

Bourse La brique papier belge, après avoir caracolé plusieurs années au-delà des pronostics, a lourdement chuté. Ses cours sont bas, voire très bas. L'occasion de s'y réintéresser.

L'immobilier coté belge, "bon marché" et "bien positionné"

Analyse Charlotte Mikolajczak

L'année aura été compliquée pour l'immobilier belge coté. La baisse des taux directeurs de la Banque centrale européenne (BCE) n'y aura rien changé, tant le marché l'avait anticipée. À peine un rebond et, encore, pas très net. Et ce ne sont pas les dernières semaines de 2024 qui vont tout à coup en chambouler le cours. Hormis peut-être le fait qu'actuellement, les sociétés immobilières réglementées tout comme leurs homologues du marché du développement et de la promotion sont vraiment peu chères.

De premier de classe à moins bon élève

Jusqu'en 2020, la brique papier belge ne recevait que des louanges pour son dynamisme et ses segments de niche. En 2020, elle a flanché mais a su se remettre en 2021. Depuis 2022, par contre, suite à la hausse des taux d'intérêts, c'est un peu la catastrophe. "La Belgique a davantage sous-performé que les autres contrées immobilières d'Europe", indique Frédéric Renard, analyste financier spécialisé en immobilier coté européen chez Kepler Cheuvreux. "Sur les 35 derniers mois (du 1^{er} janvier 2022 à la fin novembre 2024), l'indice Epra Europe a perdu plus de 33% alors que l'Epra Belux, a, lui, lâché 47,6%! Par comparaison, les Pays-Bas ont perdu 12,4%; le Royaume-Uni et l'Allemagne quelque 37%; la Suède 45,9%. La France s'est contentée d'un recul de 1,5%."

Sur un horizon moins lointain, la perspective est un peu meilleure: l'Epra Belux a perdu 18,3% depuis le 1^{er} janvier de cette année alors que l'Epra Europe n'a reculé que de 3,6%.

Sans que tout soit négatif pour autant. Si la Belgique est pénalisée, c'est suite à un changement de paradigme pour les deux secteurs représentatifs de sa croissance passée: l'immobilier de la santé et la logistique. A contrario, le résidentiel et le retail se sont plutôt relevés ces douze derniers mois (voir ci-contre et page 6).

Un paradoxe

Cette contre-performance de l'immobilier belge coté est "paradoxe", aux dires de Xavier Servais, administrateur délégué chez Delande et Cie. "Étant mieux encadrées d'un point de vue réglementaire, les sociétés immobilières réglementées (SIR) présentent moins de risques que certaines de leurs homologues françaises. Le statut SIR limite en effet la surexposition à des locataires et le ratio d'endettement. Les sociétés affichent un bon rendement et, sauf exception, un taux d'occupation quasiment au maximum. La plupart ont, par ailleurs, couvert le risque de taux ou ont conclu des emprunts sur de longues périodes." À titre d'exemple,

Cofinimmo bénéficie d'un taux moyen tous emprunts confondus de 1,4%!

Le souci, en quelque sorte, c'est que l'immobilier est une classe d'actifs ajoutée dans un portefeuille pour raisons défensives. "Il y a toujours une relative inertie dans ce secteur, ne fût-ce que par la durée résiduelle des contrats", reconnaît l'analyste financier de Kepler Cheuvreux. De quoi rassurer les petits porteurs qui y voient essentiellement "une source prévisible de dividendes, sans devoir s'inquiéter des cours", ajoute Xavier Servais. C'est dire combien ces multiples soubresauts et surtout la volatilité dont les SIR et autres titres immobiliers cotés à l'échelle européenne ont fait preuve en 2022 et 2023, ont été perturbants.

Une vision optimiste de l'immobilier

Mais les espoirs de performance pour le secteur immobilier sont désormais là. Et c'est principalement à deux niveaux qu'ils se mesurent.

D'une part, au regard de la valeur nette d'inventaire (VNI). "L'exemple d'amélioration de la valeur le plus flagrant est Home Invest Belgium, note Xavier Servais. Suite à la vente d'une partie du portefeuille à une valeur nettement supérieure à celle de l'estimation (25% de plus, Ndlr), cette VNI, réévaluée selon les règles de l'Epra, est passée de 20,36 euros/action fin décembre 2023 à 22,46 euros/action fin septembre 2024 (+ 10,3%), et ce, après paiement du dividende. Mais il y a eu aussi d'autres améliorations ailleurs, comme chez Aedifica (+ 6,2% de la VNI), Wereldhave Belgium (+ 4,3%) ou encore Montea (+ 3,6%)."

