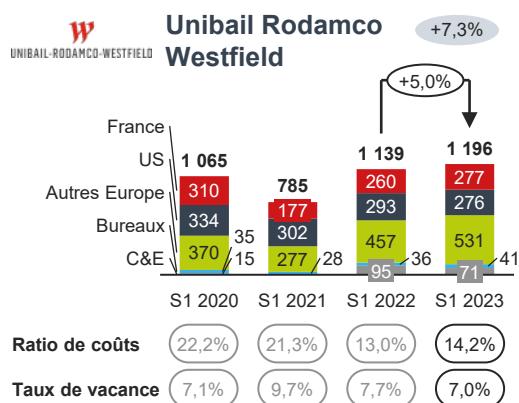


- Face à la remontée des taux d'intérêt, le marché a réagi par une décompression des taux de capitalisation visible dès le second semestre 2021.
- Par exemple, à la fin du premier semestre 2023, l'OAT 10 ans s'élevait à 2,93% vs. un taux de capitalisation pour le bureau « prime » de 3,5%;
- Cette comparaison extériorise une prime de risque sur l'immobilier à la fin du S1'23 faible (notamment comparée aux niveaux historiques), et comprise entre 50 bps et 150 bps en fonction de la classe d'actifs.
- Depuis 2014, la prime de risque liée à l'immobilier se situait entre 200 bps et 400 bps en fonction de la classe d'actifs, en raison notamment du niveau faible des taux d'intérêts.
- Ainsi, malgré la décompression des taux observée depuis 2021, le faible niveau actuel de la prime de risque semble indiquer que les corrections des valeurs de marché/d'expertise ne sont pas encore assez importantes pour complètement relancer l'activité et satisfaire les investisseurs.

Source : BNP Paribas Real Estate, Juillet 2023.

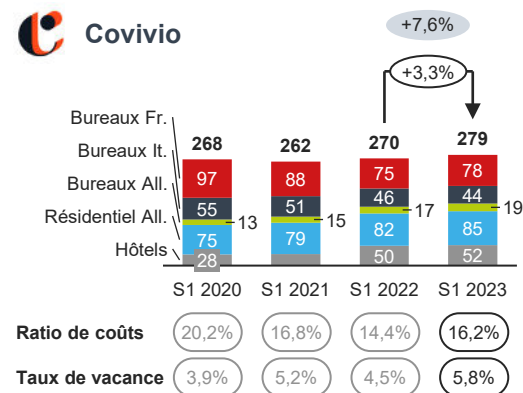
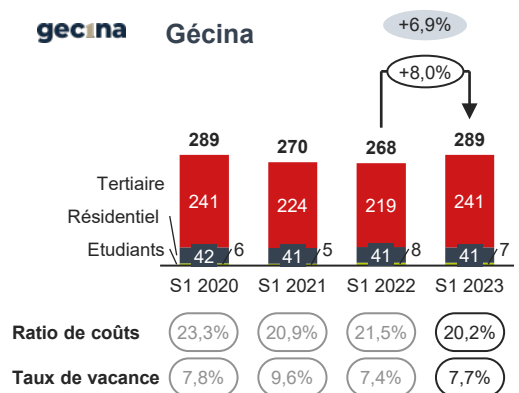
Les loyers nets des foncières bénéficient de l'effet positif de l'indexation et du rebond de l'activité des locataires pour le commerce

Revenus locatifs nets (en M€)



→ Pour mémoire, après la forte diminution en 2020 et 2021 du fait de la crise sanitaire et des mesures d'accompagnement durant les périodes de confinement, les loyers nets d'**URW** et de **Klépierre** avaient retrouvé leur niveau historique au premier semestre 2022.

→ A périmètre constant, les revenus locatifs nets sont en hausse au premier semestre 2023 (comparé à ce premier semestre 2022) notamment grâce au rebond du chiffre d'affaires des commerçants, une indexation moyenne élevée (4,5% pour URW et 6,1% pour Klépierre) et une gestion rigoureuse des charges immobilières pour Klépierre. En base réelle, les loyers nets sont impactés par un volume de cessions important réalisé en 2022 et 2023 par les deux groupes.



→ La hausse des loyers nets de **Gecina** résulte de l'effet positif de l'indexation et la capture d'une réversion locative positive. Les loyers nets bénéficient également d'une forte contribution locative nette des immeubles livrés récemment avec notamment, deux importantes livraisons d'immeubles de bureaux pré-loués en 2022 à Paris (11^{ve}) et Neuilly (157 CDG), et deux nouvelles en 2023 avec un immeuble de bureaux à Paris (rue de la Boétie) et un immeuble résidentiel à Ville-d'Avray.

