



IMMOBILIER 21 FCP

RAPPORT ANNUEL 2008

RAPPORT DE GESTION 2008

La question centrale de l'endettement

QUELS REPERES POUR 2009 ?

Activation des forces de rappel

ANALYSES ET PREVISIONS

Nous sommes acheteurs en restant sélectif sur l'endettement



PRESENTATION GENERALE DE GESTION 21

GESTION 21 a obtenu son agrément AMF en Juillet 2007.

Le fonds IMMOBILIER 21 a été lancé le 27 Novembre 2007.

L'équipe de gestion :

Laurent Gauville



*2007 – 2008 : Associé fondateur de GESTION 21 – Gérant du FCP IMMOBILIER 21
 1998 – 2007 : Responsable du pôle immobilier - Acofi Gestion (encours gérés 2007 : 350 M€)
 1997 – 1998 : Analyse et gestion de portefeuilles immobiliers - Acofi Gestion
 1995 – 1996 : Chargé de missions Bouygues Construction
 40 ans, Institut du Management et de l'Immobilier (1995) et SFAF (2002)*

Daniel Tondu



*2007 – 2008 : Associé fondateur de GESTION 21 – Gérant du FCP ACTIONS 21
 1998 – 2007 : Directeur général - Acofi Gestion (encours gérés en 2007 : 700 M€)
 1991 – 1997 : Un des associé d'Acofi, analyste financier et gestionnaire de fonds
 1985 – 1991 : Gestionnaire d'OPCVM -TGF (filiale de la Caisse des dépôts)
 46 ans, DESS Gestion Financière à Paris IX Dauphine (1985) et SFAF (1992)*

Guillaume Morin



*2007 – 2008 : Assistant de gestion – FCP ACTIONS 21 et IMMOBILIER 21
 2005 – 2007 : Assistant de gestion - Acofi Gestion
 27 ans, DESS Marchés Financiers de Clermont-Ferrand (2005)*



PLAN

	Page
INTRODUCTION	4
PREMIERE PARTIE : UN NOUVEL ENVIRONNEMENT POUR LES FONCIERES	5
1) DE LA CRISE FINANCIERE A LA CRISE ECONOMIQUE	5
a) LE MARCHE INTERBANCAIRE	5
b) LE MARCHE CORPORATE	6
c) ADAPTATION DES FONCIERES A CET ENVIRONNEMENT	8
2) CONSEQUENCES SUR LES MARCHES IMMOBILIERS	10
a) LE MARCHE DE L'INVESTISSEMENT, UNE NOUVELLE DONNEE	10
b) LE MARCHE LOCATIF : QUEL SERA L'IMPACT SUR LES LOYERS DU RALENTISSEMENT ECONOMIQUE ?	12
DEUXIEME PARTIE : LA GESTION D'IMMOBILIER 21 DANS CE NOUVEL ENVIRONNEMENT	18
1) RECHERCHE DE REPERES METHODOLOGIQUES ADAPTES A CET ENVIRONNEMENT	18
a) LE MULTIPLE DE CASH FLOW	18
b) LE RENDEMENT EN DIVIDENDE DES FONCIERES	19
c) HISTORIQUE DE LA SURCOTE/DECOTE DU SECTEUR PAR RAPPORT A L'ANR	19
d) LE TAUX D'INTERET CRITIQUE	20
e) LE PRIX AU M ²	23
f) LA RENTABILITE LOCATIVE DES ACTIFS	23
2) GESTION DU PORTEFEUILLE D'IMMOBILIER 21	24
a) PRESENTATION DU FONDS	24
b) CHRONOLOGIE DE LA GESTION	26
c) SYNTHESE DE NOS ARBITRAGES	26
d) SORTIE DES DOSSIERS A RISQUE	26
e) VALEURS ENTRANTES	27
3) LA PERFORMANCE	30
a) PERFORMANCE DE L'IMMOBILIER COTE EN 2008	30
b) PERFORMANCE DES FONDS IMMOBILIERS EN 2008	31
c) NOTRE SURPERFORMANCE	32
d) SATISFACTION/DECEPTION DE LA GESTION	32
ANNEXES	34
1) TRACK RECORD DE L'EQUIPE DE GESTION	34
2) LE TAUX D'INTERET CRITIQUE	35
3) LE PRIX AU M ² IMPLICITE	36
COMPTES ANNUELS SUR DEMANDE	



Introduction

Le premier constat de 2008 est que le mot bilan s'est invité sur le secteur tout au long de l'année sans attendre le passage à 2009. La hausse de la rentabilité exigée sur l'ensemble des classes d'actifs et les anticipations de baisse de valeurs des immeubles sous-jacents ont accéléré la prise de conscience de l'importance de la dette de nombreuses foncières.

2008 n'est pas 1990. La crise de 1990 était d'origine immobilière : un excès d'offre qui redonne du pouvoir de négociation aux locataires et qui pèse par conséquent sur le compte de résultat puis sur la valorisation des actifs.

Le paysage 2008 issu de la financiarisation de l'immobilier est très différent.

Ces dernières années, le dopage de la rentabilité lié au jumelage d'une dette à un actif a eu pour conséquence une montée des risques financiers masquée par des règles comptables qui se sont révélées pro-cycliques. La hausse des valeurs d'actifs liée à la baisse des taux rendements a donné de la place à de nouvelles dettes, plus risquées car face à des actifs de plus faible rendement. L'évolution du ratio d'endettement (loan to value) a masqué une partie de l'augmentation des risques financiers.

La réduction du niveau d'endettement a été un des sujets de 2008. En 2009, la baisse des taux et le repli sélectif des spreads de crédit pourraient assouplir toutefois la contrainte du financement.

Les réponses nécessaires pour réduire cette contrainte sont connues : arrêt des développements, cession, baisse des dividendes voir augmentation de capital. L'absence de décision de gestion dans ce sens a aujourd'hui un impact majeur sur la valorisation du secteur, qui apparaît très basse.

Pour trouver des repères face à ce risque financier, nous avons créé un indicateur : le taux d'intérêt critique (Cf. Note septembre 2008). Il détermine le niveau des taux d'intérêt qui rend le cash flow nul. Il n'est pas pro-cyclique et son évolution dépend des actes de gestion du management. Ainsi toute variation de la rentabilité locative du portefeuille (taux de vacance, travaux, acquisition, cession) et/ou d'une variation du niveau d'endettement (structuration, acquisition, cession) ont un impact sur ce taux.

Nous sommes en effet convaincus que le retour à une meilleure congruence entre l'actif et le passif du bilan des foncières sera déterminant pour le futur.

Concernant le fonds Immobilier 21, notre processus de gestion nous permet d'améliorer l'espérance de rendement tout en minorant le niveau estimé de nos indicateurs de risques.

Nous restons à l'écart des sociétés les plus exposées au risque de financement, comme en témoigne le niveau élevé de notre taux d'intérêt critique.

Le marché anticipe aujourd'hui largement la baisse des valeurs d'actifs sur 2008-2009 car le prix au m² implicite est égal voir inférieur aux coûts de construction.

Par ailleurs, le fonds offre des caractéristiques attractives par rapport au secteur : un multiple de cash-flow 2008^e de 8,8x (secteur : 12,3x), un rendement dividende estimé de 8,9% (secteur : 7,9%), un taux d'intérêt critique de 15% (secteur : 11%), un prix au m² implicite de 1900 € (secteur : 2200 €).



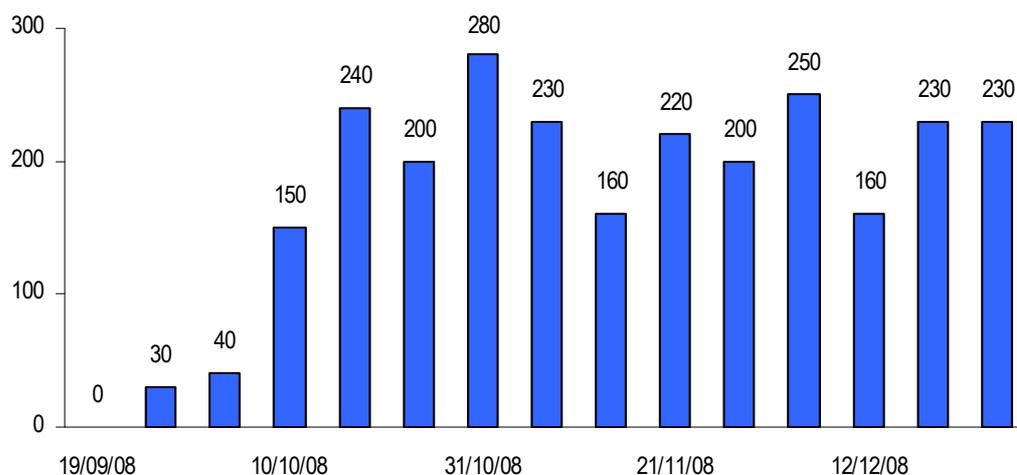
PREMIERES PARTIE : UN NOUVEL ENVIRONNEMENT POUR LES FONCIERES

1) DE LA CRISE FINANCIERE A LA CRISE ECONOMIQUE

a) LE MARCHE INTERBANCAIRE

Concernant le marché interbancaire, il nous semble important de surveiller un indicateur comme le montant des dépôts des banques auprès de la Banque Centrale Européenne (BCE). La BCE joue aujourd'hui le rôle du marché interbancaire en empruntant (dépôts) auprès des banques qui y déposent leurs excédents de liquidités et en prêtant aux banques qui ont besoin de ressources. Après avoir été complètement figé pendant plusieurs mois, le marché interbancaire (en y incluant la BCE) fonctionne à nouveau, mais de manière très imparfaite puisque c'est la BCE qui en est le banquier pivot. Une normalisation passera par une réduction des montants déposés par les banques auprès de la BCE, parce qu'elles retrouveront intérêt à se prêter entre-elles.

