



# LE (E) BILLET

d'Andrès & Léonard

## #5 - POURQUOI NOUS SOMMES "SOUS PONDERES" EN IMMOBILIER DE BUREAU

L'immobilier de bureau a longtemps été la typologie « reine » des fonds immobiliers institutionnels et en particulier des SCPI. Si un rééquilibrage est en cours au profit d'autres typologies, l'immobilier de bureau représente toujours environ les deux tiers des portefeuilles institutionnels et la moitié des flux d'investissement en 2022. Or, cette typologie représente aujourd'hui seulement 10% environ de notre patrimoine. Pourquoi ?

Non pas que nous pensions que le « bureau est mort ». Loin de là. Il reste un lieu de rencontre et d'échanges incontournable pour les entreprises, même s'il est évident que la pénétration rapide du télétravail durant la crise sanitaire conduit les entreprises - notamment les grandes, qui occupent des surfaces importantes - à chercher à faire des économies en réduisant les surfaces occupées. Alors pourquoi ? Pour l'expliquer, il nous semble nécessaire d'analyser le sujet en fonction des différents segments composants l'immobilier de bureau.

01.

Les grands ensembles ou immeubles de bureaux. Compte tenu de notre stratégie dédiée aux *smallcaps* qui plafonne notre capacité d'engagement statutaire à 10MEUR par ligne, une large fraction du marché échappe de facto à notre univers d'investissement. De façon schématique, les immeubles de bureaux de plus de 5.000m<sup>2</sup> (et parfois nettement moins comme nous le verrons au paragraphe suivant) sont exclus de notre champ d'intervention, et en pratique, compte tenu de la taille actuelle du fonds, ce plafond est aujourd'hui plutôt de l'ordre de 2.500-3.000 m<sup>2</sup> afin d'éviter une concentration trop forte du fonds sur un seul actif.

02.

Les actifs de bureaux *prime* situés dans les quartiers centraux des grandes villes françaises (le plus emblématique étant le « Quartier Central des Affaires » à Paris). Tous les partenaires *brokers* - qu'ils soient à Paris ou en régions - avec lesquels nous échangeons confirment un intérêt renouvelé des utilisateurs pour la centralité. Une des raisons est la nécessité d'attirer des (jeunes) talents qui recherchent cette centralité. Cet engouement soutient les valeurs locatives sur ces actifs centraux, qui ont d'ailleurs atteint de nouveaux records en 2022 dans certaines villes. Il n'est pas rare que ces immeubles soient des immeubles à forte valeur patrimoniale (anciens immeubles "bourgeois" restructurés), et il en résulte des volumes d'investissement importants (même pour des "petits" immeubles), dépassant parfois notre limite d'intervention statutaire par ligne (10MEUR).

Les niveaux de rendement attendus sur ce segment demeurent extrêmement agressifs, même dans le contexte actuel de remontée des taux. Il n'en demeure pas moins que nous sommes positifs sur cette typologie, car nous estimons que la pression des utilisateurs va d'une part soutenir les valeurs locatives, et d'autre part limiter les ruptures de flux (vacances, franchises etc). Notons également le faible niveau d'obsolescence de ces immeubles. Nous pourrions donc nous positionner sur des petites lignes de ce sous-segment (en ce compris des plateaux en copropriété) tant que l'effet dilutif sur le rendement global du patrimoine reste peu significatif.

Les petits immeubles de bureaux indépendants ou les plateaux de bureaux situés en périphérie des grandes métropoles régionales ou en Ile de France, généralement de seconde main. Ce sous-segment, qui représente l'essentiel de notre scope d'investissement en bureau, est un marché à deux vitesses.

D'une part, les immeubles "bien construits", bien entretenus, avec des espaces extérieurs (de plus en plus systématiquement demandés par les utilisateurs), facilement divisibles en plateaux à taille humaine (200-500 m<sup>2</sup>), avec une facilité de stationnement et/ou des transports en commun, des services à proximité (restauration, garde d'enfants etc). Ces immeubles continuent d'attirer les utilisateurs, notamment à la recherche de loyers plus abordables que dans les quartiers centraux. Notre conviction est que ces actifs, qui s'adressent généralement à des PME ou à des filiales de grands groupes, restent tout à fait pertinents sur le long terme. Nous sommes donc "à l'achat" sur cette typologie.

