

LE MARCHÉ DE L'INVESTISSEMENT EN FRANCE : ZOOM SUR LE COMPARTIMENT COMMERCE

*par Magali Marton, Directrice du Département Recherche de Cushman & Wakefield France,
et Nils Vinck, Directeur du Département Capital Markets Cushman & Wakefield France*



Depuis le point haut atteint en 2014 avec 6,4 milliards d'euros d'acquisitions, une contraction des volumes sur le compartiment des actifs commerciaux est clairement observable sur le marché de l'investissement en France. Cette tendance n'est certes pas nouvelle mais s'est très nettement accentuée en 2018 avec seulement 4,5 milliards d'euros engagés en 2018 (chiffres provisoires au 24 décembre). Dans le même temps, le segment des entrepôts logistiques semble grignoter le terrain perdu par les actifs commerciaux et affiche, quant à lui, une croissance significative pour atteindre 3,7 milliards d'euros en 2017 et d'ores et déjà 3,2 milliards d'euros depuis le début de l'année 2018.... Ce basculement des volumes interroge dans un univers du commerce chahuté par la montée en puissance du e-commerce et les profondes mutations de l'acte même de consommer.

Une revue de détails s'impose pour mieux comprendre la stratégie des investisseurs en commerces. Tout d'abord il convient de resituer les performances en investissement à l'aune d'un marché locatif marqué sur certains actifs par des taux d'efforts en limite de rentabilité pour les enseignes traditionnelles de centres commerciaux. Il n'en fallait pas moins pour voir les investisseurs ralentir le rythme de leurs acquisitions pour se donner le temps de bien analyser les flux et les états locatifs des opportunités d'investissement proposés sur le marché.

73% / 14% / 13%

Telle est la répartition des volumes investis à la fin de l'année 2018 en immobilier banalisé par grandes classes d'actifs. Les bureaux bénéficient toujours d'une dynamique locative exceptionnelle permettant notamment aux investisseurs d'anticiper à terme des hausses de loyers. Comme en 2017, la poche industrielle (13% du volume total) fait presque jeu égal avec celle des commerces (14%) et semble grignoter le terrain perdu depuis plusieurs années par les actifs commerciaux. Ce compartiment, ébranlé par la montée en puissance du e-commerce et les profondes mutations du secteur, pâtit d'une raréfaction des cessions de centres commerciaux; le compartiment des entrepôts/locaux d'activité reste quant à lui très actif au gré des grandes cessions de portefeuilles et affiche une croissance significative depuis près de 4 ans.

DE LA CONSTANCE...MEME AU RALENTI

Depuis le point haut atteint en 2014, une contraction des volumes sur la catégorie des actifs commerciaux est clairement observable sur le marché de l'investissement en France. Cette tendance n'est certes pas nouvelle mais s'est nettement accentuée en 2018 avec seulement 2,5 milliards d'euros engagés au terme du mois d'octobre. Conséquence du faible volume enregistré au 3ème trimestre avec à peine plus de 300 millions d'euros, la part du commerce se réduit à 12% de la totalité des investissements en

immobilier banalisé, son plus bas niveau depuis 2009. Ce ratio tranche visiblement avec la moyenne de 20% observée depuis 2009. Contrairement au secteur tertiaire, le potentiel de valorisation des revenus locatifs attendu sur les actifs commerciaux n'est plus aussi manifeste et constitue d'une manière générale, l'un des freins à l'engagement des investisseurs sur cette typologie d'actifs. En effet, la croissance mécanique de loyers déjà au sommet ne réussit plus à contenir les taux d'effort à des niveaux soutenables pour les enseignes, en particulier dans les secteurs les plus affectés par la conjoncture (textile, jouets, etc.). Les chiffres d'affaires du commerce physique sont par ailleurs amputés pour partie avec la progression des ventes en e-commerce qui, à ce jour, sont inégalement réaffectées sur les points de vente physiques. Ces éléments contribuent à fragiliser l'attractivité des actifs commerciaux au profit des secteurs logistiques et des actifs alternatifs qui constituent des secteurs refuges pour les investisseurs, grâce à un potentiel locatif assuré. Ces derniers, principalement français et européens, sont représentés en majorité par les fonds d'investissements et OPCI-SCPI, qui totalisent une part de marché de plus de 40% en 2018.

