



**RAPPORT**

**ANNUEL**

**2011**

**IMM<sup>21</sup>BILIER**



★ ★ ★ ★ ★  
**RAPPORT**  
**ANNUEL**  
**2011**

IMM21BILIER







*Avec la contribution de:*



**Michel Varaldo**

*Société Générale, Secteur Immobilier*

Michel Varaldo est analyste financier à la Société Générale depuis 2003, responsable de la recherche sur le secteur immobilier européen. Il était antérieurement directeur financier de Simco depuis 1997. Il a été analyste financier en charge des secteurs services publics, construction et immobilier de 1988 à 1997 et a débuté à la direction de la gestion financière et comptable de la Compagnie Générale des Eaux en 1985. Michel Varaldo est diplômé de l'ESSEC et ingénieur de l'ENSMA. Il est membre de la SFAF.





## GESTION 21

GESTION 21 a obtenu son agrément en juillet 2007.

Les fonds ACTIONS 21 et IMMOBILIER 21 ont été lancés le 27 novembre 2007.

L'équipe se compose de quatre gérants et d'un RCCI.

**Laurent Gauville**  
IMMOBILIER 21



**Guillaume Morin**  
IMMOBILIER 21

**Daniel Tondu**  
ACTIONS 21

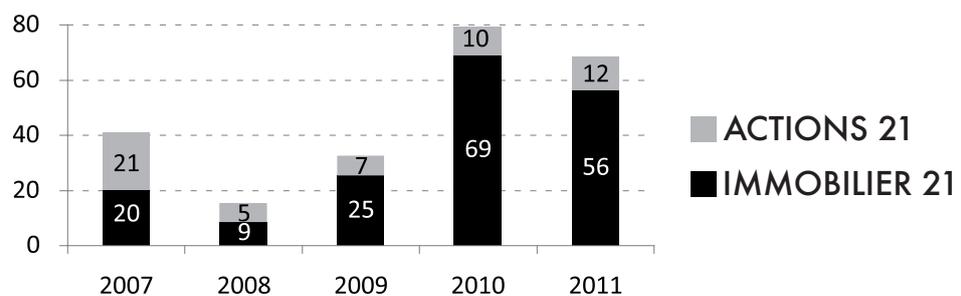


**Pierre Pougnet**  
ACTIONS 21

**Bruno Rambaud**  
RCCI



Actifs gérés (M€)







## RÉSUMÉ DE L'ANNÉE

### PREMIÈRE PARTIE : PERFORMANCE

**Une gestion récompensée** page 12

**Un fonds régulièrement bien classé** page 14

**Une surperformance récurrente** page 17

**Pourquoi le secteur n'a pas joué son rôle de diversification par rapport au CAC 40 ?** page 21

### DEUXIÈME PARTIE : BILAN ET PERSPECTIVES PAR LES QUESTIONS DES INVESTISSEURS

**Opinion de Michel Varaldo, analyste financier à la Société Générale** page 25

**Quel bilan au niveau immobilier ?** page 26

**Quelles sont les spécificités de ce secteur dans cet environnement ?** page 27

**Quel bilan et perspectives des bureaux en Zone Euro ?** page 28

**Pourquoi privilégier les bureaux en France ?** page 29

**Quel bilan et perspectives des centres commerciaux ?** page 32

**Peut-on craindre une forte baisse des valeurs d'actifs en 2012 ?** page 36

**En quoi la décote actuelle est attractive ?** page 39

**Les mutations fiscales du secteur** page 41

**Quel a été le positionnement du fonds en 2011 ?** page 42

**Perspectives 2012** page 44

### TROISIÈME PARTIE : LA GESTION DU FONDS

**La gestion de l'actif** page 47

**La gestion du passif** page 49

**Annexes** page 51

**Comptes annuels du fonds sur demande dès disponibilité**





## RÉSUMÉ DE L'ANNÉE

### **MACRO : Faible visibilité**

Interrogation sur la dette, la gouvernance de la Zone euro et la croissance

### **PERFORMANCE BOURSIÈRE DES FONCIÈRES : baisse significative**

Année bipolaire S1 +7%

S2 -23%

2011 -17%

### **PERFORMANCE ÉCONOMIQUE DES FONCIÈRES : stabilité**

Loyers stables

ANR stables

Taux d'occupation stables

### **Performance IMMOBILIER 21**

Performance 2011 -14%

Surperformance 2011 +3.5%

Classement 3 ans 1<sup>er</sup>/34

## CONCLUSION

**BAISSE DES COURS + FONDAMENTAUX IMMOBILIERS STABLES**

=

**ATTRACTIVITÉ DU SECTEUR RENFORCÉE**





## **PREMIÈRE PARTIE : PERFORMANCE**

**Une gestion récompensée**

**Un fonds régulièrement bien classé**

**Une surperformance récurrente**

**Pourquoi le secteur n'a pas joué son rôle de diversification  
par rapport au CAC 40**

## PREMIÈRE PARTIE : PERFORMANCE

### 1 - Une gestion récompensée



**Note globale** ★ ★ ★ ★ ★  
**Note 3 ans** ★ ★ ★ ★ ★



**Note sur 100** 89  
**Note** ☆ ☆ ☆ ☆ ☆

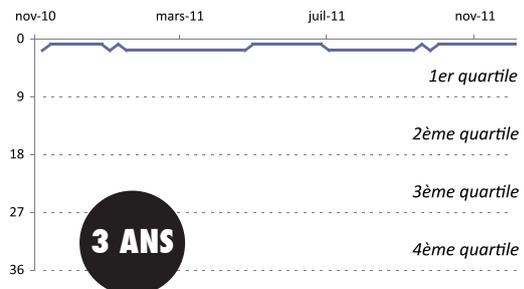
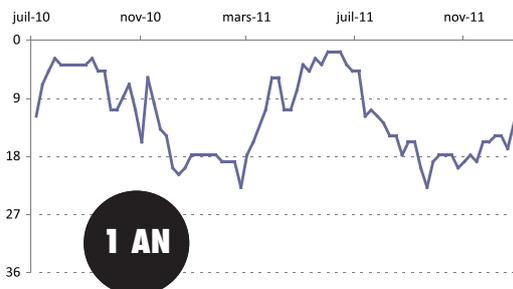


**Performance absolue** 5  
**Performance régulière** 5  
**Préservation du capital** 2



**2011, meilleur fonds 3 ans**  
**Catégorie Immobilier Europe**

### Classement Europerformance d'Immobilier 21 sur 1 an et 3 ans glissants fonds Europe



Source : MorningStar, Quantalys, Lipper, Europerformance, catégorie Immobilier Europe



## Performance et classement

La performance publiée par une société peut toujours être sujet à discussion selon les trois éléments suivants :

- Dates retenues pour le calcul
- Choix de l'indice de comparaison
- Indice dividendes réinvestis ou non

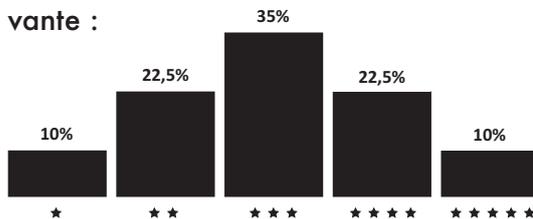
L'analyse du classement d'un fonds dans sa catégorie permet de répondre à ces 3 éléments.

Ainsi le rang sur une période glissante, nous semble un très bon indicateur d'évaluation et de comparaison de la performance.

### Méthodologie des notations de fonds

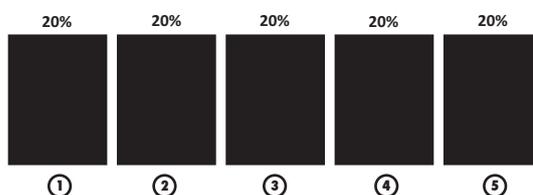
**MorningStar Rating** : Mesure la performance ajustée du risque

La notation des fonds par MorningStar se base sur le calcul d'une performance ajustée du risque. Les fonds sont ensuite classés en fonction de leur résultat et les étoiles sont attribuées de la manière suivante :



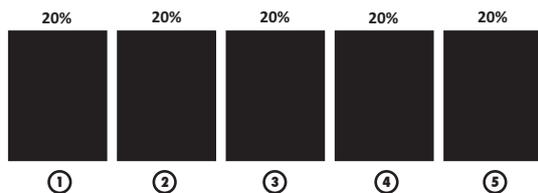
**Quantalys** : Mesure la persistance de la performance

Quantalys a développé une méthodologie de notation des produits qui permette d'ajouter un facteur de persistance dans la notation de la performance des fonds. La notation des fonds par Quantalys varie de 1 à 100. Les fonds sont ensuite classés et obtiennent leurs étoiles en fonction de leur résultat de la manière suivante :



**Lipper Leaders** : Mesure 5 critères, performance absolue et régulière, préservation du capital, frais réel et optimisation fiscale

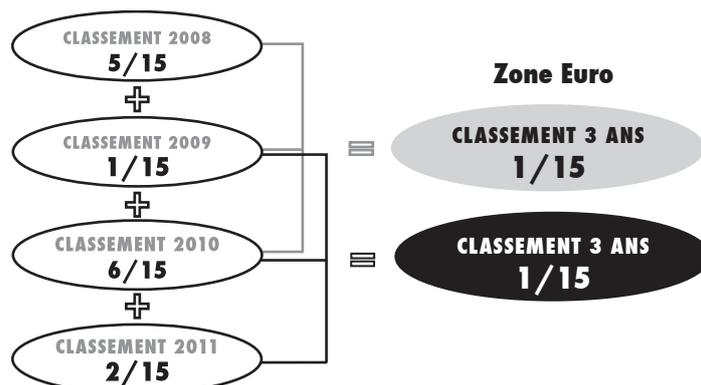
Lipper met en place une notation (Lipper leaders) de la performance d'un fonds en fonction de cinq critères (Performance Absolue, Performances Régulières, Préservation du Capital, Frais Réels, Optimisation Fiscale). Les notations reposent sur une moyenne équipondérée des rangs en quintile.



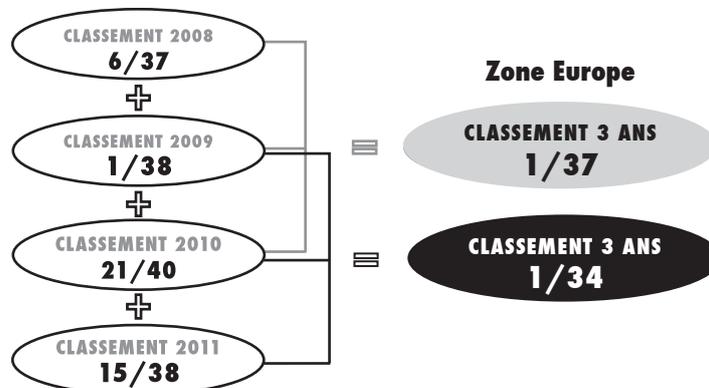
## 2 - Un fonds régulièrement bien classé



L'univers d'investissement étant la Zone Euro, le classement pertinent doit être effectué à partir de l'échantillon de fonds Zone Euro



1<sup>er</sup> sur 3 ans pour la deuxième année consécutive



2011	Performance
Euro Zone	-17%
Europe hors Euro Zone	-10%

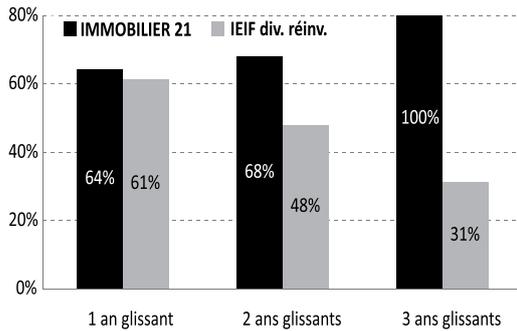
Source : EPRA, Europerformance, catégorie Immobilier Europe



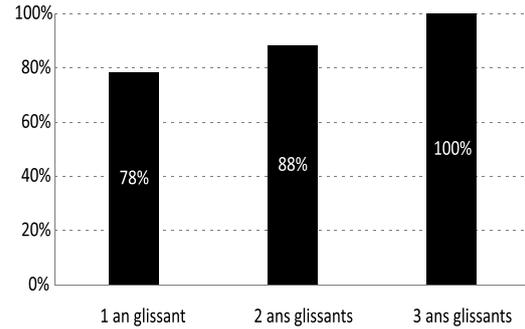
La régularité de performance depuis 2008, permet au fonds Immobilier 21 de se classer 1<sup>er</sup> sur 3 ans en 2010 et 2011, tant sur la Zone Euro, qu'en Europe



**Fréquence de gain  
 (performance absolue positive)**



**Fréquence de surperformance  
 (performance relative positive)**



**Comparaison de performances par rapport à un panel de fonds**

**3 ANS**

**1<sup>er</sup>/34 Europe  
 1<sup>er</sup>/15 Zone Euro**

Fonds immobiliers	Performance 3 ans
<b>IMMOBILIER 21</b>	<b>+50%</b>
AVIVA Valeurs immobilières	+43%
IEIF Eurozone Div.réinvestis	+38%
SG actions Immo	+38%
Axa Aedificandi	+38%
AGF Foncier (Allianz)	+37%
AGF Immo (Allianz)	+36%
Oddo Immobilier	+34%
Cie Immobilière Acofi	+31%
BNP Paribas Immobilier	+29%