**Point de vigilance néanmoins :** nous constatons actuellement un différentiel croissant entre les niveaux de loyer facturés sur les baux en cours (qui ont beaucoup augmenté suite aux dernières indexations - rappelons en effet que les baux commerciaux indexés sur un indice autre que l'ILC (typiquement, l'ILAT pour les bureaux) ne sont soumis à aucun plafonnement - et les valeurs locatives de marché ("VLM"). Ceci a pour effet, à taux de capitalisation constant, d'inflater mécaniquement la valeur vénale (ie. le prix au m<sup>2</sup>) des actifs proposés à la vente. Or, il existe selon nous sur de nombreux dossiers un risque de réajustement des loyers lors des renouvellements de baux ou lors des *turnovers*, avec comme conséquence potentielle une baisse du rendement ainsi que des décotes lors des expertises. Il convient donc selon nous d'être vigilants sur les valeurs vénales et les VLM et d'en tenir compte dans les valorisations.

D'autre part, les actifs obsolètes, soit de manière structurelle (conception de type mono-locataire, et/ou architecture qui " a fait son temps" et/ou zones tertiaires devenues moins attractives du fait d'une image dégradée ou d'un manque de services etc), soit de manière réversible, au prix toutefois d'un travail et d'un investissement financiers lourds. Sur ces dossiers, des ajustements de taux de capitalisation sont en cours, parfois très significatifs. Malgré des rendements immédiats qui deviennent très attractifs, nous restons extrêmement prudents sur ces dossiers, considérant que les stratégies de reconversion/structuration sont très complexes et/ou risquées à mettre en oeuvre.

Lorsque vous mettez "bout à bout" ce qui précède sur les 3 sous-segments, vous comprendrez pourquoi, à ce stade, nous avons du mal à trouver "chaussure à notre pied" dans l'immobilier de bureau, et pourquoi nous privilégions le commerce, en particulier de périphérie (voir le E-Billet n°4). Néanmoins, les portefeuilles immobiliers institutionnels français étant aux 2/3 composés de bureaux, nul doute que les opportunités resteront nombreuses et nous restons donc "à l'affût". Il y a toutefois une niche de marché, différente des locaux de bureaux purs, sur laquelle nous sommes très actifs.

#### La niche des locaux mixtes bureaux/activités

Il s'agit de locaux comprenant une partie de bureaux classiques et une partie de locaux d'activités destinés généralement à du stockage. Nous sommes assez friands de cette niche typologique qui répond à un besoin spécifique d'une catégorie d'entreprise. Les rendements y sont plus élevés que pour les bureaux classiques, les locataires généralement plus captifs, et les loyers plus faibles compte tenu de localisations périurbaines. Cette typologie représente aujourd'hui environ 30% de notre exposition et nous continuons activement à y rechercher des opportunités d'investissement.

## A propos d'Epsilon Capital

Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP202165 du 01/09/2021. SAS au capital de 500 000 €uros, immatriculée au RCS de Bordeaux sous le numéro 899 955 686. Siège social : 10 rue des Trois-Conils, 33000 Bordeaux | Tél : 05 64 31 24 80 | Email : [contact@epsiloncap.fr](mailto:contact@epsiloncap.fr)



### CONTACT

#### EPSILON CAPITAL

10 rue des Trois-Conils  
33000 Bordeaux  
[contact@epsiloncap.fr](mailto:contact@epsiloncap.fr)  
05 64 31 24 80



[epsiloncap.fr](mailto:contact@epsiloncap.fr)



[Linkedin.com/company/epsiloncapital](https://www.linkedin.com/company/epsiloncapital)



[facebook.com/epsiloncapital360](https://www.facebook.com/epsiloncapital360)



[instagram.com/epsilon.capital](https://www.instagram.com/epsilon.capital)

Ce document est communiqué à titre informatif seulement et ne constitue pas de la part d'Epsilon Capital une offre d'achat ou de vente de produit d'investissement ou de service d'investissement et ne doit pas être considéré comme un conseil en investissement, Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document sont subjectives et représentent le point de vue de l'auteur. Elles sont susceptibles de changer à tout moment. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Investir en SCPI est un investissement long terme qui comporte plusieurs risques dont le risque de perte en capital et de liquidité. Les revenus ne sont pas garantis et dépendent du marché immobilier. Ceci est une communication publicitaire. Renseignez-vous avant d'investir sur [epsiloncapital.fr](http://epsiloncapital.fr). Ceci est une communication publicitaire. .