Montant des dépôts bancaires à la BCE (Source : Bloomberg)



b) LE MARCHE CORPORATE

Un autre élément que nous surveillons attentivement, est le marché des obligations corporate qui manifeste une défiance envers les emprunteurs privés. Les spread de crédit pour des signatures de qualité (A) sont très élevés.

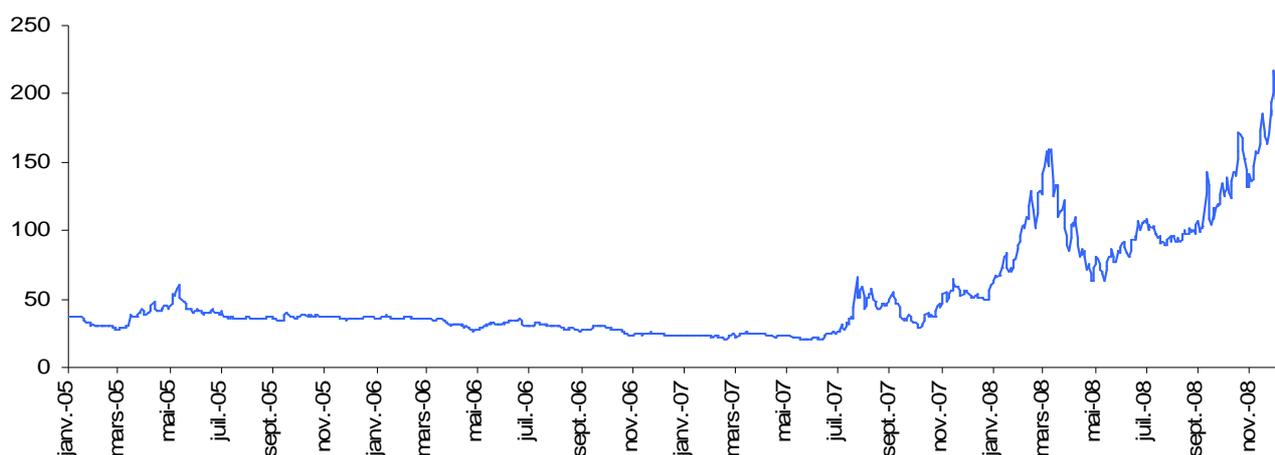
Depuis juillet 2007, les spreads de crédit ont augmenté pour atteindre aujourd'hui 200bp sur les corporates notées A. Ce phénomène est la conséquence d'un marché interbancaire qui fonctionne mal.



Les banques sous l'effet du risque systémique se prêtent de l'argent mais avec une marge (pour rémunérer le risque pris – Cf. Graphique Corporate spread ITRAX notation A) qu'elles répercutent sur le client final. La conséquence majeure de ce phénomène est la difficulté pour les entreprises de se refinancer. Soit parce que le prix de financement est trop cher, soit parce que l'accès au crédit est restreint. Les Etats (au mois de novembre 2008) ont essayé d'endiguer ce phénomène en garantissant les prêts interbancaires, mais pour le moment, leur action n'a pas eu réellement d'effet (Cf. Graphique Montant des dépôts bancaires à la BCE). En effet les banques préfèrent ajouter la BCE comme intermédiaire de leurs dépôts, là où avant elles se faisaient confiance en faisant des dépôts les unes chez les autres.

Ce qui est remarquable dans ce phénomène, c'est sa durée. Après l'éclatement de la bulle internet, nous avons connu pareil niveau, mais pendant un laps de temps très court. Une réduction des spreads, que nous pouvons anticiper en 2009, sera favorable aux placements en actions.

Corporate spread ITRAX notation A



Source : Bloomberg

Rendement des obligations des foncières

Société	Date d'émission	Coupon	Maturité	Montant	Rendement		
					Déc.07	Oct.08	Déc.08
Cofinimmo	15/07/2004	5,25%	15/07/2014	100M€	5,07%	6,61%	7,62%
Gécina	19/02/2003	4,88%	19/02/2010	596M€	6,73%	7,34%	8,81%
	17/04/2003						
Klépierre	01/06/2004	4,88%	25/01/2012	498M€	5,48%	10,89%	10,00%
	15/07/2004	4,63%	15/07/2011	600M€	4,68%	6,06%	7,50%
Unibail-Rodamco	16/03/2006	4,25%	16/03/2016	700M€	5,01%	7,19%	8,45%
	29/10/2004	4,00%	29/10/2001	500M€	4,89%	5,68%	5,38%

Source : Kempen

Les volumes d'émission sur le marché primaire obligataire corporate semblent également orientés positivement. Plusieurs entreprises ont emprunté en ce début d'année 2009 (janvier). Les investisseurs semblent tirer ainsi profit des rendements très nettement au dessus des emprunts d'État pour les signatures des plus grandes entreprises cotées.



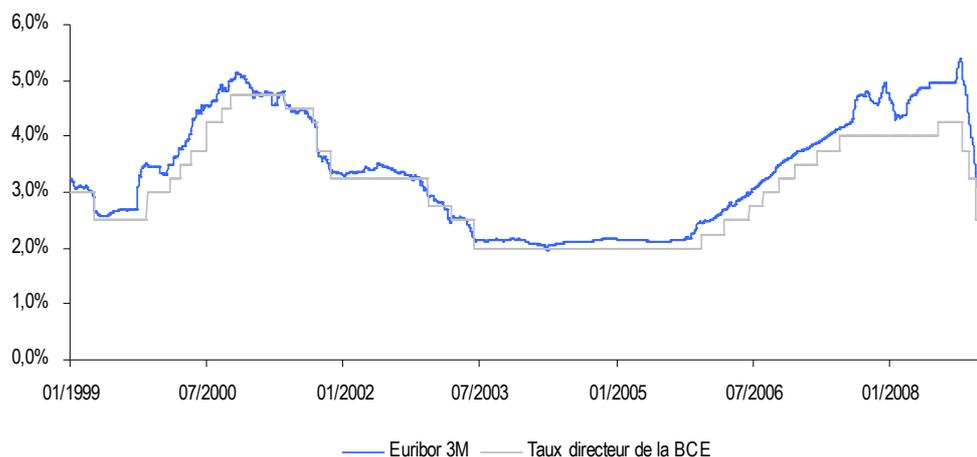
Date émission	Société	Coupon	Maturité	Durée	Spread MS	rating	Montant (M€)
20/01/09	Total	4,88%	28/01/19	10 ans	143	AA	
16/01/09	EDF	5,13%	23/01/15	6 ans	205	A+	2000
16/01/09	EDF	6,25	25/01/21	12 ans	255	A+	2000
07/01/09	E.On	5,50%	19/01/16	7 ans	205	A	
08/01/09	GDF-Suez	6,38%	18/01/21	12 ans	255	A	
07/01/09	GDF-Suez	5,63%	18/01/16	7 ans	215	A	
07/01/09	GDF-Suez	4,38%	16/01/12	3 ans	160	A	
07/01/09	Scnheider	6,75%	16/07/13	4 ans	360	A-	
07/01/09	Volkswagen	6,88%	15/01/14	5 ans	375	A-	
08/01/09	Vodafone	6,25%	15/01/16	7 ans	259	A-	
08/01/09	Daimler	7,88%	16/01/14	5 ans	485	A-	
14/01/09	France Télécom	5,00%	22/01/14	5 ans	205	A-	1000
13/01/09	Sodexo	6,25%	30/01/15	6 ans	325	BBB+	
13/01/09	National grid	6,50%	22/04/14	5 ans	365	BBB+	
14/01/09	Saint Gobain	8,25%	28/07/14	5,5 ans	525	BBB+	1000
13/01/09	Vivendi	7,75%	23/01/14	5 ans	485	BBB	1000
28/01/09	Accor	7,50%	04/02/14	5 ans	475	BBB	500
22/01/09	Casino	7,88%	09/08/12	3,5 ans	530	BBB-	500

Source : Natixis Securities

➤ INDICATEURS SUIVIS DU COUT DE FINANCEMENT

Le coût global de financement est composé d'un taux de financement (Euribor 3 mois le plus souvent) et d'un spread de crédit.

L'Euribor 3 mois est fonction du taux de refinancement de la BCE. De manière générale, il existe une différence de plus ou moins 20bp entre ces deux taux. Néanmoins, il existe des périodes, où les deux taux peuvent s'éloigner en raison d'une divergence d'anticipation du marché par rapport aux décisions de la BCE.



