

THESIS / THÈSE

MASTER EN SCIENCES DE GESTION À FINALITÉ SPÉCIALISÉE

Méthodes de financement des sociétés immobilières réglementées cotées en bourse et dynamique de prime et décote dans des SIR belges

MARZARI, Nora

Award date:
2022

Awarding institution:
Universite de Namur

[Link to publication](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.



Méthodes de financement des sociétés immobilières réglementées
cotées en bourse et dynamique de prime et décote dans des SIR
belges.

Nora MARZARI

Directeur : Prof. O. Bernal

Mémoire présenté
en vue de l'obtention du titre de
Master 120 en sciences de gestion, à finalité spécialisée
en Business Analysis & Integration

ANNÉE ACADÉMIQUE 2021-2022

Remerciements

Je tiens à exprimer toute ma reconnaissance aux personnes qui m'ont aidée à la rédaction de
ce mémoire.

Je tiens à remercier sincèrement le corps professoral qui, par leurs paroles, conseils ou
critiques, ont guidé mes réflexions.

À tous ces intervenants, je présente mes remerciements, ma considération et mon respect.

Je remercie également ma très chère famille d'avoir toujours été présente pour me soutenir.

Résumé/Summary

L'intérêt qui doit être porté aux sociétés immobilières réglementées (ci-après SIR) vient de leur croissance continue depuis de nombreuses années maintenant. Le marché belge des SIR a évolué et a atteint, en 2019, la cinquième place en termes de plus grand marché en Europe par le volume de capitalisation ([Marzuki et Newel, 2019](#)). Bien qu'il y ait de très nombreux aspects à aborder au sujet des SIR, ce mémoire a pour but d'analyser d'une part, les différentes méthodes de financement des sociétés immobilières réglementées cotées en bourse et d'une autre part, la dynamique de prime et décote boursière au sein de celles-ci. Diverses études de cas ont été menées pour se rendre compte de la réalité dans les deux parties. Concernant les méthodes de financement, la structure de financement et celle du capital de trois SIR belges ont été analysées. Pour la dynamique de prime et décote, les mêmes SIR ont été étudiées, mais une analyse plus globale a été conduite sur huit SIR issues de secteurs différents. Des points d'actualité seront mis en lumière en raison de leurs impacts sur le monde des SIR.

The interest that must be taken in real estate investment trusts (also known as “REITs”) comes from their continuous growth for many years now. The Belgian REITs (BE-REITs) market has evolved and has reached, in 2019, the fifth place in terms of the largest market in Europe by capitalisation volume ([Marzuki and Newel, 2019](#)). Although there are many aspects to be discussed about REITs, this thesis aims at analysing, on the one hand, the different financing methods of publicly traded regulated real estate companies and, on the other hand, the dynamics of premium and discount within them. Various case studies have been carried out in order to get an idea of the reality in both parts. Concerning the financing methods, the methods and the capital structure of three BE-REITs have been analysed. For the dynamics of premium and discount, the same REITs have been analysed but we added to this a more global analysis conducted on eight REITs from different sectors. Current issues will be highlighted because of their impact on the REITs sector.

Table des matières

Introduction	1
Chapitre 1. Les méthodes de financement des sociétés immobilières réglementées cotées en bourse ...	2
1. 1. Revue de la littérature	2
1. 1. 1. Les sociétés immobilières réglementées	2
1. 1. 2. Pourquoi investir dans les SIR ?	3
1. 1. 3. Les méthodes de financement	5
1. 1. 4. Avantages et inconvénients de l'endettement	10
1. 1. 5. Diversification des méthodes de financement.....	11
1. 1. 6. Les SIR versus les entreprises classiques.....	12
1. 2. Méthodologie	14
1. 2. 1. Cible de l'étude	14
1. 2. 2. Collecte des données	15
1. 2. 3. Méthode d'analyse	15
1. 3. Analyse des données	16
1. 3. 1. Étude de cas : Aedifica.....	16
1. 3. 2. Étude de cas : Retail Estates.....	20
1. 3. 3. Étude de cas : Warehouses De Pauw	24
1. 4. Conclusion préliminaire	27
Chapitre 2. La dynamique de prime et décote des SIR belges.....	28
2. 1. Revue de la littérature	28
2. 2. Méthodologie	32
2. 2. 1. Cible de l'étude	32
2. 2. 2. Collecte de données	32
2. 2. 3. Méthode de l'analyse	33
2. 3. Analyse des données	34
2. 3. 1. Étude de cas : échantillon global.....	34
2. 3. 2. Étude de cas : Aedifica.....	36
2. 3. 3. Étude de cas : Retail Estates.....	38
2. 3. 4. Étude de cas : Warehouses De Pauw	40

2. 4. Conclusion préliminaire	42
Conclusion.....	43
Références	45
Annexes.....	53
Table des figures	69
Table des tableaux	70

Introduction

L'intérêt qui doit être porté aux sociétés immobilières réglementées (ci-après SIR) vient de leur croissance continue depuis de nombreuses années maintenant. Le marché belge des SIR a évolué et a atteint, en 2019, la cinquième place en termes de plus grand marché en Europe par le volume de capitalisation ([Marzuki et Newel, 2019](#)).

Bien qu'il y ait de très nombreux aspects à aborder au sujet des SIR, ce mémoire a pour but d'analyse d'une part, les différentes méthodes de financement des sociétés immobilières réglementées cotées en bourse et d'une autre part, la dynamique de prime et décote boursière au sein de celles-ci. Ce mémoire va donc s'articuler en deux chapitres bien distincts. Cela signifie donc que l'apport théorique par la revue de la littérature est différent dans les deux chapitres, la méthodologie adoptée pour les analyses est également différente et il va de soi que les analyses portent sur des éléments différents. Chaque chapitre s'articule en quatre temps : la revue de la littérature, la méthodologie, l'analyse des données et la conclusion.

Le premier chapitre, dédié aux méthodes de financement, sera introduit par une brève explication sur les sociétés immobilières réglementées ainsi que les raisons qui poussent les investisseurs à être actifs dans ce milieu. Après cela, différents moyens de financement seront expliqués sur base des analyses. Les analyses reposent sur l'étude de cas de trois SIR actives dans des secteurs différents. La méthodologie sera détaillée la cible de l'étude choisie, les différentes procédures de collecte de données, les méthodes d'analyses et finalement les limites. Avant de passer au second chapitre, une conclusion préliminaire a été dressée concernant les méthodes de financement.

Le second chapitre, dédié lui à la dynamique de prime et décote boursière des SIR belges, débutera avec un aspect théorique lié au sujet. Ensuite, la méthodologie appliquée pour les analyses du deuxième chapitre sera expliquée. Nous y retrouverons également des commentaires sur la cible étudiée, la procédure suivie et sur les méthodes d'analyses. Les analyses se feront en deux temps : premièrement avec une analyse globale sur huit SIR et deuxièmement sur les trois SIR ayant fait l'objet d'analyse dans la première partie. En travaillant de la sorte, nous pourrons faire le lien entre la dynamique de surcote ou décote et le secteur d'activité et divers points d'actualité en lien avec les cours boursiers seront abordés. Avant de passer à la conclusion générale du travail, une conclusion préliminaire a été dressée concernant les méthodes de financement.

Chapitre 1. Les méthodes de financement des sociétés immobilières réglementées cotées en bourse

La revue de littérature de ce premier chapitre ne concerne que les différentes notions en lien avec les méthodes de financement des sociétés immobilières réglementées cotées en bourse.

1. 1. Revue de la littérature

1. 1. 1. Les sociétés immobilières réglementées

Le statut des sociétés immobilières réglementées (SIR) en Belgique s'inspire de la création des *Real Estate Investment Trusts* (ci-après REITs) aux États-Unis. Ces REITs ont vu le jour dans les années soixante et ont connu un succès grandissant avec notamment un montant de capitalisation totale du marché des REITs passant de 26 milliards de dollars en 1992 à plus de 400 milliards de dollars en 2006 ([Feng et al., 2006](#)).

Au fur et à mesure des années, la plupart des pays industrialisés ont adopté un régime similaire à celui des REITs. À ce jour, nous pouvons retrouver une liste de tous les pays ayant opté pour ce statut dans les [documents officiels](#) publiés par l'association représentant les sociétés immobilières européennes cotées en bourse, nommée « EPRA » (*European Public Real Estate Association*). D'un point de vue de l'Union européenne, nous pouvons prendre l'exemple de l'immobilier commercial des 27 États membres qui ont une valeur représentant 6.600 milliards de dollars. Dans ce montant, nous pouvons distinguer l'immobilier commercial coté en bourse représentant un peu moins de 450 milliards de dollars générés par 184 REITs contre 274 non-REITS ([EPRA, 2021](#)).

En Belgique, le statut SIR est régi par la *Loi de 12 mai 2014* relative à ce sujet (ci-après « Loi SIR ») modifiée par la *Loi du 22 octobre 2017*, et de l'*Arrêté royal du 13 juillet 2014* (ci-après « A.R. SIR ») modifié par l'*Arrêté royal du 23 avril 2018*. Une société immobilière réglementée est, en résumé, une entité constituée pour une durée indéterminée dont l'activité consiste en la mise à disposition de biens immobiliers à des utilisateurs. Toujours selon le cadre légal, l'objet social d'une SIR est « la construction, l'acquisition, la gestion, l'aménagement ou la vente, ainsi que la location de biens immobiliers pour compte propre » (*Art. 2. 4°, Loi SIR*). Les entreprises jouissant du statut SIR bénéficient d'un régime fiscal de transparence. Elles sont ainsi soumises à l'impôt des sociétés au tarif normal sur une base imposable réduite. En effet,

contrairement à l'habitude, la base imposable est composée de la valeur « des avantages anormaux ou bénévoles et des dépenses et des coûts non déductibles à titre de frais professionnels, autres que les réductions de valeur et les moins-values réalisées sur des actions » (*Art. 185bis du Code des Impôts sur les Revenus de 1992*). Afin d'accéder à ce régime, les entreprises sont soumises à des obligations et interdictions. Notamment, un taux d'endettement limité à 65% (*Art. 23, A.R. SIR*), un actif immobilier ne peut pas représenter à lui seul plus de 20% du portefeuille (*Art. 30 §1^{er}, Loi SIR*), la distribution de minimum 80% des bénéfices sous forme de dividendes (*Art. 13 §1^{er} 1^o, A.R. SIR*), ... Certains aspects seront développés plus tard dans le travail, mais l'ensemble de ces contraintes ne seront pas détaillées.

L'agrégation SIR requiert l'accord préalable de l'Autorité des services et marchés financiers (FSMA). Une fois que le statut a été approuvé, les activités au sein des SIR sont soumises aux contrôles prudentiels de cette même autorité.

1. 1. 2. Pourquoi investir dans les SIR ?

Investir dans les sociétés immobilières réglementées a le vent en poupe depuis quelque temps déjà. En Belgique, les investisseurs n'ont pas à se plaindre compte tenu des rendements perçus sur les dernières années. En effet, les SIR belges se trouvent en seconde place (après la Suède) en termes de résultats ces cinq dernières années. Malgré un ralentissement de croissance prévu, l'analyste Gert de Mesure, spécialisé dans les SIR, estime qu'il est toujours intéressant d'investir dans l'immobilier coté. La croissance sera bel et bien présente, mais de manière plus lente. Selon lui, les investisseurs doivent se montrer plus prudents et diversifier un maximum leurs différentes actions dans des SIR issues de secteurs d'activités différents. ([Mampaey S., 2021](#))

Afin de renforcer ce qui vient d'être expliqué et étendre l'information au-delà de la Belgique, nous pouvons nous baser sur les [informations issues du site de NAREIT](#) (*National Association of Real Estate Investment Trusts*). En effet, il est mentionné que l'investissement dans des REITs a fait ses preuves par 5 différents avantages :

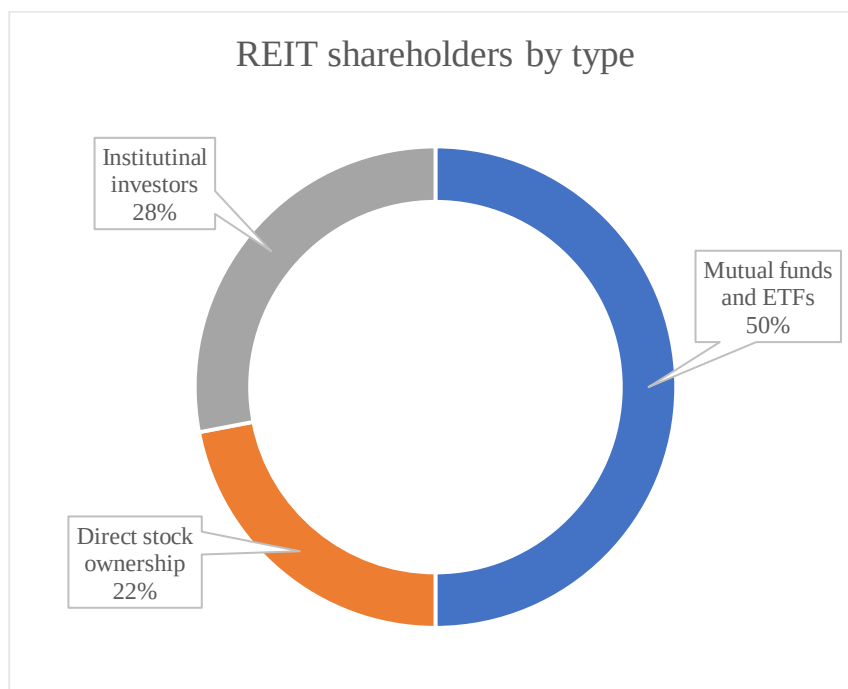
1. La performance compétitive avec des rendements à long terme très intéressants ;
2. Les rendements stables offerts par ces actions. Historiquement, les flux de revenus ont été réguliers malgré différentes conditions de marché ;
3. La liquidité avec la facilité de transaction et négociation boursière des actions issues des REITs ;

4. La transparence étant donné la surveillance présente sur le marché notamment par le contrôle d'analystes, d'auditeurs ... Ce qui permet d'assurer une certaine protection aux investisseurs ;
5. La diversification du portefeuille provenant des diverses législations.

L'association NAREIT est la représentante mondiale des REITs ainsi que pour les sociétés immobilières présentant un intérêt particulier à l'immobilier américain. Le but étant d'assurer que chaque personne ait une opportunité d'investissement dans l'immobilier.

Alors, qui investit réellement dans l'immobilier grâce à des placements dans les SIR ? Toujours sur base des informations présentées sur le [site Internet de NAREIT](#), il existe trois grands types d'investisseurs : les fonds commun de placement ou fonds négociés en bourse, des investisseurs directs quelconques et d'autres investisseurs institutionnels. Cela est représenté en *figure 1* du présent chapitre.

Figure 1: Répartition par type d'investisseurs dans les REITs, septembre 2020.
Source: Citigroup "New faces, New Places: An in-depth analysis of total REIT Equity Ownership".



Les SIR belges enregistrent de bonnes performances depuis longtemps déjà. Plusieurs raisons peuvent être énumérées cependant nous allons nous focaliser sur deux d'entre elles. La première raison étant la facilité de financement. Après la crise de 2008, il s'est avéré que les SIR belges avaient un accès plus simple aux crédits bancaires, contrairement aux autres SIR actives dans d'autres pays d'Europe. La deuxième raison s'explique par le rôle important joué par la bourse. Effectivement, les augmentations de capital sont, pour la plupart du temps, un

succès étant donné la bonne volonté des citoyens belges à investir dans de la brique. De ce fait, les SIR ont pu étendre leurs activités dans d'autres pays et ainsi devenir des acteurs jouissant d'une bonne réputation qui attirent les investisseurs ([Mampaey S., 2021](#)).

Afin d'intéresser les investisseurs, il est indispensable pour l'entreprise de faire bonne image et de continuer à se développer dans un climat de confiance totale. Pour progresser, une entreprise a besoin de stabilité notamment par une structure de financement optimale. Le choix de financement pour une entreprise s'avère être une facette déterminante de la stratégie financière de celle-ci. Afin de rendre optimale cette décision, il y a lieu d'analyser, au préalable, les différentes sources de financement présentes.

Le système bancaire joue un rôle primordial dans le financement des entreprises. En effet, celui-ci va notamment procurer les fonds nécessaires lors d'investissements ou fournir davantage de liquidités lorsque les fonds viennent à manquer. Cependant, malgré le fait que les banques répondent en grande partie aux besoins des entreprises, il existe également d'autres sources de financement. Les méthodes de financement alternatives peuvent être réalisées soit au travers des marchés financiers soit par le biais de placements privés ([Piette et Zachary, 2016](#)). Diverses sources de financement existent et vont être développées dans le point suivant. Il est à noter que cette liste est non-exhaustive et que cette dernière est en lien avec les divers moyens financiers analysés dans le cadre de l'étude de cas qui suivra.

1. 1. 3. Les méthodes de financement

Avant d'entrer dans les explications des moyens de financement en tant que tels, il y a lieu de redéfinir quelques concepts fondamentaux pour la compréhension des prochaines notions.

Chaque entreprise est tenue d'établir un bilan, ce bilan se compose d'une part de l'actif et d'autre part du passif. Le passif, qui constitue les ressources de l'entreprise, présente deux comptes à distinguer, à savoir : les capitaux propres et les dettes. Comme expliqué dans le livre de [Pascal Quiry et Yann Le Fur sur la finance d'entreprise](#) (20^e édition, chapitre 34, pages 713-714), il existe des différences fondamentales entre ces deux notions. D'une part **les capitaux propres** : la rémunération de ceux-ci dépend des profits de l'entreprise, la seule issue des capitaux propres se fait par la cession à un nouvel actionnaire (pas de remboursement envisageable) et le risque pour les actionnaires est lié au fait qu'en cas de faillite, les capitaux propres sont en bas de la liste des remboursements. D'autre part, **les dettes** : la rémunération

des dettes n'est pas impactée par le résultat de l'entreprise étant donné qu'il est fixé contractuellement. Les dettes ont une limite temporelle avec une échéance déterminée. En cas de faillite, les dettes sont placées en priorité dans les remboursements par rapport aux capitaux propres. Passons maintenant en revue différents moyens de financement.

1. 1. 3. 1. Le financement par fonds propres

Nous pouvons distinguer différents postes dans la partie des capitaux propres : le capital, les primes d'émission, les réserves et le résultat net de l'exercice. Dans le cadre des prochaines analyses, les notions de capital et de primes d'émission sont importantes. De manière simple, nous pouvons décrire le capital comme une représentation du patrimoine d'une entreprise. En ce qui concerne la prime d'émission, l'Institut Professionnel des Comptables et Fiscalistes agréés (IPCF) la définit comme étant « la différence entre le prix d'émission d'une nouvelle action ou part et la valeur nominale ou le pair comptable de l'action ou la part existante. Le pair comptable d'une action ou part s'obtient en divisant le capital souscrit de la société par le nombre d'actions ou parts existantes » (2008). Ces primes d'émission sont présentes dans le cadre d'une augmentation du capital et ont pour but d'amener, par le biais d'un supplément de prix, une valeur égale entre les nouvelles et anciennes actions ou parts.

Le financement par fonds propres se fera notamment par des augmentations de capital qui contribueront au développement des entreprises. Une augmentation du capital consiste en la création et la mise en circulation de nouvelles actions à destination des actionnaires nouveaux ou déjà existants. Le processus d'augmentation de capital est bien connu dans le monde des entreprises et ne concerne pas exclusivement le monde des SIR. Il existe différentes modalités pour ces augmentations, à savoir : par incorporation de réserves, par un apport en numéraire ou par un apport en nature.

1. 1. 3. 2. Le financement par endettement

L'endettement peut prendre différentes formes. Nous retrouvons les emprunts bancaires en recourant à des établissements de crédit, mais aussi les emprunts obligataires par l'émission de titres obligataires sur le marché financier.