**2011**

**15<sup>ème</sup>/38 Europe  
 2<sup>ème</sup>/15 Zone Euro**

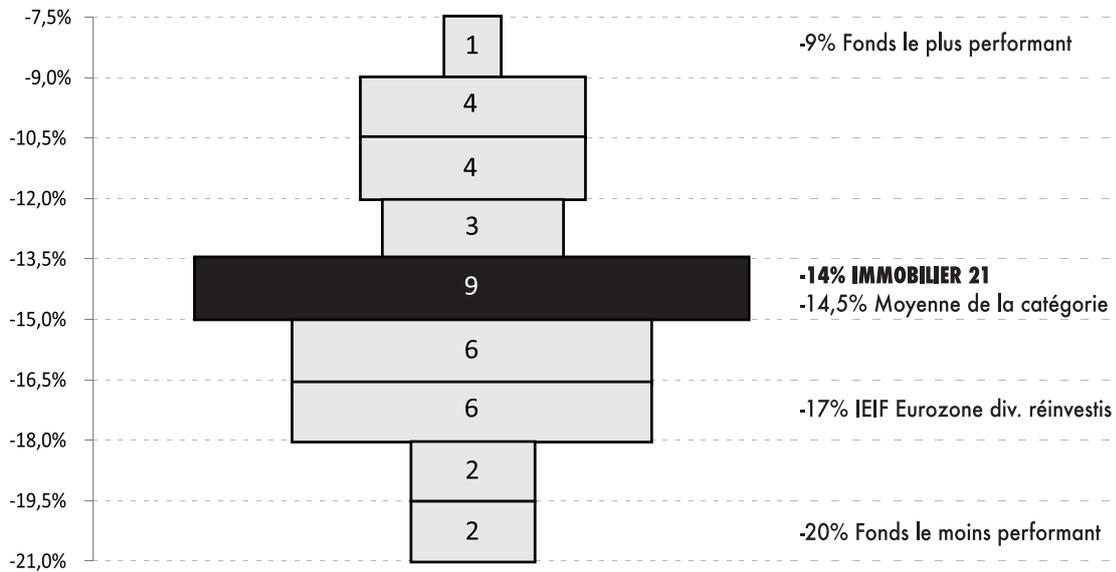
Fonds immobiliers	Performance 2011
AGF Immo (Allianz)	-10%
BNP Paribas Immobilier	-11%
SG actions Immo	-12%
<b>IMMOBILIER 21</b>	<b>-14%</b>
AVIVA Valeurs immobilières	-15%
Axa Aedificandi	-15%
Cie Immobilière Acofi	-15%
AGF Foncier (Allianz)	-16%
Oddo Immobilier	-16%
IEIF Eurozone Div.réinvestis	-17%

Source : Europeperformance, catégorie Immobilier Europe



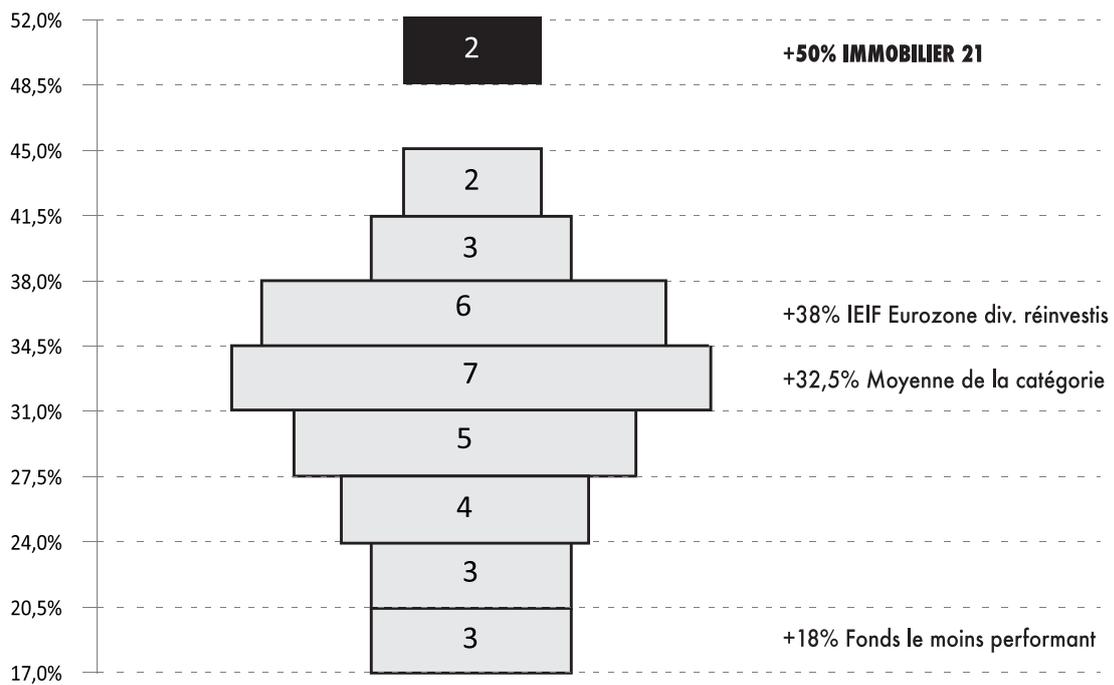
## Dispersion de performance faible en 2011

2011



## Sur une plus longue période, la dispersion de performance est importante

3 ans



Source : Europperformance, Euronext, GESTION 21



### 3 - Une surperformance récurrente

	NOTRE GESTION	INDICE RÉINVESTIS	SURPERFORMANCE SOUSPERFORMANCE
1998	+7%	+6%	+1%
1999	+12%	+7%	+5%
2000	+12%	-2%	+14%
2001	+4%	+2%	+2%
2002	+15%	+8%	+7%
2003	+22%	+20%	+2%
2004	+33%	+37%	-4%
2005	+17%	+29%	-12%
2006	+52%	+63%	-9%
2007	-20%	-30%	+10%
2008	-38%	-51%	+13%
2009	+53%	+47%	+6%
2010	+14%	+15%	-1%
2011	-14%	-17%	+3%

PERFORMANCE TOTALE	<b>+225%</b>	<b>+104%</b>	<b>+111%</b>
ANNUALISÉE*	<b>+8,8%</b>	<b>+5,2%</b>	<b>+3,6%</b>

\* La performance annualisée ainsi que le track record ont été calculés comme suit :  
 Période 1 (111 mois) : la performance du fonds Compagnie Immobilière Acofi de mars 1998 au 30 juin 2007 période durant laquelle Laurent Gauville était le gérant  
 Période 2 (5 mois) : la performance de l'IEIF Eurozone est réinvesti du 30 juin 2007 au 27 novembre 2007, période durant laquelle Laurent Gauville n'a pas géré de fonds, induit une partie de simulation de performance passée au sens de l'AMF.  
 Période 3 (49 mois) : la performance du fonds IMMOBILIER 21 du 27 novembre 2007 au 30 décembre 2011



**Performance annualisée de +9% sur 14 ans**

**Surperformance annualisée de +3,6% sur 14 ans**

**11 années de performances positives sur 14 ans**

**10 années de surperformance sur 14 ans**

Source : GESTION 21, Acofi Gestion, IEIF



## Une surperformance récurrente : comment l'expliquons-nous ?

### Processus de gestion STABLE DISCIPLINÉ ADAPTÉ AU SECTEUR

Multiple  
de valorisation  
CONSTAMMENT INFÉRIEUR  
Volatilité boursière  
CONSTAMMENT INFÉRIEURE

		2007	2008	2009	2010	2011	Ecart moyen	
Multiple de cash flow	Secteur	23,7x	12,3x	13,3x	15,0x	12,6x		-2.4x
	I21	18,1x	8,8x	12,8x	13,6x	11,6x		
Volatilité 1an glissant	Secteur	-	34%	30%	19%	23%		-5.5pts
	I21	-	27%	21%	17%	19%		

Source : GESTION 21

Risque dette  
CONSTAMMENT INFÉRIEUR  
Taux d'intérêt critique  
CONSTAMMENT SUPÉRIEUR

		2007	2008	2009	2010	2011	Ecart moyen	
Loan to value	Secteur	45%	44%	49%	49%	49%		-8pts
	I21	38%	34%	38%	42%	43%		
Taux d'intérêt critique	Secteur	9,1%	9,7%	10,1%	9,7%	10,8%		+2.5pts
	I21	12,4%	12,7%	13,3%	11,5%	12,0%		

Source : GESTION 21

Point mort d'ANR  
ÉQUIVALENT en raison  
d'un effet de levier  
INFÉRIEUR

		2007	2008	2009	2010	2011	Ecart moyen	
Décote/Surcote sur ANR reconstitution	Secteur	-24%	-57%	-29%	-23%	-41%		-5pts
	I21	-21%	-56%	-22%	-13%	-35%		
Point mort d'ANR	Secteur	-13%	-32%	-15%	-12%	-21%		-0.6pts
	I21	-13%	-36%	-14%	-7%	-20%		

Source : GESTION 21

**Taux d'intérêt critique** : C'est le taux qui égalise le coût de la dette à l'EBITDA de la foncière. Au-delà de ce taux, la foncière dégage un cash flow négatif. Plus le taux d'intérêt critique est élevé, plus l'accès au financement devrait être facilité.

**Point mort d'ANR** : Permet d'ajuster la décote d'une foncière en fonction de sa dette. Taux implicite de baisse des valeurs d'actifs pour que la décote soit nulle.



**Par des indicateurs spécifiques de suivi des risques**

"L'équipe réalise de nombreux travaux de recherches appliqués. GESTION 21 a créé 2 nouveaux indicateurs pour suivre les risques bilanciaux. Publication de la recherche dans les journaux spécialisés (cf : Article taux d'intérêt critique, *Réflexion immobilière* Mars 2009, Article Point Mort d'ANR, *Réflexion Immobilière*, Janvier 2012)"

Travaux de recherches appliquées

Année	Publications & recherches
1997	Modèle de prévision de la vacance à 3 ans
2000	Le ratio loyer "prime"/salaires
2002	Le taux d'effort dans centres commerciaux
2009	Le taux d'intérêt critique
2011	Le point mort d'ANR

"GESTION 21 a créé sa propre base de données de 67 valeurs représentant 200 milliards d'euros d'actifs. Cette base de données couvre l'ensemble des valeurs de la Zone Euro."

Base de données GESTION 21

Caractéristiques	Chiffres
Nombre de valeurs suivies	67
Nombre de variables étudiées	35
Historique des données	depuis 2001



## Une surperformance récurrente : comment avons-nous intégré la crise de la dette ?

	Macroéconomie	Secteur Immobilier	IMMOBILIER 21	Surperformance
<b>S1 2011</b>	Détente crise des dettes étatiques en Europe	Hausse des valeurs d'actifs, perspective de hausse des loyers de bureaux	Maintien d'une allocation bureaux élevée	<b>+3%</b>
<b>S2 2011</b>	Résurgence crise dette des Etats en Europe	Maintien des valeurs d'actifs, stabilisation locative	Augmentation de l'allocation centres commerciaux (moins cycliques)	<b>+0,5%</b>
<b>Et par le passé ?</b>				
<b>CRÉATION</b>	Crise financière	Marché immobilier sélectif	Prudence sur l'endettement, choix de rente immobilière peu volatile	<b>+25%</b>
<b>2008</b>	Crise financière	Problématique sur l'endettement	Sortie des dossiers trop endettés Création du taux d'intérêt critique	<b>+13%</b>
<b>2009</b>	Normalisation progressive de l'économie	Baisse des valeurs d'actifs et des loyers	Augmentation de l'allocation centres commerciaux (moins cycliques)	<b>+6%</b>
<b>2010</b>	Crise dette souveraine en Europe	Reprise des valeurs d'actifs, stabilisation locative	Augmentation de l'allocation bureaux (hausse attendue des loyers)	<b>-0,5%</b>



**Pourquoi le secteur n'a pas joué son rôle de diversification par rapport au CAC 40 ?**

**La focalisation des dettes a enlevé le pouvoir de diversification du secteur au S2...**

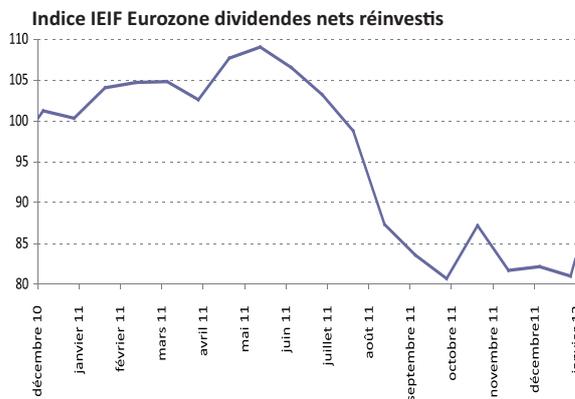
TIC des foncières	Performance S2 2011
>10%	-17%
8-10%	-26%
6-8%	-27%
<6%	-40%
Indice immobilier Euronext	-19%
CAC 40	-20%

**Des performances déterminées  
 par les risques financiers**



**A moyen terme, le secteur retrouvera son potentiel de diversification avec l'amélioration de la perception par le marché des problèmes des dettes des États**

**...alors que les indicateurs immobiliers confirment leur faible volatilité, renforçant ainsi l'attractivité du secteur**



2010	2011
Loyers	<i>stables</i>
Taux de vacance	<i>stables</i>
Valeurs d'actifs	<i>faibles hausses</i>



	2010
Multiple de cash flow	15.3x
Rendement en dividende	5.3%
Décote/Surcote sur ANR de reconstitution	-23%

2011
12.6x
6.4%
-41%



**Amélioration en 2011 des indicateurs de valorisation**



**Le secteur est une option sur l'amélioration du risque perçu sur les dettes des États**





## **DEUXIÈME PARTIE : BILAN ET PERSPECTIVES PAR LES QUESTIONS DES INVESTISSEURS**

**Opinion d'un analyste financier**

**Quel bilan au niveau immobilier ?**

**Quelles sont les spécificités de ce secteur dans cet environnement ?**

**Quel bilan et perspectives des bureaux en Zone Euro ?**

**Pourquoi privilégier les bureaux en France ?**

**Quel bilan et perspectives des centres commerciaux ?**

**Peut-on craindre une forte baisse des valeurs d'actifs en 2012 ?**

**En quoi la décote actuelle est attractive ?**

**Les mutations fiscales du secteur**

**Quel a été le positionnement du fonds en 2011 ?**

**Perspectives 2012**





**Michel Varaldo – Analyste Société Générale - Secteur immobilier**

"2011 fut tout à la fois le paradis, l'enfer et le purgatoire.

Le paradis en début d'année lorsque nous avons beaucoup de valeurs à l'achat dans un marché très bien orienté. Si bien qu'en mars, les attentes annuelles avaient été dépassées. Nous sommes devenus très vendeurs avec seulement une valeur à l'achat pour 28 suivies. Mais nous entrons en enfer, car le marché a continué de monter, bien que plus modérément. C'est toujours difficile d'être à la vente, mais ça l'est encore plus lorsque le marché est orienté positivement. L'été nous faisait (enfin) entrer au purgatoire. La baisse des cours étaient bien en ligne avec nos deux seules valeurs à l'achat. En septembre, nous sommes redevenus légèrement positifs pour virer au beau fixe en décembre, puisque les recommandations à l'achat atteignaient le nombre record de 17 sur 28 valeurs couvertes, sans aucun achat au Royaume-Uni.