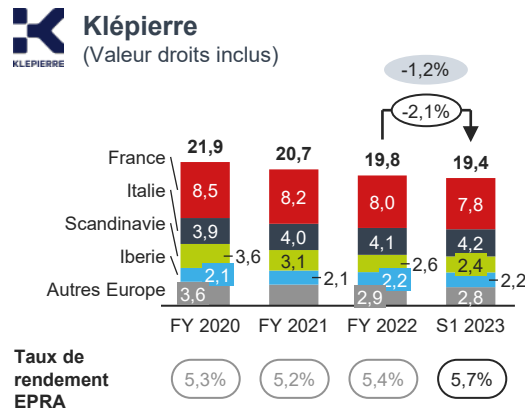
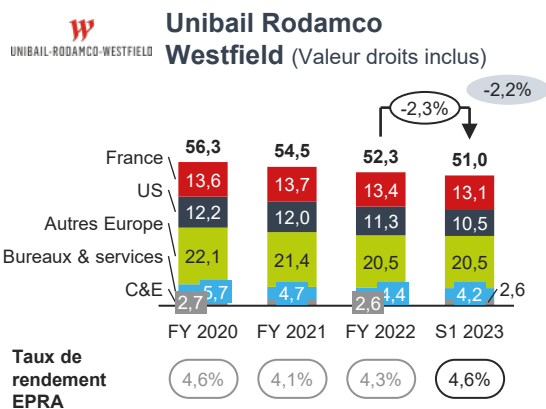
→ Pour **Covivio**, la hausse des revenus locatifs nets pour le Bureaux est tirée par l'effet positif de l'indexation et une légère réduction du taux de vacance. Pour le Résidentiel en Allemagne, l'augmentation est portée par l'effet positif de l'indexation et la réversion positive. En ce qui concerne les hôtels en Europe, la reprise forte et régulière sur la période a eu un impact significatif sur les loyers variables. Covivio mène également un programme significatif de cession d'actifs avec 550 m€ sur le premier semestre 2023.

Légende : +xx% Var. à périmètre constant

Sources : Rapports financiers semestriels, communiqués de presse et présentations des résultats semestriels.

Les bonnes performances locatives viennent modérer l'effet défavorable de la décompression des taux de capitalisation sur les valeurs

Valorisation du patrimoine sous gestion (en kM€) | Valeur droits inclus



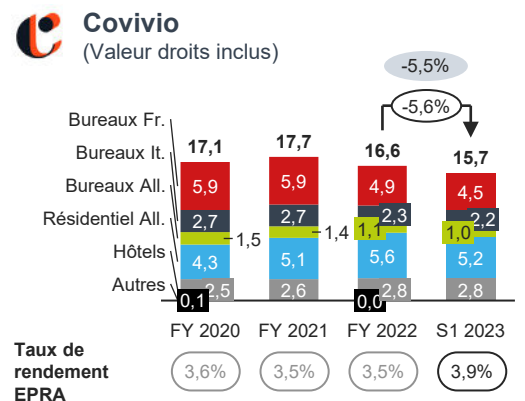
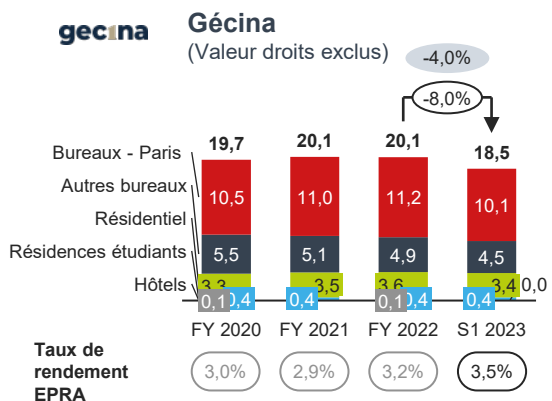
→ **URW** : A périmètre constant, la valeur de marché du patrimoine de URW a baissé de 2,2%, dont un effet hausse des taux estimé à -5,6% et un effet loyers de +3,2%. Par ailleurs, le Groupe a réalisé des investissements de 574 M€ au cours des six premiers mois de 2023, partiellement compensés par des cessions d'actifs en France et aux Etats-Unis pour un total de 343 M€.

→ **Klépierre** : La valeur de marché du patrimoine de Klépierre a diminué de 2,1%, dont une baisse de -1,2% à périmètre constant, des cessions d'actifs pour 31 M€ compensés par 21 M€ de développement, et un impact négatif du taux de change de 163 M€ concernant la Scandinavie et la Turquie.

