

Extraire de la valeur dans la crise catalane

Mercredi, 12/06/2017

Les partis indépendantistes en Catalogne ont organisé un référendum controversé sur l'indépendance de la région le 1er octobre et, un peu plus tard dans le mois, ont déclaré unilatéralement son indépendance par rapport à l'Espagne après un vote contesté. Cette initiative a conduit le gouvernement espagnol à prendre le contrôle direct de la région. Neinor Homes et AEDAS Homes sont deux sociétés du secteur du logement récemment entrées en bourse qui offrent à nos yeux des perspectives attrayantes, notamment à la lumière de l'incertitude engendrée par cette crise intérieure.



Prasaanna Jeyanandhan
European Equities Expert



Claire Shaw
European Mid & Small Cap Equities Expert

«L'incertitude générée par la crise catalane a donné l'occasion d'examiner certaines valeurs axées sur le marché national, actuellement soumises à des pressions en raison des troubles politiques.»

La crise fait naître une opportunité dans le secteur du logement

La Catalogne a organisé un référendum controversé sur l'indépendance de la région le 1er octobre et, un peu plus tard dans le mois, les partis indépendantistes au parlement régional catalan ont déclaré unilatéralement son indépendance par rapport à l'Espagne. Cette initiative a conduit le gouvernement espagnol à prendre le contrôle direct de la région. L'incertitude générée par cette crise offre l'opportunité d'accroître l'exposition au secteur du logement espagnol. Les deux sociétés qui retiennent particulièrement notre attention sont Neinor Homes et AEDAS Homes, qu'il est désormais possible d'évaluer suite à leur récente introduction en bourse.

Une crise politique éclate en Catalogne

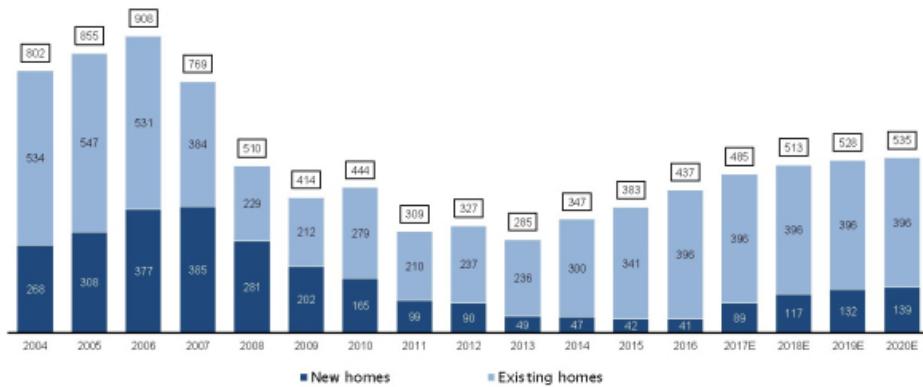
Après une année 2016 tumultueuse sur le plan politique, 2017 était en passe de se conclure plus paisiblement. L'Europe était sortie globalement indemne d'une série d'élections qui s'annonçaient incertaines, et le risque politique constituait une moindre préoccupation pour les marchés. Puis, de but en blanc, une crise politique a éclaté en Espagne en octobre. Un référendum non autorisé et controversé en Catalogne, suivi d'une déclaration unilatérale d'indépendance par une mince coalition de partis indépendantistes au niveau du gouvernement régional, ont déclenché une crise constitutionnelle. Ces événements ont conduit le gouvernement espagnol à prendre le contrôle de la Catalogne en vertu des pouvoirs extraordinaires que lui confère l'Article 155. Pour le moment, les mesures provisoires du gouvernement ont désamorcé les tensions. Mais une forte incertitude demeure, entretenue par l'approche imminente des élections anticipées, d'autant plus que les dommages s'avèrent d'ores et déjà considérables. Environ 1800 sociétés auraient transféré leur siège social hors de Catalogne depuis début octobre, et les indicateurs macroéconomiques de la région ont déjà commencé à se détériorer. En tant qu'investisseurs à contre-courant, nous recherchons ce type de situation, car elles donnent lieu à des opportunités d'investissement à long terme dans des sociétés de qualité.

Il était difficile de trouver des idées d'investissement en Espagne dernièrement, non par manque de sociétés intéressantes, mais parce que la forte reprise économique s'est reflétée dans les valorisations. Néanmoins, parmi les thèmes structurels que nous avons analysés, la reprise de l'immobilier espagnol a attiré notre attention et l'incertitude causée par la crise catalane a donné l'occasion d'augmenter notre exposition à ce secteur.