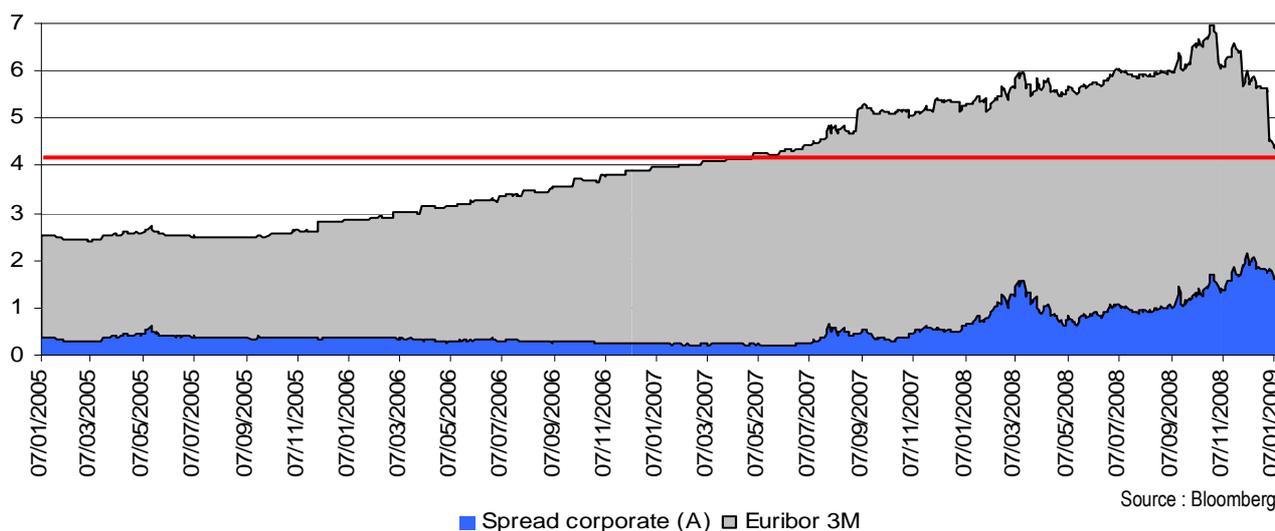
Source : BCE/Boursorama

Depuis la fin de l'année 2008, le taux Euribor 3 mois a baissé de plus de 250bp, ce qui « annule » l'effet spread. En effet, aujourd'hui le coût global de financement est identique à celui de juillet 2007 (avant le début de la crise des subprimes). Néanmoins, la composition du coût global de financement n'est pas de même nature (Cf. Graphique Coût global de financement).



Si l'action de la BCE, est positive au niveau du coût du financement, le problème de l'accès au crédit demeure. Le marché retrouvera un fonctionnement normal dès lors que les dépôts à la BCE baisseront, de même que les spreads. Cette baisse sera simultanée, tout comme la hausse l'a été.

Coût global de financement



c) ADAPTATION DES FONCIERES A CET ENVIRONNEMENT

L'environnement macroéconomique a conduit les foncières à gérer deux problématiques :

- La gestion de leur niveau d'endettement

La hausse des taux de capitalisation des actifs immobiliers a pour conséquence mécanique d'augmenter le niveau d'endettement des foncières. Afin de respecter leur covenant, les foncières de façon préventive pour les moins endettées et/ou de façon contraintes pour les plus endettées sont dans l'obligation de réduire leur niveau d'endettement.

Cette gestion de la dette via les cessions d'actifs s'est toutefois heurtée à la forte baisse des volumes d'investissement, voir à l'absence de transactions pour les grosses opérations qui ne trouvent plus de financement

Dans les conditions actuelles de financement, les petites capitalisations, en raison de la taille unitaire des actifs détenus en portefeuille plus faible, ont une liquidité de leurs actifs supérieure aux grandes capitalisations.

- la gestion de leur pipeline de développement

Dans cet environnement de crise financière et économique, les foncières cherchent à réduire leur engagement et par conséquent leur programme de développement en risque. Ainsi, la gestion du risque



locatif des foncières les conduit à ne pas lancer de projets en blanc. La gestion par Foncière des Régions de la Tour GAN (CB21) illustre ce propos. Arrêt début novembre des travaux dans l'attente de trouver un locataire. Reprise des travaux suite à la signature d'un bail avec Suez Environnement début 2009. Les réunions de présentation des résultats 2008 en ce début d'année, seront l'occasion pour les foncières de refaire un point sur les projets de développement que l'on attend en baisse.

Dans cet environnement les signatures de baux fermes devraient se généraliser car elles permettent de répondre favorablement à la problématique du risque locatif et de protection de la valeur d'actif.

Rachat d'actions

Les sociétés ont profité de la baisse des cours pour racheter leurs titres. Cette pratique paraît opportune pour les sociétés faiblement endettées, qui bénéficient ainsi de la décote du secteur et de rentabilité implicite des actifs élevée. A titre d'illustration Foncière Paris France a acheté et annulé 5% de ses titres en 2008, ce qui aura un impact positif sur son ANR et son CF/a.



2) CONSEQUENCES SUR LES MARCHES IMMOBILIERS

a) LE MARCHE DE L'INVESTISSEMENT, UNE NOUVELLE DONNE

➤ BAISSÉ GÉNÉRALISÉE DES VOLUMES D'INVESTISSEMENT

La crise financière a conduit les investisseurs à répercuter la hausse des coûts de financement dans leur exigence de rentabilité. Cette exigence avec la contagion à l'économie réelle de la crise financière s'est renforcée pour prendre en compte la montée du risque locatif et la réduction de l'utilisation de l'effet de levier.

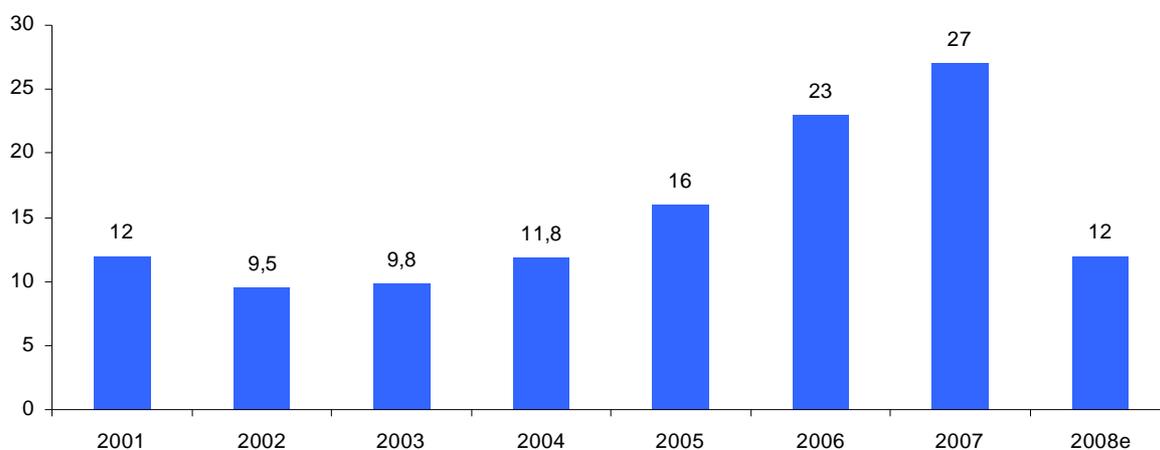
Ce constat est global d'où une relative homogénéité, quelque soit le pays de la Zone Euro concerné, de l'évolution des marchés de l'investissement.

Ce changement brutal d'environnement a fait perdre au marché de l'investissement sa fluidité, les vendeurs ne souhaitant pas acter rapidement cette nouvelle donne, alors que les acheteurs sont attentistes face à une baisse des prix jugée insuffisante.

Dans ces conditions, les volumes d'investissement réalisés en 2008 sont en fort recul.

Cette nouvelle donne a également une incidence sur la typologie des intervenants, les acteurs en fonds propres étant plus présents que par le passé.

Le marché de l'investissement de l'immobilier commercial en France est en net recul par rapport à 2007. L'année 2007 avait été, quant à elle, une année record. D'après les estimations de CBRE, l'année 2008 serait identique à 2001 et 2004 avec 12 mds€ d'investissement. La baisse du volume d'investissement se ressent tout particulièrement sur les transactions importantes (>100 M€) qui ont pratiquement disparu en 2008.



Source : CBRE



Dans tous les pays européens l'investissement en immobilier commercial a connu une évolution identique au marché français. Ainsi le marché de l'investissement en Europe est en fort repli à 115Md€, contre 245Md€ en 2007.