D'autre part, au regard des titres. "Globalement, ils sont très bon marché", insiste l'administrateur délégué de Delande&Cie. Hormis WDP (+ 0,29%), ils présentent tous une décote par rapport à leur valeur intrinsèque qui va de - 15 à - 50%, un niveau historiquement élevé. Il y a eu, depuis 2022, une réaction excessive des marchés face aux sociétés immobilières, sans qu'elles aient annoncé de mauvaises nouvelles sur leur taux d'occupation ou sur le coût de leur dette. Et alors qu'elles ont ralenti leurs investissements, voire cédé des actifs." Résultat? Elles sont aujourd'hui prêtes à rebondir.

"Difficile actuellement d'ignorer l'immobilier coté dans un portefeuille, conclut Frédéric Renard. Grâce aux décotes actuelles, il est le moyen le moins cher aujourd'hui d'être exposé à de l'immobilier physique. Même si le marché obligataire est un peu plus ouvert et que, de ce fait, l'immobilier a un peu perdu son rôle de levier financier, le secteur est intéressant. Et bien positionné. En Belgique, très certainement. Il y a d'ailleurs un consensus dans le marché sur une vision optimiste de l'immobilier. Pour Kepler Cheuvreux, cet optimisme est de rigueur depuis le début de l'année." Non sans convenir que ses déboires de 2022 et 2023 laisseront des traces...

0,63

Une moindre volatilité qui rassure les petits porteurs

En Bourse, on définit le "beta" d'une classe d'actifs comme une mesure de la volatilité du prix d'un actif par rapport à un marché financier de référence. "Ces deux dernières années, en prenant l'indice Epra Europe (regroupant le secteur immobilier) par rapport au Stoxx Europe 600 (indice de référence en Europe), on atteignait un facteur beta pour l'immobilier supérieur à 1 (1,13 en 2022; 1,32 en 2023); ce qui indiquait plus de volatilité que la moyenne européenne pour un secteur supposé défensif, explique Frédéric Renard (Kepler Cheuvreux). Ce qui n'est plus le cas cette année, la volatilité de l'immobilier étant même redevenue plus faible en 2024 (0,63) par rapport à la moyenne historique (0,8 pour les quinze années précédentes)."

Les gagnants et les perdants de l'année

On aurait tendance à penser que tout l'immobilier belge coté s'est pris une claque ces deux à trois dernières années. En réalité, son parcours boursier diffère selon le secteur.

1 Logistique : la chute après la gloire

"La logistique est affaiblie par un environnement économique maussade et un risque perçu sur la demande. Les taux de vacance augmentent dans le marché européen depuis plus de deux ans, confirme Frédéric Renard. Malgré le fait que, depuis dix ans, les SIR ont diversifié leurs locataires et qu'il n'y a pas lieu de paniquer, le marché s'inquiète d'une aggravation de la situation financière de ceux-ci." Le cours de WDP (Warehouse De Pauw), qui n'est pourtant exposée aux PME qu'à concurrence de 5% de son portefeuille, a chuté de 27% cette année.

"On peut presque parler d'un retour de balancier", renchérit Xavier Servais, rappelant combien WDP, Montea et, à l'époque, Interinvest sur sa partie "warehouse" avaient largement profité de la demande d'entrepôts au moment du Covid et du boom des ventes sur Internet. "Aujourd'hui, elles souffrent d'un marché moins porteur, d'une baisse de la demande et donc du report de certains projets. Hormis Montea qui, au contraire, a décidé d'aller de l'avant et d'augmenter ses investissements."

2 Santé : dans une mauvaise passe

Tout comme les SIR logisticiennes, celles versées dans l'immobilier de santé (maisons de repos et de soins, centres hospitaliers...) dans lequel sont investies Aedifica, Care Property et Cofinimmo, ont aussi traversé une mauvaise passe depuis 2022, très certainement au regard des sommets atteints en 2020, juste avant le Covid. Essentiellement du fait de l'augmentation inédite des taux dès 2022 et des difficultés de leurs locataires, Orpea en tête. "Le marché s'interroge sur leur stratégie en matière d'investissement, note Frédéric Renard. Jusqu'à présent, elles étaient axées sur la croissance du portefeuille qui contribuait à gonfler les résultats par action et leurs dividendes. Aujourd'hui, la musique s'est quelque peu arrêtée. Car pour elles aussi, les fondamentaux ont été bouleversés : le financement est plus cher et, dans le même temps, le marché a douté de la capacité de leurs locataires à honorer leurs obligations de loyer."