→ **Gécina** : La valeur de marché du patrimoine de Gécina, composé à 79% de bureaux, est en baisse de 4,0% à périmètre constant. Cette baisse s'explique par un effet taux de -7,1% et un effet loyers de 3,1%. Cet effet loyer est positif dans Paris Intra Muros (+5%) et dans le Croissant Ouest (+3%) mais défavorable dans les zones moins centrales.

Par ailleurs, la baisse de 8% en base réelle s'explique par les cessions du premier semestre 2023 pour 908 M€, dont 821 M€ en bureaux (notamment 3 immeubles dans le QCA et l'immeuble occupé par LVMH sur les Champs-Élysées), en partie compensées par les investissements représentant 160 M€.

→ **Covivio** : La valeur du marché du patrimoine a reculé de 5,5% à périmètre constant, dont -5,7% concernant les bureaux avec des disparités importantes entre les actifs core et non core. Le rendement moyen passe de 3,5% à 3,9% porté par la hausse des taux de capitalisation, compensée par une bonne performance opérationnelle.

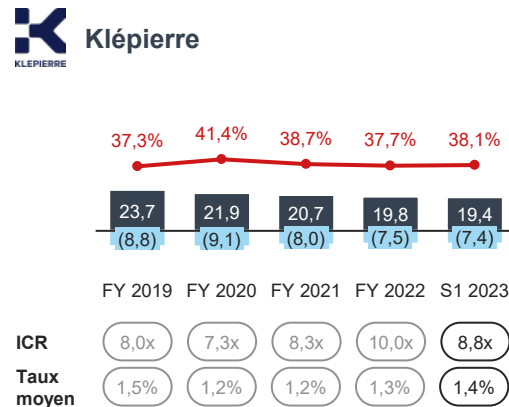
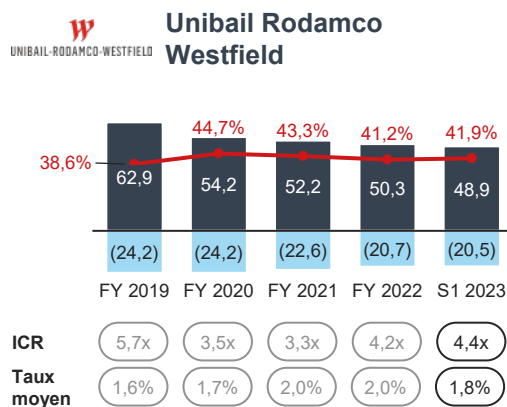


Légende : +xx% Var. à périmètre constant

Sources : Rapports financiers semestriels, communiqués de presse et présentations des résultats semestriels.

La baisse de la valeur de marché du patrimoine entraîne une dégradation du ratio LTV, malgré les programmes de cession

Caractéristiques principales de l'endettement



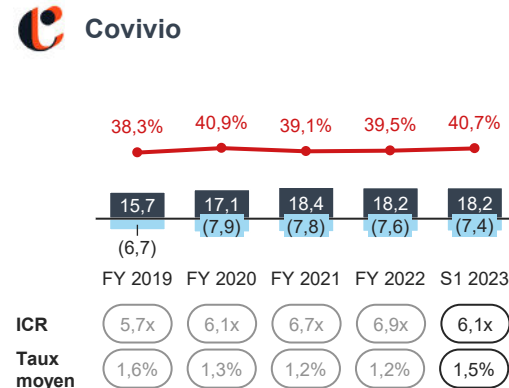
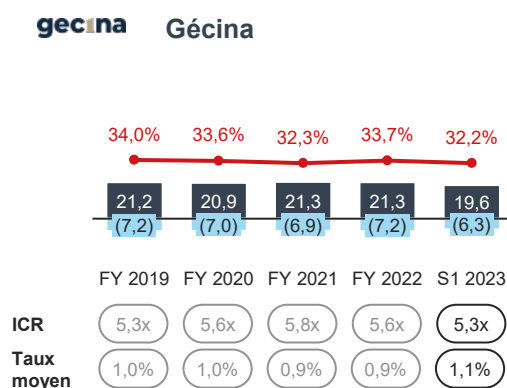
→ La diminution des valeurs de marché du patrimoine chez **URW** et **Klépierre** a globalement entraîné une augmentation de la LTV de ces groupes (au-delà de 40%) au premier semestre 2023 et ce malgré, la mise en œuvre d'une stratégie de désendettement chez ces deux groupes, notamment via les programmes de cession (et le gel des dividendes pour URW).

→ Une tendance comparable est observable pour **Covivio** dont le ratio LTV atteint désormais également 40%.

→ Le niveau de LTV chez **Gécina** est plus faible à environ 32%, la baisse observée au S1'23 étant essentiellement consécutive au programme de cessions mené au S1'23.