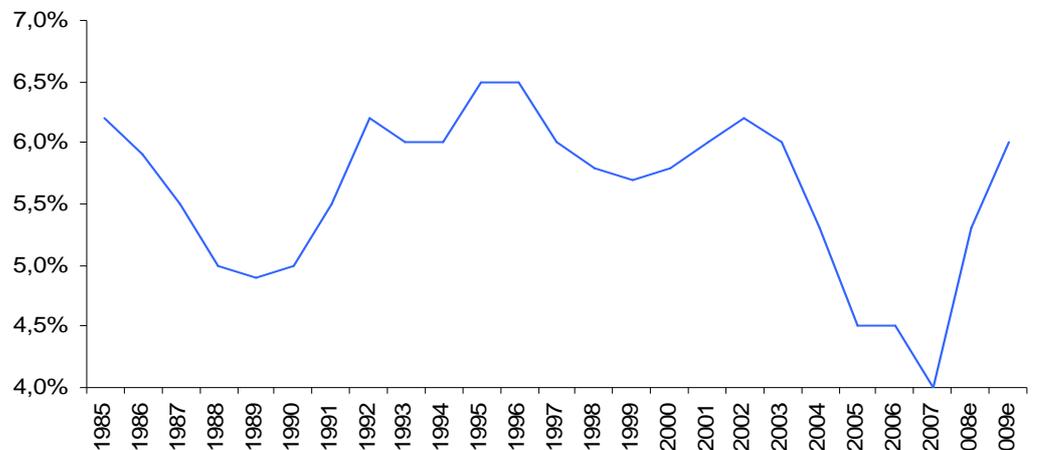
Les foncières sont des révélateurs de cette tendance, d'après nos estimations, les foncières ont beaucoup moins investis en 2008, qu'en 2007. D'ailleurs, il est à noter que nous prévoyons pour 2009, à nouveau une baisse des investissements nets des foncières (effet programmation de cessions de la part des foncières : Foncières des Régions, Icade, Béni Stabili, etc....)

(en md€, 65 foncières)	2007	2008e	2009p
Investissements	15,5	8,5	9,0
Cessions	1,5	1,5	7,0
Investissements nets	14	7,0	2,0

Source : Sociétés

➤ LA HAUSSE DES RENTABILITES EXIGEEES : JUSQU'OU ?

Après avoir atteint en 2007, un point bas dans l'exigence de rentabilité des actifs (4.0% bureaux « prime » Paris QCA), l'année 2008 est caractérisée par un accroissement de l'exigence de la rentabilité des actifs.



Source : CBRE/GESTION 21

Taux de rendement « prime »

Actifs	Janvier 2009	Janvier 2008	Variation
Bureaux Paris QCA	5,75% - 6,25%	4% - 5%	+150bp
Bureaux La Défense	6% - 6,75%	4,75% - 5,25%	+130bp
Bureaux Province	6,85% - 8,25%	5,1% - 7,5%	+120bp
Logistique	7,5% - 8,5%	6% - 6,5%	+175bp
Locaux d'activités	8,5% - 9,5%	7% - 8,75%	+110bp
Centres commerciaux	5% - 7%	4% - 6%	+100bp
Magasin	5,25% - 7%	4% - 5,25%	+150bp

Source : CBRE



Notre opinion est que l'on a acté avec cette hausse de 150bp une grande partie de la hausse des taux de capitalisation. On a en effet retrouvé à partir d'un taux de base de 6% pour les actifs à faible taux de vacance structurelle, un rééchelonnement de la courbe des taux cohérent pour tenir compte des différences de risque des types d'actifs (vacance, obsolescence).

Cette hausse de 150bp peut-être mise en parallèle avec la réduction de l'effet de levier, facteur qui avait précédemment un impact sur l'amélioration de la rentabilité des fonds propres de 150bp par rapport à un investissement sans dette.

Sur cette évolution de 150bp, les foncières n'ont acté au 1^{er} semestre 2008 que 20 à 30 bp. Nous pensons que les foncières vont acter en deux temps cette hausse résiduelle de 120bp (résultats annuels 2008 - 60bp et S1 2009 - 60bp). Toutefois, plus qu'un débat sur la date d'intégration de cette remontée des taux de capitalisation, il nous semble important de constater que la décote actuelle de 50% est protectrice car elle intègre une remontée des taux de capitalisation de 200bp sur des loyers en portefeuille sans croissance.

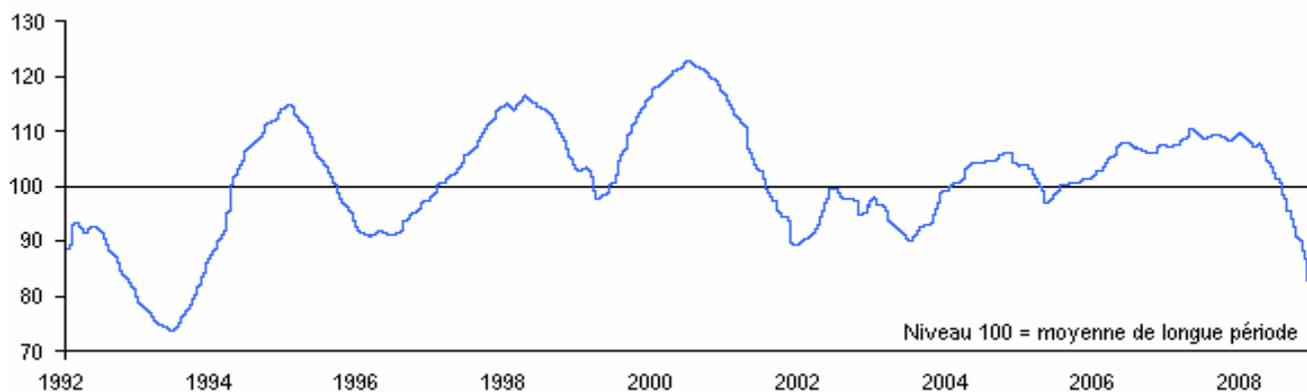
Conclusion : Au regard de notre scénario central de hausse des taux de capitalisation (+150bp), et de notre scénario d'évolution à moyen terme des loyers en portefeuille (ralentissement de la croissance des loyers), la décote actuelle est attractive.

b) LE MARCHE LOCATIF : QUEL SERA L'IMPACT SUR LES LOYERS DU RALENTISSEMENT ECONOMIQUE ?

Le secteur des bureaux va réagir prioritairement à l'évolution de l'emploi, notamment tertiaire, alors que celui des centres commerciaux sera plus affecté par l'évolution de la consommation. Les premiers signes du ralentissement de l'emploi tertiaire affecteront, par une moindre contribution à la demande de m², le niveau de taux de vacance futur.

➤ L'IMPACT DU RALENTISSEMENT ECONOMIQUE SUR LES BUREAUX EN ÎLE DE FRANCE

Graphique : climat des affaires



Source : INSEE

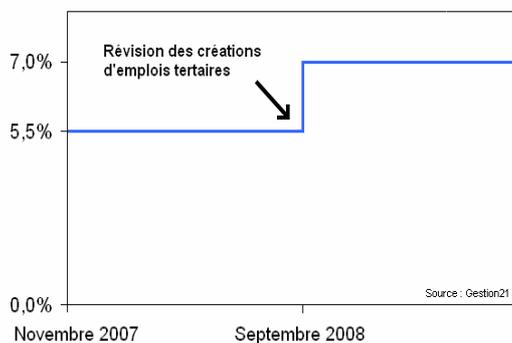


Pour juger de l'impact du ralentissement économique, nous avons actualisé notre modèle d'analyse prospective de la vacance en tenant compte d'une baisse de la demande via la réduction des créations d'emplois tertiaires à 3ans.

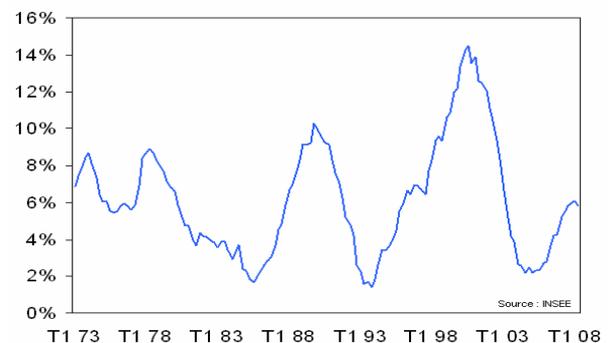
Taux de vacance à 3 ans = taux de vacance fin 2007 + offre future de m² à 3 ans – créations d'emplois tertiaires à 3 ans.

L'impact d'une réduction des futures créations d'emplois tertiaires a conduit à une nouvelle estimation du taux de vacance 2010 de 7.0% contre 5.5% auparavant.

Prévision du taux de vacance en 2010



Glissement sur 3 ans des effectifs du secteur tertiaire



Nous avons utilisé un chiffre de créations d'emplois tertiaires cumulées de +1.5% à 3 ans très conservateur au regard de l'évolution historique des créations d'emplois tertiaires (taux de croissance le plus faible sur 35 ans). Pour information, si nous prenons le taux de croissance moyen sur 3 ans, à savoir +6%, le taux de vacance prévisionnel est de 3%.

Conclusion sur le marché des bureaux : Seul le potentiel de croissance des loyers est atteint

- Malgré une révision du taux de vacance prévisionnel 2010, l'impact du ralentissement économique devrait se traduire par une baisse des loyers faciaux de marché modérée par les accompagnements commerciaux, mais surtout en raison de l'inertie des baux, d'une stabilisation, voir d'une légère augmentation des loyers en portefeuille par l'indexation en 2009-2010.
- Le ralentissement économique a pour conséquence de rendre peu probable un scénario de reprise des loyers de marché avant 2011 dans l'ensemble des pays de la Zone Euro.
- Notre préférence actuelle pour le marché des bureaux français n'est pas remise en cause, car les faiblesses actuelles du taux de vacance et des livraisons, devraient lui permettre de mieux résister que les autres pays à un scénario de ralentissement économique de la Zone Euro.
- Le niveau actuel de l'indexation (dernier ICC +10%) devrait conduire à des négociations sur les baux (échange de durée contre indexation plus faible) et à un changement probable d'indice d'indexation.