Ceci étant dit, à voir les chiffres qu'elles annoncent sur la croissance organique de leurs loyers, inférieure à l'indexation, il y a déjà eu des renégociations. "Mais certainement moins que ce que le marché pensait. Aujourd'hui, les multiples de valorisation se sont dégonflés car le marché ne leur donne plus de crédibilité sur la croissance."

3 Les bureaux : rares et en rade

Il y a vingt ans, le bureau était le segment fort de l'immobilier belge coté. Aujourd'hui, il en est le parent pauvre. On ne le trouve plus que dans le portefeuille de Cofinimmo, à savoir 40 immeubles pour une superficie totale d'environ 328 000 m² (environ 17% de son portefeuille consolidé), principalement situés dans le "Central Business District" de Bruxelles (et pour un peu plus d'un tiers loué au secteur public).

Une classe d'actifs qui a fortement pâti de l'émergence du télétravail et du repli des investisseurs internationaux sur leur marché domestique. Certains propriétaires de bureaux envisagent d'ailleurs d'en convertir en logements, où la demande reste forte, notamment en Ré-

gion bruxelloise. "Il y a un manque criant de deals au-dessus des 100 millions d'euros en Europe, reprend l'analyste de Kepler Cheuvreux. Pas seulement en Belgique, mais aussi à Paris, Londres... Ce qui empêche d'avoir une idée claire sur l'évolution des prix du marché." Et notamment sur la tendance qui semble se dégager d'un retour plus ou moins forcé des collaborateurs au bureau.

4 Les SIR résidentielles : vedettes de l'année

Certes, elles n'ont pas la taille d'une WDP, d'une Aedifica ou d'une Cofinimmo, mais ce sont elles qui ont relevé la tête en 2024 : Home Invest (+ 6,90% cours et dividende), Inclusio, versée dans le logement accessible (+15,35%) et Xior, spécialisée en logements pour étudiants (+ 9,99%). "Le marché s'est trouvé un appétit pour ces trois titres qui ont plutôt bien performé en relatif, convient Frédéric Renard. Parce qu'ils sont un peu moins cycliques que ceux versés dans la logistique, les bureaux ou le retail, mais aussi parce qu'ils sont plus endettés et ont donc davantage été sensibles à la baisse des taux de cette année. Les allemandes Vonovia et Tag Immobilien ont fait pareil."

Mais peut-être aussi parce que cet appétit a été alimenté à d'autres sources. "Home Invest a vendu des actifs pour alléger sa dette en réalisant une très belle plus-value, largement au-delà de l'estimation, énumère Xavier Servais. Inclusio a pu augmenter de taille en acquérant des sociétés comparables par échange d'actions et relever son dividende. Quant à Xior, elle a atteint un nouveau rythme de croisière après un fort recul suite à une grosse acquisition."

"La Belgique a davantage démerité que les autres grandes contrées immobilières d'Europe."

Frédéric Renard
Analyste financier
Kepler Cheuvreux

"Il y a eu, depuis 2022, une réaction excessive des marchés face aux sociétés immobilières."