→ A noter que pour les quatre foncières retenues, le covenant de LTV usuel des contrats d'endettement est généralement fixé à 60% (et de moins de 2x pour l'ICR).

→ Malgré l'évolution défavorable des taux d'intérêt, l'augmentation du coût de la dette est restée contenue grâce à des ratios de couverture globalement supérieurs à 90% à fin juin 2023.

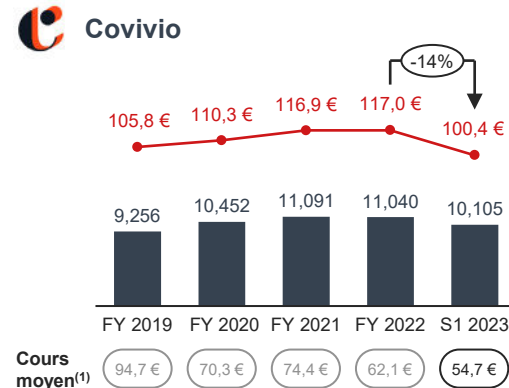
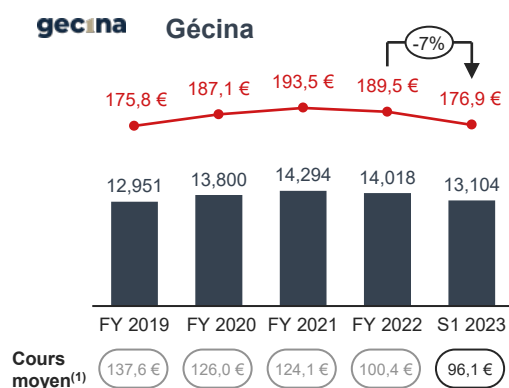
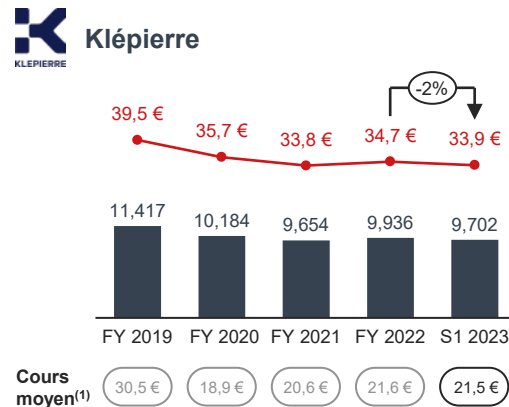
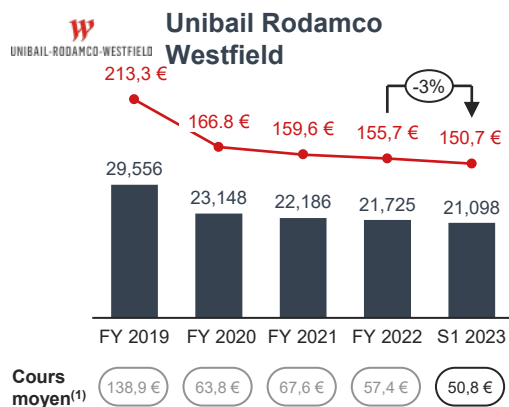


Légende : ■ Valeur de patrimoine - part du groupe (DI, Mds €) ■ Dette nette (Mds €) — LTV

Sources : Rapports financiers semestriels, communiqués de presse et présentations des résultats semestriels.

L'ANR des foncières diminue au S1'23, en ligne avec les ajustements de valeur d'actifs sur la période

ANR de reconstitution (EPRA NRV)



Légende : —●— EPRA NAV/NRV par action (€) ■ EPRA NAV/NRV (M€)

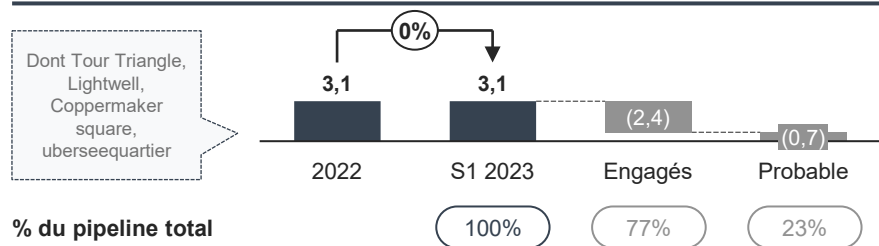
Sources : Rapports financiers semestriels, communiqués de presse et présentations des résultats semestriels.