➤ L'IMPACT DU RALENTISSEMENT ECONOMIQUE SUR LES CENTRES COMMERCIAUX

L'absence de croissance des chiffres d'affaires au premier semestre 2008, tant au niveau des galeries commerciales que des hypermarchés en France, corroborent les mauvais chiffres de la consommation publiés par l'INSEE en août.

On distingue au niveau immobilier les murs de la galerie commerciale des murs de l'hypermarché. L'immobilier des foncières de centres commerciaux se concentre principalement sur les murs de galeries commerciales, les enseignes de distribution souhaitant garder le contrôle des murs d'hypermarchés.

Evolution annuelles des CA	S1 2006	S1 2007	S1 2008	S2 2008
Hypermarchés Carrefour	+3,2%	+0,8%	-0,9%	-1,2%
Hypermarchés Casino	+1,8%	-0,3%	+0,7%	-1,5%
Galeries commerciales Klépierre	+2,7%	+3,2%	-0,1%	-1,3%
Galeries commerciales Unibail	+2,6%	+5,1%	+1,4%	n.c

Source : Sociétés

Contrairement au bureau, où le taux de vacance est une variable centrale de l'évolution future des loyers, les centres commerciaux se caractérisent par une absence de vacance en raison de la recherche par le locataire sortant d'un successeur lui permettant de valoriser son fond de commerce.

La variable centrale pour juger de l'évolution des loyers dans les centres commerciaux est le taux d'effort défini comme le rapport entre les loyers et le chiffre d'affaires.

Les publications semestrielles 2008 confirment l'existence d'un potentiel de gisements de loyers :

Sociétés	Progression des loyers à périmètre constant	dont indexation	Evolution des renouvellements et des recommercialisations	Taux d'effort
Klépierre	+5%	+4%	+16%	10%
Unibail	+9%	5%*	+43%	12%
Mercialys	+8%	+4%	+112%	8%

* chiffre estimé

Source : Sociétés

Il est difficile de définir précisément le taux d'effort d'équilibre, toutefois les informations communiquées lors des renouvellements de baux nous permettent de cerner les taux d'effort à environ 20% au dessus du niveau actuel observé sur les foncières de la Zone Euro.

Le ralentissement économique va créer un découplage entre la croissance de la richesse des locataires, mesurée par l'évolution des chiffres d'affaires qui sera faible, et la croissance des loyers alimentée par une forte indexation.

Conclusion sur les centres commerciaux : Réduction du potentiel de croissance des loyers à long terme

- A court terme, le gisement des loyers permettra de maintenir un fort niveau de croissance des loyers, y compris dans un scénario de ralentissement économique.
- A moyen terme, la consommation du gisement des loyers conduira à une croissance des loyers fortement corrélée à l'évolution des chiffres d'affaires, car les taux d'effort auront atteint leur niveau d'équilibre.



- La gestion immobilière par la sélection des enseignes et l'organisation de la rotation dans la galerie commerciale aura une contribution plus importante que par le passé dans l'évolution des loyers. Historiquement, le transfert de patrimoine de galeries commerciales vers des équipes de gestion de l'immobilier coté a démontré le professionnalisme de ces équipes.

Conclusion générale

Le potentiel de croissance des loyers du secteur est affecté à moyen terme, tant au niveau des bureaux que des centres commerciaux. L'immobilier s'inscrit dans une nouvelle donne (cf note de Juillet 2008).

Notre processus de gestion est particulièrement bien adapté à ce scénario de moindre croissance des loyers. Le risque sur la croissance des loyers nous paraît moins déterminant dans la valorisation du secteur que celui de l'évolution des conditions de financement.



Encart Les centres commerciaux : Mutations et perspectives

Un peu d'histoire ...

Les centres commerciaux sont nés de leur capacité à faire bénéficier au consommateur d'une offre centralisée sur un même site accessible en voiture, à des prix attractifs en raison du pouvoir de négociation (effet volume) des centrales d'achats des grands distributeurs. Au niveau des galeries commerciales, l'externalisation ou la cotation de filiales dédiés a permis, grâce au savoir faire des foncières spécialisées, d'optimiser la gestion locative et d'accroître par des extensions l'importance de ces galeries.

Mutations et perspectives

Depuis sa création dans les années 1970, le centre commercial a connu une concurrence vive et conjointe sur le format (surface spécialisée) et sur le modèle économique (hard discount, internet).

L'une des réponses des hypermarchés a été la course à la taille, réponse tout a fait naturelle pour un modèle qui s'était imposée à sa création par son gigantisme par rapport au commerce de détail.

Cette réponse vient d'être remise en cause par les managements des distributeurs en 2008, qui souhaitent redéployer des surfaces de l'hypermarché au profit de la galerie commerciale. Notre opinion est que les foncières détentrices uniquement de la galerie commerciale devraient bénéficier de la hausse du flux en raison du remplacement d'une offre plus attractive qu'auparavant pour le consommateur et de l'augmentation de la diversité de l'offre dans la galerie.

La réponse est donc de retravailler le mix produit, ce qui nous paraît une réponse structurelle à tout problème dans le commerce, qu'il s'agisse de la concurrence de l'offre spécialisée, du hard discount ou demain de l'internet, car le format généraliste de départ est moins adapté pour certains produits qu'auparavant en raison d'une gamme de produits de plus en plus large et un consommateur plus exigeant dans sa demande.

Le pétrole, un raccourci rapide pour expliquer le problème des centres commerciaux de périphérie.

Le format d'hypermarché de périphérie inquiète en raison de la hausse du coût de l'essence. Ce constat est-il conforté par les derniers communiqués du conseil national des centres commerciaux (CNCC) et de la fédération pour l'urbanisme et le commerce spécialisé (PROCOS) ? Hors alimentaire, les résultats par typologie de centres publiés par la CNCC montrent une meilleure résistance des chiffres d'affaires des centres régionaux sur les chiffres des centres villes. Dès lors, l'explication de la bonne performance relative en alimentaire des formats de proximité, en raison de la hausse du coût de l'essence, semble moins probante.

Une idée plus centrale que le coût de l'essence serait de considérer que les grands hypermarchés doivent revoir leur mix produits en raison de la concurrence accrue sur leurs surfaces de vente spécialisées. Les grandes entreprises de la distribution commencent d'ailleurs à évoquer ce sujet publiquement.

Ce repositionnement du centre devrait conduire à une plus grande concertation entre les propriétaires de l'hypermarché et ceux de la galerie commerciale, chacun à une carte à jouer, tout en sachant que pour l'hypermarché cela devient une nécessité structurelle.

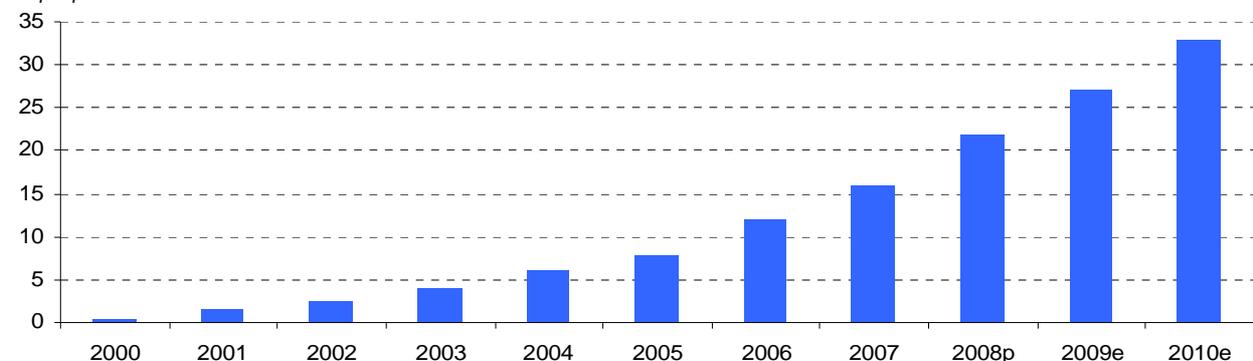
C'est ainsi, que les hypermarchés ont vu disparaître ce flux de consommation au profit de surface spécialisée situé à proximité. Les articles ne rentrant pas dans le chariot sont représentatifs de cette offre pour laquelle l'hypermarché a perdu du terrain (canapé, vélo, ...)

La concurrence sur le modèle économique a vu le jour via le hard discount, qui s'est fait comme spécialité la chasse aux coûts en utilisant un nombre de références restreint. Ce modèle est aujourd'hui connu, et les enseignes ont d'ailleurs pris en compte ce nouveau paysage. L'incertitude est plus grande concernant internet

La menace internet ?