2012 permettra-t-il de revoir le paradis, ce qui pour nous serait synonyme de remontée des cours ? Nous misons sur un potentiel de hausse moyen de 10% sur 12 mois, mais de +17% en Europe continentale et -3% au Royaume-Uni. Au-delà de nos méthodes de valorisation qui nous donnent ces potentiels, la comparaison entre l'Europe continentale et le Royaume-Uni peut se résumer à 2 chiffres : une décote moyenne 2012 identique à 20% et un écart de rendement moyen des dividendes de 200 points de base en faveur du Continent à 6.8% contre 4.8%.

Nous prévoyons une baisse des ANRs de 5% en 2012 et autant en 2013 pour l'Europe Continentale. Les cash flow par action seraient légèrement bien orientés de +2% en 2012 et +3% en 2013, malgré une indexation positive, notamment en France pour 2012. Nous sommes un peu plus pessimistes pour le secteur des bureaux que pour celui des centres commerciaux. Ces derniers devraient mieux résister à la récession qui s'annonce au moins pour 2012-2013.

Quelles sont nos valeurs préférées ? Nous recommandons beaucoup de titres à l'achat mais nous mettons 3 valeurs en avant, toutes présentes à plus de 95% dans le secteur des centres commerciaux avec des potentiels de plus de 30% :

Corio pour son rendement supérieur à 8%, Klépierre pour son attrait spéculatif et Mercialis pour son bilan sans dette, permettant de couvrir les risques liés à la dette des autres titres détenus.

Pour ceux qui souhaiteraient investir dans le secteur des bureaux, plus exposé au niveau de l'emploi, Foncière des Régions semble attractive : d'une part, son rendement est supérieur à 8% et, d'autre part, la maturité moyenne de ses baux est supérieure à 6 ans.

De nombreux investisseurs, en particulier nord-américains, ont beaucoup vendu en Europe continentale. Nous pensons que les mauvaises nouvelles en Europe continentale sont déjà dans les cours. Les résultats 2011, qui ne devraient pas décevoir, le refinancement de certains pays et les fusions qui se profilent, pourraient être un catalyseur pour la remontée des cours des foncières européennes."

## Quel bilan au niveau immobilier ?

Taux de vacance bureaux, en % du parc

Taux de vacance  
*stables*

	2010	2011
Paris	6,8%	6,6%
Helsinki	12,5%	11,5%
Amsterdam	17,1%	17,5%
Bruxelles	11,8%	12,0%
Milan	9,4%	9,6%
Madrid	12,9%	13,2%
Francfort	15,0%	14,2%
Berlin	10,2%	9,4%
Moyenne simple	12,0%	11,8%

Loyers « prime » bureaux Quartier Central des Affaires, € /m<sup>2</sup>

Loyers  
*stables*

	2010	2011	Variation
Paris	725	700	-3%
Helsinki	326	350	+7%
Amsterdam	330	338	+2%
Bruxelles	285	285	0%
Milan	520	520	0%
Madrid	318	312	-2%
Francfort	460	456	-1%
Berlin	252	264	+5%
		Moyenne	+1%

Valeurs d'actifs bureaux => taux de capitalisation (loyers/valeurs d'actifs)

Taux de capitalisation  
*en baisse*

	2010	2011	Variation
Paris	4,9%	4,5%	-40bp
Helsinki	5,7%	5,4%	-30bp
Amsterdam	5,7%	5,6%	-10bp
Bruxelles	6,3%	6,3%	0bp
Milan	5,7%	5,3%	-40bp
Madrid	6,0%	5,8%	-20bp
Francfort	5,2%	5,0%	-20bp
Berlin	5,4%	5,1%	-30bp
		Moyenne	-20bp

Indicateurs centres commerciaux

Indicateurs  
*stables*

	France 2011
Consommation des ménages en valeur	+1,7%
Chiffre d'affaires des commerçants	-0,5%
Indice de fréquentation	-1,3%



**Des indicateurs stables ou en amélioration**

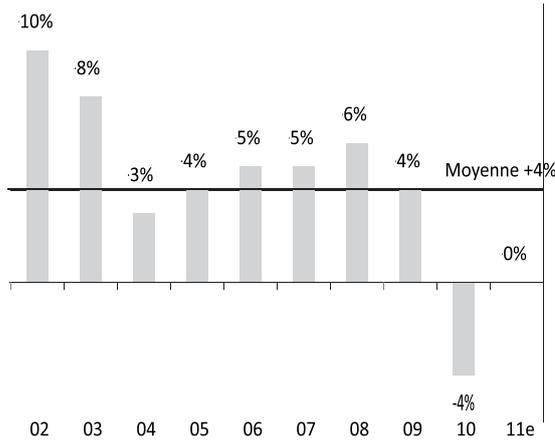
Source : INSEE, CBRE



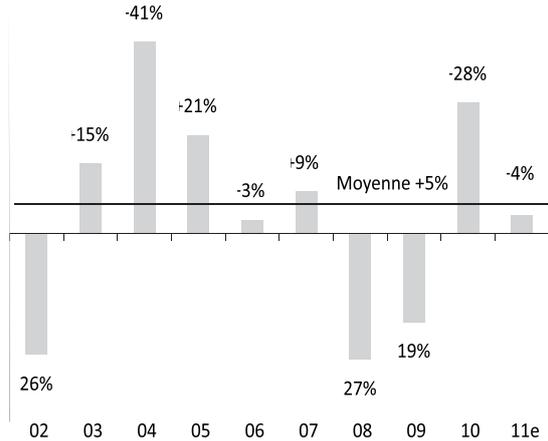
**Comparaison avec le CAC**

**Au niveau des performances économiques**

Variation cash flow/action (Foncières Zone Euro)



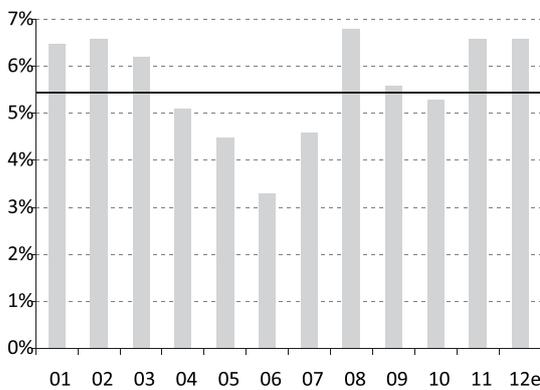
Variation résultat net/action (CAC 40)



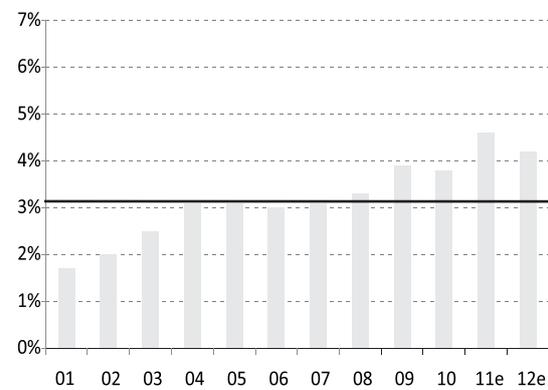
**Croissance moyenne équivalente, volatilité du secteur très inférieure**

**Au niveau du rendement en dividende**

Immobilier coté



CAC 40

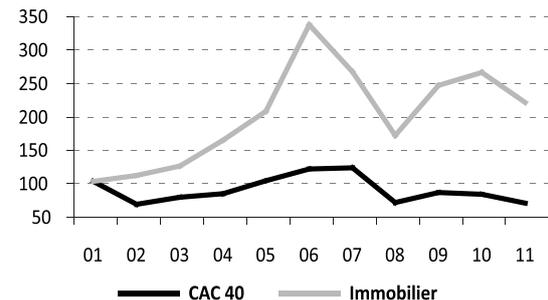


**En 2012e, sans variation de cours des foncières, le rendement sera au niveau de 2011**

**Au niveau des performances boursières**

	Performance hors dividendes	
	5 ans	10 ans
CAC 40	-43%	-33%
IMMOBILIER	-35%	+118%

Performance hors dividendes

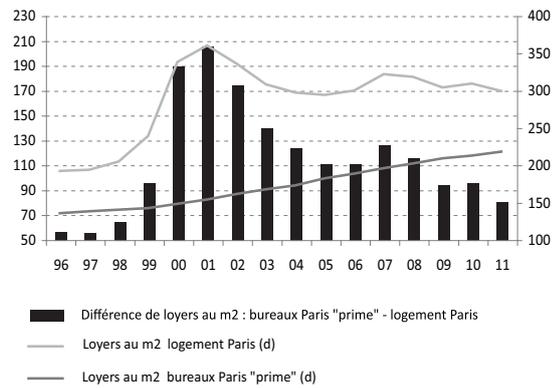
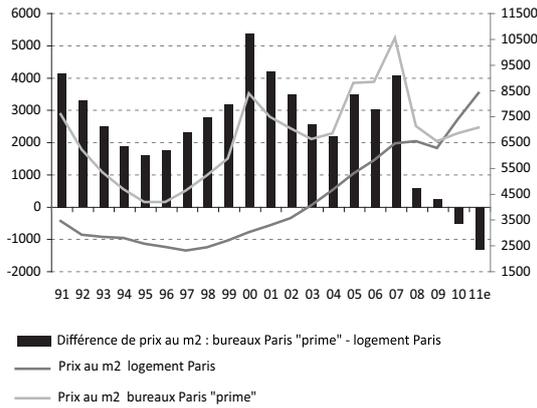


Source : Euronext, GESTION 21

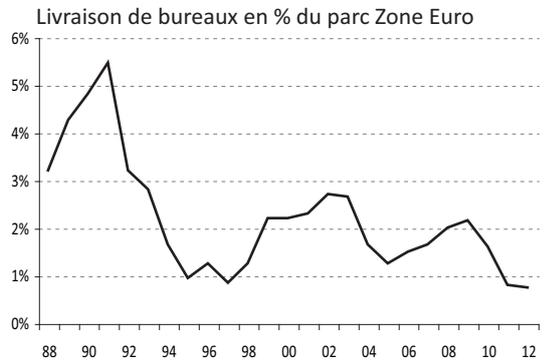
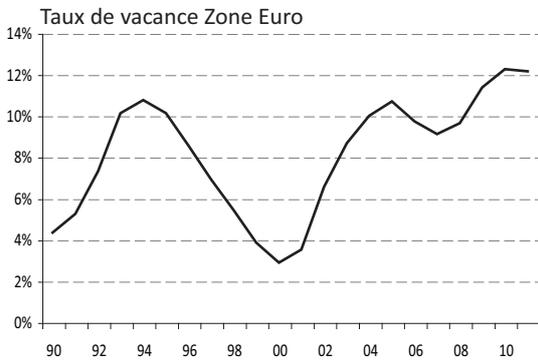
## Quel bilan et perspectives des marchés de bureaux en Zone Euro ?



### Le cycle bureaux est différent du cycle logements

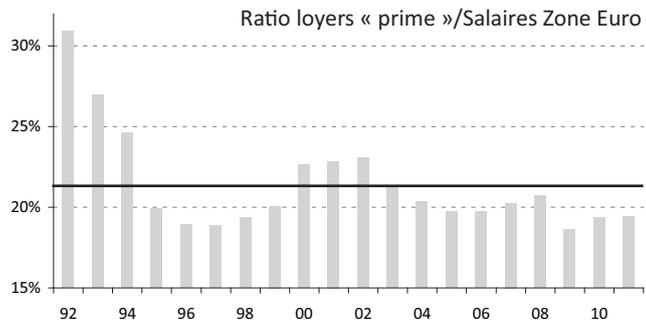


### Le taux de vacance a atteint un point haut en 2010, et les livraisons de bureaux sont faibles



### Le niveau des loyers est inférieur à sa moyenne long terme

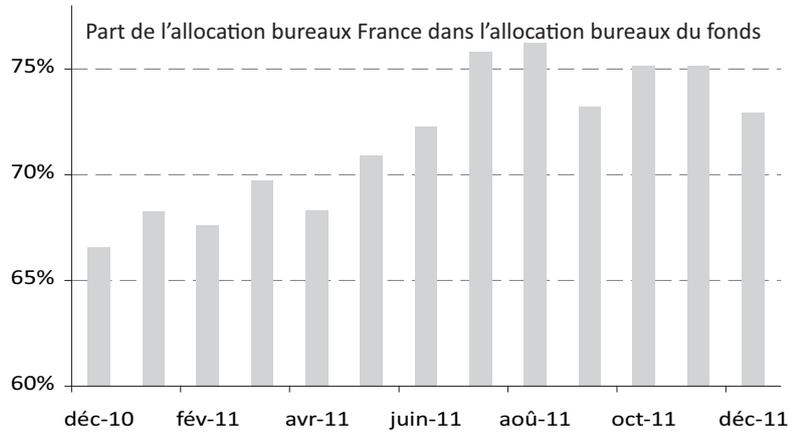
La baisse des loyers économiques de bureaux en Europe entre 2007 et 2011 a conduit à un niveau de loyer inférieur à sa moyenne historique



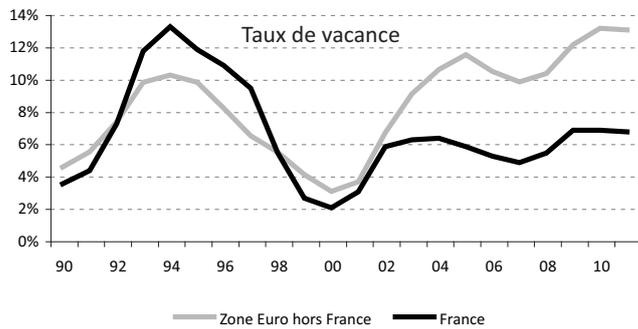
Source : GESTION 21, CBRE



**Pourquoi privilégiez-vous le marché bureaux France ?**



**Nous privilégions le marché bureaux Ile de France en raison d'un taux de vacance plus faible**



**Taux de vacance  
 Ile de France : 6,6%  
 Paris : 4,7%**



**Nous privilégions le marché bureaux France en raison d'une stabilisation anticipée de la vacance...**

**+1% PIB = +1.3% création emploi tertiaire**

**➡ Si PIB proche de 0 pendant 3 ans ➡ taux de vacance stable**

	Taux de vacance début de période	Offre future certaine de m2 en % du parc total	Créations d'emplois tertiaires (%)	Taux de vacance de fin de période
2012	6,6%	+1,0%	-0,5%	7,1%
2013	7,1%	+1,2%	-1,0%	7,3%
2014	7,3%	+0,3%	-1,0%	6,6%
<b>Total</b>	<b>6,6%</b>	<b>+2,5%</b>	<b>-2,5%</b>	<b>6,6%</b>