Note : (1) Moyenne des cours sur 12 mois glissants

- Les ajustements de valeur de marché du patrimoine sur le semestre et le paiement des dividendes 2022 pour 3 des sociétés du panel sur le semestre entraînent une baisse de leur ANR.
- Pour **URW**, la baisse de l'ANR par action comparée au 31 décembre 2022 est essentiellement liée à la diminution de la valeur de marché du patrimoine (pour env. 7 €), la distribution de dividendes ayant été gelée.
- Concernant **Gécina**, la baisse de l'ANR par action est également liée à la diminution de la valeur de marché (env. -11€ et aux dividendes payés (env. -3€).
- Concernant **Covivio**, la diminution de l'ANR par action de c.17€ est principalement expliquée par la baisse de la valeur de marché pour 9,5€ et la distribution du dividende pour env. 7€ dont 3,75€ en numéraire et 3,6€ en titres.

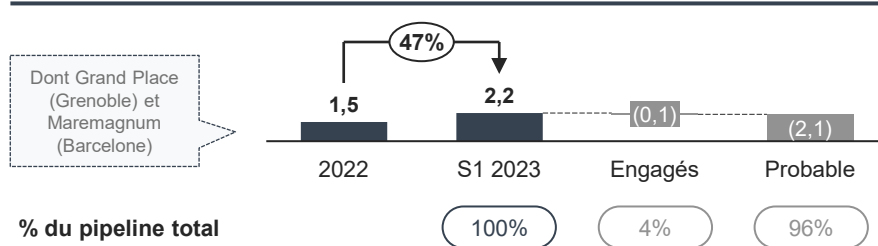
Les pipelines de projets représentent un levier de croissance conséquent pour les prochaines années

UNIBAIL-RODAMCO-WESTFIELD En Mds€



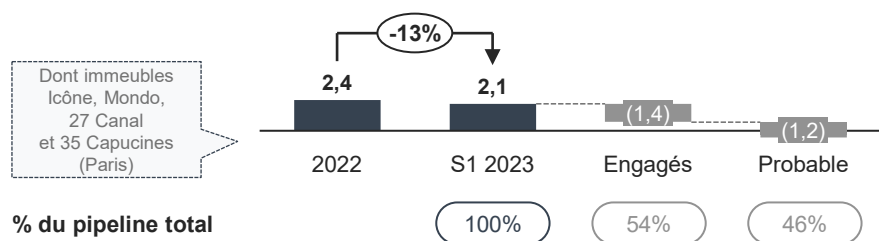
Le pipeline de développement est composé principalement du centre commercial en construction Uberseequartier à Hambourg, la tour Triangle, un projet résidentiel Coppermaker Square au UK, et le projet Lightwell de restructuration de l'immeuble bureaux Galilée à la Défense.

KLEPIERRE En Mds€



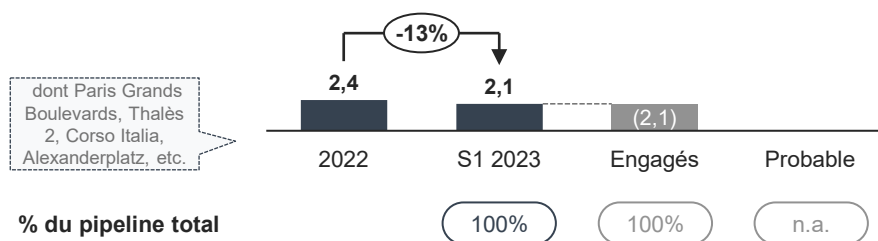
Les projets de développement sont concentrés sur les principales zones d'implantation du groupe (France-Belgique, Italie et Pays-Bas). A Grenoble, la première tranche du centre commercial Grand Place a été livrée en mars 2022, une deuxième tranche devant ouvrir fin 2023., A Barcelone, Maremagnum accueillera début 2024 le premier Time Out Market d'Espagne, un concept gastronomique exclusif.

gecina En Mds€



Les projets de bureaux en cours de développement sont principalement concentrés dans Paris intra-muros avec 92% du pipeline, pour un rendement attendu de l'ordre de 5,6%. Près de 30% du pipeline engagé est en outre constitué d'actifs résidentiels.