Tout d'abord, un emprunt bancaire est défini dans le dictionnaire *Larousse* comme étant une dette contractée sur le marché des capitaux par l'État, une collectivité publique ou semi-publique et les entreprises privées à des conditions fixées d'avance (durée, taux d'intérêt,

régime fiscal ...). En d'autres termes, il s'agit d'une requête faite par une personne morale ou physique auprès d'un établissement de crédit pour la mise à disposition d'une somme d'argent.

En Belgique, l'octroi de crédits aux sociétés non financières par les banques résidentes ne cesse d'augmenter avec un taux de croissance qui passe de 3,8% en décembre 2021 à 4,7% à la fin mars 2022. Cette évolution est principalement expliquée par l'augmentation crédits court et long terme tandis que les crédits à moyen terme sont restés stables ([Banque Nationale de Belgique, 2022](#)). Les banques proposent différents types d'emprunts selon notamment la durée, la capacité de remboursement et le risque lié aux parties prenantes ([Anairi, 2017](#)). Dans certains cas, l'octroi de crédit sera approuvé en fonction des notations de *credit ratings* attribuées aux entreprises (davantage d'informations sur le sujet vous seront présentées plus tard dans le travail).

Le financement par endettement bancaire peut prendre la forme d'un crédit d'investissement. La [CBC Banque](#) définit un crédit d'investissement comme étant un crédit conclu à moyen ou long terme permettant d'acheter des actifs immobilisés. Il y a lieu d'entendre par actifs immobilisés un bien immobilier pour l'entreprise, des véhicules de société ou du matériel d'exploitation. Ce type de crédit donne ainsi la possibilité de financer les investissements d'une entreprise en plein développement.

Il est également possible pour les entreprises de contracter des crédits dits « revolving » ou plus connus sous le nom de crédits renouvelables. Ces crédits ont comme particularité de constituer une somme d'argent à disposition d'un emprunteur qui l'utilisera en fonction de ses besoins et ne paiera des intérêts que sur la partie de la somme utilisée. L'argent pris pour les différents investissements est ainsi réutilisable au fur et à mesure des remboursements ([Ducourant, 2009](#)).

Dans les dettes de certaines entreprises, nous retrouvons un poste de « location-financement ». Afin de mieux comprendre cette notion, nous pouvons utiliser l'apport légal théorique que nous procure la commission des normes comptables sur le sujet. Pour commencer, nous pouvons noter que lors de la prise de contrat de location-financement, la valeur du bien apparaît à l'actif du bilan du preneur avec, en contrepartie, une dette financière actée au passif. La distinction entre un contrat de location classique et un contrat de location-financement réside dans le fait que le capital investi par le donneur est intégralement reconstitué grâce aux redevances payées par le preneur. Ce même capital sera estimé en fonction de la valeur d'acquisition du bien concerné ou de la valeur de marché. Il est à noter que les redevances

payées par le preneur prennent également en compte les intérêts et charges en lien avec l'opération. On parle donc, grâce à ces crédits de location-financement, d'un droit d'usage à long terme sur les immeubles bâtis conclus dans le contrat. Certains contrats prévoient une clause d'option d'achat éventuelle à échéance ([Commission des normes comptables, 2015](#)).

Il existe également ce que l'on appelle un crédit-pont. Selon le [SPF Économie](#), ce type de crédit consiste en une avance de fonds sur une période déterminée dans l'attente des recettes d'une transaction future (2015). En d'autres termes, ce crédit servira à financer un nouveau bien immobilier pour la société en attendant les recettes de la vente d'un autre bien immobilier. La subtilité ici est que l'usage des fonds est défini de manière claire et limité à une transaction précise.

Les programmes de billets de trésorerie peuvent constituer un autre moyen de financement. Ces programmes sont considérés comme une source importante de financement pour les grandes entreprises. Il s'agit d'une des méthodes représentant un coût très faible pour l'entreprise ([Kahl, 2015](#)). On peut distinguer deux classes de billets de trésorerie : les *commercial papers*, conclus à court terme et le *medium term notes*, conclus à moyen ou long terme. Les billets de trésorerie sont une forme de crédit de trésorerie non spécialisé constituant « un titre de créance négociable au porteur, émis par une entreprise, constatant une créance productive d'intérêts que l'émetteur s'engage à rembourser à une échéance déterminée » ([Sauvageot, 2003](#)).

Une autre forme de financement est possible avec l'émission d'emprunts obligataires. C'est depuis la révolution industrielle que cette forme de financement a joué un rôle primordial dans le cadre du financement de grandes entreprises et de leurs projets. [Weber et Saravade](#) (2019b) définissent les obligations comme étant une forme d'investissement à revenus fixes mise en circulation par des entreprises. Les détenteurs de ces obligations, donc les investisseurs, prêtent de l'argent à l'entreprise émettrice à un taux d'intérêt préalablement fixé pour une période définie. Le retour financier issu de ces obligations sert donc à payer d'autres investissements. Selon le type de marché et la liquidité de l'obligation, les obligations seront négociées soit publiquement soit de gré à gré. Le prix de l'obligation dépendra de plusieurs éléments, à savoir : le degré de risque de crédit de l'entreprise émettrice, la durée et les conditions de marché général.

Depuis quelques années maintenant, les obligations dites vertes ont fait leur entrée sur les marchés financiers. Comme les obligations conventionnelles, les obligations vertes sont

utilisées dans le cadre de levée de fonds par les entreprises pour des investissements à long terme et moins risquées. La différence qui s'acte dans ce cas précis est que ces fonds doivent être destinés au financement de projets ou d'actifs « verts ». Il y aura donc lieu de justifier de manière transparente de quelle manière l'argent sera utilisé. De ce fait, ces obligations vertes ou aussi appelées « green bonds » font l'objet d'une labellisation. Le prix des obligations vertes s'apparente à celui des obligations traditionnelles avec comme différence un profil de risque plus faible au vu de l'aspect environnemental qui se cache derrière ([Weber et Saravade, 2019a](#)).

La notion de ligne de crédit est une notion très importante dans le monde du financement. Comme de fait, les lignes de crédits prennent une place importante en ce qui concerne le financement des entreprises dans de nombreux pays industrialisés ([Mounjib, 2005](#)). En 2009, Sufi s'est attardé sur l'analyse de l'utilisation des lignes de crédit. Son étude a démontré que 94,5% des entreprises notées par Standard & Poor's ont eu recours à l'utilisation de lignes de crédit entre 1996 et 2003. Ce type de crédit bancaire est utilisé par les entreprises pour s'assurer, durant une période définie, une certaine disponibilité de fonds sans devoir utiliser la somme dans sa totalité. Il est important de souligner que les entreprises sont contraintes de payer des CNU (commissions de non-utilisation) qui sont des frais liés à la proportion non utilisée du montant pris en ligne de crédit ([Agarwal et al., 2006](#)). L'utilisation des lignes de crédit présente plusieurs avantages avec notamment le renforcement de la trésorerie d'une entreprise et la mise à disposition d'une certaine sécurité sans s'endetter. De ce fait, en cas de nécessité, cela permet ainsi aux entreprises de disposer des fonds immédiats dans le cadre d'un financement ([Les ouvertures de ligne de crédit : les crédits confirmés, 2016](#)).

Maintenant que nous en savons un peu plus sur les diverses possibilités qui s'offrent aux SIR pour se financer, il y a lieu de se pencher sur d'autres aspects importants dans le cadre de cette analyse. Commençons par le processus d'octroi des crédits. De manière globale, l'octroi d'un crédit se base sur le profil de risque de l'entreprise. En ce qui concerne l'évaluation de ce risque, diverses entreprises spécialisées dans l'information et l'analyse financière peuvent attribuer une cotation à des entreprises. Les trois agences plus connues à ce jour sont : Standard & Poor's (S&P), Moody's et Fitch Ratings (Fitch). Ces dernières donnent des notations de crédit qui reflètent des opinions sur le risque de crédit de la contrepartie ainsi que sur la qualité de crédit et la probabilité de défaut d'une émission de dette telle qu'une émission obligataire faite par une entreprise ... L'utilité de ces cotations s'acte dans le fait que celles-ci vont servir à favoriser l'évolution et le bon fonctionnement des marchés des capitaux. Cela en assurant une

publication d'informations transparentes, sur les marchés publics ou privés, aux tiers qui seraient intéressés ([S&P Global Ratings, 2022](#)).

Une fois que l'entreprise contracte de la dette, il y a lieu de contrôler son ratio d'endettement qui mesurera l'indépendance financière. Ce ratio est déterminant pour les SIR étant donné qu'il s'agit d'un indicateur limité (65%) d'attribution du statut. Les entités peuvent modifier leurs taux d'endettement de quatre manières : (1) restructuration du capital, soit sur base des investissements existants, soit en contractant de nouvelles dettes pour réduire les fonds propres, soit en remboursant la dette grâce à de nouveaux fonds propres ; (2) liquidation d'actifs existants pour réduire les fonds propres ou rembourser la dette grâce aux liquidités tirées de l'opération ; (3) investissement de nouveaux projets financés par de la dette ou des fonds propres de manière disproportionnée ; (4) augmentation ou diminution, par des dividendes ou rachats d'actions, de la part des bénéfices distribués. La rapidité à laquelle l'entreprise veut que son ratio d'endettement varie, déterminera quelle méthode sera adoptée par l'entreprise. Il sera aussi judicieux de prendre en compte les besoins de l'entreprise, la qualité des investissements futurs et la possibilité de liquidation sur le marché des investissements présents ([Damodaran, 2006](#)). Cependant, pour la quatrième alternative, les SIR doivent faire attention au taux minimum de distribution de dividendes imposé par le statut.

Les emprunts peuvent être conclus à taux fixes ou à taux variables. Dans le cas où l'entreprise déciderait de se financer à taux variables, il existe des instruments financiers qui permettront de limiter le risque lié à la fluctuation des taux d'intérêt. Les entreprises portent donc une attention particulière à ce ratio de couverture dans le cadre de leur stratégie de financement, car les programmes de couverture représentent également un coût.

1. 1. 4. Avantages et inconvénients de l'endettement

Nous pouvons dès lors énumérer les désavantages qu'amène l'endettement. Le premier étant les « *bankruptcy costs* » traduit comme étant les coûts de faillite. Ces coûts sont en lien avec la probabilité de faillite d'une entreprise qui augmente lorsque l'entreprise opère dans un environnement perpétuellement changeant ou quand les besoins en fonds de roulement de l'entreprise sont très variables. Pour connaître le montant de ces coûts, il y a lieu d'additionner les coûts directs (à savoir : les coûts légaux) et les coûts indirects (à savoir : la perte financière liée à la perception de faillite). Le second désavantage est lié à la théorie de l'agence et les coûts en découlant. Un coût d'agence provient d'un désaccord entre les gestionnaires ou les détenteurs d'obligations et les actionnaires sur la manière dont les affaires sont gérées. Ces

conflits peuvent provenir des différents objectifs de ces acteurs : les gestionnaires veulent maintenir leur emploi et bénéficier d'un salaire avantageux, les détenteurs d'obligations attendent un paiement régulier des intérêts et les actionnaires eux sont principalement intéressés par le retour sur leurs actions avec une augmentation de prix et les dividendes. Les coûts d'agence font donc référence aux coûts associés à la relation entre les gestionnaires qui gèrent les entreprises sous la supervision des actionnaires, tout en gardant à l'esprit que les détenteurs d'obligations seront prioritaires dans le remboursement en cas de faillite ([Damodaran, 2006](#)).

Il est évident qu'au-delà de ces inconvénients, la prise de dette apporte des avantages. Premièrement, nous pouvons référencer l'avantage fiscal lié à la déductibilité des charges d'intérêts. Il serait donc logique pour les entreprises faisant face à un taux d'imposition plus élevé à contracter plus de dettes et ainsi déduire la base imposable. Deuxièmement, un autre avantage provient du fait que les dirigeants gestionnaires sont amenés à être plus disciplinés dans leurs choix d'investissements ([Damodaran, 2006](#)).

1. 1. 5. Diversification des méthodes de financement

Avec l'ensemble de ces divers moyens de financement, les entreprises font face à un exercice périlleux : trouver la combinaison parfaite qui maximisera les disponibilités de fonds tout en minimisant les coûts induits par les dettes. Une diversification accrue des moyens de financement permettrait d'assurer une certaine stabilité à l'entreprise.

Les entreprises peuvent choisir entre cinq méthodes pour optimiser leurs structures de financement. La première méthode est celle par le **résultat d'exploitation** et consiste en l'analyse des données historiques de résultats d'exploitation qui permettra d'établir une distribution des résultats. Le montant que l'entreprise sera susceptible d'emprunter sera alors déterminé sur base de cette distribution. La seconde méthode est celle du **coût du capital**. Le coût du capital est déterminé par la moyenne pondérée des coûts de l'endettement, des fonds propres et des actions privilégiées avec des pondérations définies en valeur de marché. Les coûts de financement, eux, sont considérés comme les coûts actuels. L'entreprise considérera comme constants les investissements présents en modifiant les proportions d'endettement et de fonds propres pour ainsi déterminer le coût du capital pour chaque part. La troisième méthode portera sur le **différentiel de rendements**. Les entreprises vont, pour ce faire, analyser les effets du changement du ratio d'endettement sur le rendement des fonds propres et sur les coûts liés. La littérature indique que ces deux variables tendent à augmenter lorsque le ratio d'endettement augmente, cependant il s'agit de déterminer un ratio d'endettement qui maximisera l'écart entre

le rendement des fonds propres et les coûts liés à ceux-ci. La quatrième méthode sera celle par la **valeur actuelle ajustée**. Pour que cette méthode soit réalisable, il faudra connaître la probabilité de défaillance pour tous les niveaux du ratio d'endettement ainsi que les coûts directs et indirects du coût total de faillite. Grâce à cela, la valeur de l'entreprise pourra être estimée aux différents niveaux d'endettement en soustrayant la valeur actuelle des coûts de faillite estimés de la somme de la valeur actuelle des économies fiscales en lien avec l'endettement et la valeur de l'entreprise non endettée. La cinquième et dernière méthode possible sera la **comparaison avec les pairs**. Il s'agira donc d'analyser les données d'entreprises considérées comme similaires et ainsi juger si le taux d'endettement propre peut être estimé comme correct ([Damodaran, 2006](#)).

1. 1. 6. Les SIR versus les entreprises classiques

Tout comme les SIR, les entreprises que l'on qualifiera de plus classiques peuvent se financer par fonds propres ou par dettes. Les méthodes de financement qui s'offrent aux SIR sont également accessibles aux entreprises classiques. Cependant, nous allons essayer de comprendre s'il existe des différences fondamentales entre leurs modes de financement.

Afin de se rendre compte, il y a lieu de faire une brève analyse des derniers rapports annuels d'autres entreprises, le choix s'est porté sur : [Colruyt Group](#), [Elia Group](#) et [Proximus](#). Colruyt Group présente dans son bilan des emprunts bancaires, des obligations, mais à priori pas de billets de trésorerie ni de lignes de crédit. Le financement au sein d'Elia Group se fait également par des emprunts bancaires, mais aussi par des dettes de location-financement, des crédits renouvelables, des obligations et des billets de trésorerie. Proximus a contracté des emprunts bancaires pour se financer, mais aussi des obligations classiques et vertes ainsi que des lignes de crédit. Proximus a également procédé à des programmes de billets de trésorerie avec des *medium term notes et des commercial papers*. Jusqu'ici, on ne peut pas conclure que leur financement se différencie forcément des SIR.

En plus de cela, toutes ces entreprises procèdent à des augmentations de capital. C'est ici que va s'acter une différence : la fréquence à laquelle les SIR procèdent à des augmentations de capital. Les entreprises classiques sont généralement plus dépendantes du financement bancaire et procèdent à des augmentations de capital dans des situations bien précises. Par exemple, les entreprises peuvent racheter un concurrent en finançant cela par une augmentation de capital. Mais aussi, en cas de faibles performances, les entreprises peuvent trancher sur des décisions de changements opérationnels, mais également financiers avec notamment une

négociation nouvelle des dettes, un changement dans la politique des dividendes, mais aussi une augmentation de capital ([Severin & Dhennin, 2003](#)). Les SIR, elles, considèrent le processus d'augmentation de capital comme une méthode de financement commune et fréquemment utilisé. Nous le verrons au fur et à mesure des analyses qui feront l'objet du [point 1.3](#).

1. 2. Méthodologie

Cette partie présente les différentes étapes réalisées dans le cadre de l'analyse des méthodes de financement des sociétés immobilières réglementées cotées en bourse.

1. 2. 1. Cible de l'étude

Premièrement, il y a eu lieu de choisir des entreprises à étudier. Les SIR belges, actuellement au nombre de 18, étendent leurs activités à plusieurs secteurs, notamment : l'immobilier commercial, l'immobilier de soins, l'immobilier logistique ... Certaines sont spécialisées dans un secteur particulier tel qu'Aedifica dans le secteur de soins de santé et d'autres sont diversifiés tels que Cofinimmo, active dans le secteur des bureaux, des soins de santé et autres. Le *tableau 1*, inspiré du livre de [Gert de Mesure « GVV'S van A tot Z », 2021](#), présente les différentes SIR belges ainsi que leurs secteurs d'activités.

*Tableau 1. Liste des SIR belges avec les secteurs d'activités (situation fin 2020).
Source: De Mesure, G., "GVV's van A tot Z", 2021,*

	BUR	RESI	SOIN	LOG	COM	ETUD	Autres
<i>Aedifica</i>			100%				
<i>Ascencio</i>					100%		
<i>Befimmo</i>	100%						
<i>Care Property Invest</i>			100%				
<i>Cofinimmo</i>	30%		59%				11%
<i>Home Invest Belgium</i>	3%	89%	1%		7%		
<i>Immo Moury</i>	21%	27%		20%	16%		16%
<i>Inclusio</i>		100%					
<i>Intervest Offices & Wareh.</i>	37%			63%			
<i>Leasinvest RE</i>	47%			6%	47%		
<i>Montea</i>				100%			
<i>QRF</i>					100%		
<i>Retail Estates</i>					100%		
<i>VastNed Belgium</i>					100%		
<i>Warehouses Estates</i>	12%			19%	67%		2%
<i>Warehouses De Pauw</i>				100%			
<i>Wereldhave Belgium</i>	10%				90%		
<i>Xior</i>	3%				1%	93%	3%

BUR bureau – **RESI** résidentiel – **SOIN** soins de santé – **LOG** logistique – **COM** commercial – **ETUD** kots étudiants

Pour l'analyse qui suivra, mon choix s'est porté sur les trois entreprises suivantes : Aedifica, Retail Estates et Warehouses De Pauw (ci-après WDP). Ces entreprises représentent des acteurs majeurs dans le monde des SIR et sont toutes les trois issues de secteurs d'activités différents.

1. 2. 2. Collecte des données

Dans le but d’avoir une analyse pertinente, une collecte de données est indispensable. Ces données sont disponibles au sein des informations publiques pour chaque société sélectionnée. Les données qui nous seront utiles sont présentes dans les rapports annuels publiés. Il sera dès lors possible de voir quel type de dette est utilisé ainsi que les tendances concernant les capitaux propres. Dans la partie analyse de ce travail, la politique de couverture des taux et le taux d’endettement seront également analysés pour les différentes entreprises.

1. 2. 3. Méthode d’analyse

L’ensemble des données analysées est présenté en [annexe 1](#). Une fois que la récolte de données a été réalisée, il y a lieu de dresser deux types d’analyse afin de mieux comprendre les tendances dans le financement des SIR. Premièrement, l’analyse verticale servira à déterminer la proportion en pourcentage d’un poste par rapport à un autre poste commun ([annexe 2](#)). Grâce à cela, nous aurons un aperçu de la diversification de la structure de financement des sociétés analysées. Deuxièmement, il sera également intéressant de voir dans quelle mesure les données ont évolué ces dernières années. C’est pourquoi une analyse horizontale en pourcentage ([annexe 3](#)) et en montants a été réalisée sur un échantillon de données qui s’étend de 2012 à 2021 ([annexe 4](#)).

Concernant les taux de couverture, le changement de ces derniers sera étudié et ensuite nous nous attarderons sur la stratégie mise en place par les entreprises pour les années à venir. Pour le taux d’endettement des entreprises, nous étudierons comment celui-ci varie au fur et à mesure des années. Les informations concernant les taux de couverture et le taux d’endettement se trouvent en [annexe 5](#).