Pari sur la reprise de l'immobilier espagnol

Le secteur du logement en Espagne constitue un thème de redressement très attractif à long terme. Nous examinons ce secteur depuis quelque temps afin d'identifier de possibles points d'entrée. La récente introduction en bourse de Neinor Homes et d'AEDAS Homes nous offre l'opportunité d'investir dans ce secteur. L'activité immobilière a accusé une forte baisse après la crise financière, mais ce secteur a amorcé une solide reprise au cours des deux dernières années. La demande de logements est en hausse, soutenue par la croissance démographique, la baisse du chômage, des taux d'intérêt bas et une plus grande disponibilité des crédits immobiliers.

Transactions immobilières en Espagne (nouvelles et existantes), 2004-2020E



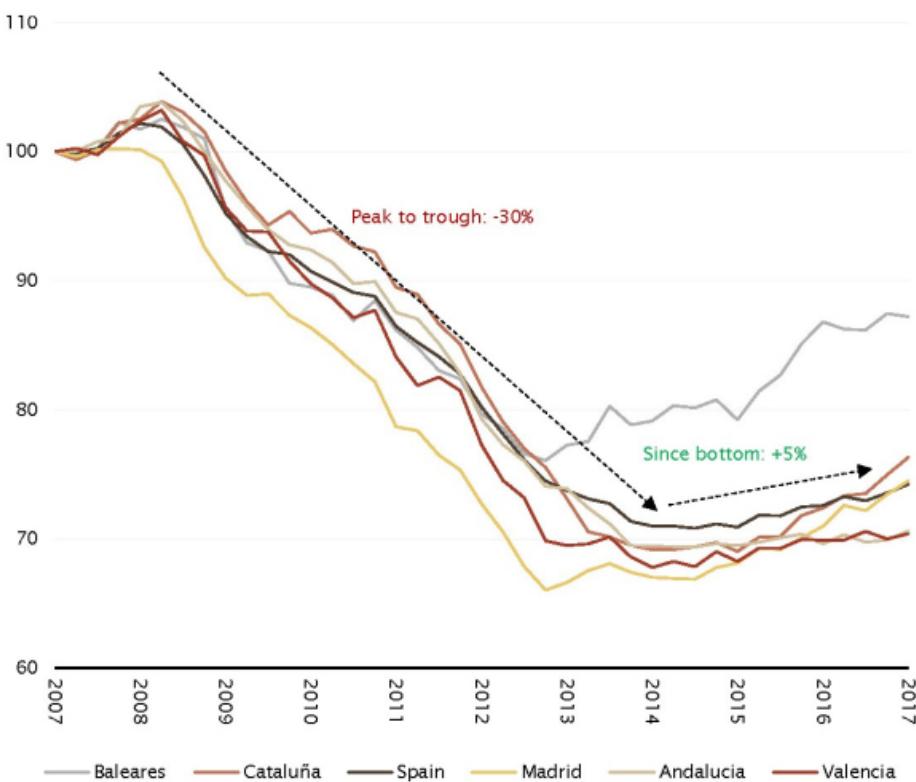
Source

ministère du Logement, CBRE. Données au: 31 décembre 2016

En même temps, l'offre excédentaire s'est largement résorbée. La bulle immobilière d'avant 2008 a provoqué des excès de construction dans toute l'Espagne, avec pour conséquences des propriétés invendues et vacantes, et une chute des prix. Bien que des stocks considérables subsistent dans quelques régions, ils sont à présent très limités dans les villes principales.

Cette tendance structurelle positive a favorisé la remontée des prix de l'immobilier par rapport aux niveaux planchers des années 2014 et 2015. En 2016, les prix de l'immobilier ont gagné 2% avec toutefois des disparités importantes entre les régions. À Madrid, Barcelone et Majorque, la hausse des prix s'est avérée beaucoup plus forte. Malgré cette reprise, les prix de l'immobilier sont demeurés inférieurs de 25% à leurs sommets de 2008.

Sommets et creux des prix de l'immobilier espagnol, par région



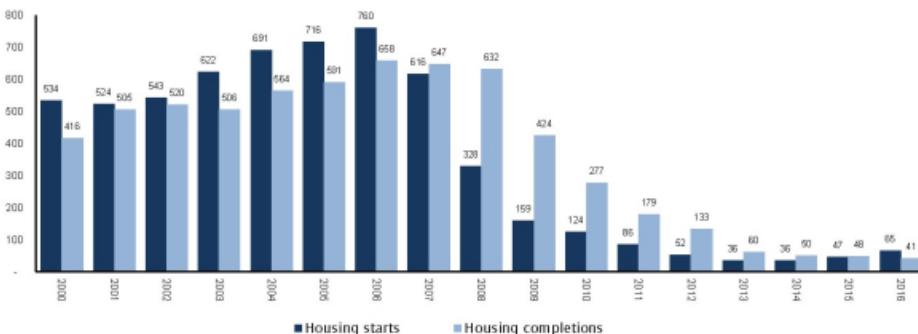
Source

ministère du Logement. Données au: 31 décembre 2016

Bien que les mises en chantier stagnent à environ 80% en dessous de leur niveau le plus haut, nous pensons que les activités de construction pourraient considérablement s'intensifier en Espagne.