Covivio En Mds€



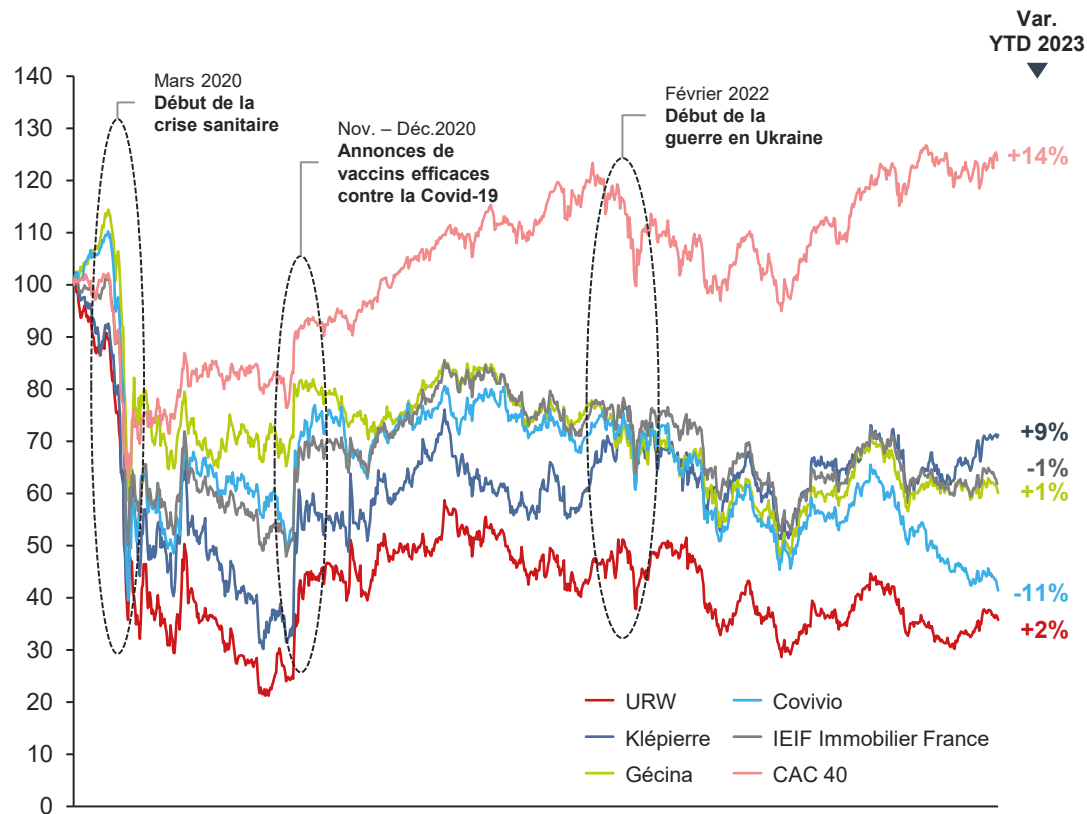
Le pipeline de projets engagés se situent principalement dans les centres-villes de Paris, Milan, Berlin et sont pour deux-tiers des projets de redéveloppement d'immeubles existants. Covivio étudie par ailleurs la possibilité de reconversion de certains immeubles de bureaux en logements. Le rendement cible sur les développements d'immeuble de bureaux est de 5,5%.

Sources : rapports semestriels, communiqués de presse et présentations résultats semestriels

Depuis 2020, les cours des foncières peinent à retrouver leurs niveaux d'avant crise

Evolution des cours de bourse des foncières du panel

Base 100 au 01/01/2020 | Période d'analyse : du 01/01/2020 au 31/07/2023



	URW	Klépierre	Gécina	Covivio	IEIF Immobilier France	CAC 40
Variation						
Depuis le 01/01/2023	+2%	+9%	-23%	+1%	-1%	+14%
Sur un an glissant	-7%	+12%	-29%	-2%	-7%	+16%
2022	-21%	+4%	-23%	-22%	-17%	-9%
2021	+1%	+16%	-3%	-2%	+10%	+28%
2020	-54%	-47%	-26%	-21%	-31%	-8%
Sur la période	-63%	-29%	-57%	-38%	-37%	+25%
Volatilité 30j						
au 31/7/2023	10.7%	7.6%	9.3%	9.0%	7.3%	5.4%
au 1/1/2020	3.8%	5.0%	4.9%	4.4%	3.3%	3.6%