1. 3. Analyse des données

1. 3. 1. Étude de cas : Aedifica

Créée en 2005, l'entreprise, spécialisée dans le domaine de l'immobilier de santé en Europe, est devenue un acteur international de référence. Avant de se particulariser dans le secteur de santé, l'entité comptait dans son portefeuille des immeubles d'appartements ainsi que des hôtels. Ce n'est qu'une dizaine d'années après le lancement que l'entreprise s'est concentrée dans l'immobilier de santé en se détachant des activités non stratégiques. L'entreprise est aujourd'hui active dans huit pays d'Europe, à savoir : Allemagne, Belgique, Espagne, Finlande, Irlande, Pays-Bas, Royaume-Uni et Suède.

Avec un taux de croissance annuel moyen de 28%, le portefeuille n'a cessé d'augmenter depuis sa création. Sur base des informations issues du rapport annuel 2020/2021, l'entreprise a clôturé son année avec une juste valeur du portefeuille d'un peu moins de 4,8 milliards €. C'est évidemment sans surprise que cette croissance a dû être financée par le biais d'actionnaires existants ou nouveaux. L'entreprise a levé des fonds grâce à sept augmentations de capital au cours des dernières années. Cette accessibilité aisée aux fonds prouve la confiance du marché envers l'entreprise. En mars 2020, cette confiance a d'ailleurs été renforcée par l'entrée d'Aedifica dans l'indice boursier d'Euronext Bruxelles : le BEL20. L'entreprise est cotée sur Euronext Bruxelles, Euronext Amsterdam et a récemment fait son entrée à la Bourse de Luxembourg (*Euro MTF Market*) (Aedifica, [CP du 11/03/2020](#) et [CP du 10/11/2021](#)).

Comme mentionné dans la partie expliquant la méthodologie, il est possible que certaines entreprises se voient accorder des notations. Aedifica s'est vu octroyer la note de BBB avec une perspective stable par S&P Global pour la première fois en août 2021. L'agence d'analyse explique que cette note reflète la robustesse du bilan et du modèle économique de l'entreprise. De plus, la perspective stable est traduite notamment par la durée des baux particulièrement longue (durée moyenne résiduelle des baux de 20 ans selon le rapport annuel 2020/2021) et des conditions démographiques favorables liées à l'activité (vieillesse de la population) ([CP du 30/08/2021](#)).

En ce qui concerne les dettes financières entre la période qui s'étend de 2012 à 2018, l'entreprise s'est uniquement financée par des emprunts bancaires (voir [annexe 1](#)). Entre 2012 et 2018, les emprunts conclus sont passés de 296 à 740 millions € soit un taux de croissance égal à 150%. Il est à noter que ces emprunts bancaires sont composés, depuis 2010, de crédits

d'investissements amortissables. Ces crédits préexistaient dans les sociétés immobilières ayant soit été acquises soit absorbées par Aedifica dans le cadre de son expansion. Durant cette période, l'entreprise a également conclu des lignes de crédit pour divers montant afin d'assurer une réactivité optimale lors d'une opportunité d'investissement ([CP du 10/11/2021](#)).

C'est seulement depuis 2018 qu'Aedifica a commencé à diversifier davantage ses dettes. En effet, les emprunts bancaires sont désormais composés également de crédit revolving et de crédit-pont. Depuis, chaque année, une partie du crédit-pont est remboursé grâce aux capitaux levés dans le cadre d'une augmentation de capital ([CP du 04/09/2019](#)).

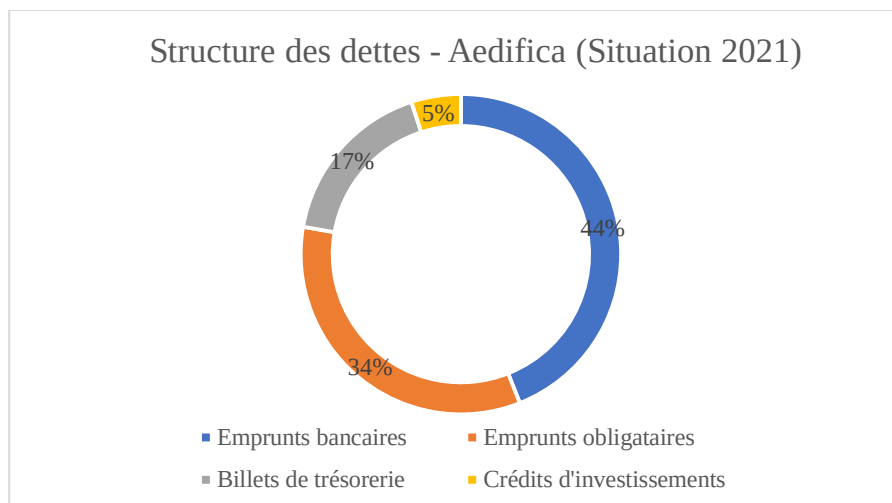
Toujours dans une optique de diversification des sources de financement, l'entreprise a mis en place un programme de billets de trésorerie en 2018. Ce programme permet ainsi à Aedifica de contracter des crédits auprès d'investisseurs professionnels à court ou long terme. Afin d'assurer un refinancement dans la situation où les conditions de marché ne sont pas favorables à un potentiel placement ou prolongation des billets de trésorerie, l'entreprise a décidé de faire en sorte de couvrir totalement l'émission par des disponibilités confirmées de lignes de crédit à long terme. Depuis lors, la valeur des billets de trésorerie ne cesse d'augmenter, et ce toujours afin d'assurer la dynamique d'expansion de l'entreprise ([CP du 25/07/2018](#)).

[Dans un article de l'Écho](#) publié en 2021, le CEO d'Aedifica, Stefaan Gielens, confie qu'il existait une forte demande des investisseurs pour la mise en place d'un plan d'obligations durables. C'est pourquoi, en 2021, l'entreprise a répondu à la demande en réalisant sa première émission d'obligations durables de 500 millions €. En réponse à cette nouvelle offre, un carnet d'ordres d'une valeur de 1,8 milliard € a été dressé, soit près de 4 fois la taille initiale de la transaction. Les obligations qui ont été émises paient un coupon fixe de 0,75% par an, et ce pour une durée de 10 ans. Le produit tiré de cette émission sera consacré pour financer des biens immobiliers de santé écologiquement durables. Cette émission a d'ailleurs été validée par Vigeo Eiris, une agence de notation sociale et environnementale, dans le cadre d'un [second party opinion](#). Cette dernière considère que le cadre de travail de l'émission obligataire faite par Aedifica respecte les conditions applicables aux principes d'obligations vertes, de prêts verts ainsi qu'aux principes d'obligations dites sociales.

Pour finir sur la structure des dettes au sein de l'entreprise, nous allons nous attarder sur les proportions des dettes prises. Comme déjà mentionné, l'entreprise s'est longuement financée par dettes bancaires, il y a ensuite eu l'émission de billets de trésorerie et finalement

une poursuite de la diversification avec des emprunts obligataires. Si l'on prend les informations disponibles dans le dernier rapport annuel de l'entreprise (2020/2021), nous pouvons dresser un support visuel de la structure des dettes repris en *figure 2*.

Figure 2: Structure des dettes - Aedifica (Situation 2021). Source: Auteur, sur base du rapport annuel 2020/2021.



Sur la période étudiée, on peut également s'apercevoir que la valeur du capital n'a cessé d'augmenter. En effet, sur dix années, celui-ci est passé de 181 millions € à 917 millions €. Ces augmentations de capital ont évidemment servi à l'expansion de l'entreprise. L'ensemble des augmentations de capital ont été faites sous forme d'apport en numéraire ou d'apport en nature. Un [document](#) promotionnel pour Aedifica rédigé par la Banque ING explique les buts principaux des différentes augmentations :

- Le remboursement de crédit-pont servant au financement d'acquisition de portefeuille immobilier ;
- Le financement de la mise en œuvre du pipeline c'est-à-dire le montant nécessaire à prévoir pour les différents projets de construction, de rénovation et d'acquisition ;
- Le placement dans de nouveaux investissements complémentaires en immobilier de santé.

Toujours dans la structure des capitaux propres de l'entreprise, on voit que la valeur de prime d'émission ne cesse d'augmenter et de prendre une part plus importante dans la proportion des composants des capitaux propres. Par exemple, la répartition capital versus prime d'émission de 2012 représentait respectivement 67,6% et 12,8% du total des capitaux propres, en 2021, cette proportion est désormais de 32,9% et 46,7% (le reste des composants étant les réserves, l'affectation du résultat et les intérêts minoritaires). Cela semble logique étant donné que le nombre d'actions émis par l'entreprise a été multiplié par cinq sur les dix dernières

années en passant de 7 millions d'actions en circulation à maintenant 36 millions (rapport annuel 2020/2021).

Comme mentionné dans la revue de la littérature en lien avec la première partie de ce mémoire, les SIR sont soumises à diverses obligations pour pouvoir continuer de jouir de leur statut leur donnant droit à un régime fiscal avantageux. L'une des conditions principales, régie par l'article 23 de l'A.R. SIR, limite le taux d'endettement des entreprises à 65% du total des actifs statutaires ou, selon la situation, consolidés. Dans le cas où le taux d'endettement d'une SIR et de ses filiales dépasserait 50% des actifs consolidés, l'entité concernée doit dresser un plan financier joint d'un calendrier d'exécution afin de développer les mesures prises dans le but de ne pas atteindre les 65% limite. Sur base de l'historique de données récolté pour une période de 10 ans, Aedifica respecte bel et bien ce seuil et n'a jamais dû procéder à l'élaboration d'un plan financier étant donné que la limite de 50% n'a, elle non plus, été dépassée. L'entreprise a clôturé son année avec un taux de 42,6% (calculé sur base de l'A.R. SIR, mentionné dans le rapport annuel 2020/2021) et a un taux moyen égal à 41,8% sur un historique de 10 ans.

L'entreprise se finance avec une grande partie de dettes financières à taux d'intérêt variable. Cela lui permet de profiter de taux d'intérêt bas sur la partie non couverte de la dette, le cas échéant. Pour couvrir le risque de taux lié à une potentielle hausse de ceux-ci, l'entreprise mène une politique de sécurisation par des instruments de couverture des taux d'intérêt de minimum 60 % de ses dettes financières (tant existantes que probables). Les informations concernant les ratios de couverture établis dans l'entreprise ne sont disponibles qu'à partir de 2018. Globalement, ces ratios tournent dans les 90% en atteignant même 98,00% de taux de couverture en 2019. Néanmoins, en 2020, Aedifica couvrait ses montants variables à hauteur de 79%. Ce taux, plus bas qu'à son habitude, est expliqué par l'entreprise de la manière suivante : ils se sont basés sur le fait qu'un accroissement des taux d'intérêt nominaux sans une augmentation de l'inflation simultanée engendre une augmentation des taux d'intérêt réels. La seule compensation possible serait une croissance des revenus locatifs grâce à une indexation (rapport annuel 2019/2020).

1. 3. 2. Étude de cas : Retail Estates

Retail Estates sa a fait son introduction en bourse et sa première cotation sur Euronext Bruxelles en 1998. Une vingtaine d'années plus tard, au moment de l'anniversaire de l'entreprise, celle-ci a commencé à étendre ses activités aux Pays-Bas et a de ce fait eu une cotation supplémentaire sur Euronext Amsterdam. Retail Estates sa est une SIR spécialisée dans la mise à disposition de surfaces commerciales situées en périphérie des agglomérations ou à proximité des axes routiers menant aux centres urbains. Au 30 septembre 2021, Retail Estates comptait 988 immeubles dans son portefeuille, ayant une superficie commerciale d'un peu moins de 2 millions de m², répartie en Belgique et aux Pays-Bas (rapport annuel 2020/2021).

L'entreprise porte une attention particulière à la diversification de son portefeuille d'un point de vue des secteurs de commerce de détail au sein même de leurs locataires. Cela est surveillé afin de limiter une quelconque évolution négative du marché dans le cas d'une conjoncture baissière. En effet, tous les secteurs ne sont pas impactés de la même manière dans une éventuelle baisse de chiffre d'affaires (rapport annuel 2020/2021).

Sur le [site officiel de l'entreprise](#), l'entreprise souligne quelques caractéristiques de la dette, à savoir :

- La diversification au sein même des banques partenaires et le marché d'obligation ;
- L'échelonnement des emprunts ;
- La mise en œuvre d'une politique de couverture via des instruments financiers sur le long terme ;
- L'entretien d'une relation stable et sur le long terme avec les partenaires bancaires.

Les investissements effectués par l'entreprise sont financés par une combinaison de fonds propres et d'emprunts. Comme Aedifica, l'entreprise Retail Estates s'est longuement financée par dettes bancaires. En 2012, le total des dettes de l'entreprise s'élevait à près de 274 millions €. Dans le dernier rapport annuel publié par l'entreprise, le montant des dettes est maintenant de 892 millions €, soit une augmentation de 226% sur une dizaine d'années.

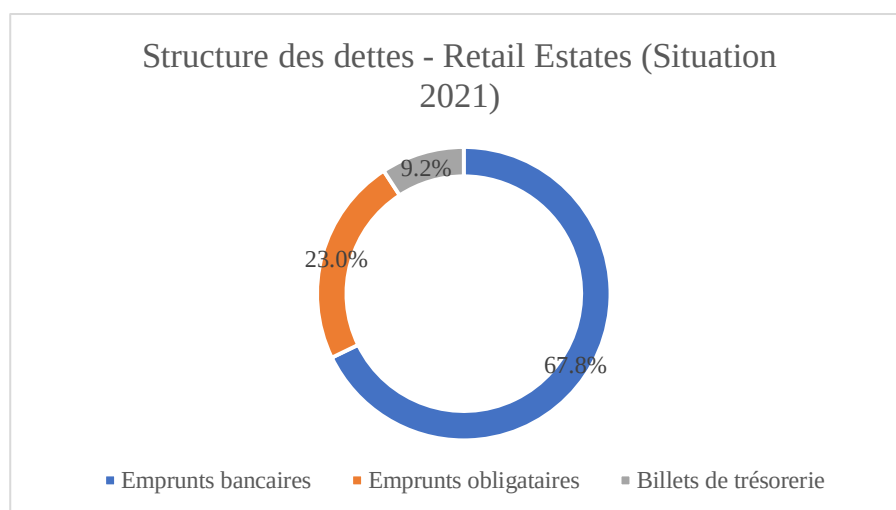
La diversification des sources de financement a commencé plus tôt chez Retail Estates que chez Aedifica. C'est en 2016 que Retail Estates a réalisé sa première émission d'emprunt obligataire de 30 millions €. Pas moins de 86% de ces obligations ont été émises à un taux d'intérêt flottant. Concernant le reste des obligations, émises à un taux d'intérêt flottant, l'entreprise proposait un rendement annuel brut de quelque 2,9%. Dans le [communiqué de](#)

[presse](#) à ce sujet (29/04/2016), il est mentionné que les revenus générés par cette émission seront utilisés à des fins professionnelles générales, mais également au développement de la diversification des ressources financières. La même année, une autre opération du même type a été placée auprès d'investisseurs institutionnels, et ce pour 25 millions € ([CP du 13/06/2016](#)). L'entreprise a terminé son année 2016 avec un montant total équivalant à 85 millions € d'obligations nouvellement émises. Ce montant est resté stable jusqu'en 2020, moment où l'entreprise a, de nouveau, clôturé avec succès un placement privé d'obligations pour une valeur totale de 75 millions €.

En parallèle de ces diverses émissions obligataires, l'entreprise dispose, en 2017, d'un programme de billets de trésorerie de maximum 50 millions. Ce programme est entièrement garanti de refinancement par les lignes de back-up ou des lignes de crédit non utilisées dans la situation où le placement ou le prolongement n'est plus possible (rapport annuel 2016/2017). Le montant alloué à ces billets de trésorerie n'a cessé d'augmenter pour atteindre un montant de 82 millions € en date du dernier rapport annuel publié.

Pour résumé, Retail Estates sa possède une structure de financement bien claire avec : des emprunts bancaires, des emprunts obligataires et des billets de trésorerie comme vous pouvez le voir en *figure 3*.

Figure 3: Structure des dettes – Retail Estates (Situation 2021). Source: Auteur, sur base du rapport annuel 2020/2021.



Au cours de la période étudiée, nous pouvons également constater que la valeur du capital ne cesse de croître. En effet, le montant des capitaux propres a été multiplié par trois en dix ans. Cela est évidemment expliqué par toute une série d'augmentation de capital soit sous forme d'apport en numéraire ou d'apport en nature. Dans les apports en nature, on retrouve un

apport particulier fait en juillet 2019 à savoir une augmentation de capital par apport d'une créance. En effet, lorsque le conseil d'administration a mis en place l'émission de nouvelles actions, l'entreprise a remarqué l'apport d'une créance d'un montant conventionnel de 3,61 millions € ([CP du 26/07/2019](#)).

Au vu des nombreux processus d'augmentation de capital au cours des dix dernières années, il est logique que le montant repris dans le poste « prime d'émission » au bilan ait fait qu'augmenter. D'un point de vue de la structure bilantaire, la proportion capital versus prime d'émission reste à peu de chose près identique au fur et à mesure des années (35% - 40%). En date du dernier rapport annuel disponible (2020/2021), le nombre d'actions de Retail Estates sa en circulation s'élève à 12,6 millions contre 5,4 millions en 2012.

Le taux d'endettement d'une société immobilière réglementée est très important. En effet, il s'agit d'un des critères à respecter pour jouir de ce statut donnant droit à un régime fiscal avantageux. Pour rappel, ce taux est limité à 65% du total des actifs statutaires ou, selon la situation, consolidés. Sur base de l'historique des données récoltées dans le cadre de cette analyse, on s'aperçoit que le taux d'endettement de l'entreprise, calculé selon l'A.R. SIR, est supérieur à 50% (sauf en 2014 et 2016 avec respectivement un taux de 49,1% et 49,9%). Retail Estates sa acte un taux d'endettement qui oscille généralement entre 50% et 55%.

En vertu de l'article 24 de l'A.R. SIR, lorsque le taux d'endettement consolidé et celui des sociétés de périmètre franchit la limite de 50% des actifs consolidés de la SIR, il y a obligation d'établir un plan financier joint d'un calendrier d'exécution. Le plan financier sert à donner des explications concernant les mesures mises en place destinées à éviter que le taux d'endettement ne dépasse la limite ultime de 65% des actifs consolidés. Ledit document fait l'objet d'une confirmation des fondements économiques, de la cohérence des chiffres en lien avec la comptabilité de la SIR dans un rapport spécial du commissaire. En date du dernier rapport annuel, Retail Estates sa déclare qu'aucune autre disposition n'est nécessaire pour prévenir un dépassement du taux d'endettement de 65%. L'entreprise émet son intention claire de maintenir, sur le long terme, un taux entre 50% et 55%.

Comme expliqué dans l'étude de cas d'Aedifica, il y a lieu pour les SIR de couvrir une partie ou tous les emprunts conclus à taux flottants. C'est-à-dire donc que les entreprises vont acheter des instruments financiers dans le but de limiter le risque lié à la fluctuation des taux d'intérêt. Retail Estates sa rend sa politique de couverture publique depuis de nombreuses années maintenant. Sur la période étudiée, de 2012 à 2021, le taux de couverture le plus bas

était de 75,6% (2018) et le plus haut de 98,3% (2014). En moyenne, le taux s'approche des 90% chaque année et la durée des instruments s'aligne à celle des crédits sous-jacents. Sans cette protection, une augmentation des taux d'intérêt mènera automatiquement à une augmentation des charges financières et de ce fait à une diminution du résultat net de l'entreprise.

Sur base d'un graphique présenté sur le [site même de l'entreprise](#), on peut déduire la stratégie de couverture mise en place pour les années à venir. En effet, l'entreprise garantit un ratio de couverture supérieur à 80% jusqu'en 2024 et un ratio prévisionnel de 77% en 2025.