Ce canal de distribution, aujourd'hui en forte croissance mais faible en parts de marché, (voir graphique) continuera t-il à jouer un rôle complémentaire ou deviendra t-il central dans la distribution ?

Graphique : du commerce sur internet en md€





L'internet présente structurellement des avantages par rapport à une localisation physique: heures d'ouvertures, coût immobilier, recrutement, gestion des promotions, gain de temps.

L'arrivée de la génération internet, la sécurisation des moyens de paiement, le taux d'équipement internet des ménages sont autant de facteurs qui conduisent à penser que ce canal va se développer. La question est à quelle hauteur et ce développement concernera t-ils tous les produits ?

Conclusion : Que restera t-il dans l'hypermarché du futur ?

Notre opinion est que les produits à forte fréquence d'achat continueront d'être consommés dans un lieu physique, car la fréquence d'achat permet une bonne connaissance du produit.

Pour les articles dit de consommation exceptionnelle, ce n'est pas l'acte d'achat dans un lieu physique qui permet d'instruire le mieux l'achat, mais une navigation par internet. Pour ces articles, la distribution par internet est la plus efficace (Audio, électroménager, produits de luxe, voiture....)

Une autre façon de répondre à cette question est de se rendre compte que dans le marché de la place du village, les seuls produits qui sont proposés sont des produits qui ont une fréquence d'achat forte.

Ainsi, l'hypermarché devrait de plus en plus se définir dans son mix produit comme un marché de village avec un choix par produit plus important.



DEUXIEME PARTIE : LA GESTION D'IMMOBILIER 21 DANS CE NOUVEL ENVIRONNEMENT

1) RECHERCHE DE REPERES METHODOLOGIQUES ADAPTES A CET ENVIRONNEMENT

Indicateurs de valorisation

Indicateurs de risque

	Secteur	IMMOBILIER 21	Ecart
Multiple de cash flow 2008e	12,3x	8,8x	-3,5
Rendement en dividende	7,20%	8,90%	+170bp
Rentabilité locative de la valeur d'entreprise	8,30%	8,80%	+50bp
Décote/surcote	-46%	-46%	+0%
Prix au m ² implicite	2 200 €	1 900 €	-14%
LTV	44%	34%	-10%
ICR	2,3 ans	2,8 ans	+0,5 ans
Béta	1	0,7	-0,3
Volatilité	33%	27%	-6%
Taux d'intérêt critique	10,80%	15,20%	+440bp
Sensibilité de l'ANR	-35%	-28%	-7%

Chiffre arrêtés au 31/12/2008

Source : Gestion 21

a) LE MULTIPLE DE CASH FLOW

Multiple de cash flow du secteur immobilier Eurozone



Retour du niveau de multiple de cash flow « 10 ans en arrière »

Source : Exane

GESTION 21 considère que la performance à long terme d'un investissement dépend davantage de la capacité d'une entreprise à maintenir ses résultats plutôt que sur les perspectives de croissance de ces mêmes résultats.

Pour expliquer cet élément, il convient préalablement de rappeler les déterminants fondamentaux de la performance financière d'un placement en action. Cette performance est composée de deux éléments : le premier est le résultat actuel de l'entreprise, le second est la croissance annuelle de ce résultat.

De nombreuses études universitaires ont démontré qu'il fallait attribuer 70% de la performance à l'effet résultat et 30% seulement à l'effet croissance, sur une rentabilité long terme égale à +10% l'an quelque soit le marché.

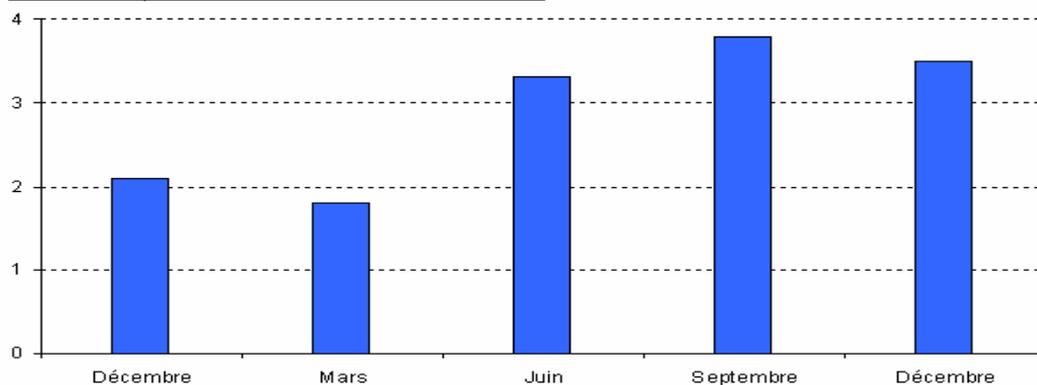
L'effet résultat peut être approché par l'intermédiaire du cash flow d'une entreprise qui mesure bien mieux que le résultat comptable l'enrichissement annuel d'une entreprise et donc de ses actionnaires. Le cash flow est une donnée économique qui permet à une entreprise de rémunérer ses actionnaires sous la



forme de dividendes, de rembourser ses dettes ou encore d'accroître son développement en réalisant soit des investissements de capacités, soit des opérations de croissance externe.

C'est pourquoi, il nous semble que le cash flow est le meilleur indicateur de la performance économique d'une entreprise quelque soit son secteur d'activité.

Ecart du multiple de cash flow du fonds avec le secteur

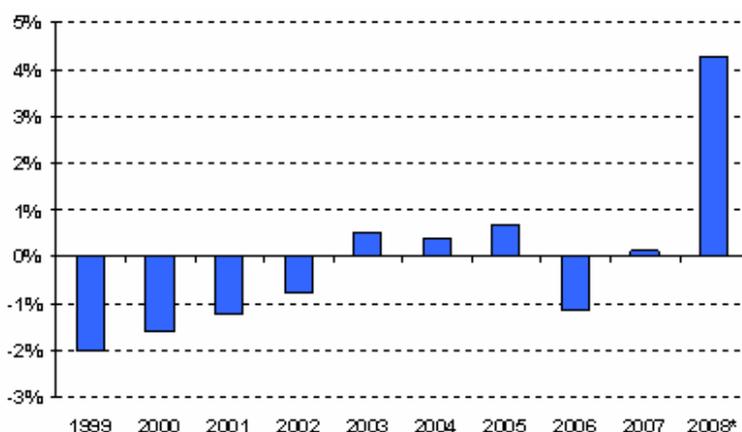


Source : IEIF/GESTION 21

La sortie des dossiers endettés n'a pas pénalisé l'écart de multiple de cash flow estimé du fonds avec le secteur.

b) LE RENDEMENT EN DIVIDENDE DES FONCIERES

Ecart entre le TEC 10 et le rendement d'un échantillon de foncières françaises
(FDR, Gécina, Klépierre, Silic, Unibail)



Le rendement 2008* en dividende des foncières françaises est de 8.5%. Soit un niveau et une prime historiquement élevé par rapport au TEC 10

Source : GESTION 21/AFT

c) HISTORIQUE DE LA SURCOTE/DECOTE DU SECTEUR PAR RAPPORT A L'ANR

L'actif net réévalué (ANR) est calculé sur la base des valeurs d'expertise du patrimoine auquel on retranche l'endettement net. Cette information est obtenue en réalisant une expertise sur la valeur du patrimoine détenue par la foncière, moins les dettes qu'elle détient.



On parle de surcote/décote lorsque les cours de bourse ne sont pas identiques aux ANR. Ces situations de surcote/décote sont présentes la plupart du temps, et rares sont les situations où les cours de bourse sont identiques aux ANR.

Le marché boursier surcote quand il anticipe une baisse de la rentabilité exigée, et donc une hausse des valeurs d'actifs, à contrario, le marché boursier décote quand il anticipe une hausse des rentabilités exigées (situation actuelle).

Surcote/décote des ANR par rapport au cours de bourse



Source : EXANE

Aujourd'hui la décote est historiquement élevée puisqu'elle atteint -45%. Ce niveau actuel de décote ouvre des possibilités d'arbitrage positif entre l'immobilier coté et le non coté. Il anticipe une hausse des taux de capitalisation supérieur à notre scénario central de +150bp. Il rend difficile des émissions de capital, pour gérer l'endettement des foncières.

d) LE TAUX D'INTERET CRITIQUE

Les foncières disposent-elles d'un indicateur pertinent pour analyser leurs risques financiers dans les différentes phases du cycle Immobilier?

La hausse des valeurs d'actifs et l'existence d'une prime de risque immobilière positive ont incité les managements à poursuivre ces dernières années des stratégies augmentant le niveau des risques financiers.

Pour juger du risque financier, les critères traditionnels utilisés sont le Ratio de Couverture des Intérêts (ICR) et la Loan to Value (LTV). Le premier est un indicateur issu du compte de résultat, qui mesure la capacité de l'entreprise à générer la richesse nécessaire pour faire face à sa charge d'intérêt. Le second est un indicateur issu du bilan, qui mesure le niveau d'endettement net par rapport à la valeur du patrimoine, et par conséquent la capacité de remboursement du principal.



La crise financière s'est avérée être un révélateur des limites de ces baromètres usuels pour apprécier le suivi des risques financiers.