**➡ Si PIB =1% pendant 3 ans ➡ baisse de la vacance à 5,2%**

<b>Total</b>	<b>6,6%</b>	<b>+2,5%</b>	<b>-3,9%</b>	<b>5,2%</b>
--------------	-------------	--------------	--------------	-------------

Source : GESTION 21, CBRE



## ...lui permettant de bénéficier en premier d'une normalisation macroéconomique

Taux de vacance Q4 2011	
Ile de France	6,6%
Milan	9,6%
Helsinki	11,5%
Bruxelles	12,0%
Madrid	13,2%
Francfort	14,2%
Amsterdam	17,5%

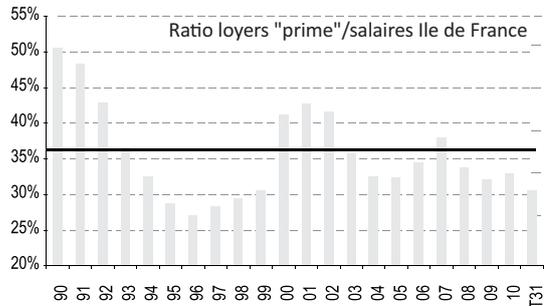


Reprise des loyers
2013
>2013
>2013
>2013
>2014
>2014
>2015

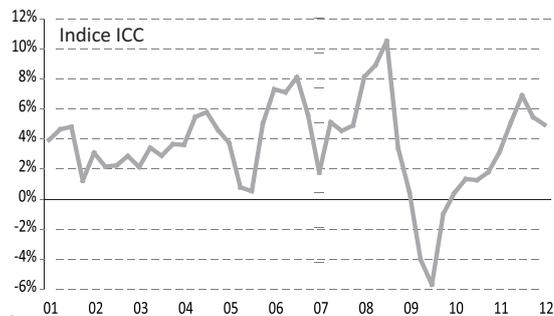


## En raison d'un bas de cycle locatif

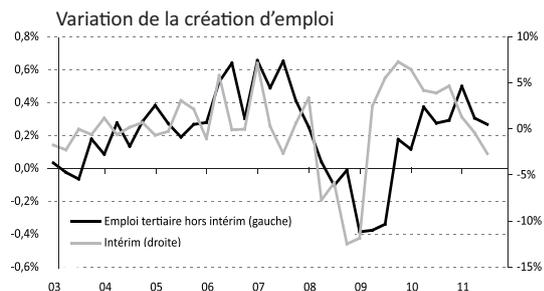
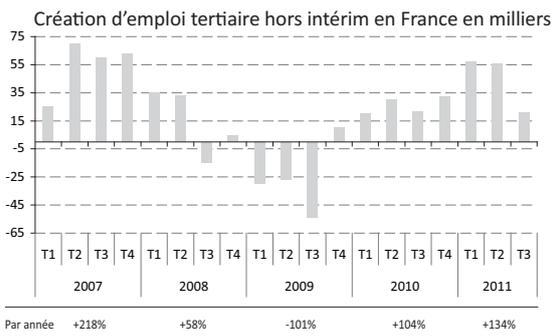
**Le ratio loyers "prime"/salaires est inférieur à sa moyenne historique**



## En raison d'une indexation élevée



## Un indicateur avancé : l'emploi intérimaire



Source : Notaires, CBRE, GESTION 21



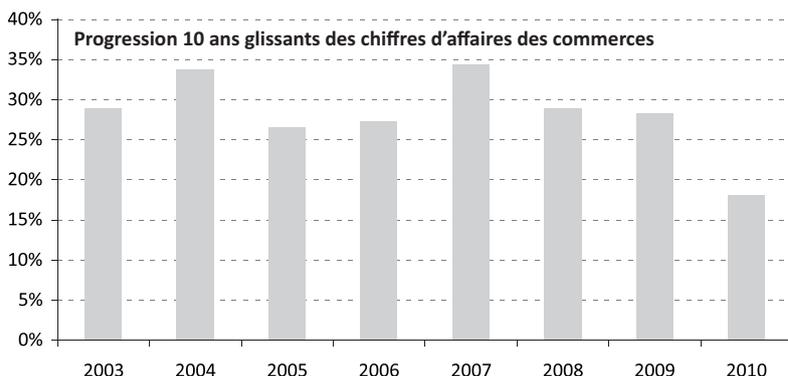
## **Conclusion sur les bureaux**

-  **Bas de cycle locatif et des valeurs d'actifs en raison de la décote**
-  **Préférence pour le marché Île-de-France**
-  **Scénario prudent de stabilisation de la vacance en Île-de-France**
-  **Effet positif en 2012 des indices d'indexation**
-  **Une attention particulière à l'emploi intérimaire comme indicateur avancé de l'évolution de l'emploi tertiaire**

## Quel bilan et perspectives sur les centres commerciaux ?



### Un passé glorieux 1993-2008



Le secteur a bénéficié de la forte croissance de la consommation des 20 dernières années

Croissance forte du CA



Rattrapage du taux d'effort



Gestion active



Croissance forte de des loyers



### Un présent (2008-2011) soutenu par la hausse du taux d'effort

Chiffre d'affaires des centres commerciaux stable...

	2008	2009	2010	2011e
Mercialys	+0%	-1%	+1%	+1%
Unibail	-1%	-2%	+3%	+2%
Klepierre	0%	-2%	+1%	0%
Euro. Properties	-2%	0%	+3%	+1%
Moyenne foncières	-1%	-1%	+2%	+1%
Casino (hyper - Fr)	-3%	-6%	-4%	-2%

...loyers en progression.

	2008	2009	2010	2011e
Mercialys	+8%	+6%	+3%	+1%
Unibail	+8%	+4%	+1%	+4%
Klepierre	+6%	+1%	0%	+1%
Euro. Properties	+5%	+5%	+1%	+3%
Moyenne foncières	+7%	+4%	+1%	+2%

Croissance faible du CA



Hausse du taux d'effort

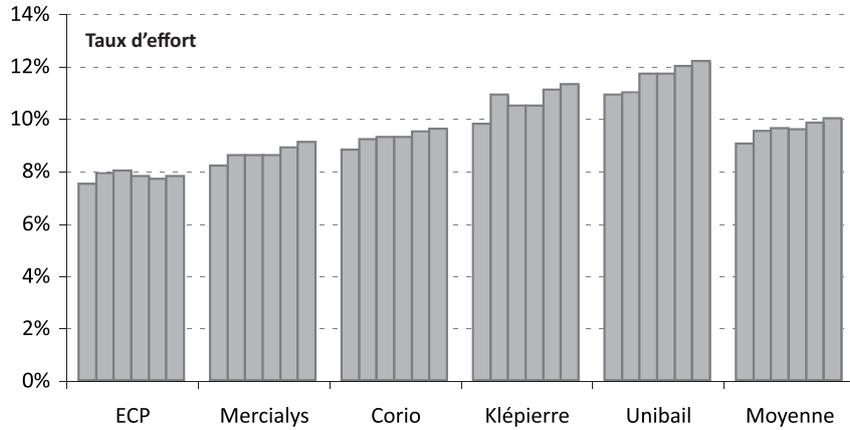


Gestion active

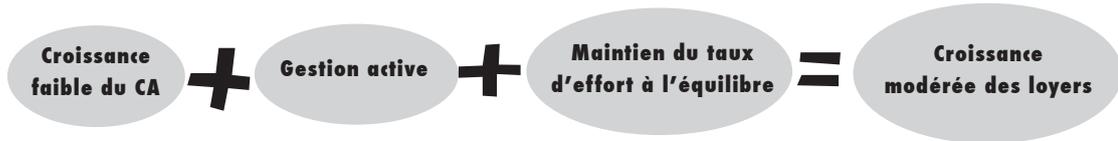
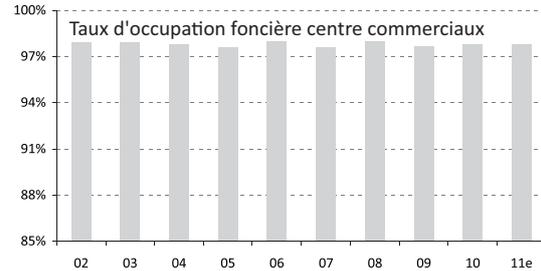
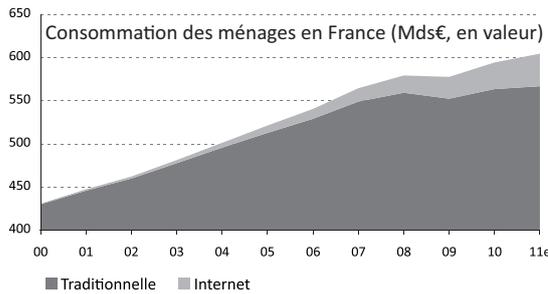


Croissance des loyers

Source : Banque de France, Sociétés, GESTION 21



**Les taux d'effort sont aujourd'hui à l'équilibre**  
**Un futur plus sélectif qui renforce l'importance d'une gestion active**



	Passé	Présent	Futur
Consommation	++	=	=
Taux d'effort	++	+	=
Gestion active	=	+	+
Loyers	++++	++	+

**Augmentation de l'importance de la gestion dans la performance globale**

**Indicateurs avancés : Taux d'impayés, Taux de vacance**

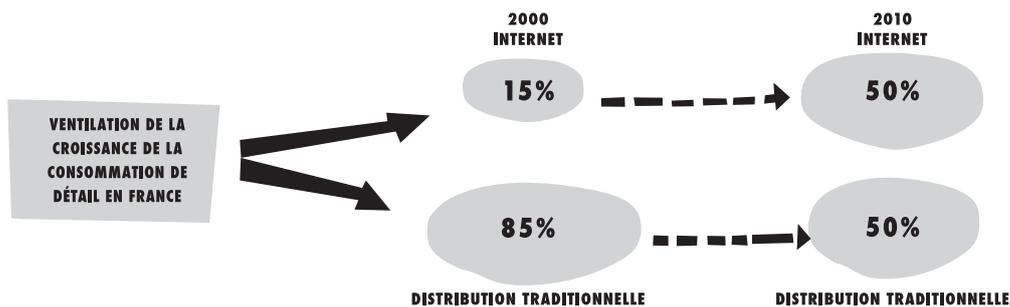
Source : Sociétés, INSEE, GESTION 21

## Un nouvel entrant : internet



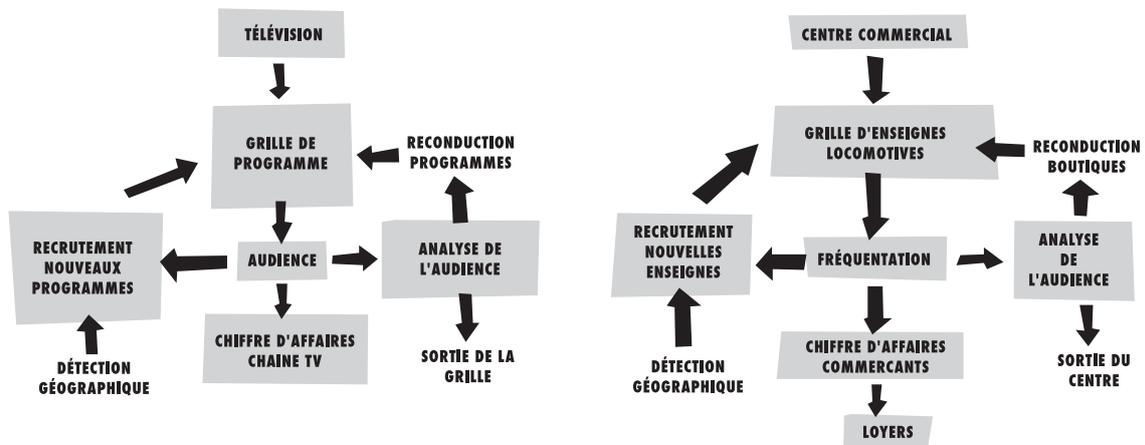
### Mise en évidence de la problématique

#### Captation de la croissance de la consommation par Internet



### Notre analyse sur la gestion des centres commerciaux

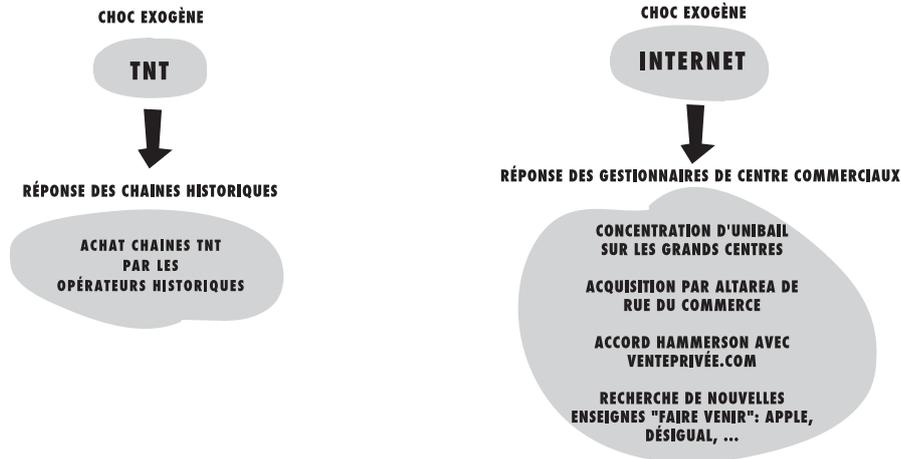
"A l'image du secteur de la télévision, les gestionnaires de centres commerciaux sont des créateurs de flux. Ils doivent en permanence attirer la clientèle dans leurs centres. Les grands centres permettent de proposer une diversité d'enseignes et d'attirer de nouvelles enseignes favorisant la gestion active".