A LA RECHERCHE DES GRANDS VOLUMES

Avec un total de 7 opérations de plus de 100 millions d'euros à la fin du 3ème trimestre et 11 en données provisoires pour l'ensemble de l'année, la répartition du volume investi tranche avec celle des années précédentes (4 transactions sur ce montant à la même période de 2017 et 2016). Même si ce volume a largement été compensé au cours des 4ème trimestres précédents, le nombre de cessions des gros volumes a marqué un ralentissement très net depuis 2016. On comptait ainsi encore une quinzaine de cessions d'actifs de plus de 100 millions d'euros en 2014 et 2015 ; elles sont tombées à 9 en 2016 et 8 en 2017. L'effet est d'autant plus spectaculaire que la tranche de montant unitaire est élevée, aux alentours de 200 millions d'euros. Cette tendance est en partie justifiée par l'absence de produits Core sur le marché français depuis quelques années. Leurs propriétaires préfèrent en effet les conserver en patrimoine même en cas de fortes renégociations des enseignes.

De même, la quasi-absence des opérations intermédiaires (entre 50 et 100 millions d'euros) a marqué l'année 2018. Il aura fallu attendre l'automne pour qu'une transaction vienne abonder cette poche de volumes, en rehaussant la part des retail parks à 20% (11% seulement au T3 2018 et 27% en 2017). Cette configuration a par ailleurs réduit la part des portefeuilles nationaux à 9% (18% en 2017) au profit de l'Île-de-France, qui a concentré près de la moitié des investissements de l'année (contre 40% en moyenne sur 10 ans).

C'est donc grâce au dynamisme du segment des petits volumes de moins de 50 millions d'euros que le marché s'est maintenu en 2018, avec environ 150 opérations totalisant plus d'un milliard d'euros, soit près de la moitié du volume transacté cette année.

DU CENTRE-VILLE ET (PRESQUE) RIEN D'AUTRE !

L'activité du marché est caractérisée par la suprématie des commerces de centre-ville qui ont concentré 61% des investissements en 2018. Il s'agit pour partie de l'effet « Apple / Champs-Élysées » (2ème trimestre), mais plus généralement d'un engouement pour le pied d'immeuble sur les artères prime. Cette appétence se justifie par une plus grande facilité à trouver des preneurs, même à un niveau de revenu qui ne correspond pas forcément aux espoirs des bailleurs. Les contraintes d'un foncier limité rendent ce produit plus résistant aux variations de flux et au développement de formats concurrents.

INVESTISSEMENT EN IMMOBILIER DE COMMERCE, C'EST AUSSI ET SURTOUT UNE AFFAIRE DE REVENUS

L'ajustement des valeurs vénale annoncé à la fin du 1er semestre semble se confirmer par une remontée des taux sur certaines typologies d'actifs commerciaux et notamment les « galeries d'hypermarché », les plus exposées à l'érosion de leur fréquentation et à la dégradation de leurs performances. L'attractivité de ces actifs repose en grande partie sur la locomotive à dominante alimentaire, ce qui les rend plus vulnérables dans un contexte concurrentiel de plus en plus serré. L'appétit des investisseurs n'est manifestement plus aussi évident pour cette catégorie d'actifs en manque de différenciation.

Au-delà du constat de l'augmentation des taux, l'évolution des revenus joue un rôle majeur dans l'altération des valeurs vénale. La baisse des flux constatée sur la plupart des types d'actifs, conjuguée à la montée en puissance du e-commerce, ont mécaniquement affecté les chiffres d'affaires des distributeurs. Pourtant, le « retail bashing » constaté ces derniers temps est excessif pour certaines typologies d'actifs; il semble en effet évident que toutes ne sont pas logées à la même enseigne, chacune disposant de capacités distinctes de résistance.

Le centre-ville tire son épingle du jeu sur les artères les plus demandées y compris sur les artères « luxe ». Les taux de rendement les plus agressifs qui ont été constatés dans le passé se justifiaient majoritairement par des niveaux de loyers disposant d'un réel potentiel de réversion à moyen et court terme. Désormais, face à une baisse constatée des flux sur les axes les moins prime, les investisseurs anticipent au mieux une stabilité des valeurs locatives et se montrent plus prudents dans leur appréhension des actifs avec des taux qui se situeraient en moyenne entre 3% et 4% sur Paris et au-delà de 4,50% sur la province.