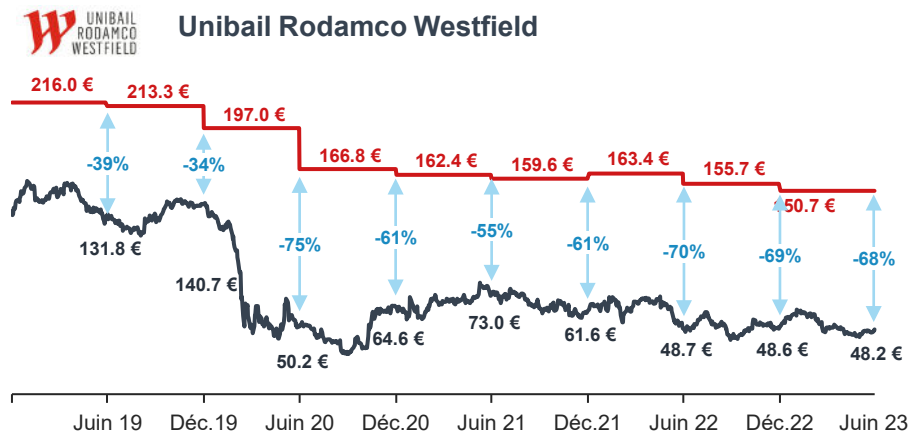
- Depuis 2020, la volatilité des marchés boursiers a fortement augmenté du fait de l'accumulation inédite de chocs macroéconomiques sur les trois dernières années (crise sanitaire, guerre en Ukraine, inflation, remontée des taux, etc.)
- Alors que la volatilité 30 jours des cours des actions du panel se situait entre 3% et 5% au 1^{er} janvier 2020, celle-ci varie désormais entre 5% et 11% à fin juillet 2023.
- Les titres des foncières ont baissé de 15% en moyenne sur 2022, et de 3% en moyenne depuis le 1^{er} janvier 2023. Depuis début 2020 (et donc avant la crise sanitaire), les cours des sociétés de notre panel ont diminué de 47% en moyenne, alors même que le CAC 40 progressait de 25% sur la même période.
- D'une manière générale, le cours des foncières ont mieux résisté sur le premier semestre 2023 que ceux des promoteurs.

Sources : Capital IQ, presse

Note : Les cours de bourse présentés ont été calculés en base 100 pour un objectif de comparabilité.

Les décotes du cours de bourse sur l'ANR restent élevées, et ce malgré les corrections de valeurs des actifs

Légende :
 — EPRA NAV/NRV par action (€)
 — Cours de bourse
 ↑↓ (x)% Prime/Décote sur NAV



Sources : S&P Capital IQ, Rapports financiers semestriels, communiqués de presse et présentations des résultats semestriels.

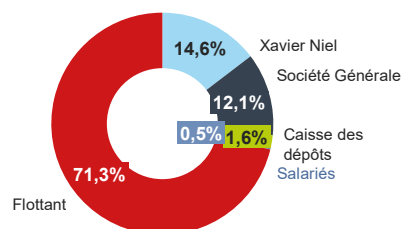
A l'exception d'URW qui a suspendu le versement de dividendes depuis 3 ans, les foncières de notre panel ont maintenu leur niveau de distribution en valeur, améliorant ainsi leur taux de rendement



Unibail Rodamco Westfield

BBB+

Actionnariat⁽¹⁾



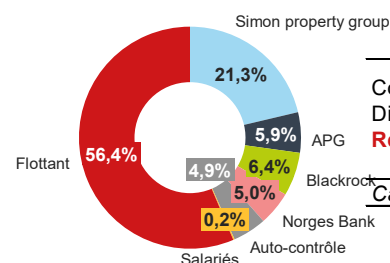
	LTM Juin 21	LTM Juin 22	LTM Juin 23
Cours moyen ⁽²⁾	57.02 €	66.07 €	50.77 €
Dividende	- €	- €	- €
Rendement	0.0%	0.0%	0.0%
<i>Suspension des dividendes au titre des exercices 2020-23</i>			
Capitalisation boursière 31/07/2023 :	7 019 M€		



Klépierre

BBB+

Actionnariat⁽¹⁾

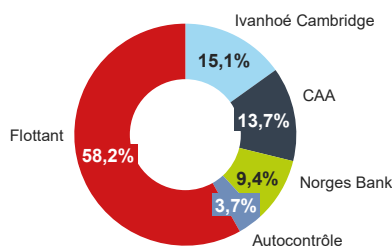


	LTM Juin 21	LTM Juin 22	LTM Juin 23
Cours moyen ⁽²⁾	17.99 €	21.48 €	21.50 €
Dividende	1.00 €	1.70 €	1.75 €
Rendement	5.6%	7.9%	8.1%
Capitalisation boursière 31/07/2023 :	6 867 M€		

gecina Gécina

A-

Actionnariat⁽¹⁾



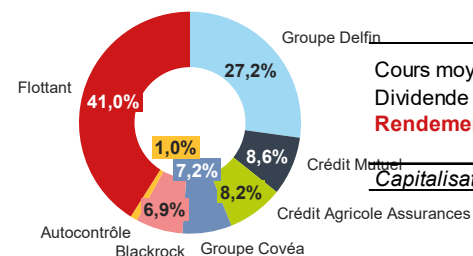
	LTM Juin 21	LTM Juin 22	LTM Juin 23
Cours moyen ⁽²⁾	119.63 €	117.49 €	96.14 €
Dividende	5.30 €	5.30 €	5.30 €
Rendement	4.4%	4.5%	5.5%
Capitalisation boursière 31/07/2023 :	7 429 M€		