1. 3. 3. Étude de cas : Warehouses De Pauw

Warehouses De Pauw (ci-après WDP) a vu le jour en 1977 et n'a cessé de croître depuis cela en étant actuellement actif dans sept pays d'Europe. L'entreprise est une société immobilière réglementée devenue un acteur de référence et est spécialisée dans l'immobilier semi-industriel et logistique. Celle-ci est considérée comme le leader sur le marché au Benelux. En date du dernier rapport annuel (2020/2021), l'entreprise comptait 6 millions de m² de superficie louable d'entrepôts. La juste valeur du portefeuille immobilier de l'entreprise, y compris la valeur des installations de panneaux solaires, s'élève, en 2021, à 6 milliards €. Les actions WDP sont cotées sur Euronext Bruxelles et Amsterdam. En 2019, l'entreprise a fait son entrée effective dans l'indice du Bel 20 après vingt années de cotation en bourse.

WDP porte beaucoup d'attention à la question climatique en lien avec les différentes opportunités commerciales qui s'offrent à elle et à l'aspect durable de son activité. En effet, WDP prend en considération l'efficacité énergétique, la diminution des émissions de CO₂, le désamiantage ... et bien d'autres actions. Grâce à leurs ambitions en matière climat, les initiatives prises ont mené à l'obtention d'une certification BREEAM (*Building Research Establishment Environmental Assessment Method*¹). Cette certification est donnée par l'organisme privé Building Research Establishment spécialisé dans l'analyse et l'évaluation de la durabilité des bâtiments. Cela renforce l'image de l'entreprise et répond ainsi à la demande grandissante des investisseurs pour des investissements plus responsables. En effet, selon une étude de l'Institut Fédéral pour le Développement durable, après une croissance de pas moins de 98,4 %, à la fin 2020, le volume total de l'investissement durable en Belgique atteignait un peu plus de 96 milliards d'euros ([Du belge et du bon belge, Warehouses De Pauw et KBC Ancora, 2021](#)).

Sur base de la période étudiée, nous pouvons nous apercevoir que WDP a commencé la diversification des dettes financières plus tôt que les deux entreprises paires analysées. On peut supposer que ceci vient du fait que l'entreprise est active depuis plus longtemps. En effet, l'entreprise a, cette année, soufflé ses 45 bougies. Cette dernière exprime son souhait d'assurer un financement idéal avec pour objectif une gérance proactive du capital, une balance optimale entre les capitaux propres et fonds externes, une diversification des moyens de financement et un bon échelonnement des engagements (rapport annuel 2020/2021).

¹ « Méthode d'évaluation du comportement environnemental des bâtiments développé par Building Research Establishment ».

Nous retrouvons ainsi, dans la structure de financement, des emprunts bancaires, des emprunts obligataires, de la location-financement et un programme de billets de trésorerie. À noter également qu'un poste « autres » est mentionné dans différents rapports annuels, mais que les montants sont insignifiants et qu'il n'y a pas d'information complémentaire à ce propos.

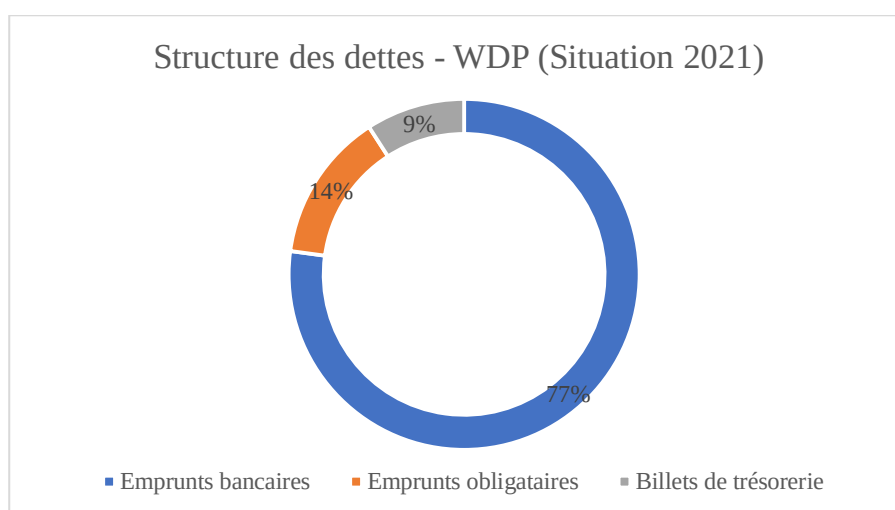
Au fil des années, la plus grosse partie des dettes de l'entreprise est restée la part des emprunts bancaires. En effet, la part moyenne s'élève à 66% sur les dix dernières années. Le montant de cette dette bancaire n'a fait qu'augmenter et a triplé en passant de 484 millions en 2012 à 1,7 milliard €.

En 2013, WDP a avancé sur sa stratégie financière avec son premier placement obligataire pour un montant de 50 millions € pour une durée de sept ans. Les revenus nets issus de cette transaction ont servi à rémunérer les différents plans de croissance mis en place à l'époque (rapport annuel 2012/2013). Depuis, le montant des emprunts obligataires n'a cessé d'augmenter et d'autres opérations ont été placées auprès des investisseurs institutionnels dans le même but.

Il semblerait que la dette de location financement, prise depuis au moins 2012, ait été acquittée depuis 2017 sans renouvellement.

Le montant total des dettes financières est passé de 659 millions (2012) à 2,2 milliards € (2021) (rapport annuel 2020/2021) et est structuré de la manière suivante (*figure 4*) :

Figure 4: Structure des dettes - WDP (Situation 2021). Source: Auteur, sur base du rapport annuel 2020/2021.



Tout comme les autres entreprises analysées, WDP a mis en place un programme de billets de trésorerie. La part de cette méthode de financement est différente dans les entreprises paires. En effet, chez Aedifica, le montant des billets de trésorerie représente un peu plus de 17% du total des dettes financières, chez Retail Estates, cela représente 9% et finalement chez WDP un petit 9% également. Il est à souligner que, chez WDP, la valeur de ces billets n'a pas connu une croissance importante étant donné que le montant est passé de 145 millions à 200 millions € en dix ans, soit un taux de croissance de 38%. Si la situation arrive qu'il ne soit pas possible de placer ou prolonger le programme de billets de trésorerie, l'entreprise a fait en sorte de le couvrir en prenant des garanties avec des lignes de crédit de back-up et des facilités de crédit non utilisées.

L'évolution du poste « prime d'émission » et « réserves » est la raison de l'augmentation de la valeur totale des capitaux propres de l'entreprise. Cela est évidemment expliqué par les diverses augmentations du capital faites par l'entreprise. Le montant du capital n'a quant à lui pas beaucoup changé en passant de 117 millions € à 196 millions € sur dix ans.

De 2012 à 2018, ce ratio du taux d'endettement était supérieur à 50%, ce qui oblige les SIR à dresser un plan financier ainsi qu'un calendrier d'exécution. Tout cela permettra à l'entreprise de justifier et expliquer les différentes mesures prises dans le but de ne pas dépasser les 65% imposé par la loi SIR et l'A.R. en lien. Après 2018, WDP a privilégié une gestion financière qui permet de garder le taux d'endettement inférieur à 50%.

Les fluctuations des taux d'intérêt sont au maximum absorbées par une politique de gestion de ces risques par la mise en place de couvertures. Le taux de couverture de l'entreprise oscille entre 75,6% et 98,2% sur ces dix dernières années avec un taux moyen de 89%. En date du 31 décembre 2021, le taux se situait à 83%. WDP annonce une stratégie claire pour les deux années à venir en ce qui concerne le taux de couverture. En effet, il affirme qu'à endettement constant, le pourcentage évoluera vers 80% fin 2022 et 79% en 2023. Outre cette perspective précise, l'entreprise présente, dans son rapport annuel 2020/2021, un graphique d'évolution du taux de couverture qui laisse sous-entendre que le pourcentage prévu pour les prochaines années est supérieur à 70% jusqu'en 2025 inclus (2026 = 67%).

1. 4. Conclusion préliminaire

Tout au long de ce premier chapitre, les différentes méthodes de financement des sociétés immobilières réglementées en bourse ont été analysées. Pour rappel, la structure de financement de ce type d'entreprise est très importante d'une part compte tenu de leurs obligations légales dans le but de conserver leurs statuts et d'autre part afin d'assurer la pérennité et le développement de l'entreprise.

Il ressort de cette analyse que les SIR se financent principalement par trois méthodes : les emprunts bancaires, les emprunts obligataires et finalement l'émission de billets de trésorerie. Retail Estates sa et WDP ont commencé la diversification de leurs méthodes de financement plutôt qu'Aedifica qui s'est financée uniquement par de la dette bancaire jusque 2018. Les nouvelles méthodes de financement ont une tendance plus durable avec notamment l'émission d'obligations durables chez Aedifica qui était une simple réponse à la demande bien présente de ce type de produits financiers. Nous nous sommes aperçus que les augmentations de capital étaient des processus communs et fréquents dans les SIR. Au cours des dernières années, les entreprises étudiées ont procédé à de nombreuses augmentations du capital pour assurer également la levée de fonds nécessaire au développement de leurs entreprises.

En analysant le taux d'endettement de ces trois SIR, nous pouvons conclure qu'il n'est pas rare que les entreprises dépassent la première limite de 50% des actifs consolidés qui oblige les entreprises à dresser un plan financier de surveillance. Dans l'étude de cas, seule Aedifica n'a pas dû procéder à l'élaboration de ce dossier au cours des dix dernières années.

Au niveau du ratio de couverture, on voit que les entreprises essaient toujours de garder une sécurité qui ne descend pas en dessous des 80%.

Les limites de l'étude vous seront présentées dans la conclusion générale du travail.

Chapitre 2. La dynamique de prime et décote des SIR belges

La revue de littérature de ce deuxième chapitre ne concerne que les différentes notions en lien avec la dynamique de surcote ou décote des sociétés immobilières réglementées belges.

2. 1. Revue de la littérature

Il est judicieux de commencer par la définition même de surcote (aussi appelée prime) et décote. Pour ce faire, il y a d'abord lieu de connaître un indicateur fréquemment utilisé pour cela : l'actif net par action (ci-après VAN, aussi appelée valeur intrinsèque). Cette valeur s'obtient en divisant la valeur des capitaux propres de l'entreprise par le nombre d'actions en circulation à un moment donné. Une fois cette valeur calculée, elle sera comparée au cours de bourse. Dans la situation où la valeur d'actif net est supérieure au cours, on considérera de l'action qu'elle présente une décote. À l'inverse, si la valeur d'actif net est inférieure au cours, on considérera de l'action qu'elle présente une surcote ([L'analyse boursière, 2019](#)).

Pour tout investisseur qui s'intéresse à l'immobilier coté, la question de décote est importante. De manière traditionnelle, on peut considérer cette valeur comme un indicateur prévisionnel du changement des prix sur le marché physique. Cette indication laisse donc entendre qu'une décote présage une baisse future des prix du marché et inversement pour la surcote. Néanmoins, dans une analyse financière publiée par Laurent Gauville, il est plus judicieux de lier la décote/surcote à l'aversion au risque afin de donner une nouvelle interprétation à cette notion. Selon lui, une incertitude élevée liée à une action sera traduite par une décote, et inversement pour la surcote. Une décote peut représenter une opportunité pour les investisseurs qui se voient proposer des actifs à prix « réduit » par rapport à la valeur physique. Néanmoins, une entreprise enregistrant une décote voit un effet dilutif sur les augmentations de capital prévues ([Gauville, 2012](#)).

La question suivante peut dès lors se poser : ne serait-il pas opportun de mettre en place une gestion active de cette décote ? Toujours selon l'article référencé au paragraphe précédent, la volatilité boursière est nettement supérieure à la volatilité économique du secteur. De ce fait, cela crée des opportunités de gestion du cycle boursier qui permettra aux entreprises d'exploiter leur décote et non de la subir. Pour une gestion active de la décote, on peut par exemple

considérer le rachat d'actions propres dans une situation de décote significative ou considérer la cession suivie de la distribution de plus-values. Le management des décotes/surcotes permettra ainsi d'être avantageux aux actionnaires actuels et futurs du secteur de l'immobilier coté ([Gauville, 2012](#)).

Nous pouvons également faire le point sur les différentes performances des REITs (dans leur globalité) sur le marché boursier. Un article intéressant écrit par [Kahl M. et al. \(1995\)](#) analyse si le marché boursier des REITs est semblable au marché boursier général. Les auteurs ont conduit leurs recherches sur base d'un échantillon composé de quelque 140 REITs en faisant correspondre ces dernières à des entreprises classiques du même type (appelées « matching companies »). Il ressort de cet article que les actions des REITs se comportent différemment du marché boursier en général. Il ressort également de cela que le marché boursier ne fournit pas le même niveau de services pour les actions REITs que pour les autres actions, notamment concernant la diffusion d'informations, la surveillance, mais aussi pour le système de fixation des prix. Ces observations suggèrent que le marché boursier des REITs pourrait ne pas être en mesure de profiter pleinement des avantages de la titrisation comme on le pensait auparavant.

La décote/surcote dépend donc de la valeur du cours boursier. Il existe deux théories en lien avec le sujet analysé, à savoir : la théorie du bruit et la théorie de l'information. La théorie du bruit suggère que les fluctuations sur le marché boursier des REITs peuvent être causées par des changements dans le sentiment des investisseurs. Il s'avère que, lorsque l'investisseur devient pessimiste, la valeur des actions de REITs descend en dessous de leur valeur nette. L'inverse est vrai lorsque l'investisseur devient optimiste. Cela crée un nouveau risque étant donné qu'il y a donc lieu d'essayer de prédire ces fameux effets de bruits et ainsi jouer sur les prix. La théorie de l'information est en lien avec les performances du marché immobilier. Des recherches antérieures ont démontré que le marché des REITs est plus performant que le marché immobilier non titrisé. Les prix proviennent des marchés titrisés, ce qui implique que les décotes courantes devraient se réduire non pas parce que les prix des REITs augmentent, mais plutôt parce que les valeurs d'actif net diminueront. Vers les années 1998, une remise en question globale a été faite par les investisseurs et analystes concernant les prix que certaines REITs payaient pour leurs actifs. De ce fait, il y a eu des doutes sur la capacité des REITs à conclure des acquisitions rentables et ainsi maintenir leur croissance de rendement. Par conséquent, la baisse des prix des REITs peut raisonnablement refléter les attentes concernant la performance future du marché immobilier non titrisé ([Clayton & MacKinnon, 2001](#)).

Les résultats d'une enquête menée sur les primes et décotes au sein des REITs montrent que le niveau de prime est lié à la liquidité de l'entreprise, mesuré par les coûts de transactions. Il est également démontré que, lorsque l'on tient compte des changements de volume et de volatilité, les charges liées à la transaction dans le cadre d'une négociation des REITs augmentent lorsque la valeur du cours boursier se rapproche de la valeur d'actif net ([Clayton & MacKinnon, 2001](#)).

Il semble judicieux également de souligner qu'il existe une notion similaire à celle de surcote/décote dans les entreprises classiques. Il s'agira du décalage entre la valeur présentée par l'entreprise sur base des méthodes d'évaluation habituelles et le prix auquel les actions vont s'échanger c'est-à-dire le prix du marché. Ces écarts, représentant donc dans ce cas les surcotes/décotes, peuvent être considérés comme conjoncturels (liés à l'offre et la demande à un moment précis) ou comme structurels (liés aux caractéristiques des titres) ([Nussenbaum et al., 2002](#)). On parlera, dans cette situation précise, de décote de minorité ou de prime de contrôle. La « prime de contrôle » représente la valeur concédée par l'acheteur qui se trouve au-dessus de la valeur de référence d'une société afin que ces actions lui confèrent un contrôle supplémentaire. Inversement, la « décote de minorité » représente la réduction, pour cause d'absence de contrôle, appliquée à l'estimation de participation minoritaire ([Harmel, 2015](#)).

Les avantages tirés d'une prime de contrôle peuvent prendre deux qualificatifs différents. On qualifiera un avantage d'objectif lorsque celui-ci est lié à la jouissance du contrôle et non à l'identité de son acquéreur. On qualifiera un avantage de subjectif lorsque celui-ci est lié aux effets éventuels issus de la synergie avec d'autres sociétés détenues par l'acquéreur. La décote de minorité peut présenter des désavantages. En effet, le bloc de contrôle formé par les détenteurs de prime de contrôle crée des asymétries d'informations au sein de l'entière des actionnaires ce qui est préjudiciable aux actionnaires minoritaires qui paieront de ce fait des coûts de surveillance pour garantir que les dirigeants prennent les décisions en accord avec les intérêts de tous ([Nussenbaum et al., 2002](#)).

Toujours dans le même thème, nous pouvons introduire les notions d'actions de valeur (ou aussi appelée *action value*) et d'actions de croissance (ou aussi appelée *action growth*). Les actions de valeur sont des actions issues d'entreprises dont la valeur de marché est inférieure à la valeur comptable (assimilé à une décote). À l'inverse, des actions de croissance, établies sur base prévisionnelle, présentent une valeur de marché supérieure à la valeur comptable (assimilé à une surcote). Fama et French (1995) considèrent le rapport prix/valeur comptable comme un

indicateur de la situation financière d'une entreprise. Selon eux, un rapport bas (donc avec des actions de valeur) est synonyme de situation financière moins solide. Cela se traduit par des risques plus élevés et donc une rémunération de cela par une prime de risque supplémentaire (appelée prime de risque *value*). Dans la situation inverse où le rapport prix/valeur comptable est élevé, les investisseurs ont acheté les actions dans l'attente d'une croissance supérieure à la moyenne ([Skaanes et al., 2020](#)).

Il existe diverses catégories de décotes en matière de valorisation financière :

- Décote de holding (situation dans laquelle se trouvent les sociétés immobilières étudiées) ;
- Décote de minorité (expliquée ci-dessus) ;
- Décote d'illiquidité (liée au risque de ne pas pouvoir vendre au prix juste un titre financier) ;
- Décote de taille ;
- Décote liée aux incessibilités (expliquée par la période d'incessibilité et de non-exercice qui rend illiquide les produits financiers pour un laps de temps précis) ([Beaumont et al., 2013](#)).

2. 2. Méthodologie

Maintenant que nous nous sommes attardés sur les concepts en lien avec la dynamique de prime et de décote, il y a lieu de procéder à des analyses et de voir s'il est possible d'en tirer des tendances. Vous trouverez dans ce deuxième point des explications sur la méthodologie adoptée pour les analyses de ce second chapitre.

2. 2. 1. Cible de l'étude

Dans ce deuxième chapitre, il y aura deux échantillons : l'un composé de huit SIR belges qui sera utilisé pour l'analyse plus globale et l'autre composé des trois SIR ayant fait l'objet de l'analyse du chapitre 1.

Pour le premier échantillon, les huit des dix-huit SIR actives en Belgique qui ont été sélectionnées sont : Ascencio, Aedifica, Befimmo, Home Invest, Retail Estates, Warehouses De Pauw, Wereldhave Belgium et Xior. Ces entreprises ont été choisies parce qu'elles sont issues de secteurs d'activités différents et qu'elles présentent de manière claire les informations nécessaires dans le cadre de cette étude. Nous allons ainsi voir quelles conclusions sont à tirer sur le lien entre les primes et décotes et le secteur d'activité de l'entreprise.

Pour le deuxième échantillon, nous nous attarderons une fois de plus sur les tendances des trois entreprises suivantes : Aedifica, Retail Estates et Warehouses De Pauw. Pour rappel, ces entreprises sont des acteurs importants dans le monde des SIR belges, dont deux d'entre elles font partie du Bel 20.

2. 2. 2. Collecte de données

Les données nécessaires dans le cadre de cette analyse sont disponibles au sein des informations publiques pour chaque société. Nous les retrouverons dans les rapports annuels publiés par les entreprises. Nous aurons besoin de connaître la valeur du capital et des réserves attribuables aux actionnaires de la société mère, le nombre d'actions en circulation de l'entreprise ainsi que le cours de bourse de clôture à la même date. La période analysée s'étend de 2012 à 2021, soit dix années.