Le retail park s'affiche comme l'actif commercial aujourd'hui le plus résilient avec des taux de rendement moyens qui oscillent actuellement entre 5,50% et 6,50%, et dont la compression au cours des dernières années avait été

moins marquée que pour les autres classes d'actifs. Qu'il s'agisse de boîtes à l'unité ou de retail parks consolidés, ils constituent généralement des petits volumes et sont de ce fait assez liquides. Sous réserve d'une bonne localisation, ils restent des cibles à considérer par un grand nombre d'investisseurs.

Enfin, le centre commercial, de par la diversité de ses formats, réagit de manière différente à l'érosion des ventes, qu'il s'agisse d'un centre à forte attractivité ou d'un centre de taille plus réduite et concurrencé dans sa zone de chalandise. Les niveaux de charges moins maîtrisés incitent également les investisseurs à plus de prudence sur cette catégorie d'actifs qui subit d'ores et déjà l'effet financier des changements intervenus dans la répartition de leur mix-merchandising : plus de restauration, moins de textile, et une nouvelle configuration qui implique une baisse des revenus locatifs.

Parfois fortement paupérisés par une localisation peu valorisante et un développement anarchique de la concurrence, certains centres sont fatalement moins armés pour résister, là où restructuration ou renforcement de l'offre ne suffiront pas à compenser ces effets pénalisants. Les plus concernés sont donc naturellement les pôles de taille intermédiaire au rayonnement intercommunal ; ils ne peuvent se prévaloir ni d'une proximité, ni d'un positionnement « destination shopping ».

S'ajoute pour certains centres ouverts dans la 2ème partie des années 2000, la concordance des périodes de renouvellement pour une majorité des locataires, ce qui complexifie les négociations et réduit les potentialités de valorisation massive des revenus.

PERSPECTIVES 2019 ET AU-DELA

Une reprise de l'activité transactionnelle est attendue d'ici la fin de l'année avec la concrétisation de quelques opérations portant sur de gros volumes, ce qui laisse espérer un volume global de l'ordre de 3,5 à 4 milliards d'euros pour 2018, légèrement en-deçà de 2017. L'ajustement des valeurs évoqué précédemment sur certaines typologies d'actifs devrait par ailleurs contribuer à relancer l'activité transactionnelle dans les mois à venir. Après une période de flottement, l'ensemble des acteurs du marché semblent désormais se faire à l'idée de ce recalibrage des valeurs. Une telle prise de conscience devrait ainsi permettre de fluidifier le marché et obtenir plus aisément un consensus sur les prix entre vendeurs et acquéreurs. Si cette tendance se confirme, ces ajustements pourraient devenir significatifs sur le court terme. Il est cependant encore difficile de mesurer à ce jour la diminution des revenus locatifs qui, pour les plus pessimistes, pourrait s'orienter à terme vers une baisse de l'ordre de 5% à 15% sur certaines catégories de centres commerciaux. Ainsi, les opérations en cours pourraient modifier la répartition actuelle du montant

d'investissement et faire reculer le poids des boutiques de centre-ville au 4ème trimestre, en laissant plus de place aux cessions de portefeuilles.

Loin d'annoncer la mort du commerce physique, les bouleversements constatés dans les modes de consommation entraînent un changement de paradigme certain dans le fonctionnement des équipements commerciaux mais aussi dans leur appréciation financière. Une inconnue reste la répartition du chiffre d'affaires généré par le e-commerce, entre le commerce physique et le commerce en ligne. Celle-ci rend l'analyse des taux d'effort plus opaque et difficile à appréhender, tant pour les enseignes que pour les bailleurs. Omni-canalité oblige, l'acte d'achat sur internet se nourrit souvent de la présence des points de vente physiques. Dans un avenir très prochain, le calcul des loyers devra impérativement intégrer cette nouvelle donne et prendre en compte d'autres notions plus indépendantes des chiffres d'affaires, comme la fiscalité et les flux de clientèle, devenus un nouvel outil de mesure de la puissance d'un pôle commercial, car aisément quantifiables.