Source : GESTION 21



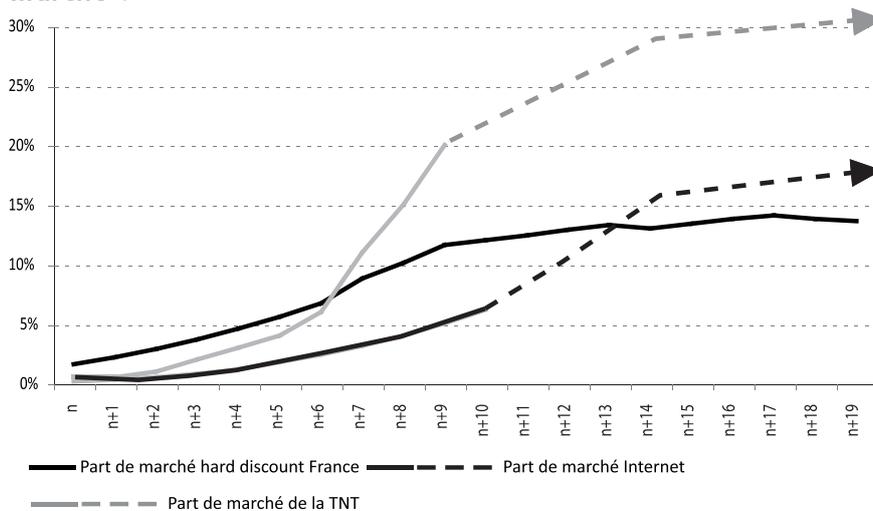
"A l'image du secteur de la télévision qui a connu un choc exogène avec l'arrivée de la TNT, les gestionnaires de centres commerciaux ont eux aussi connu un choc exogène avec l'arrivée d'internet. Comment répondent-ils à ce choc ?"



 **Quelle part de marché pour les nouveaux entrants ?**

"Après 10 ans la part de marché du hard discount alimentaire était de 12%, après 10 ans la part de marché de la TNT était de 23%, après 10 ans la part de marché d'internet était de 8%..."

"Nous pensons qu'internet dans 10 ans aura une part de marché comprise entre le hard discount et la TNT. Contrairement à la TNT, Internet n'est pas un bien gratuit. Contrairement au hard discount, internet propose les mêmes qualités de produits que le marché".



 **Un futur sélectif qui renforce l'importance d'une gestion active**

Source : CSA, LSA

## Peut-on craindre une forte baisse des valeurs d'actifs en 2012 ?



### Bilan 2011 : baisse modérée en Europe des taux de capitalisation

**Une baisse moyenne de -20bp sur les bureaux en Europe**

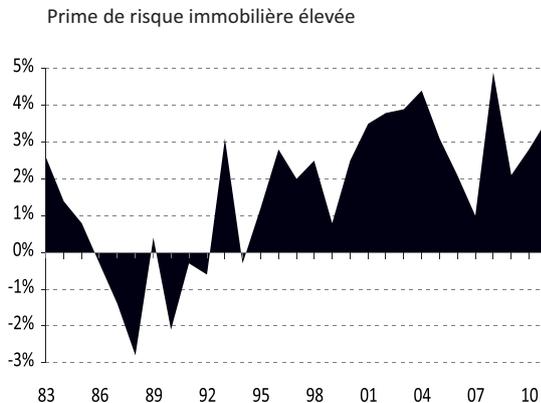
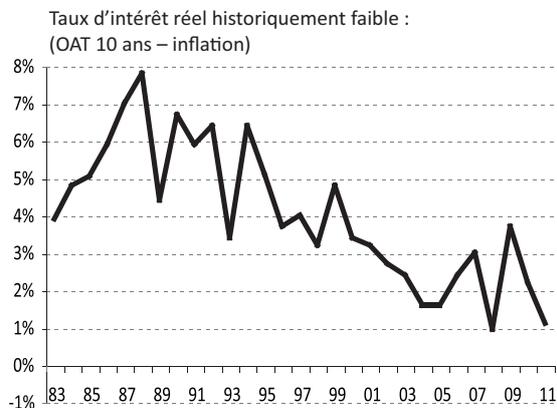
Bureaux	2010	2011	Variations
Vienne	5,4%	5,3%	-15bp
Bruxelles	6,3%	6,3%	0bp
Helsinki	5,7%	5,4%	-30bp
Paris	4,9%	4,5%	-40bp
Berlin	5,4%	5,1%	-30bp
Francfort	5,2%	5,0%	-20bp
Milan	5,8%	5,3%	-50bp
Amsterdam	5,5%	5,4%	-10bp
Madrid	6,0%	5,8%	-20bp
London city	5,4%	5,0%	-40bp
Moyenne	5,5%	5,3%	-20bp

**Une baisse moyenne de -20bp sur les centres commerciaux en Europe**

Centres commerciaux	2010	2011	Variations
Vienne	4,6%	4,5%	-10bp
Bruxelles	4,8%	4,5%	-25bp
Helsinki	5,5%	5,3%	-20bp
Paris	4,8%	4,4%	-40bp
Berlin	4,9%	4,8%	-15bp
Francfort	4,6%	4,5%	-10bp
Milan	5,5%	5,3%	-20bp
Amsterdam	4,2%	4,1%	-10bp
Madrid	5,5%	5,5%	-0bp
London city	5,8%	5,3%	-50bp
Moyenne	5,0%	4,8%	-20bp



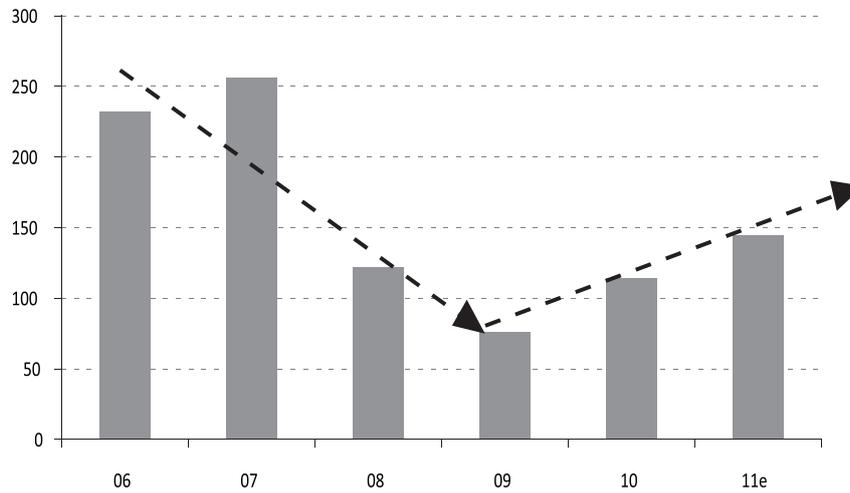
**Non, car les taux d'intérêt réels et la prime de risque immobilière soutiennent les valeurs d'actifs**



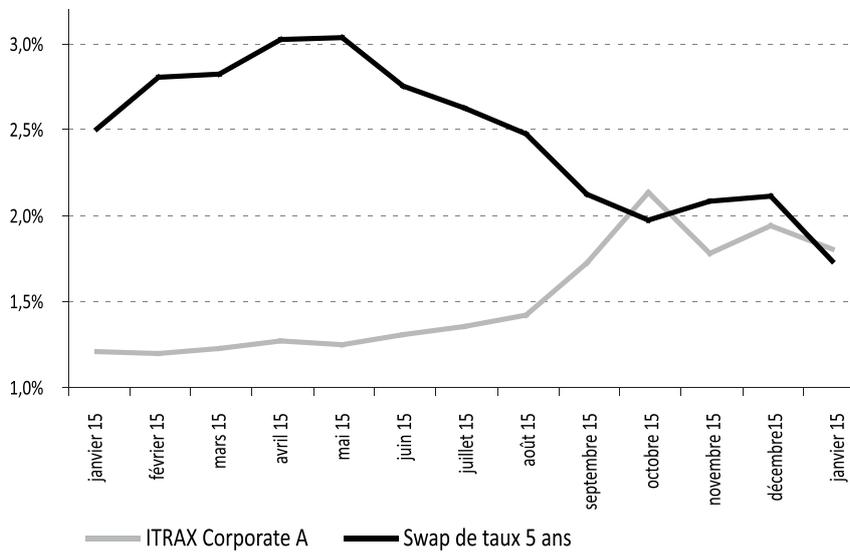
Source : AFT, Knight Frank, GESTION 21



**Non, car les volumes d'investissements immobiliers physiques en Europe sont favorables (en Md€)**



**Non, car l'évolution des swap de taux absorbe la hausse des marges de crédit**



	déc-10	déc-11	Différence
ITRAX Corporate A	1,19%	1,79%	+60 bp
Swap de taux 5 ans	2,49%	1,72%	-77bp

**Notre scénario est une stabilisation des valeurs d'actifs**

Source : Bloomberg CBRE

## Notre scénario sur l'évolution des valeurs d'actifs



Une préférence toujours marquée des investisseurs pour les actifs "prime"

Les actifs "prime"  
sont plébiscités

	En % du parc IdF	En % des investissements IdF	Différence
Paris QCA	13%	26%	+13pts

Taux de vacance	Fin 2010	Fin 2011	Variation
Paris QCA	5,3%	4,4%	-90bp
Ile-de-France	6,6%	6,6%	0bp

## Evolution des valeurs d'actifs par type et par zone géographique

	Taux de vacance	Loyers de marché	Indexation	Condition de crédit	Evolution valeurs d'actifs	Pondération I21
Centres commerciaux europe	=	=	+	-	<b>stables</b>	forte
Bureaux France	=	=	++	-	<b>stables</b>	forte
Bureaux Hollande, Finlande, Belgique, Allemagne	-	-	+	-	<b>[-5% - 0%]</b>	faible
Bureaux Italie, Espagne	-	-	+	-	<b>[-10% - -5%]</b>	Très faible



Stabilité attendue de l'évolution moyenne des valeurs d'actifs de notre portefeuille

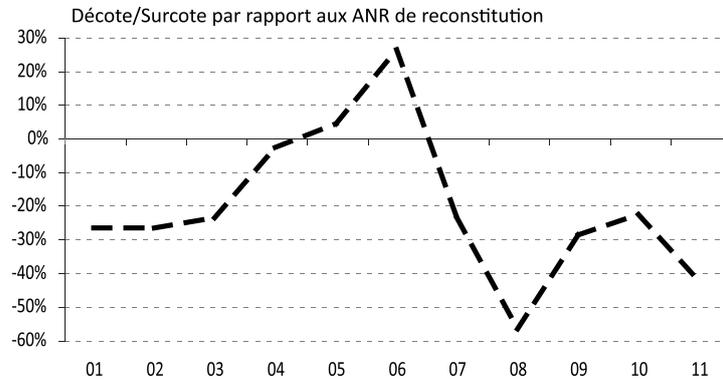


Attractivité de la décote 2011 renforcée par notre scénario d'évolution des valeurs d'actifs

Source : CBRE, GESTION 21

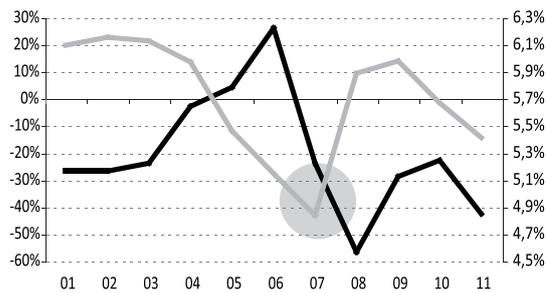


## En quoi la décote actuelle est attractive ?



## La décote n'est pas liée...

...à un haut de cycle des valeurs d'actifs.



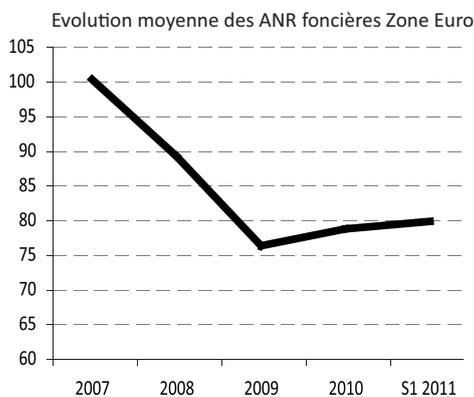
— Décote/Surcote (ANR reconstitution), éch. gauche  
 — Taux de capitalisation moyen Zone Euro, éch. droite

...à un haut de cycle des loyers.



— Indice loyers "prime" Zone Euro  
 — Décote/Surcote (ANR reconstitution)

## Le marché anticipe une baisse des ANR supérieure à celle de 2007-2009



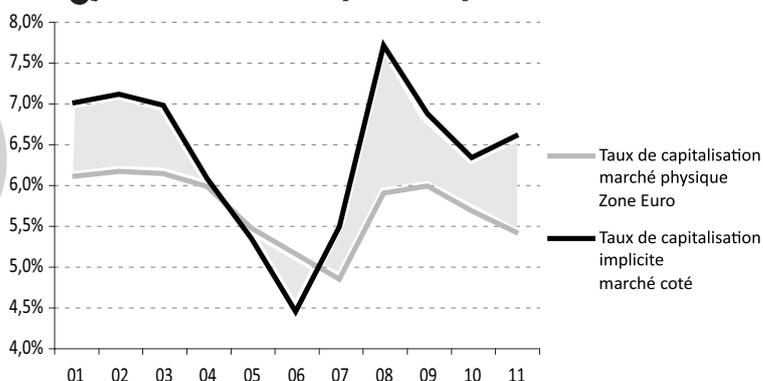
**La décote actuelle de 40%, est une opportunité au regard de notre scénario de stabilité des ANR et de l'évolution observée entre 2007 et 2009**

Source : CBRE, Knight Frank

## Les conséquences positives de la décote

### 1 Réduction du risque en capital

En décotant le secteur offre un rendement (taux de capitalisation) supérieur à celui obtenu sur le marché immobilier physique



### 2 Opportunités d'opérations financières

OPA de Batipart sur Eurosic / OPA de PHRV sur Fonc.Paris France / OPE d'Icade sur Silic

### 3 Opportunités de rachat d'actions

Sociétés	Rachat par les sociétés de leurs propres actions en 2011, en % du capital	Cours moyen d'acquisition	Dernier ANR publié (T2 2011)	Cours de rachat par rapport à ANR
Altarea	0,7%	136	139	-2%
ANF	0,6%	32	41	-20%
FDR	1,2%	49	75	-35%
Icade	0,0%	61	84	-27%
Klepierre	0,8%	21	29	-28%
Silic	0,1%	83	103	-19%
Unibail	0,2%	126	127	-1%
Moyenne	0,5%			-19%

### 4 Opportunités de rééquilibrage de la collecte

La prise en compte progressive de la forte décote de l'immobilier coté par les investisseurs devrait conduire au rééquilibrage de l'épargne immobilière en faveur de l'immobilier coté

### 5 Opportunités de gestion via des indicateurs spécifiques de détection

	Pertinence des indicateurs
Décote	=
Décote + point mort d'ANR	+
Décote + point mort d'ANR + Taux d'intérêt critique	++

Une capacité de détection des valeurs renforcée par nos indicateurs

Source : CBRE, Societies, AMF, GESTION 21



### Les mutations fiscales du secteur

La loi de finance 2012 votée le 16 décembre 2011 conduit aux décisions suivantes :

- ➔ Suppression de l'abattement de 40% sur les dividendes versés par les SIIC
- ➔ Exclusion des SIIC et des sociétés comparables du PEA

#### Conséquences pour les porteurs :

Nouveaux porteurs (détenteurs à partir du 22/10/2011)	Anciens porteurs (détenteurs avant le 22/10/2011)
Non éligible au PEA	Éligibilité temporaire au PEA

**Nouveaux porteurs :** Conformément aux prospectus du fonds, le fonds n'est plus PEA depuis le 1/1/2012, et même depuis le 21/10/2011 compte tenu de la rétroactivité de la loi

**Anciens porteurs :** Les échanges par email de notre association professionnelle avec la DLF en janvier 2012 ont permis de clarifier la position de la DLF dans l'attente d'une officialisation par rescrit : Les porteurs du fonds avant le 21 octobre 2011 qui avaient inscrit leurs parts dans leur PEA peuvent les maintenir sous conditions que le fonds respecte le quota d'investissement de 75% à partir du stock de titres détenus le 21/10/2011. En date du 31/01/2012, le quota d'investissement du fonds est de 89%.