Covivio

BBB+

Actionnariat⁽¹⁾



	LTM Juin 21	LTM Juin 22	LTM Juin 23
Cours moyen ⁽²⁾	68.86 €	72.28 €	54.72 €
Dividende	3.60 €	3.75 €	3.75 €
Rendement	5.2%	5.2%	6.9%
Capitalisation boursière 31/07/2023 :	4 262 M€		

Sources : Rapports annuels et semestriels ; S&P Capital IQ

Note : (1) Dernière position connue au 01/08/2023 (2) Moyenne des cours sur 12 mois glissants

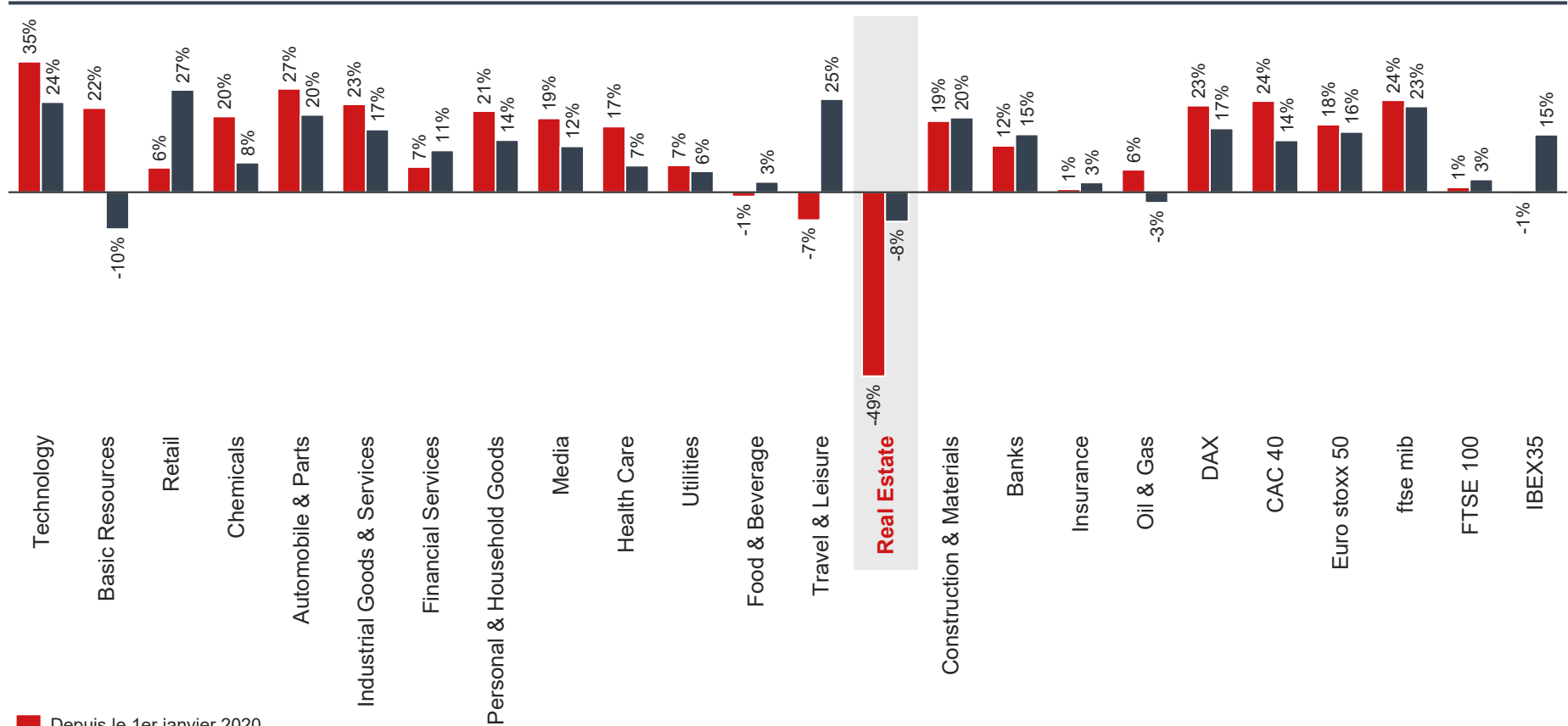


Annexes



Les titres immobiliers sous-performent le marché depuis 2020

Variation des cours de bourse des indices sectoriels Stoxx Europe 600
(2020 – 2023)



■ Depuis le 1er janvier 2020

■ Depuis le 1er janvier 2023

Source : S&P Capital IQ

Note : Période d'analyse entre le 1er janvier 2020 et le 31 juillet 2023.



www.accuracy.com