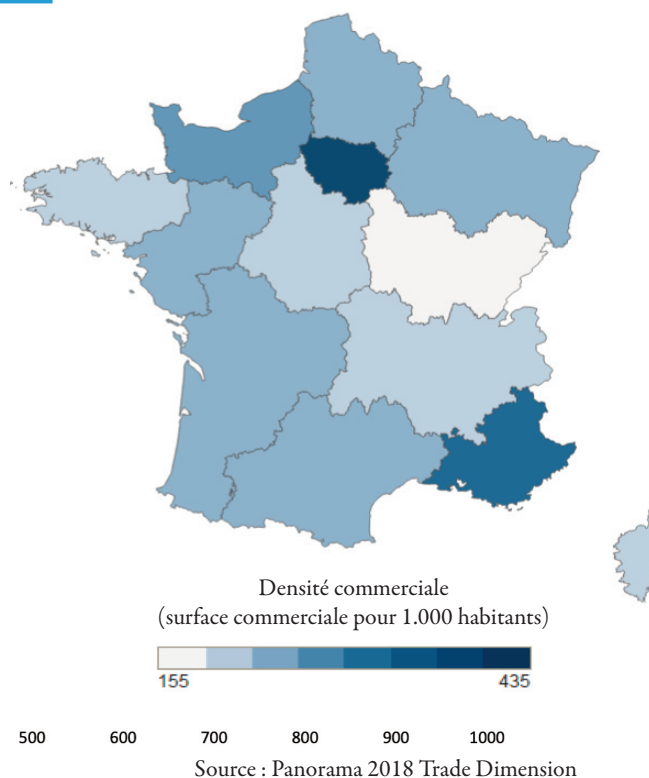
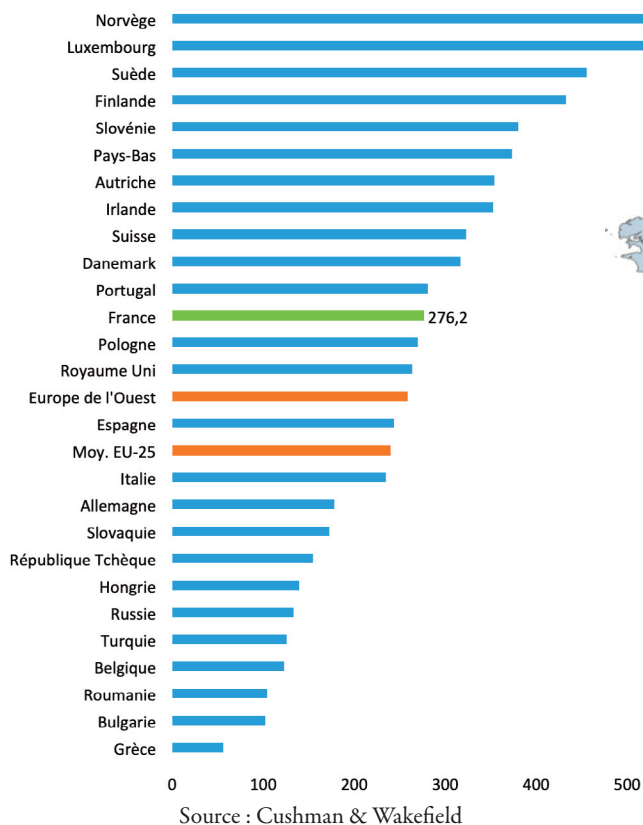
Par ailleurs, la modernisation du parc par l'introduction d'une nouvelle génération de pôles commerciaux, renouvelle l'offre et devrait de ce fait renforcer l'attractivité du secteur auprès des investisseurs. Avec un peu plus de 276 m² GLA de centres commerciaux pour 1 000 habitants, la France se situe très légèrement au-dessus de la moyenne des pays de l'Europe de l'Ouest (258 m² GLA pour 1.000 hab.). Cependant, elle ne présente pas de symptôme de suréquipement, si l'on compare avec la densité commerciale relevée aux Etats-Unis, quatre fois plus élevée que la moyenne européenne. C'est pourquoi la comparaison entre le spectre des « dead malls » américains et le sort des centres commerciaux français est largement infondée.

Il reste enfin à prendre acte des nouveaux modes de consommation en perpétuelle évolution sous l'impulsion conjointe des enseignes et des consommateurs. Ainsi, le développement d'une consommation responsable, notamment dans des secteurs comme le textile, l'alimentation ou l'équipement de la maison, vient redéfinir la valeur originelle de l'acte de consommation. Plus qu'une question de vocabulaire, le paysage commercial intègre désormais les notions de recyclage, de durabilité, et de responsabilité.