2. 2. 3. Méthode de l'analyse

Pour rendre les analyses de cette seconde partie pertinentes, il y a eu lieu d'uniformiser les données. En effet, le calcul de surcote ou décote présenté par les différentes entreprises pouvait varier. Celui-ci était tantôt calculé sur base de la valeur de la VAN EPRA, tantôt sur base de la VAN IFRS ... Afin d'avoir des informations comparables, il y a eu lieu de procéder à un calcul en deux étapes :

1. Diviser la valeur du capital et des réserves attribuables aux actionnaires de la société mère par le nombre d'actions pour en tirer la valeur de l'actif net, soit la valeur intrinsèque de l'action en euros ;
2. Calculer le taux d'évolution entre la valeur intrinsèque calculée et la valeur du cours de bourse au même moment. Nous avons donc le rapport suivant :

$$\frac{\text{Cours de bourse}_t - \text{VAN}_t}{\text{VAN}_t} = \dots \%$$

Nous avons ainsi une valeur de surcote lorsque le taux est positif ou de décote lorsque le taux est négatif. L'ensemble de ces calculs et informations sont présentés en [annexe 6](#).

2. 3. Analyse des données

2. 3. 1. Étude de cas : échantillon global

En regardant le tableau des valeurs des surcotes et décotes sur dix ans, il est possible de tirer une première tendance : le secteur commercial et de bureaux sont en décote tandis que le secteur de soins, logistique, résidentiel et de kots étudiants sont en surcote ([annexe 7](#)).

La décote au sein de **l'immobilier commercial** n'a pas toujours été vraie. C'est seulement depuis 2018 à peu près que les trois entreprises de référence ont commencé à enregistrer des décotes. L'immobilier commercial a moins le vent en poupe et cela est expliqué par la tendance de l'e-commerce et l'avenir des commerces physiques mis en péril. Une analyse plus approfondie sur le secteur sera présentée par la suite, mais nous pouvons voir que la tendance de ce segment est la décote. Cependant, nous pouvons remarquer que c'est Retail Estates qui s'en sort le mieux en termes de décote.

L'acteur de référence pris pour **l'immobilier de bureaux** pour cette analyse est Befimmo. On peut voir une tendance à la décote pour cette entreprise. De manière générale, les SIR axant leurs activités sur l'immobilier de bureaux ont connu un franc succès entre 1996 et 2006, depuis lors, ces entreprises offrent des perspectives moins favorables avec une valeur intrinsèque qui n'augmente que très lentement ([Pas d'excès avec les valeurs immobilières, 2016](#)). Sur base des informations récoltées entre 2012 et 2022, on voit en effet que la valeur intrinsèque de l'entreprise n'a augmenté que de 11% chez Befimmo alors que l'on compte une augmentation de la valeur intrinsèque de près de 44% chez Retail Estates pour la même période. La popularité du segment immobilier de bureaux n'a pas progressé compte tenu de la montée du télétravail.

Xior est la seule SIR belge active dans **l'immobilier résidentiel** spécialisé dans les kots étudiants. Cette dernière a fait son entrée en bourse en 2015 et enregistre depuis une surcote. Il en va de même pour Home Invest Belgium, active dans l'immobilier résidentiel. Cette dernière, dont les activités sont plus axées sur les logements, enregistre depuis 10 ans une surcote. On peut quand même observer que la surcote de Xior est souvent supérieure à celle de Home Invest Belgium. Cela peut être expliqué par le fait que le secteur des kots étudiants est encore en plein développement avec une demande toujours supérieure à l'offre et que l'investissement dans l'achat d'un seul kot ne s'avère pas si intéressant d'un point de vue du rendement ([Ridole, 2021](#)).

En ce qui concerne le secteur de **l'immobilier de soins** et **l'immobilier logistique**, nous pouvons nous apercevoir rapidement qu'il s'agit de secteurs qui enregistrent des surcotes depuis de nombreuses années déjà. Des informations complémentaires liées à cela vont vous être fournies dans le cadre des études de cas qui suivent.

Le début d'année 2022 a été rythmé par des tensions géopolitiques ainsi qu'une hausse des taux d'intérêt, conséquence directe de l'envolée de l'inflation. À cause de cette hausse, les SIR belges devront faire face à une hausse de leurs charges financières ce qui aurait un impact tant sur leurs ressources que sur les investissements futurs ([Michielsens, 2022](#)). Ce qui nous permet de faire le lien avec les différentes méthodes de financement et l'importance de la diversification de celles-ci afin d'éviter un trop grand impact dans ce genre de situation.

Malgré cette inquiétude, les spécialistes ne prévoient pas encore une diminution des dividendes en réponse à la hausse des taux ([Michielsens, 2022](#)). De plus, l'inflation permet aux SIR d'indexer les loyers de manière contractuelle ([Verschueren, 2022](#)). Cependant, à plus court terme, une telle situation peut affecter négativement le cours de bourse et ainsi faire diminuer la valeur de surcote des SIR. Comme de fait, entre l'information disponible en 2021 pour les SIR en surcote (immobilier de soin, logistique, résidentiel et kots étudiants) et la prime en date du 18 juillet 2022, nous pouvons voir que toutes celles-ci ont baissé ([annexe 7](#)).

Comme tout juste mentionné, les primes ont subi une forte baisse entre 2021 et 2022, néanmoins, les décotes elles se sont vues augmenter un petit peu. Nous pouvons dès lors voir les changements de valeur ne sont pas symétriques en fonction de la surcote ou la décote. L'engouement autour des secteurs prisés a donc tendance à diminuer dans un contexte d'incertitude. De ce fait, les processus d'augmentation de capital ont du mal à suivre ce qui met en péril le développement des entreprises.

Toutes ces perturbations sur les marchés financiers ne restent pas sans conséquences sur le marché obligataire. En effet, cette pression est issue de la montée en flèche de l'inflation qui contraint les banques centrales à diminuer leurs mesures prises pour la relance plus tôt que prévu. Pour le moment, les actions sont considérées comme étant une meilleure protection contre l'inflation que les obligations à long terme. La chute considérable du cours des obligations est donc une mauvaise nouvelle autant pour les investisseurs que pour les entreprises ([Vervenne et Van Maldegem, 2022](#)). Comme nous l'avons vu dans le cadre du premier chapitre de ce mémoire, l'émission d'obligations est un moyen de financement qui permet aux SIR de lever des fonds et ainsi continuer leur développement.

2. 3. 2. Étude de cas : Aedifica

Dans le cas précis d'Aedifica, la surcote ou la décote a été calculée sur base de la date de clôture à savoir le 30 juin de ces dix dernières années.

La première observation est que l'entreprise connaît une situation de surcote sur toutes les années analysées. Cela signifie donc que le cours de bourse en date de clôture est supérieur à la valeur intrinsèque par action à la même date. Sur la période, la valeur minimum de surcote était de 18,1% et la valeur maximum de 59,3%. Le nombre d'actions a été multiplié par cinq ces dix dernières années en passant de quelque 7 millions d'actions à 36 millions.

*Tableau 2: Historique des surcotes/décotes - Aedifica (2012 à 2021).
Source: Auteur, sur base des rapports annuels de l'entreprise.*

Surcote ou décote	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	30,1%	23,1%	29,1%	18,1%	59,3%	54,6%	51%	44,4%	49,9%	50%

Le rythme des activités d'investissement dans l'immobilier de santé en Europe n'a pas été ralenti par crise sanitaire de la

COVID-19. En 2021, une hausse de 18% a été enregistrée soit un nouveau record avec un volume de transaction équivalent à 8,2 milliards d'euros. Cela démontre donc la résilience de ce type d'actifs dans une période aussi compliquée ([Salomon et Villotte, 2021](#)).

Étant active dans le milieu de la santé, Aedifica s'est sentie profondément impliquée par la pandémie. Les établissements de soins ont pu rester opérationnels en respectant les mesures strictes imposées par les autorités ce qui a ainsi permis aux opérateurs de payer leurs dus (notamment les loyers). Dans plusieurs pays dans lesquels Aedifica est active, les autorités ont mis en place des programmes afin d'apporter une aide financière pour assumer les coûts supplémentaires résultant des mesures anti-Covid-19 ([CP du 21/04/2020](#)). Au 30 juin 2021, Aedifica indique dans son rapport annuel que la pandémie n'a pas eu d'impact déterminant sur ses résultats. Les différentes campagnes de vaccination, dont les résidents et le personnel ont été prioritaires, ont vivement amélioré l'opinion publique sur le risque perçu à l'égard des établissements de soins. Nous voyons que malgré la conjoncture, la valeur des surcotes est restée stable avec une légère augmentation.

D'un point de vue de ses activités, Aedifica met en location ses établissements à quelque 110 gestionnaires de maison de repos différents. Les dix plus gros locataires représentent pas moins de 53% des revenus de l'entreprise. Parmi ses gestionnaires, nous retrouvons le groupe Korian et Orpea. Ces entreprises font l'objet de nombreuses plaintes ces derniers temps avec notamment une trentaine de plaintes visant les établissements d'hébergement pour personnes âgées dépendantes (EHPAD) du groupe Korian dont il est question d'accusations telles que « homicide involontaire ». L'entreprise Orpea a récemment, elle aussi, fait l'objet d'un scandale pour soupçons de maltraitance institutionnelle et d'infractions financières. L'entreprise a près de 80 plaintes au compteur pour des faits similaires suite à la publication d'un livre enquête publié par le journaliste Victor Castanet, « *Les fossoyeurs* » ([*EHPAD : Korian et Orpea dégringolent à nouveau en Bourse, 2022*](#)).

Nous pouvons dès lors nous inquiéter de savoir dans quelle mesure la chute boursière de ces deux groupes affecte les activités ainsi que la cotation d'Aedifica. Depuis le début de l'année, moment où le scandale et les déclarations sur les pratiques douteuses d'Orpea ont été dévoilés au grand jour, l'impact sur le cours boursier d'Aedifica a été immédiat avec une chute de l'action de 20% ([Wuille, 2022](#)). Cela se traduit donc avec une baisse de la valeur de la surcote. En effet, en date du 18 juillet 2022, Aedifica présente une prime plus faible équivalente à 22,2% contre 50% en date du 30 juin 2021.

Cependant, l'entreprise a essayé de rebondir étant donné qu'elle a éliminé une partie de ses pertes ne concédant plus que 5%, soit le même bilan que le Bel 20. Cet épisode oblige par la force des choses, Aedifica à être plus attentive aux risques liés à ses locataires et sélective lors de ses rachats. Aedifica a prévu 800 millions EUR d'investissement malgré l'affaire Orpea cette année.

La Société Générale, célèbre banque française, a diminué l'objectif du cours de l'entreprise passant de 132,5 EUR à 126,5 EUR tout en conservant une recommandation d'achat aux investisseurs ([Wuille, 2022](#)).

2. 3. 3. Étude de cas : Retail Estates

Comme mentionné dans l'analyse de l'échantillon global, le secteur de l'immobilier commercial a une tendance plutôt de décote boursière.

Tableau 3: Historique des surcotes et décotes - Retail Estates (2012 à 2021).
Source: Auteur, sur base des rapports annuels de l'entreprise.

Surcote ou décote	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	10,9%	25%	20,5%	52%	45,8%	34,5%	19,3%	31,02%	-25,1%	-8,5%

L'immobilier commercial a été frappé de plein fouet par la pandémie. En effet, celui-ci a été mis à rude épreuve poussant le secteur à faire preuve d'agilité et de flexibilité.

Dans le cadre des mesures de confinement imposées par les gouvernements, les établissements considérés comme non essentiels ont dû rester fermés pendant un certain temps. Ceux-ci ont dû s'adapter et appliquer de nouvelles méthodes de vente avec le *click&collect*, les points de retrait ou encore les livraisons. On peut donc se demander quel avenir est réservé aux magasins physiques ([Le Roch, 2021](#)).

Retail Estates a accordé à ses locataires une diminution ou révision de loyer durant ces périodes de fermetures. Au-delà de cette période d'interruption d'activités, le comportement des consommateurs a considérablement changé. Tandis que le secteur de l'aménagement intérieur a connu un véritable boom et que le secteur de l'alimentation et de biens de consommation a enregistré d'excellents résultats, le secteur de la mode, lui, a été très touché. L'impact de la crise sanitaire sur les divers secteurs commerciaux a été donc très différent (rapport annuel 2020/2021) .

En termes d'immobilier commercial, on peut distinguer trois grands types d'activité : les *retail parks* (agglomération de commerces de manière structurée et à ciel ouvert, située en périphérie des villes), les *shopping centers* (centres commerciaux) et les *high streets* (rue principale commerçante comme la rue Neuve à Bruxelles). Il ressort de cette pandémie que les *retail parks*, secteur d'activité de Retail Estates, ne s'en sortent pas si mal. Étrangement, la crise sanitaire a entraîné un nouvel attrait pour le recours à la voiture. L'accessibilité en voiture et l'accès direct aux magasins d'un *retail parks* sont donc un atout pour ce secteur. En ce qui

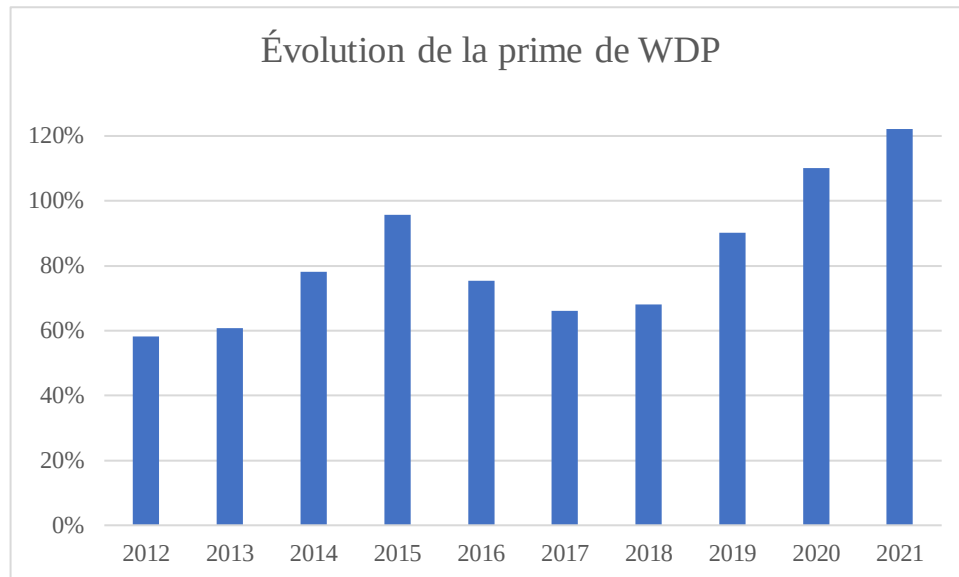
concerne les autres types d'activités du secteur, la fréquentation décroît fortement ce qui contraint les professionnels à concevoir une offre et une qualité d'accueil qui permettra de se distinguer de l'offre présente sur Internet ([Le Roch, 2021](#)).

Le sentiment des investisseurs envers l'immobilier commercial a également été impacté par la hausse de l'e-commerce. Sentiment général qui se traduit vers une baisse du cours boursier et donc vers des situations de décote.

2. 3. 4. Étude de cas : Warehouses De Pauw

Afin de mieux se rendre compte de l'évolution de la surcote de l'entreprise WDP ces dernières années, il a été judicieux de la présenter dans un graphique.

*Figure 5: Graphique de l'évolution de la surcote WDP sur 10 ans.
Source: Auteur sur base des différents rapports annuels de l'entreprise.*



Le niveau de prime minimum sur cet échantillon était en 2012 avec une valeur de 58,3%. Dix années plus tard, la tendance de surcote est toujours bel et bien présente, mais davantage marquée avec un taux de 122,1% avec une croissance visible depuis 2018.

En date du 2 janvier 2020, WDP a procédé à un plan de scission d'actions par un facteur de 7. La raison ? Augmenter la négociabilité, rendre accessible cette action et également attirer les investisseurs. La liquidité de l'action a ainsi été boostée étant donné que l'action WDP a été amenée au même cours que lors de son introduction en bourse. Tout cela combiné à cela une capitalisation boursière en hausse et son entrée dans le Bel 20. Dans le rapport annuel 2018/2019, un tableau comparatif présente la situation avant/après scission. Pour se faire une idée, en 2019, le nombre d'actions avant la scission était de 24 541 315 et après la scission, celui-ci était de 173 489 205.

Le fait de procéder à une scission d'actions a fait diminuer la valeur d'actif net d'une action. Étant donné que le cours boursier a suivi la même tendance, le résultat de cette opération nous mène à une surcote plus élevée encore.

Le rapport annuel 2020/2021 nous en dit beaucoup sur les différentes tendances ayant un impact sur les activités de WDP. Selon eux, « la demande en immobilier logistique n’a jamais été aussi élevée ».

Cette demande accrue est notamment expliquée par le développement de l’e-commerce à la suite de la pandémie. *Safeshops*, l’association belge du commerce électronique, indique que le montant des achats en ligne effectués par les consommateurs belges en 2021 était de 11,7 milliards EUR, soit une augmentation de plus de 33% par rapport à 2020. Cela requiert donc une chaîne logistique flexible et résiliente ainsi que des chaînes d’approvisionnement performantes et résistantes à la pression économique et aux nouvelles tendances d’e-commerce ([Van Driessche, 2022](#)).

Cependant, le secteur de l’immobilier logistique fait face à une difficulté : la diminution de disponibilité de parcelles à bâtir menant ainsi à une augmentation des prix des terrains. Les sociétés immobilières telles que WDP doivent donc s’adapter et ainsi opter pour divers projets de réaménagement des sites avec une transformation des sites plus modernes et écologiques. En adoptant cette dynamique, les entreprises répondront aussi à la pression de plus en plus forte en faveur de durabilité. Néanmoins, cet effet de raréfaction des terrains a boosté les prix des locations avec une hausse enregistrée entre 10 et 15% ([Liesse, 2022](#)).

2. 4. Conclusion préliminaire

En guise de conclusion préliminaire de ce deuxième chapitre, nous pouvons mettre en lumière quelques informations intéressantes concernant la dynamique de surcote/décote des SIR.

Il ressort de la première analyse globale que le secteur commercial et de bureaux sont en décote tandis que le secteur de soins, logistique et résidentiel et de kots étudiants sont en surcote. On peut donc voir que le secteur joue un rôle sur la cotation boursière des actions des entreprises. On peut également conclure que la dynamique de prime et décote est réactive selon la situation conjoncturelle. Nous pouvons le voir notamment avec la fonte des surcotes en 2022 en conséquence du contexte d'augmentation des taux d'intérêt.

Lors de l'analyse plus poussée du secteur de soins par l'étude de cas d'Aedifica, il ressort de cela que ce secteur présente des primes depuis de nombreuses années. Le scandale Korian et Orpea a mis à l'épreuve Aedifica. Cependant, cette dernière a su rebondir en éliminant une partie de ses pertes ne concédant plus que 5% et prévoit malgré cela 800 millions EUR d'investissement sur l'année à venir.

Le secteur de l'immobilier commercial n'a pas été épargné par la crise sanitaire. En effet, les mesures de confinement imposées par les gouvernements ont poussé les établissements considérés comme non essentiels à rester fermés pendant un certain temps. Cela a boosté les ventes en ligne et le sentiment des investisseurs envers l'immobilier commercial a également été impacté par la hausse de l'e-commerce qui se traduit par des situations de décote.

L'analyse de l'historique des surcotes de WDP nous permet de voir le développement et le succès de ce secteur. En 2021, la société a annoncé n'avoir jamais connu une demande si élevée. Cela se traduit par la prime qui atteint 122% en 2021. Contrairement à l'immobilier commercial, l'immobilier logistique lui tire bénéfice de la croissance de l'e-commerce qui requiert une chaîne logistique flexible et résiliente ainsi que des chaînes d'approvisionnement performantes et résistantes à la pression économique. Néanmoins, le secteur fait face à la difficulté de trouver des parcelles à bâtir et doit donc trouver des solutions telles que la rénovation ou transformation des sites.