Xavier Servais
Administrateur délégué
Delande & Cie

Suite page 6

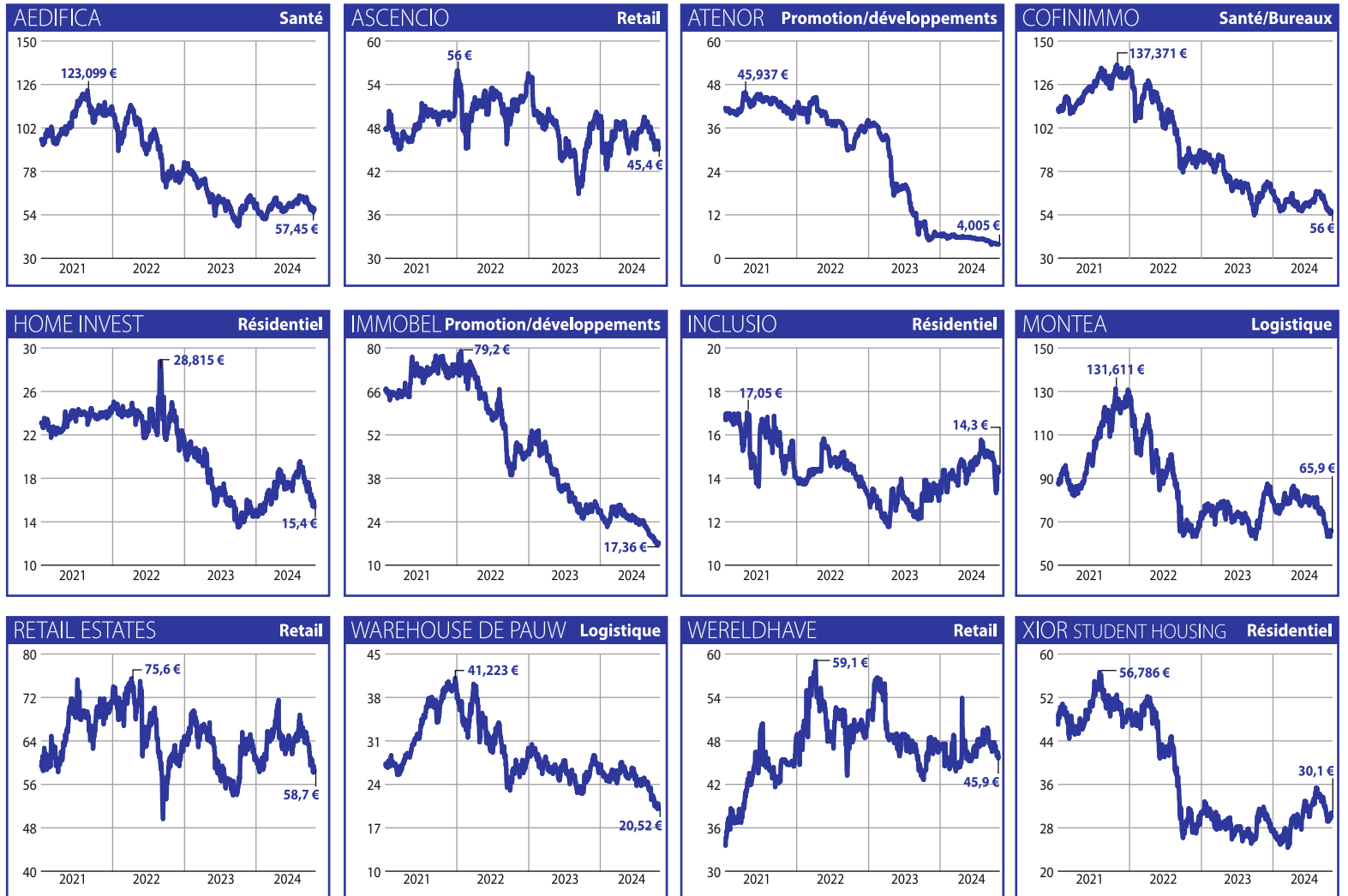
LES PRINCIPAUX CHIFFRES DES SOCIÉTÉS IMMOBILIÈRES RÉGLEMENTÉES

	RETURN COURS + DIVIDENDE SUR 1 AN AU 26 NOVEMBRE	RETURN SUR 1 MOIS	PRIME/DÉCOTE	% DETTE AU DERNIER COMMUNIQUÉ	DATE DU DERNIER COMMUNIQUÉ
Inclusio	+15,35 %	-4,33 %	-50,89 %	41,70 %	30-08-24
QRF	+14,13 %	-3,60 %	-31,67 %	43,52 %	22-08-24
Warehouses Estates	+11,88 %	-4,11 %	-29,28 %	47,90 %	30-09-24
Vastned Retail	+10,43 %	-2,65 %	-37,42 %	26,60 %	21-10-24
Xior	+9,99 %	-4,54 %	-22,31 %	50,30 %	25-10-24
Home Invest Belgium	+6,90 %	-9,57 %	-30,99 %	48,03 %	15-11-24
Wereldhave Belgium	+3,24 %	-3,99 %	-43,90 %	28,80 %	19-07-24
Ascencio	-0,80 %	-4,14 %	-29,24 %	43,40 %	13-08-24
Immo Moury	-1,96 %	-5,45 %	-43,03 %	49,88 %	04-07-24
Retail Estates	-2,50 %	-7,86 %	-21,20 %	45,97 %	18-11-24
Aedifica	-7,65 %	-5,78 %	-22,32 %	41,50 %	29-10-24
Care Property Invest	-8,74 %	-6,04 %	-34,02 %	48,15 %	06-11-24
Cofinimmo	-13,88 %	-8,61 %	-39,72 %	44,70 %	25-10-24
Montea	-19,33 %	-5,32 %	-14,63 %	36,70 %	24-10-24
WDP	-24,53 %	-7,89 %	+0,29 %	39 %	18-10-24