- La Loan To Value, le Ratio de Couverture des Intérêts sont des indicateurs imparfaits pour mesurer la montée des risques dans l'évolution du cycle.

Ainsi, dans une tendance haussière des valeurs d'actifs, l'acquisition d'actifs dont la rentabilité est inférieure à celle du portefeuille existant se traduit par une amélioration de la LTV.

De même, l'ICR peut s'améliorer dans une tendance de hausse des valeurs d'actifs, car il dépend de l'évolution de la prime de risque et non du seul niveau de rentabilité des actifs.

- En pratique, des niveaux stables de LTV et d'ICR peuvent masquer une augmentation de la sensibilité à la hausse des taux.

Illustrons ceci par les covenants les plus courants, soit une LTV de 50% et un ICR de 2x.

Pour respecter ces niveaux de covenants, il est nécessaire d'avoir une rentabilité nette des actifs en portefeuilles égale au minimum au coût du financement. Ces ratios peuvent être respectés aux différents stades du cycle immobilier alors que les risques financiers latents ne sont pas identiques.

Pour mieux cerner les risques financiers, nous proposons un nouvel indicateur, le taux d'intérêt critique, qui prend en compte des éléments de l'actif et du passif du bilan d'une foncière.

Le taux d'intérêt critique se définit comme le niveau théorique de taux d'intérêt qui conduit à un cash flow nul, c'est de ce fait une marge de sécurité face aux risques de hausse du coût de financement.

Il est très différent d'une foncière à l'autre pour un même niveau des covenants

	Foncière A	Foncière B
LTV	50%	50%
ICR	2x	2x
Rentabilité Locative	4%	8%
Coût de la dette	4%	8%
Taux d'intérêt critique	8%	16%

La foncière A, constituée en haut de cycle présente un niveau de risque financier latent plus élevé que la Foncière B constitué en bas de cycle. Seul le taux d'intérêt critique permet de détecter cette différence de risque financier latent.

Le taux d'intérêt critique dépend de la rentabilité et de la structuration des investissements. Il nous semble globalement insuffisant pour les foncières allemandes, au dessus de la moyenne européenne pour les foncières françaises, élevé et confortable pour les foncières peu endettées.

Avantages du taux d'intérêt critique par rapport aux critères traditionnels

- Taux d'intérêt critique : une référence absolue insensible au cycle des taux et des prix



L'investissement à long terme nécessite la prise en compte du niveau des taux d'intérêt. Le taux d'intérêt critique permet de prendre en compte cet objectif. En effet, le taux d'intérêt critique est une référence absolue et la modification de l'environnement macro-économique (variation des taux d'intérêt et/ou des valeurs d'actifs) ne le modifie pas. Par conséquent il n'incite pas à augmenter le niveau d'endettement contrairement aux indicateurs traditionnels.

- Le taux d'intérêt critique varie en fonction des actes de gestion du management

Il est modifié par tout acte de gestion de la foncière concernant son actif et son passif. Il varie suite à une variation de la rentabilité locative du portefeuille (taux de vacance, travaux, acquisition, cession) ou/et d'une variation du niveau d'endettement (structuration acquisition/ cession, distribution).

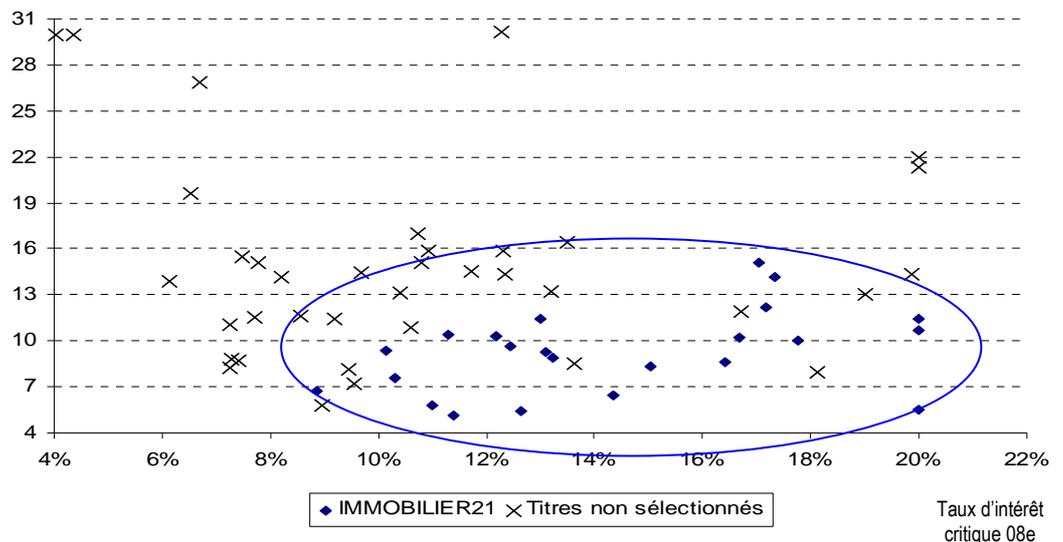
- Le taux d'intérêt critique permet une discipline sur le contrôle du risque financier latent

Le management peut avoir pour discipline d'avoir un taux d'intérêt critique toujours supérieur à un seuil prédéfini. Chaque acte de gestion peut alors s'analyser comme une augmentation /réduction de la marge de sécurité par rapport à ce seuil.

Conclusion : Le taux d'intérêt critique permet une meilleure congruence de l'actif et du passif des foncières. Il permet à l'investisseur que nous sommes de constituer un portefeuille en offrant une meilleure lecture des risques financiers.

Couple rendement économique attendu*/risque du secteur

Multiple de cash-flow 08e



Inverse du multiple de cash-flow = rendement économique attendu à croissance nulle



e) LE PRIX AU M² COTE

La financiarisation de l'immobilier s'est accompagnée d'une mise à l'écart progressive de cet indicateur. Dès lors, pourquoi vouloir le mettre en avant aujourd'hui ?

La crise financière relayée par la crise économique a conduit à une augmentation de l'exigence de rentabilité sur l'ensemble des actifs. Dans un marché immobilier de l'investissement moins liquide, avec certains acteurs contraints par leur niveau d'endettement, la question qui se pose est le niveau de la baisse des valeurs d'actifs.

L'analyse du prix au m² des patrimoines permet une comparaison avec une donnée issue de l'économie réelle : le coût de construction.

Ainsi, si sur le marché secondaire, on a une valeur des actifs inférieure aux coûts de construction, le marché primaire d'offres neuves de nouveaux m² est bloqué par la disparition de la marge de promotion. Cela conduit à une protection à la baisse des valeurs d'actifs et à une revalorisation locative à moyen terme, donc à une amélioration programmée de la rentabilité locative.

Le prix au m² par son rôle central dans l'économie immobilière permet d'avoir un repère sur le marché de l'investissement.

Aujourd'hui par le biais de la cotation, les foncières cotées sont valorisées à des prix au m² implicite bien plus faible que le marché physique (effet de la décote, cf graphique p.18).

Fin 2008, le prix au m² estimé du patrimoine détenu de façon indirecte par le FCP IMMOBILIER 21 est de 1800€/m² pour l'immobilier commercial, un repère utile dans pour l'investisseur long terme.

Il est à noter que ces chiffres sont nettement inférieurs au prix au m² du portefeuille d'IMMOBILIER 21 de novembre 2007 de 2800€/m². Autre comparaison, le programme actuel de développement d'une foncière bureaux (Silic) à Orly-Rungis est annoncé à 2600€/m², et l'extension d'une galerie commerciale de Klépierre à Val d'Europe se situe à 3000€/m².

f) LA RENTABILITE LOCATIVE DES ACTIFS (LOYERS NETS/VALEUR D'ENTREPRISE)

C'est la richesse créée par l'entreprise avant effet de levier (loyers nets ou EBITDA) rapportée à la valeur de l'entreprise (capitalisation + endettement net).

Les intérêts de cet indicateur est de permettre une comparaison directe avec les taux de capitalisation du marché immobilier physique, et permet également de neutraliser l'impact de l'effet de levier.

Aujourd'hui le secteur à une rentabilité locative des actifs de 8.3%, bien au dessus du rendement moyen des actifs sur le marché immobilier physique. Le fonds IMMOBILIER 21 est quant à lui à un niveau supérieur avec une rentabilité locative des actifs de 8.8% (soit +50bp)



2) GESTION DU PORTEFEUILLE D'IMMOBILIER 21

a) PRESENTATION DU FONDS AU 31/12/2008

Portefeuille IMMOBILIER 21 au 31/12/2008	Pondération
Unibail-Rodamco	10%
Klépierre	10%
Icade	8%
Eurosic	6%
Vastned Offices	6%
Vastned Retail	5%
Corio	5%
CeGeReal	5%
Silic	5%
Sélectirente	4%
Terreis	4%
Eurobank properties	4%
Paref	4%
Zublin	4%
Foncière Paris France	4%
Klémurs	3%
Argan	3%
Wereldhave Belgium	2%
Foncière des Murs	2%
Immobilière Frey	1%
Liquidité	9%

Source : GESTION 21

Le taux de liquidité de 9.3% fin 2008, élevé par rapport à sa moyenne 2008 de 5%, est imputable à la cession le 29 décembre d'une ligne de 3% du portefeuille, qui n'a été réinvestie que début janvier.