Conclusion

Le but de ce mémoire était d'analyser les méthodes de financement des sociétés immobilières réglementées cotées en bourse et dynamique de prime et décote dans des SIR belges.

Le chapitre 1 concernant les méthodes de financement nous apprend que les SIR se financent principalement par trois méthodes : les emprunts bancaires, les emprunts obligataires et finalement l'émission de billets de trésorerie. Au fur et à mesure des années, nous avons pu voir un phénomène de plus en plus marqué de diversification de ces méthodes. De nouvelles méthodes commencent aussi à être plus populaires comme l'émission d'obligations durables qui répond à la demande croissante des investisseurs pour des produits financiers de ce genre. En plus de l'endettement bancaire, les processus d'augmentation de capital font partie intégrante des méthodes de financement des SIR en assurant ainsi leurs développements.

En ce qui concerne l'analyse du taux d'endettement des SIR, la conclusion que l'on peut tirer est la suivante : qu'il n'est pas rare que les entreprises dépassent la première limite de 50% des actifs consolidés qui oblige les entreprises à dresser un plan financier de surveillance. Néanmoins, les entreprises apportent une attention particulière à ne pas dépasser la limite de 65%, ce qui pourrait mettre en péril le maintien du statut SIR. Une attention est également portée au ratio de couverture des entreprises qui essaient toujours de garder une sécurité au-dessus de 80%.

Il est cependant judicieux de souligner certains aspects à prendre en compte dans cette analyse. La première étant les différentes tailles des entreprises. Prenons l'exemple d'Aedifica qui comptabilise, en 2021, la juste valeur de son patrimoine immobilier à 4.896 millions € contre Retail Estates qui compte 1,717 million €. Il y a aussi lieu de prendre en compte les différents *credit ratings* accordés aux entreprises. Nous pouvons dès lors penser que, de ce fait, l'entreprise a accès à d'autres types de financement ou en tout cas plus de facilité à obtenir des financements. Il serait intéressant de conduire la même étude avec davantage de SIR afin de voir si les conclusions que l'on a pu tirer sont générales. Il serait également opportun de prendre en compte des SIR d'autres pays dans le monde dans le but de voir s'il existe d'autres méthodes de financement adéquates qui pourraient être adoptées par les SIR belges.

Le chapitre 2, dédié à la dynamique de surcote/décote des SIR nous apprend que cette dernière est principalement fonction du secteur. Les secteurs d'activités commerciales et de bureaux sont en décote tandis que les secteurs de soins, logistique et résidentiel et de kots étudiants sont en surcote. Les primes et décotes réagissent différemment en fonction de la situation qui se présente. Nous avons pu nous en apercevoir avec la crise sanitaire, la hausse des taux ...

Tout comme les analyses réalisées dans le cadre du premier chapitre, l'une des premières limites est de comparer des entreprises de différentes tailles. Dans la même idée, le poids boursier change lui aussi. En effet, Aedifica a une valeur de capitalisation boursière équivalente à 3,84 milliards d'euros contre WDP qui compte 5,75 milliards. Un aspect également à prendre en compte est la petite taille de l'échantillon. Comme de fait, un peu moins de la moitié des SIR belges sont prises en considération dans ces analyses. Il serait donc opportun d'étendre l'échantillon et ainsi avoir plus de matière à comparer.

Références

- 3 raisons d'investir.* (s. d.) Aedifica. Consulté le 15 juillet 2022, à l'adresse <https://aedifica.eu/fr/investisseurs/3-raisons-dinvestir/>
- 15 ans dédiés au développement de l'immobilier de santé du futur.* (2021). Aedifica. Consulté le 18 juillet 2022, à l'adresse <https://aedifica.eu/fr/15-years-of-building-the-healthcare-real-estate-of-the-future/>
- Aedifica. (2018, 25 juillet). *Programme de billets de trésorerie* [Communiqué de presse]. https://aedifica.eu/wp-content/uploads/2020/08/MC_CP2018-2019_FR_Commercial-Paper_2018-07-25_BB_LVsec.pdf
- Aedifica. (2019, 4 septembre). *Communiqué annuel : Résultats annuels 2018/2019* [Communiqué de presse]. https://aedifica.eu/wp-content/uploads/2020/08/AED_CP2019-2020_FR_FY-2018-2019_2019-09-04b_BB_LV.pdf
- Aedifica. (2020a, mars 11). *Aedifica entre dans le BEL 20* [Communiqué de presse]. https://aedifica.eu/wp-content/uploads/2020/08/AED_CP2019-2020_FR_Bel20_2020-03-11_BB_LV.pdf
- Aedifica. (2020b, 21 avril). *Effets du COVID-19* [Communiqué de presse]. https://aedifica.eu/wp-content/uploads/2020/08/AED_CP2019-2020_FR_Covid-19_2020-04-21_BB_LV.pdf
- Aedifica. (2021a, août 30). *Aedifica a reçu la notation financière BBB avec une perspective stable* [Communiqué de presse]. https://aedifica.eu/wp-content/uploads/2021/08/AED_CP2021_FR_Rating_2021-08-30c_KD.pdf
- Aedifica. (2021b, novembre 10). *Déclaration intermédiaire du conseil d'administration 3e trimestre 2021* [Communiqué de presse]. https://aedifica.eu/wp-content/uploads/2021/11/AED_CP2021_FR_Q3-2021_2021-11-09d_BB_LV.pdf
- Aedifica réalise avec succès sa première émission obligataire durable de 500 millions €.* (2021, 3 janvier). L'Écho. Consulté le 15 juillet 2022, à l'adresse <https://www.lecho.be/partner/shareholder/aedifica/aedifica-realise-avec-succes-sa-premiere-emission-obligataire-durable-de-500-millions/10343731.html>
- Agarwal, S., Ambrose, B., & Liu, C. (2006). Credit lines and credit utilization. *Journal of Money, Credit and Banking*, 38(1), 1-22.
- Ambitions de croissance à profusion pour Aedifica.* (2020, 4 septembre). Testachats Invest. Consulté le 18 juillet 2022, à l'adresse <https://www.testachats.be/invest/investir/immobilier/societes-immobilieres-reglementees/analysis/2020/09/aedifica-ambitions-croissance>

- Anairi, F., & Radi, S. (2017). Sources De Financement Des Petites Et Moyennes Entreprises (PME) Et Contraintes De Survie. *European Scientific Journal, ESJ*, 13(25), 318. <https://doi.org/10.19044/esj.2017.v13n25p318>
- Banque Nationale de Belgique. (2022, juin). *Observatoire du crédit aux sociétés non financières*. <https://www.nbb.be/doc/dq/f/dq3/tfk.pdf>
- Barreau, J., & Delahaye, J. (2003). *Gestion financière* (12e éd.). Dunod.
- Beaumont, D., Grivillers, O., & Peronnet, O. (2013, 10 juillet). *Primes et décotes : normes et pratiques* [Diapositives]. CNCC. <http://telechargement.cncc.fr/fichiers/11-68-atelier-12-primes-et-decotes-normes-et-pratiques-vdef.pdf>
- La brique papier Belge*. (2022, 1 mars). Testachats Invest. Consulté le 18 juillet 2022, à l'adresse <https://www.beebonds.com/wp-content/uploads/2022/03/20220316-Test-Achats-Invest-Edition-mensuelle-La-brique-papier-belge.pdf>
- Brockman, P., French, D., & Tamm, C. (2014). REIT Organizational Structure, Institutional Ownership, and Stock Performance. *The Journal of Real Estate*, 20(1), 21-36.
- Brounen, D., Kok, N., & Ling, D. C. (2012). Shareholder composition, share turnover, and returns in volatile markets : The case of international REITs. *Journal of International Money and Finance*, 31(7), 1867-1889. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2012.05.015>
- Ciochetti, B., Craft, T., & Shilling, J. (2002). Institutional Investors' Preferences for REIT Stocks. *Real Estate Economics*, 30(4), 567-593.
- Clayton, J. F., & MacKinnon, G. (2001). Explaining the Discount to NAV in REIT Pricing : Noise or Information ? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.258268>
- Coën, A., & Desfleurs, A. (2022). The relative performance of green REITs : Evidence from financial analysts' forecasts and abnormal returns. *Finance Research Letters*, 45. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102163>
- Colot, O., & Croquet, M. (2007). Les déterminants de la structure financière des entreprises belges. *Reflets et perspectives de la vie économique, Tome XLVI*(2), 177-198. <https://doi.org/10.3917/rpve.462.0177>
- Comment évaluer la valeur d'une action?* (2022, 14 janvier). L'Écho - MonArgent. Consulté le 28 juillet 2022, à l'adresse <https://www.lecho.be/monargent/dossiers/guide-actions-2022/comment-evaluer-la-valeur-d-une-action/10358583.html>
- Commission des Normes Comptables : Avis CNC 2015/4 - Location-financement / Avis du 24 juin 2015*. (2015, 24 juin). Commission des Normes Comptables. Consulté le 28 juillet 2022, à l'adresse <https://www.cnc-cbn.be/fr/avis/location-financement>

- Coulée, P. (2020, 8 décembre). *Le marché immobilier du bureau coraqué par la crise sanitaire*. L'Écho. Consulté le 18 juillet 2022, à l'adresse <https://www.lecho.be/monargent/analyse/immobilier/le-marche-immobilier-du-bureau-cornaque-par-la-crise-sanitaire/10270397>
- Couverture de taux d'intérêt*. (s. d.). Retail Estates. Consulté le 10 juillet 2022, à l'adresse <https://www.retailstates.com/fr/investors/debt-information/interest-rate-hedging>
- Credit Ratings. (2021). S&P Global Ratings. <https://www.spglobal.com/ratings/en/products-benefits/products/credit-ratings>
- Croquet, M., Heldenbergh, A., & Pozniak, L. (2013). Profils de financement des grandes entreprises. *La Revue des Sciences de Gestion*, 259-260(1), 111-118. <https://doi.org/10.3917/rsg.259.0111>
- Croquet, M., Heldenbergh, A., & Pozniak, L. (2018). Market Timing et structure de financement des entreprises cotées ? *La Revue des Sciences de Gestion*, 291-292(3), 133-140. <https://doi.org/10.3917/rsg.291.0133>
- Damodaran, A. (2007b). *Finance d'entreprise* (2e éd.). De Boeck. Chapitre 16. Une revue des choix de financement. Pages 651 à 686
- Damodaran, A. (2007a). *Finance d'entreprise* (2e éd.). De Boeck. Chapitre 19. La structure de financement optimale. Page 773 à 839
- Darimont, L. (2018). Les Sociétés Immobilières Réglementées Publiques : Analyse des avantages et risques pour l'investisseur particulier". *Louvain School of Management, Université Catholique de Louvain*.
- de Mesure, G. (2021). *GVV'S van A tot Z*. Vlaamse Federatie van Beleggers.
- de Rijcke, C. (2020, 17 janvier). *Les meilleures actions immobilières pour votre portefeuille*. L'Écho. Consulté le 27 avril 2022, à l'adresse <https://www.lecho.be/monargent/dossiers/guide-actions-2020/les-meilleures-actions-immobilieres-pour-votre-portefeuille/10198628.html>
- Dogan, Y., Ghosh, C., & Petrova, M. (2019). On the Determinants of REIT Capital Structure : Evidence from around the World. *Journal of Real Estate Finance Economy*.
- Du belge et du bon belge, Warehouses De Pauw et KBC Ancora*. (2021, 28 janvier). Oblis. Consulté le 14 juillet 2022, à l'adresse <https://www.oblis.be/fr/news/2021/01/28/belge-et-bon-belge-warehouses-pauw-et-kbc-ancora-552005>
- Ducourant, H. (2009). Le crédit revolving, un succès populaire. *Sociétés contemporaines*, n° 76(4), 41-65. <https://doi.org/10.3917/soco.076.0041>

- EHPAD : Korian et Orpea dégringolent à nouveau en Bourse. (2022, 8 juin). LE FIGARO. Consulté le 18 juillet 2022, à l'adresse <https://www.lefigaro.fr/social/ehpad-korian-et-orpea-degringolent-a-nouveau-en-bourse-20220608>
- Eichholtz, P., Holtermans, R., Kok, N., & Yönder, E. (2019). Environmental performance and the cost of debt : Evidence from commercial mortgages and REIT bonds. *Journal of Banking & Finance*, 102, 19-32. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.02.015>
- EPRA - European Public Real Estate Association. (2020, décembre). *Global Real Estate Total Markets Table*. https://prodapp.epra.com/media/EPRA_Total_Markets_Table_-_Q4-2020_1611762538108.pdf
- Feng, Z., Ghosh, C., & Sirmans, C. F. (2006). Changes in REIT Stock Prices, trading volume and institutional ownership resulting from S&P REIT Index changes. *The Journal of Real Estate Portfolio Management*, 12(1), 59-72. <https://www.jstor.org/stable/24883046>
- Feng, Z., Price, M., & Sirmans, C. F. (2011). An Overview of Equity Real Estate Investment Trusts (REITs) : 1993–2009. *Journal of Real Estate Literature*, 19(2), 307-344. <https://www.jstor.org/stable/24884128>
- Gauville, L. (2012). Une nouvelle approche de la décote favorable aux actionnaires. *Analyse financières*, 45, 28. <http://gestion-21.fr/wp-content/uploads/2017/11/Article-Revue-SFAF-Nouvelle-approche-de-la-décote-Immobilier21-4ème-trimestre-2012.pdf>
- Gerogiev, G. (2002). The Benefits of Real Estate Investment. *CISDM Working Paper*.
- Gibilaro, L., & Mattarocci, G. (2018). Financing Decisions of REITs and the Switching Effect. *International Real Estate Review*, 21(3), 367-396.
- Goffin, J. (2020, 26 novembre). *Les SIR belges ont perdu près de 3 milliards en bourse à cause de la pandémie*. L'Écho. Consulté le 20 juillet 2022, à l'adresse <https://www.lecho.be/les-marches/actu/actions-bruxelles/les-sir-belges-ont-perdu-pres-de-3-milliards-en-bourse-a-cause-de-la-pandemie/10267917.html>
- Hamed Malkawi, L. (2021). Commercial paper - Guarantees of fulfillment and its expiration without fulfillment. *Journal of Legal, Ethical and Regulatory Issues*, 24(1).
- Harmel, C. (2015). « La différence de valorisation entre une entreprise cotée et une entreprise non cotée ». Louvain School of Management, Université catholique de Louvain. <http://hdl.handle.net/2078.1/thesis:2767>
- Hoesli, M. (1993). *Investissement immobilier et diversification du portefeuille*. Economica.
- Hung, C. H., Chen, M. C., & Lin, W. Y. (2014). The relationship with REITs and bank loans : Capital structure perspectives. *Finance Research Letters*, 11(2), 140-152. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2013.08.002>

- ING. (s. d.). *Augmentation de capital Aedifica*.
<https://www.ing.be/Assets/nuid/documents/aedifica-brochure-2019-FR.pdf>
- Kahl, M., Shivdasani, A., & Wang, Y. (2015). Short-Term Debt as Bridge Financing : Evidence from the Commercial Paper Market. *The Journal of Finance*, 70(1), 211-255. <https://doi.org/10.1111/jofi.12216>
- Lagoarde-Segot, T. (2015). Diversifying finance research : From financialization to sustainability. *International Review of Financial Analysis*, 39, 1-6.
<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.01.004>
- L'analyse boursière*. (2019, mai). <https://www.f2ic.fr/ffci-portal/custom/module/cms/content/file/Informations/analyse-boursiere.pdf>
- le Roch, E. (2021). Les adaptations de l'immobilier commercial aux nouvelles attentes. *Constructif*, N° 59(2), 77-81. <https://doi.org/10.3917/const.059.0077>
- Liesse, D. (2022, 15 avril). « Celui qui aura un stock suffisant sera demain le roi dans l'industrie ». *L'Écho*. Consulté le 26 juillet 2022, à l'adresse <https://www.lecho.be/entreprises/logistique/celui-qui-aura-un-stock-suffisant-sera-demain-le-roi-dans-l-industrie/10381004>
- L'immobilier industriel et logistique en Belgique a connu une année record en 2021*. (2022, 19 janvier). *La Libre Eco*. Consulté le 22 juillet 2022, à l'adresse <https://www.lalibre.be/economie/immo/2022/01/19/limmobilier-industriel-et-logistique-en-belgique-a-connu-une-annee-record-en-2021-DETBVK37P5DMDLEWNR5YS6DYM/>
- Mahieux, X. (2016). Choix du financement externe en fonds propres des PME et ETI : private equity ou Bourse ? *Revue d'économie financière*, n° 121(1), 291-304.
<https://doi.org/10.3917/ecofi.121.0291>
- Mampaey Serge, Gert de Mesure : « L'immobilier coté doit se préparer à un ralentissement de sa croissance » <https://www.lecho.be/les-marches/analyse/gert-de-mesure-l-immobilier-cote-doit-se-preparer-a-un-ralentissement-de-sa-croissance/10345944.html> (2021). Page consultée le 28/04/2022.
- Marzuki, M.-J., & Newell, G. (2019). The evolution of Belgium REITs. *Journal of Property Investment & Finance*, 37(4).
<https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JPIF-03-2019-0029/full/html>
- Merchant, M. (2020, 20 avril). *Warehouses De Pauw Q1 EPRA EPS rises 6.7% YOY*. S&P Global Market Intelligence. Consulté le 10 juillet 2022, à l'adresse <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/warehouses-de-pauw-q1-epra-eps-rises-6-7-yoy-58142589>

- Michielsens, D. (2022, 14 mars). *La hausse des taux ne menace pas encore les dividendes des fonds immobiliers*. L'Écho. Consulté le 18 juillet 2022, à l'adresse <https://www.lecho.be/monargent/analyse/immobilier/la-hausse-des-taux-ne-menace-pas-encore-les-dividendes-des-fonds-immobiliers/10373286>
- Mounjib, H. (2005). Risque de crédit et utilisation des lignes de crédit : le cas des entreprises privées canadiennes. *HEC Montréal*.
- Nussenbaum, M., & Karsenti, C. (2002). Evaluation d'entreprise : comment calculer les primes ou les décotes. *Option Finance*, 703, 27-33.
- Les ouvertures de ligne de crédit : les crédits confirmés*. (2016, novembre). Banque de France. https://entreprises.banque-france.fr/sites/default/files/bdf_reffin_chap4_429.pdf
- Les SIR investies dans les maisons de repos sont-elles en difficulté?* (2022, 11 février). Testachats Invest. Consulté le 22 juillet 2022, à l'adresse <https://www.test-achats.be/invest/investir/immobilier/societes-immobilieres-reglementees/analysis/2022/02/maisons-repos-scandale-abus-orpea-hausse-taux-interet-cofinimmo-aedifica-care-property-invest>
- Pas d'excès avec les valeurs immobilières*. (2016, 27 octobre). L'Initié de la Bourse. Consulté le 18 juillet 2022, à l'adresse <http://newsroom.roularta.be/static/26102016/TE43-075-INSIDepreweb.pdf>
- Piette, C., & Zachary, M.-D. (2016). Ressources internes, crédit bancaire et autres sources de financement : quelles alternatives pour les entreprises en Belgique ? *BNB Revue Économique*, 69-91.
- Que se passe-t-il du côté des SIR ? L'environnement macro-économique nous permettra de mieux compren*. (2017). Puila&Co. <https://www.puilaetco.be/fr-be/articles/que-se-passe-t-il-du-cote-des-sir-lenvironnement-m>
- Quiry, P., le Fur, Y., & Vernimmen, P. (2021). *La finance d'entreprise* (20e éd.). Dalloz. Chapitre 34. pages 713-714
- Retail Estates. (2016a, avril 29). *Placement privé d'obligations d'une durée de dix ans, pour un montant total de 30 millions EUR* [Communiqué de presse]. <https://www.retailstates.com/images/press-fr/29-04-2016-%20communiqué%20de%20presse%20occasionnel-%20placement%20privé%20d'obligations.pdf>
- Retail Estates. (2016b, juin 13). *Placement privé d'obligations d'une durée de dix ans, pour un montant total de 25 millions EUR* [Communiqué de presse]. <https://www.retailstates.com/images/press-fr/13-06-2016-%20communiqué%20de%20presse%20occasionnel-%20placement%20privé%20d'obligations.pdf>