#### Cette condition conduit à deux observations

- 1) Il ne peut s'agir que d'une éligibilité temporaire dont la durée variera en fonction des mouvements des titres en portefeuille et de la collecte du fonds. Nous l'estimons à 6-12 mois.
- 2) Nous avons mis en place les outils afin de calculer le quota d'investissement. Notre dépositaire étudie actuellement la possibilité de réaliser le calcul du quota d'investissement tel que défini par la DLF afin de le confronter aux calculs du quota que nous réalisons. La réponse du dépositaire devrait intervenir courant février



#### **Craigniez-vous une remise en cause du statut de transparence fiscale des SIIC ?**

*"Non car, le statut SIIC a été classé par l'Inspection générale des Finances comme un régime fiscal particulièrement intéressant pour l'intérêt général. Outre la fiscalité d'entrée des sociétés qui ont choisi ce statut, les importants dividendes des SIIC donnent lieu à une imposition de droit commun. En outre les apports d'immeubles d'acteurs industriels et commerciaux ont permis la réanimation du compartiment immobilier de la Bourse en offrant à celle-ci son principal succès des dix dernières années : le compartiment boursier français des foncières est devenu le premier d'Europe par la capitalisation (près de 50 milliards d'euros). Cela devrait suffire à limiter les tentations de remise en cause du statut de transparence fiscale dont bénéficient les SIIC. D'autant que ce type de régime fiscal s'est aujourd'hui répandu dans de nombreux pays européens. Sacrifier le régime SIIC français risquerait d'entraîner un sérieux désavantage des acteurs nationaux face à leurs concurrents dont le statut leur permettrait de venir concurrencer les français sur leurs pré carré".*

Source : LDF 2012

## Quel a été le positionnement du fonds IMMOBILIER 21 en 2011 ?

### Une gestion prudente

-  **Maintien d'une faible exposition aux pays périphériques**
-  **Renforcement de l'allocation centres commerciaux**
-  **Renforcement de l'allocation bureaux France**
-  **Maintien d'une sélection de dossiers à taux d'intérêt critique élevé**

#### Répartition géographique du fonds au cours de l'année 2011

Europe du nord		Europe du sud	
30-juin-11	85%	30-juin-11	15%
30-déc-11	87%	30-déc-11	13%

Répartition par type d'actif au cours de l'année 2011	Janvier	Juin	Décembre
Centres Commerciaux	41%	39%	50%
Bureaux	41%	44%	34%

Part de l'allocation bureaux France dans l'allocation bureaux du portefeuille		
déc-10	juin-11	déc-11
67%	72%	73%

Répartition par type d'actif décembre 2011	Indice	IMMOBILIER 21	Écart
Centres commerciaux	42%	50%	+8pts
Bureaux	39%	34%	-5pts
Logements	8%	3%	-5pts
Logistique	2%	3%	+1pt
Autres (hôtels, restaurants, maison de repos, etc...)	9%	10%	-1pts

### Des indicateurs de rendement meilleurs que le secteur, pour un profil de risque réduit

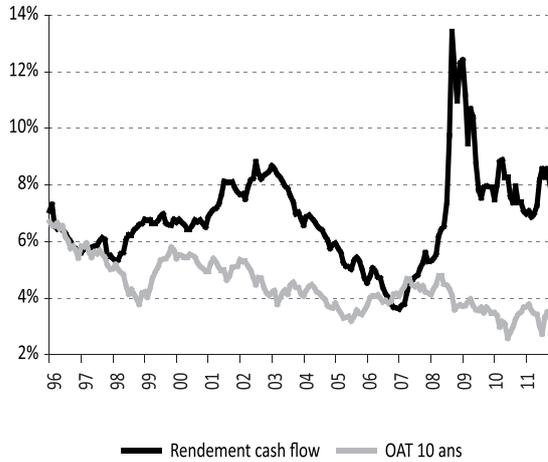
		Secteur	IMMOBILIER 21
<b>INDICATEURS DE RENDEMENT</b>	Multiple de cash flow 2011e	12,6x	11,6x
	Rendement en dividende 2011**	6,4%	6,9%
	Rentabilité locative de la valeur d'entreprise	6,5%	6,5%
<b>INDICATEURS FINANCIERS</b>	LTV	49%	43%
	ICR	2,4 ans	3,2 ans
	Taux d'intérêt critique	10,8%	12,0%
<b>FORCE DE RAPPEL</b>	Décote/surcote (ANR reconstitution)	-41%	-35%
	Point mort ANR	-21%	-20%
	Prix au m2 implicite	2 720€	2 970€
<b>INDICATEURS BOURSIERS</b>	Béta (1 an glissant)	-	0,8
	Volatilité (1 an glissante)	23,3%	19,5%

Chiffres arrêtés au 30/12/2011 \* des titres détenus en portefeuille

Source : GESTION 21



**La valorisation : potentiel de hausse élevée**



**Potentiel de hausse moyen de +31%**

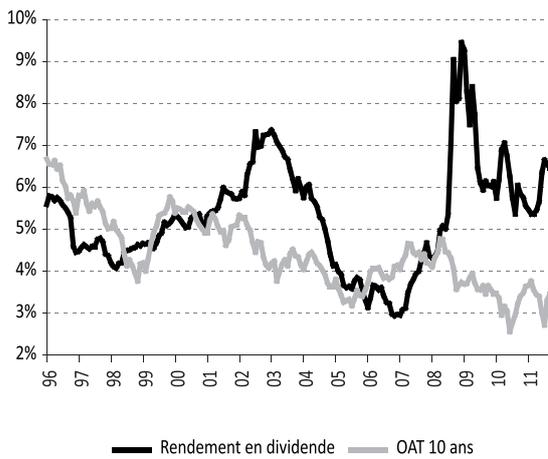
	Moyenne historique	déc-11
Rendement cash flow	6,7%	7,9%
OAT 10 ans	4,4%	3,2%
Différence	2,3%	4,7%

**Potentiel de hausse\* de +18%**

\*Retour à la moyenne historique du rendement en cash flow => de 7.9% à 6.7%, soit +18%

**Potentiel de hausse\*\* de +44%**

\*\*Retour à la moyenne historique de l'écart rendement cash flow/OAT => de 7.9% à 5.5% (3.2% + 2.3%), soit +44%



**Potentiel de hausse moyen de +41%**

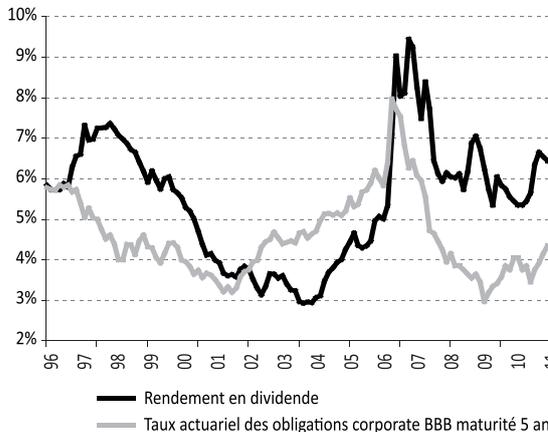
	Moyenne historique	déc-11
Rendement dividende	5,2%	6,4%
OAT 10 ans	4,4%	3,2%
Différence	0,8%	3,2%

**Potentiel de hausse\* de +23%**

\*Retour à la moyenne historique du rendement en dividende => de 6.4% à 5.2%, soit +23%

**Potentiel de hausse\*\* de +60%**

\*\*Retour à la moyenne historique de l'écart rendement dividende/OAT => de 6.4% à 4.0% (3.2% + 0.8%), soit +60%



**Potentiel de hausse moyen de +25%**

	Moyenne historique	déc-11
Rendement dividende	5,2%	6,4%
Obligation BBB	4,5%	4,3%
Différence	0,7%	1,9%

**Potentiel de hausse\* de +23%**

\*Retour à la moyenne historique du rendement en dividende => de 6.4% à 5.2%, soit +23%

**Potentiel de hausse\*\* de +28%**

\*\*Retour à la moyenne historique de l'écart rendement dividende/BBB => de 6.4% à 5.0% (4.3% + 0.7%), soit +28%

## Perspectives pour 2012 ?

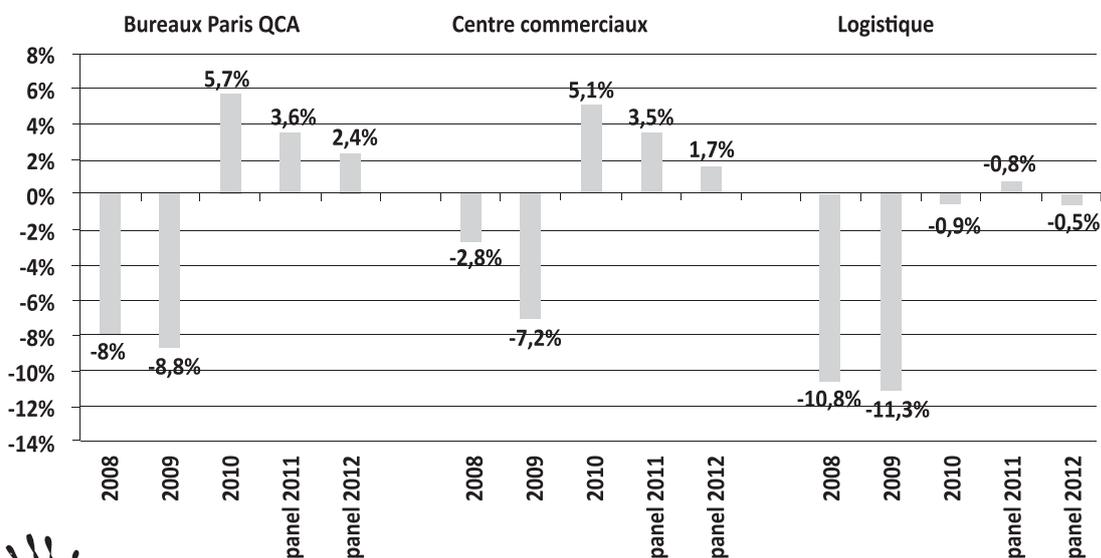
### Prévisions GESTION 21

Types d'actifs	Cash flow/a	ANR/a
Centres commerciaux	[0 - +5%]	Stable
Bureaux France	[0 - +5%]	Stable
Bureaux Hollande, Finlande, Belgique, Allemagne	[-5% - +5%]	[-5% - 0%]
Bureaux Italie, Espagne	[-5% - 0%]	[-10% - -5%]
Secteur	[0 - +5%]	[-5% - 0%]
Portefeuille IMMOBILIER 21	+5%	0%

### L'évolution des valeurs d'actifs en 2012 fait débat

- ➔ **Les analystes anticipent une baisse des valeurs d'actifs**
- ➔ **Investisseurs immobiliers (panel IPD) anticipent une stabilité**
- ➔ **Notre scénario est une stabilité des valeurs d'actifs**

### Rendement en capital IPD par produit



**La publication d'ANR stables par les foncières est un catalyseur au même titre que l'amélioration de la perception par le marché des problèmes de dettes des États.**

Source : IPD, GESTION 21



**Gestion du portefeuille**

- ➔ **Positionnement actuel conservé, implique capture du rendement actuel.**
- ➔ **Suivi d'un vivier de valeurs pour bénéficier de toute opportunité liée à une amélioration de la contrainte dette en particulier les valeurs dont le taux d'intérêt critique est compris entre 8% et 10%**

TIC	Performances 2011	
	S1	S2
>10%	+6%	-17%
8-10%	+7%	-26%
6-8%	+2%	-27%
<6%	+4%	-40%

**Vivier de valeurs**

**Catalyseurs pour la performance en 2012 ?**

**Amélioration de la perception par le marché des problèmes de dettes par les États**

**Publication d'ANR stables par les foncières**

**Objectif performance 2012**

**Réalisation des catalyseurs**

**>15%**

**Aucun catalyseur réalisé**

**+5%/+10%**

➔ **Le secteur offre une option sur l'amélioration de la perception par le marché des problèmes de dettes des États**



## **TROISIEME PARTIE : LA GESTION DU FONDS**

**Gestion de l'actif**

**Gestion du passif**



## Gestion de l'actif du fonds

Ce que nous faisons	Ce que nous ne faisons pas
Indépendance des indices	Peu ou pas de trésorerie
Choix de conviction	Pas de couverture
Analyse fondamentale	Pas de market timing
Sous-valorisation des entreprises	



## La répartition du courtage en 2011

Courtier	Répartition
Courtier 1	18%
Courtier 2	16%
Courtier 3	15%
Courtier 4	14%
Courtier 5	11%
Courtier 6	10%
Courtier 7	9%
Courtier 8	7%

*"Nous répartissons les courtages entre plusieurs courtiers selon un processus de sélection qui intègre les critères d'analyse financière, de qualité d'exécution et de back office des ordres.*

*Cette répartition fait l'objet d'une révision semestrielle".*



## Ratios de performance

	Création	2011
Volatilité	21,6%	19,6%
Tracking Error	10,4%	5,9%
Ratio d'information	2,44	0,59
Ratio de Sharpe	-0,4	-0,8



## Principaux mouvements du portefeuille en 2011

**Renforcement  
Centres  
Commerciaux**

Valeurs	Pondération		
	Fin 2010	Fin 2011	Différence
Unibail-Rodamco	5%	9%	+4%
Altarea	2%	5%	+3%
Silic	5%	8%	+3%
Terreis	1%	4%	+3%
Patrimoine & Commerces	0%	2%	+2%

**Allègement  
Bureaux**

Valeurs	Pondération		
	Fin 2010	Fin 2011	Différence
Eurosic	5%	0%	-5%
Gécina	9%	5%	-4%
Foncière Paris France	2%	0%	-2%
ECP	2%	0%	-2%

Source : GESTION 21

## Entrées/Renforcements



### **Unibail (8,6%) :**

"Nous avons renforcé Unibail en raison d'une discipline historique de gestion qui lui permet de saisir les opportunités du secteur tout en consolidant l'existant".