Ces changements ne sont pas sans effet sur les ventes, sur les revenus des bailleurs et par conséquent sur les valeurs vénales... Une véritable chaîne immobilière !

CENTRES COMMERCIAUX : STOP OU ENCORE ?

LE SPECTRE DU « DEAD MALL » AMÉRICAIN
A CRISTALLISÉ DEPUIS QUELQUES TEMPS



LES CRAINTES DE CERTAINS ACTEURS DU VIEUX CONTINENT POUR QUI TOUT CE QUI SE PASSE OUTRE-ATLANTIQUE FINIT TOUJOURS PAR ARRIVER EN EUROPE... WHY NOT...MAIS LA DUPLICATION DE MODÈLES PEUT APPARAÎTRE COMME UN EXERCICE DANGEREUX DANS SES CONCLUSIONS.

Au-delà d'un modèle américain culturellement différent et d'une réalité somme toute très positive pour les enseignes sur le territoire américain (solde d'expansion de +4% en 2017 selon l'étude réalisée par IHL GROUP) avec un taux de vacance repassé sous la barre des 7%, l'Europe présente, de son côté, un tissu commercial diversifié jouissant de fondamentaux solides. Dans ce contexte européen, la France en particulier apparaît comme un marché consolidé, mature et encore fertile qui présente des évidents signes de résilience.

SUR LE PLAN QUANTITATIF : UNE DENSITÉ DE CENTRES COMMERCIAUX CONTENUE

Avec un peu plus de 276 m² GLA de centres commerciaux pour 1 000 habitants, la France se situe très légèrement au-dessus de la moyenne des pays de l'Europe de l'Ouest (258 m² GLA pour 1000 hab.) et ne présente pas de symptôme de sur-équipement, si l'on compare avec la densité commerciale relevée aux Etats-Unis, quatre fois plus élevée que la moyenne européenne.

SUR LE PLAN QUALITATIF : DES ACTIFS RELATIVEMENT RÉCENTS

Les centres commerciaux français les plus anciens datent de près d'une cinquantaine d'années et ceux apparus par la suite ont adapté leurs concepts pour suivre l'évolution des nouveaux modes de consommation. Par ailleurs, les centres commerciaux les plus vulnérables ne sont pas forcément les plus anciens... Selon la Fédération Procos, « le taux de vacance des centres ouverts dans les années 1970 oscillerait autour de 5%, celui des centres ouverts entre 1980 et 2000 autour de 7,5%, celui des centres ouverts dans les années 2000 autour de 10% ».

En effet, les premiers centres commerciaux sont arrivés sur des zones de chalandises vierges et ont bénéficié des emplacements les plus stratégiques au cœur de territoires à forte demande. Ils tirent donc profit d'une position historiquement incontestée, à la différence de sites plus récents qui face à une concurrence déjà implantée, doivent trouver leur place. C'est à ce stade que l'acte de différenciation est appelé à jouer pleinement son rôle sélectif.

LA PRODUCTION DE CENTRES COMMERCIAUX EN FRANCE

Depuis une vingtaine d'années, la part de créations de centres commerciaux passée de 65% en 2008 à 40% estimés en 2019, s'atténue au profit de la valorisation des sites existants. C'est un signe de maturité globalement rassurant.

pour la bonne santé de l'écosystème commercial français. Ces rénovations qui s'accompagnent parfois d'une extension, permettent également de maintenir le niveau de qualité du parc à l'échelle nationale.

Aux critères quantitatifs et qualitatifs, s'ajoutent d'autres atouts qui permettent d'envisager l'avenir des centres commerciaux français avec un certain optimisme :

La croissance des ventes du e-commerce est relativement contenue en France depuis 2013 : de +11% à +14%, contre +15% et +17% aux Etats-Unis, pour une part des internautes dans la population totale largement supérieure en France (85% contre 75% aux Etats-Unis). Par ailleurs, la part de marché du e-commerce en France reste encore faible, en-deçà de 10% des ventes du commerce de détail. Enfin, le gap entre la croissance des ventes en e-commerce et la croissance des ventes du commerce de détail est de 9 points en France, à comparer à 11 aux Etats-Unis.