- Retail Estates. (2019a, juillet 26). *Augmentation du capital par apport d'une créance* [Communiqué de presse]. <https://www.retailstates.com/images/press-fr/267frlibramontaankondigingkvh.pdf>
- Retail Estates. (2019b, décembre 10). *Retail Estates sa réalise avec succès un placement privé d'obligations de 75 millions d'euros* [Communiqué de presse]. <https://www.retailstates.com/images/press-fr/101219frbonduitgifte-02.pdf>
- Retail Estates. (2022). *Year-end results*. <https://www.retailstates.com/images/press-fr/Retail%20Estates%20-%20Analistenvoorstelling-2022.pdf>
- Ridole, M. (2021, 25 octobre). *Le rendement des kots dépasse à peine celui des appartements*. L'Écho - Mon Argent. Consulté le 20 juillet 2022, à l'adresse <https://www.lecho.be/monargent/analyse/immobilier/le-rendement-des-kots-depasse-a-peine-celui-des-appartements/10341301.html>
- Salomon, J., & Villotte, C. (2021). *Etude Marché Investissement Immobilier de Santé / Maisons de retraite en Europe (édition 2021–2022) | France*. Cushman & Wakefield. Consulté le 25 juillet 2022, à l'adresse <https://www.cushmanwakefield.com/fr-fr/france/insights/marketbeat-european-nursing-homes-report>
- Sauvageot, G. (2003). *Précis de finance*. Nathan.
- Severin, E., & Dhennin, S. (2003). Structure du capital et mesures de restructuration. *Finance Contrôle Stratégie*, 6(1), 155-186.
- Skaanes, S., Tonizzo, L., & Furrer, K. (2020, septembre). *Comparaison des actions Value et Growth*. https://www.ppcmetrics.ch/files/publications/files/2020_09_Comparaison_des_actions_Value_et_Growth.pdf
- Sociétés immobilières réglementées*. (2016, 15 novembre). Testachats Invest. Consulté le 19 juillet 2022, à l'adresse <https://www.test-achats.be/invest/investir/immobilier/societes-immobilierees-reglementees/dossiers/societes-immobilierees-reglementees>
- SPF Économie. (2015, septembre). *Le crédit à la consommation*. <https://economie.fgov.be/fr/themes/services-financiers/credit-la-consommation>
- Steven, H., Riddiough, T., & Yi, H. (2005). Finance, Investment and Investment Performance : Evidence from the REIT Sector. *Real Estate Economics*, 33(1), 203-223.
- Sufi, A. (2009). Bank Lines of Credit in Corporate Finance : an Empirical Analysis. *Review of Financial Studies*, 22, 1057-1088.
- Tuhkanen, H. (2020). Green Bonds. *Stockholm Environment Institute*, 8-15. <http://www.jstor.com/stable/resrep22964.5>

- van Driessche, L. (2022, 10 mars). *L'e-commerce de plus en plus incontournable pour les entreprises*. L'Écho. Consulté le 26 juillet 2022, à l'adresse <https://www.lecho.be/entreprises/general/l-e-commerce-de-plus-en-plus-incontournable-pour-les-entreprises/10372509.html>
- V.E. (2021, août). *Second Party Opinion on the sustainability of Aedifica's Sustainable Bond Framework*. https://assets.website-files.com/5df9172583d7eec04960799a/624d5dca7b2cb433fe503007_6.%20SPO_Aedifica_Aug%202021.pdf
- Verschueren, S. (2022, 1 juillet). *Jouer l'immobilier via la Bourse ou la brique?* L'Écho - Mon Argent. Consulté le 18 juillet 2022, à l'adresse <https://www.lecho.be/monargent/analyse/immobilier/jouer-l-immobilier-via-la-bourse-ou-la-brique/10399350>
- Vervenne, W., & van Maldegem, P. (2022, 15 avril). *Que signifie la chute des marchés obligataires pour vos investissements ?* L'Écho - Mon Argent. Consulté le 28 juillet 2022, à l'adresse <https://www.lecho.be/monargent/analyse/epargne-et-placements/que-signifie-la-chute-des-marches-obligataires-pour-vos-investissements/10380687.html>
- Wang, K., Erickson, J., & Han Chan, S. (1995). Does the REIT Stock Market Resemble de General Stock Market ? *The Journal of Real Estate Research*, 10(4), 445-460.
- Weber, O., & Saravade, V. (2019a). Green Bonds : Current Development and Their Future. *Centre for International Governance Innovation*, 3-4. https://www.jstor.org/stable/resrep24966.8#metadata_info_tab_contents
- Weber, O., & Saravade, V. (2019b). The Growth of Green Bonds. *Center for International Governance Innovation*, 7-11. <https://www.jstor.org/stable/resrep24966.12>
- Wuille, S. (2022a, mars 17). *La croissance d'Aedifica ne sera pas ralentie par le scandale Orpea*. L'Écho. Consulté le 18 juillet 2022, à l'adresse <https://www.lecho.be/les-marches/analyse/la-croissance-d-aedifica-ne-sera-pas-ralentie-par-le-scandale-orpea/10374251.html>
- Wuille, S. (2022b, juillet 4). *Colruyt domine le Bel 20 / Les « immo » mal en point / Avis de brokers sur Proximus, Aedifica, WDP, Telenet et Deme*. L'Écho. Consulté le 18 juillet 2022, à l'adresse <https://www.lecho.be/les-marches/actu/actions-bruxelles/colruyt-domine-le-bel-20-les-immo-mal-en-point-avis-de-brokers-sur-proximus-aedifica-wdp-telenet-et-deme-briefing/10399830.html>
- Yung, K., & Nafar, N. (2017). Investor attention and the expected returns of reits. *International Review of Economics & Finance*, 48, 423-439. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2016.12.009>

Annexes

Annexe 1 : Tableau des données historiques sur la structure de financement et du capital des trois SIR choisies. Source : Auteur sur base des rapports annuels.

AEDIFICA										
x 1.000€	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
TOTAL DES DETTES FINANCIERES	2.081.077	1.666.699	856.509	739.757	613.962	478.748	366.649	345.900	227.205	296.043
Dettes financières non courantes	1.756.679	1.062.297	584.192	716.927	579.438	447.721	340.752	274.955	171.484	235.834
Emprunts bancaires	867.275	652.783	489.976	716.927	579.438	447.721	340.752	274.955	171.484	235.834
Emprunts obligataires	702.107	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Billets de trésorerie	83.243	76.174	17.130	0	0	0	0	0	0	0
Crédits d'investissements	104.054	333.340	77.086	0	0	0	0	0	0	0
Dettes financières courantes	324.398	604.402	272.317	22.830	34.524	31.027	25.897	70.945	55.721	60.209
Emprunts bancaires	48.398	313.902	172.317	22.830	34.524	31.027	25.897	70.945	55.721	60.209
Emprunts obligataires	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Billets de trésorerie	276.000	290.500	100.000	0	0	0	0	0	0	0

STRUCTURE DU CAPITAL	2.785.397	2.172.936	1.429.652	938.647	888.039	620.748	598.270	397.075	382.159	267.576
Capital	917.101	836.401	624.713	465.126	459.231	364.467	360.633	264.231	248.072	180.873
Prime d'émission	1.301.002	1.054.109	565.068	294.569	287.194	155.508	151.388	64.729	64.730	34.261
Réserves	281.244	106.733	116.271	107.097	78.256	60.507	41.084	46.730	41.686	37.104
Résultat net de l'exercice	281.824	173.068	123.497	71.855	63.358	40.266	45.165	21.385	27.671	15.338
Intérêts minoritaire	4.226	2.625	103	0	0	0	0	0	0	0

RETAIL ESTATES										
x 1.000€	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
TOTAL DES DETTES FINANCIERES	892.091	928.917	789.053	782.384	516.239	470.624	397.588	350.099	346.666	273.638
Dettes financières non courantes	762.411	801.924	706.793	746.000	485.330	428.023	340.379	327.677	330.089	257.423
Emprunts bancaires	587.324	642.707	622.200	661.494	400.510	398.225	310.631	327.677	330.089	257.423
Emprunts obligataires	175.087	159.217	84.593	84.506	84.820	29.788	0	0	0	0
Location-financement	0	0	0	0	0	10	0	0	0	0
Autres	0	0	0	0	0	0	29.748	0	0	0
Dettes financières courantes	129.680	126.993	82.260	36.384	30.909	42.601	57.209	22.422	16.577	16.215
Emprunts bancaires	17.683	52.743	21.760	1.384	30.909	42.597	57.209	22.422	16.577	16.215
Emprunts obligataires	29.997	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Billets de trésorerie	82.000	74.250	60.500	35.000	0	0	0	0	0	0
Location-financement	0	0	0	0	0	4	0	0	0	0

STRUCTURE DU CAPITAL	808.223	798.987	707.928	568.332	514.970	474.170	381.212	356.525	269.588	241.335
Capital	276.526	275.768	248.939	208.205	197.603	194.545	166.902	160.962	129.389	121.174
Prime d'émission	316.792	315.410	260.174	177.990	157.529	151.499	101.839	93.095	52.857	43.268
Réserves	153.469	149.711	144.335	135.442	107.702	86.091	77.233	73.900	57.760	49.533
Résultat net de l'exercice	61.436	58.098	54.480	46.695	52.136	42.035	35.238	28.568	29.582	27.360

WAREHOUSES DE PAUW										
x 1.000 €	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
TOTAL DES DETTES FINANCIERES	2.193.678	2.119.454	1.854.829	1.697.751	1.349.814	1.045.936	1.042.323	863.814	710.854	659.864
Dettes financières non courantes	1.886.787	1.740.284	1.568.200	1.476.586	1.108.965	866.463	916.010	664.928	537.377	481.446
Emprunts bancaires	1.676.949	1.438.187	1.190.709	1.046.993	776.871	532.350	639.615	477.392	464.857	454.488
Emprunts obligataires	209.358	301.355	376.253	425.970	326.187	325.949	266.040	174.472	49.625	0
Location-financement	0	0	0	0	5.907	8.164	10.355	13.064	16.171	18.109
Autres	480	742	1.238	3.623	0	0	0	0	6.724	8.849
Dettes financières courantes	306.891	379.170	286.629	221.165	240.849	179.473	126.313	198.886	173.477	178.418
Emprunts bancaires	14.429	62.347	35.486	68.173	52.803	39.503	9.628	48.444	24.665	29.726
Emprunts obligataires	92.200	125.000	50.000	0	0	0	0	0	0	0
Billets de trésorerie	200.000	191.500	199.000	150.950	186.100	138.000	114.200	147.411	145.341	145.438
Location-financement	0	0	0	0	1.946	1.970	2.485	2.826	3.468	3.232
Autres	262	323	2.143	2.042	0	0	0	205	3	22

STRUCTURE DU CAPITAL	3.573.992	2.403.793	2.149.861	1.610.515	1.238.439	1.032.352	768.274	613.494	527.080	450.181
Capital	196.378	188.130	185.746	176.684	168.873	163.752	143.568	135.329	124.898	117.349
Prime d'émission	1.206.266	923.843	876.849	646.286	545.154	492.330	304.426	239.399	177.057	138.428
Réserves	1.125.420	917.352	647.590	428.767	289.256	246.038	177.582	174.016	145.451	159.078
Résultat net de l'exercice	982.266	324.610	393.732	328.784	235.156	130.232	142.698	64.750	79.674	35.326
Intérêts minoritaires	63.662	49.858	45.944	29.994	0	0	0	0	0	0

[Cliquez ici pour retourner au texte.](#)

Annexe 2 : Tableau de l'analyse verticale des données historiques sur la structure de financement et du capital des trois SIR choisies. Source : Auteur sur base des rapports annuels.

AEDIFICA										
	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
TOTAL DES DETTES FINANCIERES	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Dettes financières non courantes	84,4%	63,7%	68,2%	96,9%	94,4%	93,5%	92,9%	79,5%	75,5%	79,7%
Emprunts bancaires	41,7%	39,2%	57,2%	96,9%	94,4%	93,5%	92,9%	79,5%	75,5%	79,7%
Emprunts obligataires	33,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Billets de trésorerie	4,0%	4,6%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Crédits d'investissements	5,0%	20,0%	9,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dettes financières courantes	15,6%	36,3%	31,8%	3,1%	5,6%	6,5%	7,1%	20,5%	24,5%	20,3%
Emprunts bancaires	2,3%	18,8%	20,1%	3,1%	5,6%	6,5%	7,1%	20,5%	24,5%	20,3%
Emprunts obligataires	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Billets de trésorerie	13,3%	17,4%	11,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

STRUCTURE DU CAPITAL	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Capital	32,9%	38,5%	43,7%	49,6%	51,7%	58,7%	60,3%	66,5%	64,9%	67,6%
Prime d'émission	46,7%	48,5%	39,5%	31,4%	32,3%	25,1%	25,3%	16,3%	16,9%	12,8%
Réserves	10,1%	4,9%	8,1%	11,4%	8,8%	9,7%	6,9%	11,8%	10,9%	13,9%
Résultat net de l'exercice	10,1%	8,0%	8,6%	7,7%	7,1%	6,5%	7,5%	5,4%	7,2%	5,7%
Intérêts minoritaire	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

RETAIL ESTATES										
	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
TOTAL DES DETTES FINANCIERES	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Dettes financières non courantes	85,5%	86,3%	89,6%	95,3%	94,0%	90,9%	85,6%	93,6%	95,2%	94,1%
Emprunts bancaires	65,8%	69,2%	78,9%	84,5%	77,6%	84,6%	78,1%	93,6%	95,2%	94,1%
Emprunts obligataires	19,6%	17,1%	10,7%	10,8%	16,4%	6,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Location-financement	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Autres	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Dettes financières courantes	14,5%	13,7%	10,4%	4,7%	6,0%	9,1%	14,4%	6,4%	4,8%	5,9%
Emprunts bancaires	2,0%	5,7%	2,8%	0,2%	6,0%	9,1%	14,4%	6,4%	4,8%	5,9%
Emprunts obligataires	3,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Billets de trésorerie	9,2%	8,0%	7,7%	4,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Location-financement	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

STRUCTURE DU CAPITAL	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Capital	34,2%	34,5%	35,2%	36,6%	38,4%	41,0%	43,8%	45,1%	48,0%	50,2%
Prime d'émission	39,2%	39,5%	36,8%	31,3%	30,6%	32,0%	26,7%	26,1%	19,6%	17,9%
Réserves	19,0%	18,7%	20,4%	23,8%	20,9%	18,2%	20,3%	20,7%	21,4%	20,5%
Résultat net de l'exercice	7,6%	7,3%	7,7%	8,2%	10,1%	8,9%	9,2%	8,0%	11,0%	11,3%

WAREHOUSES DE PAUW										
	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
TOTAL DES DETTES FINANCIERES	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Dettes financières non courantes	86,0%	82,1%	84,5%	87,0%	82,2%	82,8%	87,9%	77,0%	75,6%	73,0%
Emprunts bancaires	76,4%	67,9%	64,2%	61,7%	57,6%	50,9%	61,4%	55,3%	65,4%	68,9%
Emprunts obligataires	9,5%	14,2%	20,3%	25,1%	24,2%	31,2%	25,5%	20,2%	7,0%	0,0%
Location-financement	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,8%	1,0%	1,5%	2,3%	2,7%
Autres	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,9%	1,3%
Dettes financières courantes	14,0%	17,9%	15,5%	13,0%	17,8%	17,2%	12,1%	23,0%	24,4%	27,0%
Emprunts bancaires	0,7%	2,9%	1,9%	4,0%	3,9%	3,8%	0,9%	5,6%	3,5%	4,5%
Emprunts obligataires	4,2%	5,9%	2,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Billets de trésorerie	9,1%	9,0%	10,7%	8,9%	13,8%	13,2%	11,0%	17,1%	20,4%	22,0%
Location-financement	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%	0,2%	0,3%	0,5%	0,5%
Autres	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

STRUCTURE DU CAPITAL	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Capital	5,5%	7,8%	8,6%	11,0%	13,6%	15,9%	18,7%	22,1%	23,7%	26,1%
Prime d'émission	33,8%	38,4%	40,8%	40,1%	44,0%	47,7%	39,6%	39,0%	33,6%	30,7%
Réserves	31,5%	38,2%	30,1%	26,6%	23,4%	23,8%	23,1%	28,4%	27,6%	35,3%
Résultat net de l'exercice	27,5%	13,5%	18,3%	20,4%	19,0%	12,6%	18,6%	10,6%	15,1%	7,8%
Intérêts minoritaires	1,8%	2,1%	2,1%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

[Cliquez ici pour retourner au texte.](#)

Annexe 3 : Tableau de l'analyse horizontale en pourcentage des données historiques sur la structure de financement et du capital des trois SIR choisies. Source : Auteur sur base des rapports annuels.

AEDIFICA									
	2021/2020	2020/2019	2019/2018	2018/2017	2017/2016	2016/2015	2015/2014	2014/2013	2013/2012
TOTAL DES DETTES FINANCIERES	24,86%	94,59%	15,78%	20,49%	28,24%	30,57%	6,00%	52,24%	-23,25%
Dettes financières non courantes	65,37%	81,84%	-18,51%	23,73%	29,42%	31,39%	23,93%	60,34%	-27,29%
Emprunts bancaires	32,86%	33,23%	-31,66%	23,73%	29,42%	31,39%	23,93%	60,34%	-27,29%
Emprunts obligataires	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Billets de trésorerie	9,28%	344,68%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Crédits d'investissements	-68,78%	332,43%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dettes financières courantes	-46,33%	121,95%	1092,80%	-33,87%	11,27%	19,81%	-63,50%	27,32%	-7,45%
Emprunts bancaires	-84,58%	82,17%	654,78%	-33,87%	11,27%	19,81%	-63,50%	27,32%	-7,45%
Emprunts obligataires	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Billets de trésorerie	-4,99%	190,50%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

STRUCTURE DU CAPITAL	28,19%	51,99%	52,31%	5,70%	43,06%	3,76%	50,67%	3,90%	42,82%
Capital	9,65%	33,89%	34,31%	1,28%	26,00%	1,06%	36,48%	6,51%	37,15%
Prime d'émission	23,42%	86,55%	91,83%	2,57%	84,68%	2,72%	133,88%	0,00%	88,93%
Réserves	163,50%	-8,20%	8,57%	36,85%	29,33%	47,28%	-12,08%	12,10%	12,35%
Résultat net de l'exercice	62,84%	40,14%	71,87%	13,41%	57,35%	-10,85%	111,20%	-22,72%	80,41%
Intérêts minoritaire	60,99%	2448,54%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

RETAIL ESTATES									
	2021/2020	2020/2019	2019/2018	2018/2017	2017/2016	2016/2015	2015/2014	2014/2013	2013/2012
TOTAL DES DETTES FINANCIERES	-3,96%	17,73%	0,85%	51,55%	9,69%	18,37%	13,56%	0,99%	26,69%
Dettes financières non courantes	-4,93%	13,46%	-5,26%	53,71%	13,39%	25,75%	3,88%	-0,73%	28,23%
Emprunts bancaires	-8,62%	3,30%	-5,94%	65,16%	0,57%	28,20%	-5,20%	-0,73%	28,23%
Emprunts obligataires	9,97%	88,22%	0,10%	-0,37%	184,75%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Location-financement	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-100,00%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Autres	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-100,00%	0,0%	0,0%	0,0%
Dettes financières courantes	2,12%	54,38%	126,09%	17,71%	-27,45%	-25,53%	155,15%	35,26%	2,23%
Emprunts bancaires	-66,47%	142,39%	1472,25%	-95,52%	-27,44%	-25,54%	155,15%	35,26%	2,23%
Emprunts obligataires	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Billets de trésorerie	10,44%	22,73%	72,86%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Location-financement	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-100,00%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