### **Silic (7,6%) :**

"Nous avons profité du fait que le marché a délaissé ce titre en raison d'une absence d'annonce sur les commercialisations de leur programme neuf de bureaux. Le titre fait l'objet d'une OPE avec Icade, opération dont nous comprenons l'intérêt économique pour Icade, mais regrettons le mode de rapprochement en titre qui ne permet pas d'extérioriser à court terme la valeur de Silic".



### **Altaréa (4,7%) :**

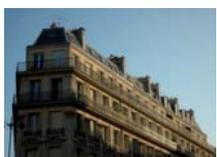
"Le renforcement du portefeuille sur les centres commerciaux, la réactivité du management face à internet et un niveau de valorisation attractif nous ont conduit à renforcer la position".



### **Terreis (4,1%) :**

"La qualité du management et l'amélioration programmée de la rentabilité opérationnelle par substitution des bureaux aux logements, nous ont conduit à augmenter la position".

## Sorties/Allégements



### **Gécina (4,8%) :**

"La forte performance relative du titre au S1, le haut de cycle du logement, nous a conduit à alléger cette position même si nous apprécions la focalisation du nouveau management sur la gestion de la dette".



### **Foncière Paris France :**

"Si nous considérons l'offre de PHRV peu généreuse en absolue, la valorisation relative du titre nous a conduit à sortir la position".



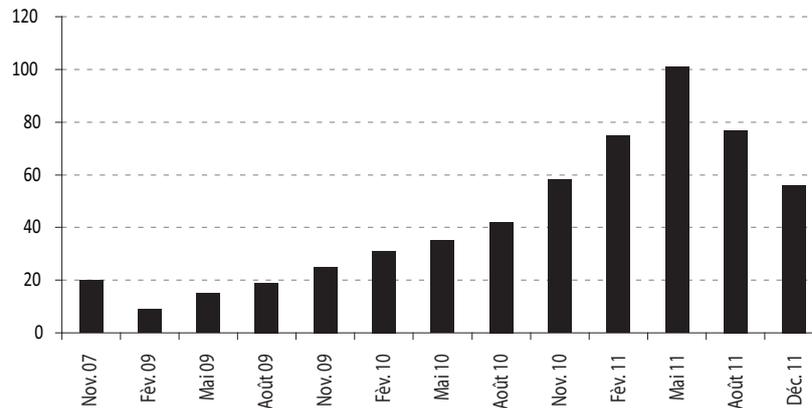
### **Eurocommercial Properties :**

"Le niveau de valorisation ainsi que la volonté de réduire notre exposition indirecte à l'Italie explique la sortie de cette position".



## GESTION du passif du fonds

### Encours en M€



### Répartition des investisseurs

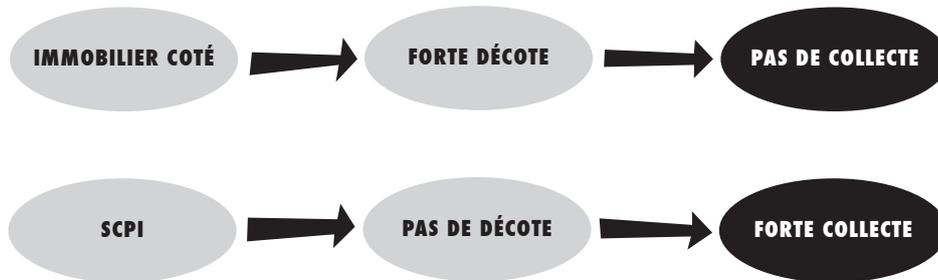
	Fin 2008	Fin 2009	Fin 2010	Fin 2011
Nombre d'investisseurs	12	28	36	46
Encours sous gestion (M€)	8,5	25	70	56
Encours moyen par client (M€)	0,7	0,9	1,9	1,2
Collecte nette (M€)	-5	+11	+38	+1

Répartition de l'encours	Fin 2008	Fin 2009	Fin 2010	Fin 2011
Institutionnel	47%	52%	61%	57%
Fonds de fonds/Gestion privée	47%	43%	35%	34%
CGP/Personnes physiques	6%	5%	4%	10%

Source : GESTION 21



## Passif du secteur immobilier : le paradoxe de la collecte en 2011



### OPCVM actions immobilières et foncières

	Encours (Md€)	Collecte nette (Md€)	Nombre de fonds dans le panel
Fin 2006	5,6	nc	nc
Fin 2007	2,9	-1,2	22
Fin 2008	1,3	-0,4	23
Fin 2009	1,9	0,1	24
Fin 2010	2	-0,1	24
Fin 2011	1,8	0	24
Total		-1,6	

### SCPI

	Encours (Md€)	Collecte nette (Md€)
Fin 2006	15,3	nc
Fin 2007	17,5	+1,4
Fin 2008	17,7	+0,9
Fin 2009	19	+0,9
Fin 2010	21	+1,2
Fin 2011	23,2	+1,5
Total		+4,4



"La prise en compte progressive de la forte décote de l'immobilier coté par les investisseurs devrait conduire au rééquilibrage de l'épargne immobilière en faveur de l'immobilier coté".



**ANNEXES**

## Les indices d'indexation

### ➔ Pays de la Zone Euro (hors France) => Inflation

■ Prévisions inflation OCDE 2011 => +2,6%

### ➔ Suivis des indices d'indexations France (Bureaux => ICC, Centres commerciaux => ILC)

L'indice du coût de la construction (ICC) est calculé à partir d'éléments issus de l'enquête trimestrielle sur le prix de revient des logements neufs

#### Les derniers ICC publiés

ICC du :	Valeur	Variation
T1 2010	1508	+0,3%
T2 2010	1517	+1,3%
T3 2010	1520	+1,2%
T4 2010	1533	+1,7%
T1 2011	1554	+3,1%
T2 2011	1593	+5,0%
T3 2011	1624	+6,8%

#### Un effet de base favorable à indice ICC constant

Publication	ICC du :	Valeur	Variation annuelle
avr-12	T4 2011	1624	+5,9%
juil-12	T1 2012	1624	+4,5%



**2012 : impact très positif sur les loyers**

Créé en 2007, l'ILC, composé d'un panier d'indices permet de lisser le comportement erratique de l'ICC. L'indice des loyers commerciaux (ILC) est composé de trois indices : l'indice des prix à la consommation (IPC pour 50 %), l'indice du coût de la construction (ICC pour 25 %) et l'indice du chiffre d'affaires du commerce de détail en valeur (ICAV pour 25 %).

#### Les derniers ILC publiés

ILC du :	Valeur	Variation
T1 2010	101,36	-1,3%
T2 2010	101,83	-0,2%
T3 2010	102,36	+1,1%
T4 2010	102,92	+1,8%
T1 2011	103,64	+2,2%
T2 2011	104,44	+2,6%
T3 2011	105,31	+2,9%

#### Un effet de base favorable à indice ILC constant

Publication	ILC du :	Valeur	Variation annuelle
avr-12	T4 2011	105,31	+2,3%
juil-12	T1 2012	105,31	+1,6%



**2012 : impact très positif sur les loyers**

### ➔ Indicateur avancé => BT01 (Indice de coûts matériaux de construction)

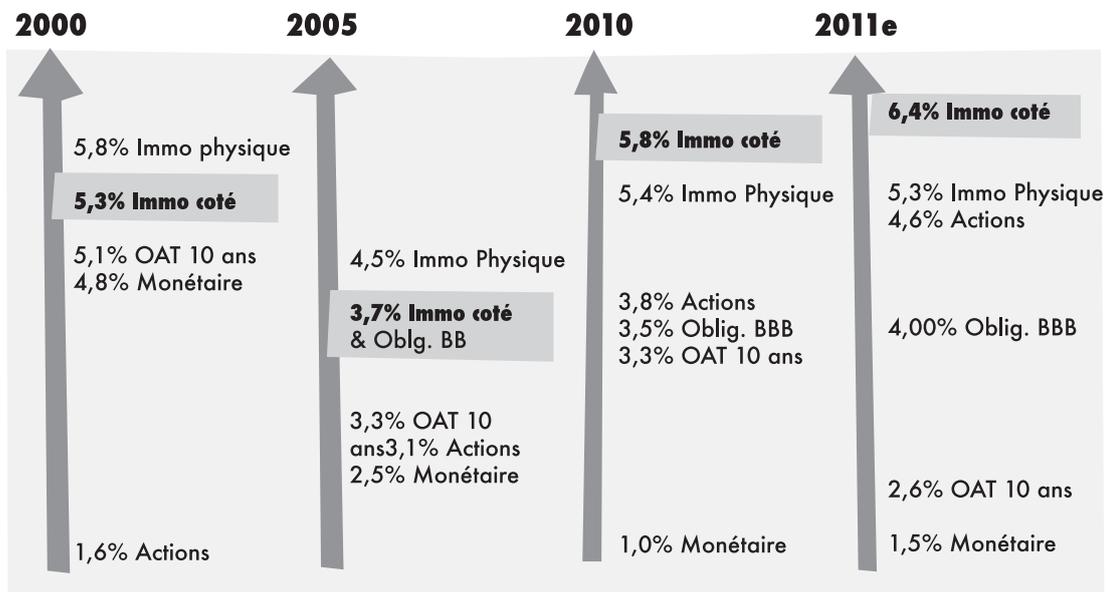
#### Les derniers BT01 publiés

BT01 du :	Valeur	Variation
T1 2010	822,5	+3,1%
T2 2010	826,1	+3,2%
T3 2010	825,6	+2,9%
T4 2010	827,8	+3,4%
T1 2011	858,0	+3,6%
T2 2011	858,9	+3,8%
T3 2011	858,3	+3,6%

Source : INSEE, OCDE, GESTION 21



## Comparaison des indicateurs de rendement par classe d'actifs



## Performance à long terme d'actifs financiers

**+15% par an  
sur 10 ans**

### Performance annuelle sur 10 ans (01/01/2001 au 31/12/2010)

Foncières cotées	+15,1%
Or	+13,7%
Logement Paris	+12,4%
Immobilier Entreprise	+12,1%
SCPI	+10,7%
Bureaux Paris	+5,4%
Sicav obligataires	+3,8%
Livret A	+2,6%
Sicav monétaires	+2,5%
Inflation	+1,7%
Actions françaises	-0,2%

**+9% par an  
sur 20 ans**

### Performance annuelle sur 20 ans (01/01/1991 au 31/12/2010)

Actions françaises	+9,3%
Foncières cotées	+9,2%
Or	+6,4%
Logement Paris	+6,3%
Immobilier Entreprise	+5,4%
Sicav obligataires	+5,2%
SCPI	+4,4%
Bureaux Paris	+3,9%
Sicav monétaires	+3,8%
Livret A	+3,3%
Inflation	+1,7%

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.  
 Source : IEF, performances arrêtées au 31/12/2010, Natixis.

## ➔ Carte d'identité du secteur, base de données GESTION 21

### Repères économiques

Nombre de sociétés	Effectifs	Loyers nets (Md€)	Cash flow (Md€)
67	13 000	10	4,9

### Patrimoine et Bilan

Patrimoine (Md€)	LTV%	TIC%	Types d'actifs	En valeur (Md€)	Pondération
193	49	10,8	Bureaux	79	41%
			Centres commerciaux	60	31%
			Logements	27	14%
			Autres	27	14%
			<b>TOTAL</b>	<b>193</b>	<b>100%</b>

	Paris	Autres villes d'Europe	Villes province France
Bureaux	[8000-16000]	[4000-9000]	[3000-4000]
Galeries commerciales	[3000-6000]		
Entrepôts	[600-800]		
Logements	[6000-10000]	[2500-6000]	[2500-5000]

### Capitalisation et valorisation

Pays	Capitalisation (Md€)	Pondération
France	39	59%
Pays-Bas	8	12%
Autriche	6	9%
Allemagne	5	8%
Belgique	4	6%
Autres	4	6%
<b>TOTAL</b>	<b>66</b>	<b>100%</b>

Capitalisation (Md€)	66
Multiple de cash flow 2011e	12.6x
Décote par rapport aux ANR 2012e	-41%

### Un secteur à très forte récurrence

Silic	Cash Flow/a	Variation
1998	2,99	-
1999	3,12	+4%
2000	3,47	+11%
2001	3,95	+14%
2002	4,28	+8%
2003	4,53	+6%
2004	4,54	0%
2005	4,97	+10%
2006	5,28	+6%
2007	5,69	+8%
2008	6,13	+8%
2009	6,84	+12%
2010	6,8	-2%
2011e	6,4	-6%
<b>Moyenne</b>		<b>+6%</b>