Source : Delandé

IPM GRAPHICS

Suite page 5

ÉVOLUTION DES COURS DE BOURSE DE L'IMMOBILIER COTÉ BELGE DEPUIS LE 1^{er} JANVIER 2021

IPM GRAPHICS

5 Le retail fait office de champion

Cette classe d'actifs, terriblement malmenée par la crise sanitaire, refait des étincelles depuis deux, voire trois ans. Du côté français avant tout, portée par le grand retour d'Unibail-Rodamco-Westfield (+ 13,1 % depuis le 1^{er} janvier 2024, + 23,8 % depuis le 1^{er} janvier 2022), et de Klepierre (respectivement + 14,4 % et + 35,8 %) mais aussi du côté belge. "Ascencio, Retail Estates, Vastned et Wereldhave Belgium reviennent de loin, sourit Xavier Servais. Le Covid a été vécu comme une catastrophe avec son lot de loyers impayés ou diminués, de faillites, de fermetures de magasins... Depuis, elles ont opéré un beau rebond, qui s'est poursuivi en 2024." Sur cette année, elles alignent un rendement entre - 2,5 et + 10,43 % (cours + dividendes).

"La réouverture des magasins au lendemain de la pandémie n'est pas l'unique cause de ce rebond, ajoute Frédéric Renard. Le retail s'est depuis réinventé, avec plus de services et plus de food (restauration) dans les shoppings ou dans les artères commerciales. Mais ce qui a surtout changé, c'est son nouveau rapport à l'e-commerce: il n'est plus subjugué comme il le fut dans le passé par le débat sur le fait d'avoir encore ou non des magasins physiques. Aujourd'hui, on croit au phygital, à l'omnicanal. La question ne se pose plus. Si certaines grandes chaînes ou marques ont abandonné les magasins qu'elles jugeaient les moins bien localisés, elles n'ont pas diminué pour autant leur surface de vente dans les meilleures localisations, ayant opté pour de plus grands magasins

Quand bien même ont-ils la même base immobilière, les analystes ont à cœur à distinguer les fonds cotés (dont les SIR en Belgique, les SIIC en France, les Reits dans le monde anglo-saxon...) des développeurs et promoteurs cotés.

leur permettant de présenter plus de références dans de vastes showrooms tout en ayant des réserves afin de pouvoir aux ventes en ligne."

Et puis, les cours étaient devenus tellement bas que nombre d'investisseurs se sont réappropriés les titres.

6 Les développeurs davantage éprouvés

Quand bien même ont-ils la même base immobilière, les analystes ont à cœur à distinguer les fonds cotés (dont les SIR en Belgique, les SIIC en France, les Reits dans le monde anglo-saxon...) des développeurs et promoteurs cotés. "Ces derniers, qui proposent des biens au marché, sont plus sensibles aux cycles, prennent plus de risques et ont un petit côté spéculatif" détaille Xavier Servais. Leur niveau d'endettement est nettement plus élevé que celui des SIR. Quand les taux remontent, ce qui fut le cas en 2022 et 2023, les investisseurs se montrent plus frileux à leur rencontre. Même quand on est une des plus anciennes sociétés cotées en Bourse (Immobel, dont les origines remontent à 1863, NdLR), qu'on a diversifié son portefeuille, dans le résidentiel notamment (autant Immobel qu'Atenor) et qu'on est théoriquement moins menacé." Depuis le 1^{er} janvier 2022, le cours d'Immobel a chuté de 76 %, celui d'Atenor de 87 %. "Atenor a dû vendre des actifs à perte pour trouver de la trésorerie et a réalisé une augmentation de capital au pire moment", complète-t-il.

C. M.