La réglementation locale et nationale (Autorisations d'Exploitation Commerciale) permet le contrôle des ouvertures et des créations de m² commerciaux, et évite les développements anarchiques de surfaces commerciales. Si les projets de développement en centres commerciaux sont encore nombreux en France avec plus de 700 000 m² supplémentaires attendus d'ici fin 2019, ils restent soumis à autorisation préalable sous le regard attentif de la concurrence...

Le modèle traditionnel - le plus répandu - se base sur le format hypermarché + galerie, constitué d'acteurs multiples avec un merchandising équilibré. Il laisse une grande part à l'alimentation et réduit le facteur risque en cas de difficulté sectorielle ou conjoncturelle. Il diffère en ce point du modèle américain basé sur la présence de grands magasins fortement fragilisés par la conjoncture de ces derniers mois.

La France regroupe une grande variété de modèles : les diversités culturelles font apparaître des typologies de centres commerciaux déclinés sous des formats et concepts différents et adaptés à leur zone de chalandise.

Notre pays jouit d'une population relativement jeune : les millenials et génération « Z » représentent près de la moitié de la population française.

La consommation en biens et services ne représente que 70% du revenu total disponible des Français laissant, pour certains, une part disponible pour l'épargne.

Finalement, il se peut que le phénomène des « tornades américaines » n'atteigne pas le continent européen avec la même intensité voire même pas du tout ... La France dispose d'arguments certains pour y faire face et peut encore être considérée comme une « valeur sûre » pour la pérennité des centres commerciaux.

LE RÔLE STRATÉGIQUE DE LA DATA ET DU DIGITAL POUR UN CENTRE COMMERCIAL CONNECTÉ

VERS UNE MONÉTISATION DES FLUX ?

DE LA MÊME MANIÈRE QUE POUR LE E-COMMERCE, LE CENTRE COMMERCIAL DOIT SE POSER COMME UN MEDIA À PART ENTIÈRE AU TRAVERS D'UNE STRATÉGIE DIGITALE QUI DEVIENT INCONTOURNABLE.

Le centre commercial doit devenir une marketplace pour les enseignes qui cherchent un point de contact avec leurs consommateurs ; il doit également proposer à ses clients des services shopping digitalisés permettant par exemple via une application commune de réserver un rendez-vous chez un commerçant ou de vérifier la disponibilité d'un produit en magasin.

La généralisation des smartphones et des technologies associées ouvre la voie d'une abolition des barrières physiques et virtuelles et d'un changement de business model pour les opérateurs. Pour exister, le centre commercial doit prendre place dans ce nouveau schéma : maîtriser sa communication sur les réseaux sociaux et engager une démarche proactive vers son consommateur.

Cela passe par le développement du « crowd-marketing », un système d'appréciations et de recommandations sur les réseaux sociaux qui prend une place croissante dans la relation du centre commercial avec sa clientèle.

La rencontre entre un centre commercial et les habitants de sa zone de chalandise ne s'exprime pas seulement sur le plan physique mais également sur le plan émotionnel par la création d'un lien affinitaire avec le client.

Les données collectées lors des visites physiques permettent aux bailleurs et aux enseignes de bénéficier d'une analyse très pointue de la clientèle afin de lui proposer des offres les mieux adaptées à ses besoins et surtout ses envies. Le boom du marché de la donnée illustre une réelle prise de conscience de la part des opérateurs qui y voient une façon d'anticiper une mutation toujours plus rapide des modes de consommations et de proposer un commerce prédictif reposant sur le flux et l'analyse de ses caractéristiques.

Le 2ème baromètre du SMART RETAIL publié début 2018 révèle que la data collectée concerne majoritairement les historiques d'achat (67%) et le trafic en magasin (50%). Le premier objectif affiché par les enseignes est de proposer des offres personnalisées à leurs clients, afin de renforcer leur argumentaire commercial. Mieux les connaître pour mieux les servir... Tel est le rôle de la donnée-client dont la valeur ne fait que croître au quotidien dans la gestion et l'exploitation des centres commerciaux. Plus qu'un indicateur utile, l'information quantitative et qualitative concernant les flux est désormais considérée comme un élément intrinsèque de la valorisation d'un bien, un élément à prendre en compte l'un bien, un élément à prendre en compte.