## ➔ La fiscalité des foncières

**Pas d'impôt sur les sociétés**  
**Pas d'impôt sur les plus-values**

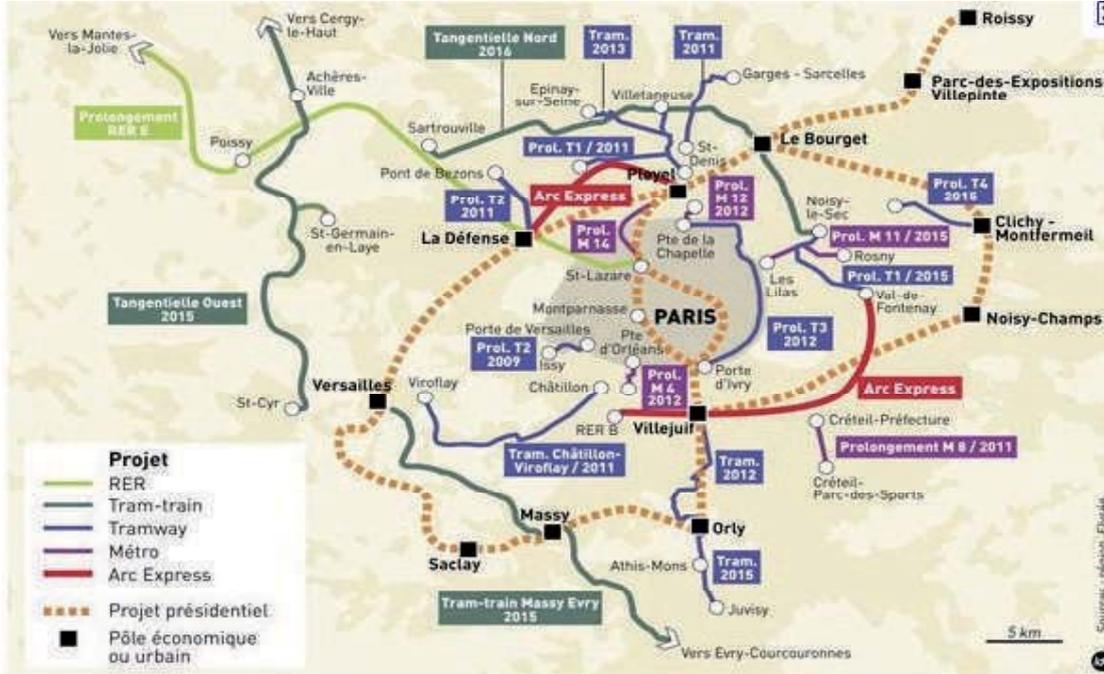


**Engagement de distribution de dividendes**

Source : Sociétés, GESTION 21



## Carte du projet « Grand Paris »



## Emission obligatoire en 2011 des foncières de la Zone Euro

Nom	Date d'émission	Maturité	Montant émis (M€)	Coupon
Gécina	25/01/11	5 ans	500	4,25%
Befimmo	4/04/11	6 ans	150	4,50%
Immofinanz	8/03/11	7 ans	515	4,25%
Cofinimmo	28/04/11	5 ans	173	3,13%
SFL	17/05/11	5 ans	500	4,63%
Unibail-Rodamco	6/10/11	5,5 ans	500	3,50%
Befimmo	6/12/11	4 ans	75	4,75%
Unibail-Rodamco	6/12/11	6 ans	500	3,88%

# LE POINT MORT D'ANR, NOUVEL INDICATEUR DE DÉCOTE DES FONCIÈRES

par **Laurent Gauville** Gérant, Gestion 21  
et **Daniel Tondu** Gérant, Gestion 21

L'attractivité de la décote actuelle des foncières cotées doit être appréciée en tenant compte de l'endettement de la société. Ceci conduit à l'utilisation d'un nouvel indicateur, le point mort d'ANR<sup>1</sup>, préférable à l'indicateur traditionnel de décote/surcote.

**A** l'instar des États, les foncières présentent des situations d'endettement très différentes. Ce constat nous avait conduits à proposer, en 2009, un nouvel indicateur, le taux d'intérêt critique, pour améliorer le suivi des risques financiers du secteur<sup>2</sup>. Des niveaux d'endettement très différents posent aussi des questions sur l'interprétation de la décote/surcote, thermomètre usuel pour comparer les prix entre l'immobilier coté et non coté.

L'intérêt de l'analyse de la décote est renforcé par le niveau actuel de décote historiquement élevé du secteur immobilier coté : - 35 % sur les ANR liquidatifs ; - 45 % sur les ANR de reconstitutions 2011 (graphique 1). Afin de pallier la distorsion d'interprétation de la décote/surcote en raison de l'endettement,

nous proposons un nouvel indicateur : le point mort d'ANR.

Nous constatons que le calcul d'une décote/surcote sur l'ANR de reconstitution est beaucoup moins présent qu'auparavant dans la communication financière des foncières. Nous le regrettons car la persistance de droits de mutation conduit à des valeurs calculées de décote/surcote significativement distinctes selon l'ANR de référence utilisé (environ 10 %).

## DÉFINITIONS

**Décote/surcote.** Elle est calculée en référence à un actif net réévalué (ANR) : si le cours de Bourse est supérieur à l'ANR de référence, on parle de surcote ; si le cours de Bourse est inférieur à l'ANR de référence, on parle de décote.

**ANR.** Il n'existe pas un ANR unique mais de nombreuses variantes en fonction du mode de calcul. Parce qu'ils sont situés aux deux extrémités de l'échelle des valeurs de l'ANR, l'actif net de liquidation et l'actif net de reconstitution occupent une place privilégiée pour le calcul de la décote/surcote.

**L'ANR de liquidation** correspond au montant net retiré par la vente des immeubles après remboursement de la dette du patrimoine des foncières.

**L'ANR de reconstitution** correspond au montant nécessaire pour détenir un patrimoine identique à celui de la foncière.

## GRAPHIQUE 1

Un niveau de décote historiquement élevé



1. ANR, voir définition ci-contre.

2. Voir *Réflexions Immobilières* n° 48, mars 2009.

TABLEAU 1

	Décote	LTV	Baisse anticipée des valeurs d'actifs pour coter l'ANR
Foncière 1	- 30 %	0 %	- 30 %
Foncière 2	- 30 %	50 %	- 15 %
	Surcote	LTV	Hausse anticipée des valeurs d'actifs pour coter l'ANR
Foncière 1	+ 30 %	0 %	+ 30 %
Foncière 2	+ 30 %	50 %	+ 15 %

Source : Gestion 21.

**Des indicateurs imparfaits.** Un même niveau de décote/surcote peut traduire une évolution anticipée des valeurs d'actifs très différente pour coter l'ANR en raison de situations bilancielle différentes (tableau 1).

GRAPHIQUE 2

Mise en évidence de l'intérêt du point mort par rapport à l'indicateur traditionnel : décote/surcote

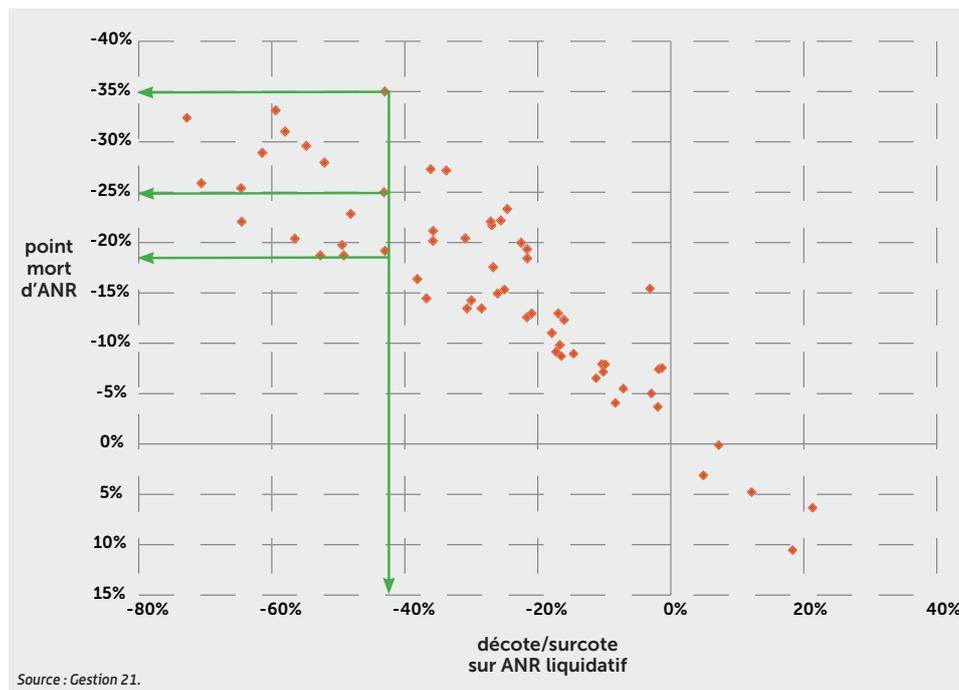


TABLEAU 2

Comparaison par pays

Niveaux de décote sur ANR liquidatif			
Allemagne	Finlande	Pays-Bas	France
- 44 %	- 32 %	- 30 %	- 25 %
Points morts d'ANR liquidatif			
Allemagne	Finlande	Pays-Bas	France
- 13 %	- 14 %	- 15 %	- 14 %

Source : Gestion 21.

## PROPOSITION D'UN NOUVEL INDICATEUR : LE POINT MORT D'ANR

Pour remédier aux inconvénients de la décote/surcote, nous proposons un nouvel indicateur qui permet de neutraliser les effets de l'endettement : le point mort d'ANR

- Le point mort correspond à la baisse/hausse des valeurs d'actifs anticipée par le marché coté permettant de faire disparaître la décote/surcote.
- Le point mort d'ANR reprend la philosophie du point mort d'inflation en quantifiant l'évolution anticipée des valeurs d'actifs dans la décote/surcote constatée sur le marché.

**Calcul.** Le point mort est obtenu par la formule suivante :  $\text{point mort} = \text{décote/surcote} \times (1 - \text{LTV})$ .

Par exemple, pour une décote de - 40 % et une LTV de 45 %, le point mort est  $- 40 \% \times (1 - 45 \%)$ , soit - 22 %.

**Application.** L'utilisation de notre base de données des valeurs immobilières cotées de la zone euro (64 valeurs, patrimoine de 200 Mds€, capitalisation de 70 Mds€) va nous permettre de mettre en évidence l'intérêt du point mort par rapport à l'indicateur traditionnel de décote/surcote (graphique 2). Nous avons calculé un niveau de décote/surcote et de point mort pour chaque foncière.

- Nous observons qu'une même décote peut impliquer une baisse anticipée différente des valeurs d'actifs. Ici, une décote de 42 % implique, suivant le niveau de dette détenu par les foncières, une baisse anticipée des valeurs d'actifs de - 18 %, ou de - 25 %, ou de - 36 %.
- Le calcul du point mort pour chaque pays à partir de notre base de données permet de mettre en évidence que des situations très différentes en termes de décote sur ANR liquidatif correspondent à des

points morts identiques. Ainsi, le fort endettement relatif des foncières allemandes conduit à un point mort identique à celles des autres pays alors que la décote est beaucoup plus élevée (tableau 2).

- La sélection de n titres sur la base du critère de plus forte décote (portefeuille A) conduit à un portefeuille moins pertinent qu'une sélection à partir des points morts les plus élevés (portefeuille B) en raison du niveau d'endettement hétérogène des foncières (si  $n = 10$ , le portefeuille A a un point mort de 27 % contre 34 % pour le portefeuille B).

À titre d'exemple, on peut noter que le FCP Immobilier 21 (de Gestion 21) a un point mort à ce jour identique au secteur (- 15 %) tout en ayant une décote sur les ANR liquidatifs apparemment moins attractive, - 27 % contre - 35 % pour le secteur.

## AVANTAGES ET INCONVÉNIENTS

L'avantage du point mort d'ANR est de neutraliser l'impact de l'endettement. Il permet ainsi d'établir une hiérarchie des anticipations du marché sur les valeurs d'actifs pour chaque société du secteur, contrairement à la décote/surcote.

L'inconvénient est que le point mort fait l'hypothèse que la décote est liée uniquement à la baisse anticipée des valeurs d'actifs. Or on peut avoir d'autres raisons à une décote des cours : anticipation par le marché d'une augmentation de capital, rentabilité des actifs insuffisante, etc.

Concept apparemment simple, l'interprétation de la décote/surcote n'est pas si aisée. En proposant le point mort, nous espérons faciliter son interprétation, tout en encourageant le lecteur à le jumeler à d'autres indicateurs. À ce titre, il peut être combiné au taux d'intérêt critique (voir note 2), indicateur à nos yeux pertinent pour juger du risque d'augmentation de capital. ▲



**Notes**



## AVERTISSEMENT

*"Ce document d'informations s'adresse aux investisseurs professionnels qui sont ou pourraient être classés dans la catégorie des clients dits « clients professionnels » ou « contreparties éligibles » dans le cadre des dispositions de la directive européenne sur les marchés d'instruments financiers (Directive MIF), du règlement général établi par l'Autorité de Marchés Financiers (AMF) et du Code Monétaire et Financier. Ces produits s'adressent à des investisseurs avertis disposant des connaissances et expériences nécessaires pour comprendre et apprécier les informations qui y sont développées.*

*Ce document contient des informations présentant des OPCVM agréés par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en France.*

*Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Ce document ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil personnalisé. Nous vous recommandons de vous informer soigneusement avant toute décision d'investissement. Toute souscription dans un compartiment doit se faire sur la base du prospectus actuellement en vigueur et des documents périodiques disponibles sur la base GECO de l'Autorité des Marchés Financiers ou sur simple demande auprès de GESTION 21.*

*Risque en capital : Le porteur de part ne bénéficie d'aucune garantie de restitution du capital investi.*

*Risque action : Les investisseurs supportent un risque action à hauteur minimum de 75%. La variation des cours des actions peut faire baisser la valeur liquidative des FCP. Les choix de gestion peuvent conduire à une exposition des portefeuilles sur des sociétés de petites capitalisations. Ces entreprises, en raison de leurs caractéristiques spécifiques, peuvent présenter des risques pour les investisseurs. Cela peut faire baisser la valeur liquidative plus fortement et plus rapidement.*

*Risque lié à la gestion discrétionnaire : Le style de gestion discrétionnaire appliqué aux fonds repose sur la sélection de valeurs. Il existe un risque que les OPCVM ne soient pas investi à tout moment sur les valeurs les plus performantes. La performance des fonds peut donc être inférieure à l'objectif de gestion".*



## GESTION

**Laurent GAUVILLE** - 05 57 81 18 91

**Guillaume MORIN** - 05 57 81 18 92

**Daniel TONDU** - 04 26 69 15 71

**Pierre PUGNET** - 04 26 69 15 72

**Bruno RAMBAUD** - 04 26 69 15 74

Immobilier (IC) FR 00 10 54 07 16

Immobilier (ID) FR 00 10 54 18 54

Immobilier (AC) FR 00 10 54 18 21

Immobilier (AD) FR 00 10 54 18 39

Dépositaire : Caceis Bank France

Commissaire aux comptes : Deloitte