STRUCTURE DU CAPITAL	1,16%	12,86%	24,56%	10,36%	8,60%	24,38%	6,92%	32,25%	11,71%
Capital	0,27%	10,78%	19,56%	5,37%	1,57%	16,56%	3,69%	24,40%	6,78%
Prime d'émission	0,44%	21,23%	46,17%	12,99%	3,98%	48,76%	9,39%	76,13%	22,16%
Réserves	2,51%	3,72%	6,57%	25,76%	25,10%	11,47%	4,51%	27,94%	16,61%
Résultat net de l'exercice	5,75%	6,64%	16,67%	-10,44%	24,03%	19,29%	23,35%	-3,43%	8,12%

WAREHOUSE DE PAUW									
	2021/2020	2020/2019	2019/2018	2018/2017	2017/2016	2016/2015	2015/2014	2014/2013	2013/2012
TOTAL DES DETTES FINANCIERES	3,50%	14,27%	9,25%	25,78%	29,05%	0,35%	20,67%	21,52%	7,73%
Dettes financières non courantes	8,42%	10,97%	6,20%	33,15%	27,99%	-5,41%	37,76%	23,74%	11,62%
Emprunts bancaires	16,60%	20,78%	13,73%	34,77%	45,93%	-16,77%	33,98%	2,70%	2,28%
Emprunts obligataires	-30,53%	-19,91%	-11,67%	30,59%	0,07%	22,52%	52,48%	251,58%	0,0%
Location-financement	0,0%	0,0%	0,0%	-100,00%	-27,65%	-21,16%	-20,74%	-19,21%	-10,70%
Autres	-35,31%	-40,06%	-65,83%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-100,00%	-24,01%
Dettes financières courantes	-19,06%	32,29%	29,60%	-8,17%	34,20%	42,09%	-36,49%	14,65%	-2,77%
Emprunts bancaires	-76,86%	75,69%	-47,95%	29,11%	33,67%	310,29%	-80,13%	96,41%	-17,03%
Emprunts obligataires	-26,24%	150,00%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Billets de trésorerie	4,44%	-3,77%	31,83%	-18,89%	34,86%	20,84%	-22,53%	1,42%	-0,07%
Location-financement	0,0%	0,0%	0,0%	-100,00%	-1,22%	-20,72%	-12,07%	-18,51%	7,30%
Autres	-18,89%	-84,93%	4,95%	0,0%	0,0%	0,0%	-100,00%	6733,33%	-86,36%

STRUCTURE DU CAPITAL	48,68%	11,81%	33,49%	30,04%	19,96%	34,37%	25,23%	16,39%	17,08%
Capital	4,38%	1,28%	5,13%	4,63%	3,13%	14,06%	6,09%	8,35%	6,43%
Prime d'émission	30,57%	5,36%	35,68%	18,55%	10,73%	61,72%	27,16%	35,21%	27,91%
Réserves	22,68%	41,66%	51,04%	48,23%	17,57%	38,55%	2,05%	19,64%	-8,57%
Résultat net de l'exercice	202,60%	-17,56%	19,75%	39,82%	80,57%	-8,74%	120,38%	-18,73%	125,54%
Intérêts minoritaires	27,69%	8,52%	53,18%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

[Cliquez ici pour retourner au texte.](#)

Annexe 4 : Tableau de l'analyse horizontale en montant des données historiques sur la structure de financement et du capital des trois SIR choisies.

Source : Auteur sur base des rapports annuels.

AEDIFICA									
x 1.000 €	2021/2020	2020/2019	2019/2018	2018/2017	2017/2016	2016/2015	2015/2014	2014/2013	2013/2012
TOTAL DES DETTES FINANCIERES	414.378	810.190	116.752	125.795	135.214	112.099	20.749	118.695	-68.838
Dettes financières non courantes	694.382	478.105	-132.735	137.489	131.717	106.969	65.797	103.471	-64.350
Emprunts bancaires	214.492	162.807	-226.951	137.489	131.717	106.969	65.797	103.471	-64.350
Emprunts obligataires	702.107	0	0	0	0	0	0	0	0
Billets de trésorerie	7.069	59.044	17.130	0	0	0	0	0	0
Crédits d'investissements	-229.286	256.254	77.086	0	0	0	0	0	0
Dettes financières courantes	-280.004	332.085	249.487	-11.694	3.497	5.130	-45.048	15.224	-4.488
Emprunts bancaires	-265.504	141.585	149.487	-11.694	3.497	5.130	-45.048	15.224	-4.488
Emprunts obligataires	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Billets de trésorerie	-14.500	190.500	100.000	0	0	0	0	0	0

STRUCTURE DU CAPITAL	612.461	743.284	491.005	50.608	267.291	22.478	201.195	14.916	114.583
Capital	80.700	211.688	159.587	5.895	94.764	3.834	96.402	16.159	67.199
Prime d'émission	246.893	489.041	270.499	7.375	131.686	4.120	86.659	-1	30.469
Réserves	174.511	-9.538	9.174	28.841	17.749	19.423	-5.646	5.044	4.582
Résultat net de l'exercice	108.756	49.571	51.642	8.497	23.092	-4.899	23.780	-6.286	12.333
Intérêts minoritaire	1.601	2.522	103	0	0	0	0	0	0

RETAIL ESTATES									
x 1.000 €	2021/2020	2020/2019	2019/2018	2018/2017	2017/2016	2016/2015	2015/2014	2014/2013	2013/2012
TOTAL DES DETTES FINANCIERES	-36.826	139.864	6.669	266.145	45.615	73.036	47.489	3.433	73.028
Dettes financières non courantes	-39.513	95.131	-39.207	260.670	57.307	87.644	12.702	-2.412	72.666
Emprunts bancaires	-55.383	20.507	-39.294	260.984	2.285	87.594	-17.046	-2.412	72.666
Emprunts obligataires	15.870	74.624	87	-314	55.032	29.788	0	0	0
Location-financement	0	0	0	0	-10	10	0	0	0
Autres	0	0	0	0	0	-29.748	29.748	0	0
Dettes financières courantes	2.687	44.733	45.876	5.475	-11.692	-14.608	34.787	5.845	362
Emprunts bancaires	-35.060	30.983	20.376	-29.525	-11.688	-14.612	34.787	5.845	362
Emprunts obligataires	29.997	0	0	0	0	0	0	0	0
Billets de trésorerie	7.750	13.750	25.500	35.000	0	0	0	0	0
Location-financement	0	0	0	0	-4	4	0	0	0

STRUCTURE DU CAPITAL	9.236	91.059	139.596	53.362	40.800	92.958	24.687	86.937	28.253
Capital	758	26.829	40.734	10.602	3.058	27.643	5.940	31.573	8.215
Prime d'émission	1.382	55.236	82.184	20.461	6.030	49.660	8.744	40.238	9.589
Réserves	3.758	5.376	8.893	27.740	21.611	8.858	3.333	16.140	8.227
Résultat net de l'exercice	3.338	3.618	7.785	-5.441	10.101	6.797	6.670	-1.014	2.222

WAREHOUSE DE PAUW									
x 1.000 €	2021/2020	2020/2019	2019/2018	2018/2017	2017/2016	2016/2015	2015/2014	2014/2013	2013/2012
TOTAL DES DETTES FINANCIERES	74.224	264.625	157.078	347.937	303.878	3.613	178.509	152.960	50.990
Dettes financières non courantes	146.503	172.084	91.614	367.621	242.502	-49.547	251.082	127.551	55.931
Emprunts bancaires	238.762	247.478	143.716	270.122	244.521	-107.265	162.223	12.535	10.369
Emprunts obligataires	-91.997	-74.898	-49.717	99.783	238	59.909	91.568	124.847	49.625
Location-financement				-5.907	-2.257	-2.191	-2.709	-3.107	-1.938
Autres	-262	-496	-2.385	3.623				-6.724	-2.125
Dettes financières courantes	-72.279	92.541	65.464	-19.684	61.376	53.160	-72.573	25.409	-4.941
Emprunts bancaires	-47.918	26.861	-32.687	15.370	13.300	29.875	-38.816	23.779	-5.061
Emprunts obligataires	-32.800	75.000	50.000						
Billets de trésorerie	8.500	-7.500	48.050	-35.150	48.100	23.800	-33.211	2.070	-97
Location-financement				-1.946	-24	-515	-341	-642	236
Autres	-61	-1.820	101	2.042			-205	202	-19

STRUCTURE DE CAPITAL	1.170.199	253.932	539.346	372.076	206.087	264.078	154.780	86.414	76.899
Capital	8.248	2.384	9.062	7.811	5.121	20.184	8.239	10.431	7.549
Prime d'émission	282.423	46.994	230.563	101.132	52.824	187.904	65.027	62.342	38.629
Réserves	208.068	269.762	218.823	139.511	43.218	68.456	3.566	28.565	-13.627
Résultat net de l'exercice	657.656	-69.122	64.948	93.628	104.924	-12.466	77.948	-14.924	44.348
Intérêts minoritaires	13.804	3.914	15.950	29.994					

[Cliquez ici pour retourner au texte.](#)

Annexe 5 : Tableau des taux de couverture et des taux d'endettement sur 10 ans des trois SIR choisies. Source : Auteur sur base des rapports annuels.

AEDIFICA										
	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Taux de couverture	90,30%	79,00%	98,00%	95,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Taux d'endettement	42,60%	43,20%	37,20%	44,30%	40,80%	42,50%	37,00%	44,90%	36,00%	49,90%

RETAIL ESTATES										
	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Taux de couverture	93,02%	85,62%	90,39%	79,74%	90,45%	75,63%	94,71%	98,26%	95,00%	88,00%
Taux d'endettement	52,18%	53,10%	52,58%	57,57%	50,26%	49,95%	51,54%	49,10%	55,75%	51,08%

WAREHOUSE DE PAUW										
	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Taux de couverture	82,90%	89,60%	85,00%	91,00%	91,00%	93,00%	77,00%	82,00%	78,00%	78,00%
Taux d'endettement	38,10%	46,60%	46,70%	51,80%	53,10%	50,50%	56,80%	56,70%	55,50%	56,10%

[Cliquez ici pour retourner au texte.](#)

Annexe 6 : Tableau du calcul des primes et décotes des huit SIR sur dix ans. Source : Auteur sur base des rapports annuels.

ASCENCIO										
	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Dynamique de prime (+) ou décote (-)	-12,6%	-20,9%	2,8%	-7,6%	14,9%	29,1%	20,6%	18,4%	12,3%	7,9%
<u>VAN IFRS (= valeur intrinsèque) (€)</u>	56,15	52,88	55,05	55,19	53,29	49,97	46,52	45,41	46,29	45,03
<i>Valeur des fonds propres</i>	370.353.000	348.778.000	363.124.000	364.026.000	346.281.000	318.032.000	287.620.000	274.143.000	195.612.000	187.887.000
<i>Nombre d'actions</i>	6.595.985	6.595.985	6.595.985	6.595.985	6.497.594	6.364.686	6.182.768	6.037.230	4.226.061	4.172.875
<u>Cours de bourse en date de clôture (€)</u>	49,10	41,80	56,60	51,00	61,25	64,50	56,09	53,75	52,00	48,60
RETAIL ESTATES										
	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Dynamique de prime (+) ou décote (-)	-8,48%	-25,07%	31,02%	19,30%	34,52%	45,85%	51,98%	20,48%	25,02%	10,87%
<u>VAN IFRS (= valeur intrinsèque) (€)</u>	63,81	63,26	61,98	59,89	57,17	53,48	50,43	48,90	46,38	44,39
<i>Valeur des fonds propres</i>	808.223.000	798.987.000	707.926.000	568.332.000	514.970.000	474.170.000	381.212.000	356.524.000	269.588.000	241.336.000
<i>Nombre d'actions</i>	12.665.763	12.630.414	11.422.593	9.489.661	9.008.208	8.866.320	7.559.473	7.290.411	5.813.122	5.437.074
<u>Cours de bourse en date de clôture (€)</u>	58,40	47,40	81,20	71,45	76,90	78,00	76,64	58,92	57,98	49,21
WERELDHAVE BELGIUM										
	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Dynamique de prime (+) ou décote (-)	-36,13%	-49,74%	-2,35%	-8,64%	6,73%	24,64%	34,55%	29,14%	6,92%	8,26%
<u>VAN IFRS (= valeur intrinsèque) (€)</u>	77,18	78,20	88,27	89,97	89,25	86,41	81,76	78,99	77,83	76,21
<i>Valeur des fonds propres</i>	670.893.000	650.548.000	689.221.000	678.428.000	619.284.000	599.586.000	567.310.000	498.284.000	490.979.000	480.720.000
<i>Nombre d'actions</i>	8.692.063	8.319.287	7.807.981	7.540.250	6.939.017	6.939.017	6.939.017	6.308.198	6.308.198	6.308.198
<u>Cours de bourse en date de clôture (€)</u>	49,30	39,30	86,20	82,20	95,25	107,70	110,00	102,01	83,22	82,50
BEFIMMO										
	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Dynamique de prime (+) ou décote (-)	-44,08%	-38,32%	-8,75%	-13,95%	-5,44%	-2,60%	0,07%	11,50%	-6,80%	-9,74%
<u>VAN IFRS (= valeur intrinsèque) (€)</u>	60,35	58,85	59,29	56,42	56,63	54,78	54,96	54,00	54,13	54,10
<i>Valeur des fonds propres</i>	1.630.170.000	1.591.404.000	1.603.872.000	1.443.214.000	1.448.504.000	1.401.349.000	1.265.295.000	1.195.448.000	1.165.614.000	998.240.000
<i>Nombre d'actions</i>	27.011.100	27.040.351	27.052.443	25.579.214	25.579.214	25.579.214	23.021.293	22.138.280	21.534.086	18.452.987
<u>Cours de bourse en date de clôture (€)</u>	33,75	36,30	54,10	48,55	53,55	53,36	55,00	60,21	50,45	48,83

AEDIFICA										
	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Dynamique de prime (+) ou décote (-)	50,00%	49,86%	44,38%	50,96%	54,59%	59,31%	18,09%	29,06%	23,09%	30,07%
<u>VAN IFRS (= valeur intrinsèque) (€)</u>	76,60	65,59	58,11	51,74	49,40	43,74	42,59	38,74	38,59	37,29
<i>Valeur des fonds propres</i>	2.781.171.000	2.170.311.000	1.429.549.000	941.647.000	888.039.000	620.749.000	598.270.000	397.075.000	382.159.000	267.576.000
<i>Nombre d'actions</i>	36.308.157	33.086.572	24.601.158	18.200.829	17.975.820	14.192.032	14.045.931	10.249.083	9.902.998	7.175.730
<u>Cours de bourse en date de clôture (€)</u>	114,90	98,30	83,90	78,10	76,37	69,68	50,30	50,00	47,50	48,50
WDP										
	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Dynamique de prime (+) ou décote (-)	122,13%	110,05%	90,20%	68,09%	66,04%	75,36%	95,70%	78,17%	60,77%	58,26%
<u>VAN IFRS (= valeur intrinsèque) (€)</u>	19,00	13,47	12,20	68,54	56,27	48,41	41,51	35,18	32,78	29,85
<i>Valeur des fonds propres</i>	3.510.330.000	2.353.935.000	2.103.917.000	1.580.521.000	1.238.439.000	1.032.352.000	768.273.000	613.494.000	527.080.000	450.181.000
<i>Nombre d'actions</i>	184.772.193	174.713.867	172.489.205	23.061.390	22.009.277	21.326.043	18.507.260	17.438.644	16.079.247	15.081.692
<u>Cours de bourse en date de clôture (€)</u>	42,20	28,30	23,20	115,20	93,43	84,89	81,24	62,68	52,70	47,24
HOME INVEST										
	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Dynamique de prime (+) ou décote (-)	16,99%	22,44%	21,07%	11,72%	35,34%	45,34%	45,59%	28,65%	18,59%	20,90%
<u>VAN IFRS (= valeur intrinsèque) (€)</u>	104,29	94,33	94,16	81,81	65,56	65,19	63,60	66,15	64,09	58,73
<i>Valeur des fonds propres</i>	342.950.000	310.173.413	309.617.696	269.003.279	215.555.079	205.202.333	200.191.632	208.224.230	195.025.808	178.721.397
<i>Nombre d'actions</i>	3.288.547	3.288.146	3.288.146	3.288.146	3.288.146	3.147.897	3.147.897	3.147.897	3.043.231	3.043.231
<u>Cours de bourse en date de clôture (€)</u>	122,00	115,50	114,00	91,40	88,72	94,74	92,59	85,10	76,00	71,00
XIOR										
	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Dynamique de prime (+) ou décote (-)	35,74%	56,69%	54,40%	27,61%	41,93%	42,82%	13,98%	N/D	N/D	N/D
<u>VAN IFRS (= valeur intrinsèque) (€)</u>	36,13	31,34	32,71	29,78	27,47	24,97	23,42	N/D	N/D	N/D
<i>Valeur des fonds propres</i>	1.003.852.000	659.503.000	625.808.000	410.019.000	223.291.000	131.630.000	108.382.000	N/D	N/D	N/D
<i>Nombre d'actions</i>	27.781.301	21.046.441	19.133.129	13.768.815	8.128.249	5.270.501	4.626.780	N/D	N/D	N/D
<u>Cours de bourse en date de clôture (€)</u>	49,05	49,10	50,50	38,00	38,99	35,67	26,70	N/D	N/D	N/D

[Cliquez ici pour retourner au texte.](#)

Annexe 7 : Tableau récapitulatif des primes et décotes des SIR par secteur sur dix ans. Source : Auteur sur base des rapports annuels.

	Secteur	18/07/22	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Ascencio	COM	-12,0%	-12,6%	-20,9%	2,8%	-7,6%	14,9%	29,1%	20,6%	18,4%	12,3%	7,9%
Retail Estates	COM	3,3%	-8,5%	-25,1%	31,0%	19,3%	34,5%	45,8%	52,0%	20,5%	25,0%	10,9%
Wereldhave Belgium	COM	-35,3%	-36,1%	-49,7%	-2,3%	-8,6%	6,7%	24,6%	34,5%	29,1%	6,9%	8,3%
Befimmo	BUR	-23,0%	-44,1%	-38,3%	-8,7%	-14,0%	-5,4%	-2,6%	0,1%	11,5%	-6,8%	-9,7%
Aedifica	SOINS	22,2%	50,0%	49,9%	44,4%	51,0%	54,6%	59,3%	18,1%	29,1%	23,1%	30,1%
WDP	LOG	52,3%	122,1%	110,0%	90,2%	68,1%	66,0%	75,4%	95,7%	78,2%	60,8%	58,3%
Home Invest	RESI	6,3%	17,0%	22,4%	21,1%	11,7%	35,3%	45,3%	45,6%	28,7%	18,6%	20,9%
Xior	RESI ETUD	19,0%	35,7%	56,7%	54,4%	27,6%	41,9%	42,8%	14,0%	N/D	N/D	N/D

BUR bureau – **RESI** résidentiel – **SOIN** soins de santé – **LOG** logistique – **COM** commercial – **ETUD** kots étudiants

[Cliquez ici pour retourner au texte.](#)

Table des figures

Figure 1: Répartition par type d'investisseurs dans les REITs, septembre 2020. Source: Citigroup "New faces, New Places: An in-depth analysis of total REIT Equity Ownership"....	4
Figure 2: Structure des dettes - Aedifica (Situation 2021). Source: Auteur, sur base du rapport annuel 2020/2021.	18
Figure 3: Structure des dettes – Retail Estates (Situation 2021). Source: Auteur, sur base du rapport annuel 2020/2021.	21
Figure 4: Structure des dettes - WDP (Situation 2021). Source: Auteur, sur base du rapport annuel 2020/2021.	25
Figure 5: Graphique de l'évolution de la surcote WDP sur 10 ans.	40

Table des tableaux

Tableau 1. Liste des SIR belges avec les secteurs d'activités (situation fin 2020).....	14
Tableau 2: Historique des surcotes/décotes - Aedifica (2012 à 2021).....	36
Tableau 3: Historique des surcotes et décotes - Retail Estates (2012 à 2021).....	38