La conjoncture semble par conséquent extrêmement séduisante pour les nouveaux promoteurs immobiliers qui bénéficient d'une gestion saine, d'autant plus que l'explosion de la bulle immobilière a balayé la concurrence après 2008.

Les mises en chantier restent largement inférieures à leur plus haut



Source

ministère du Logement, Institut national de la statistique d'Espagne (INE). Données au: samedi 31 décembre 2016

Arrivée de nouveaux acteurs

Deux des plus grandes introductions en bourse de cette année en Espagne ont concerné les promoteurs immobiliers: Neinor Homes et AEDAS Homes. En tant qu'investisseurs à contre-courant, nous nous intéressons de près aux investisseurs et aux sociétés qui partagent notre état d'esprit. Dans l'anticipation d'une reprise de l'immobilier, les investisseurs de Neinor et d'AEDAS ont vu une excellente occasion de constituer un parc foncier de première qualité dans quelques-unes des meilleures villes et régions espagnoles. De plus, les valorisations restent très bon marché. Ce parc foncier étant à présent constitué, les équipes de direction ont levé des capitaux sur les marchés publics afin de financer l'exécution de la phase de construction et livrer les nouvelles unités prévues sur les années à venir. Nous pensons que ces deux sociétés bénéficient de parcs fonciers qui figurent parmi les meilleurs du marché, qu'elles présentent l'avantage d'être arrivées les premières et que leurs excellentes équipes de gestion sont qualifiées pour exécuter ces stratégies. Ce thème appartient au long terme, mais nous prévoyons que la génération de liquidités pourrait s'avérer très forte d'ici quelques années. En tant qu'investisseurs, nous sommes donc disposés à attendre patiemment la réalisation de ces profits. La promotion immobilière s'accompagne cependant de certains risques. La reprise dépend bien sûr en grande partie de la poursuite de l'amélioration de la conjoncture tant en Espagne qu'à travers l'Europe en général. La crise catalane constitue un nouveau risque en Europe, mais n'est sans doute pas le dernier que nous devrons affronter à un horizon de court à moyen terme (avec notamment les élections législatives italiennes qui se profilent en 2018).

Les velléités d'indépendance de la Catalogne vont-elles compromettre la reprise de l'immobilier espagnol?

Nous pensons que non, du moins pas à long terme. Les facteurs structurels qui favorisent la reprise de l'immobilier, combinés à un système bancaire fortifié, resteront selon nous positifs pour la reprise générale sur les prochaines années. La crise catalane a secoué l'économie régionale, et entraînera sans aucun doute un ralentissement de la Catalogne dès lors que les investissements sont paralysés. Avec une part de près de 20% du PIB national, la Catalogne représente un poids important dans l'économie espagnole. Son ralentissement sera donc ressenti dans tout le pays, mais nous pensons que cet effet sera de courte durée et d'une ampleur limitée. Bon nombre de sociétés ont déplacé leur siège social hors de Catalogne, mais l'ont établi dans d'autres régions d'Espagne au lieu de quitter le pays tout bonnement. Cette décision motivée par des raisons fiscales et de protection de leur activité vise à leur assurer une présence au sein de l'UE. Environ 15% du capital foncier de Neinor et AEDAS sont exposés à la Catalogne. Ces conclusions sont encore prématurées, mais nous pensons que cette agitation politique et les incertitudes qui en découlent entraîneront un ralentissement de l'activité régionale. Au regard de l'exposition relativement limitée à la région, nous estimons cependant que ce risque demeure gérable et largement intégré au prix des actions.

Nous continuerons de suivre avec attention la situation de la Catalogne. Nous évaluerons en particulier, au moment des élections, si de nouveaux troubles et incertitudes donnent l'occasion d'augmenter notre exposition dans ce thème ou de saisir toute autre opportunité de valeur qui pourrait émerger.

Disclaimer

Le présent document a été publié par le Groupe Syz (ci-après dénommé «Syz»). Il n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par des personnes physiques ou morales ressortissantes ou résidentes d'un Etat, d'un pays ou d'une juridiction dans lesquels les lois et réglementations en vigueur interdisent sa distribution, sa publication, son émission ou son utilisation. Il appartient aux utilisateurs de vérifier si la Loi les autorise à consulter les informations ci-incluses. Le présent document revêt un caractère purement informatif et ne doit pas être interprété comme une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente d'instrument financier quel qu'il soit, ou comme un document contractuel. Les informations qu'il contient ne constituent pas un avis juridique, fiscal ou comptable et peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les valorisations de marché, les conditions et les calculs contenus dans le présent document sont des estimations et sont susceptibles de changer sans préavis. Les informations fournies sont réputées fiables. Toutefois, le Groupe Syz ne garantit pas l'exhaustivité ou l'exactitude de ces données. Les performances passées ne sont pas un indicateur des résultats futurs.