➤ ALLOCATION GEOGRAPHIQUE DU PORTEFEUILLE (NATIONALITE DES FONCIERES)

Nous sommes restés à l'écart sur l'ensemble de l'année du marché autrichien, et espagnol. La gestion des risques financiers, nous a conduit à sortir de l'Allemagne et de la Finlande au 1^{er} semestre.

Pondération dans le portefeuille Immobilier 21	Janvier	Juin	Décembre
France	66%	75%	70%
Pays-Bas	15%	15%	15%
Finlande	10%	3%	0%
Allemagne	5%	2%	0%
Grèce	0%	0%	4%
Belgique	0%	1%	2%
Italie	1%	1%	0%
Autriche	0%	0%	0%
Espagne	0%	0%	0%



Répartition géographique du patrimoine des foncières	Indice	IMMOBILIER 21
France	36%	53%
Pays-Bas	11%	14%
CEE	8%	5%
Espagne	10%	8%
Suède	5%	5%
Italie	3%	4%
Belgique	3%	4%
Allemagne	16%	2%
Autres	8%	5%

Source : IEIF/GESTION 21

Ce tableau représente la répartition géographique du patrimoine détenu par les foncières. Ainsi, la détention de 8% d'IMMOBILIER 21 en Espagne résulte de la détention par des foncières françaises et hollandaises d'actifs commerciaux situés en Espagne, et non en raison d'une détention de foncières espagnoles dans le portefeuille.

➤ ALLOCATION PAR TYPE D'ACTIF (BUREAUX/CENTRES COMMERCIAUX)

La transmission de la crise financière à l'économie nous a conduit à renforcer notre allocation sur les centres commerciaux.. Cette classe d'actif bénéficie en effet d'un alignement d'intérêt entre locataires et propriétaires pour gérer le risque de vacance (fond de commerce). Historiquement, les actifs n'ont jamais présenté de vacance supérieure à 5%, là où la vacance des actifs immobiliers de bureaux peut atteindre 20%. La faible cyclicité structurelle de la consommation est un atout supplémentaire. Il faut remonter en 1993, pour voir en France la consommation reculer. En 2009, La recapitalisation du pouvoir d'achat du consommateur via la baisse des matières premières, renforcera cette résistance au cycle.

Cependant, nous restons vigilants, aux évolutions structurelles de ce secteur (Internet, taille des hypermarchés), et notre discipline de valorisation peut nous amener à sortir de certains dossiers (Mericalys en 2008).

Répartition par type d'actif au cours de l'année	Janvier	Juin	Décembre
Centres Commerciaux	48%	51%	61%
Bureaux	38%	33%	27%

Source : GESTION 21

Répartition par type d'actif	Indice	IMMOBILIER 21
Centres commerciaux	43%	61%
Bureaux	32%	27%
Logistique	2%	1%
Logements	19%	9%*
Autres (hôtels, restaurants, maison de repos, etc...)	5%	2%

Source : GESTION 21

*logement détenu via Icade



b) CHRONOLOGIE DE LA GESTION

2008	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre
Interventions		Présentation des résultats annuels des foncières			Assemblées générales				Petit déjeuner investisseurs 25/09/08			SIMI Bilan 2008 des foncières
Publications							Une nouvelle donne pour l'immobilier coté		Ralentissement économique, ses effets sur les loyers	Prix au m ²		
Valeurs sortantes		IVG Immobilien Wereldhave		Mercialys		Finlande Citycon Sponda	Tour Eiffel		NSI Dic Asset		Foncières des Régions	
Valeurs entrantes ou renforcées			Paref	Terreis		Wereldhave Belgium		Eurobank Properties		Vastned Retail	Icade	

c) SYNTHÈSE DE NOS ARBITRAGES

Valeurs sortantes en 2008	Taux d'intérêt critique	Pondération dans le portefeuille avant cession
IVG Immobilien	5%	4%
Citycon	8%	3%
Sponda	7%	8%
Foncière des Régions	9%	10%
DIC Asset	8%	2%

Valeurs entrantes en 2008	Taux d'intérêt critique	Pondération au 31/12/2008
Wereldhave Belgium	Pas de dette	2%
Paref	10%	4%
Terreis	17%	4%
Eurobank properties	Trésorerie positive	4%

Valeurs sortantes en 2008	Multiple de cash flow	Pondération dans le portefeuille avant cession
Mercialys	21x	4%

Source : GESTION 21

Les arbitrages réalisés en 2008 ont eu pour objectifs de réduire la sensibilité du portefeuille aux variations des taux tout en respectant notre discipline de valorisation.

d) SORTIE DES DOSSIERS A RISQUE (VALEURS SORTANTES EN 2008)

La catégorie « valeurs sortantes en 2008 » est composée de 2 types de valeur : Les valeurs sorties pour des raisons de risque trop importants sur les fondamentaux de la société, (IVG Immobilien, DIC Asset,



Sponda, Citycon, Tour Eiffel, Foncière des Régions) et les valeurs sorties pour des raisons de valorisation (Wereldhave, Mercialys, NSI).

IVG Immobilien : Foncière allemande de bureaux (75%) détenant un portefeuille de 5.5mds€ d'actifs, situé à 75% en Allemagne, 10% à Paris, 7% à Bruxelles. Après la publication des résultats annuels 2007 en Février 2008, nous avons décidé de solder notre position en raison d'une faible rentabilité des actifs, et d'un niveau d'endettement élevé.

DIC Asset : Foncière allemande de bureaux (75%) détenant un portefeuille de 2.5mds€ d'actifs en Allemagne. A l'identique d'IVG Immobilien le risque lié à l'endettement nous a conduit à sortir du dossier.

Sponda : Foncière finlandaise de bureaux (45%), logistique (25%) détenant un portefeuille de 2.7mds€ d'actifs situé à 90% en Finlande.

Citycon : Foncière finlandaise de commerces (100%) détenant un portefeuille de 2.1mds€ d'actifs, situé en Finlande à 75%.

Un fort niveau d'endettement conjugué à de nombreuses échéances locatives ces deux prochaines années renforcent le risque sur ces foncières. Notre rencontre avec le management de Sponda ne nous a pas rassuré sur la gestion de ces risques expliquant notre sortie du dossier.

Foncière des Régions : Foncière française de bureaux (70%) détenant 11mds€ d'actifs situés en France et en Italie. Nous avons gardé Foncière des Régions plus longtemps en portefeuille que les autres valeurs présentant les mêmes risques bilanciaux, en raison de la qualité du management. Le ralentissement des volumes observé fin 2008 sur le marché des transactions immobilières et l'incertitude sur la tour GAN, a motivé notre sortie du dossier.

Tour Eiffel : Foncière française de bureaux (80%) détenant 1.1mds€ d'actifs situés en Ile de France et en province (53%/47%). Tout comme DIC Asset, Sponda et Citycon, Tour Eiffel est en risque sur ses covenants bancaires.

Parmi les autres valeurs sortantes, **Mercialys** foncière de centres commerciaux de 2mds€ d'actifs, dont nous apprécions particulièrement le management, et les fondamentaux de la société (absence de dette, gisement locatif), mais que nous avons vendu pour des raisons de valorisation.

e) VALEURS ENTRANTES EN 2008

Suite à la sortie de valeurs que nous considérons comme étant trop risquées, car elles ne respectent pas nos indicateurs de gestion, nous avons décidé d'arbitrer les valeurs cédées par des valeurs respectant nos indicateurs de risque et nos ratios de valorisation.



Les foncières non endettées :

Wereldhave Belgium : Foncière belge de commerces (59%), bureaux (51%) détenant 400M€ d'actifs exclusivement en Belgique. Fille de la foncière Wereldhave, elle a la particularité de ne pas avoir de dette dans son bilan. Dans cet environnement, le bilan de Wereldhave Belgium est un atout majeur qui selon nous n'a pas encore été valorisée par le marché.

Eurobank Properties : Foncière Grecque de bureaux de 500M€ qui n'est pas endettée, et qui a internalisé sa gestion cette année. L'existence de baux longs (9 ans) renforce le caractère défensif de ce dossier. Elle offre en plus une rentabilité des actifs supérieurs à la moyenne, et dispose même de 150M€ de trésorerie qui pourront servir à des acquisitions ciblées sur des opportunités à venir.

Les foncières endettées :

Paraf : Foncière française ayant un portefeuille d'actifs de 200M€ et gère pour compte de tiers 400M€ d'actifs immobiliers. Sa stratégie d'acquisition de « brocanteur » focalisé sur des actifs à hauts rendements lui permet de répondre à nos critères d'investissement, tout en ayant un niveau d'endettement supérieur à la moyenne du portefeuille.

Terreis : Foncière française de bureaux (68%) et de commerces (32%) détenant 120M€ de patrimoine situé exclusivement en France. Son faible niveau d'endettement (LTV 25%) lui a permis d'accroître son patrimoine de façon significative par des acquisitions sur des niveaux de rentabilité attractifs au 2nd semestre.



➤ REPARTITION DU COURTAGE

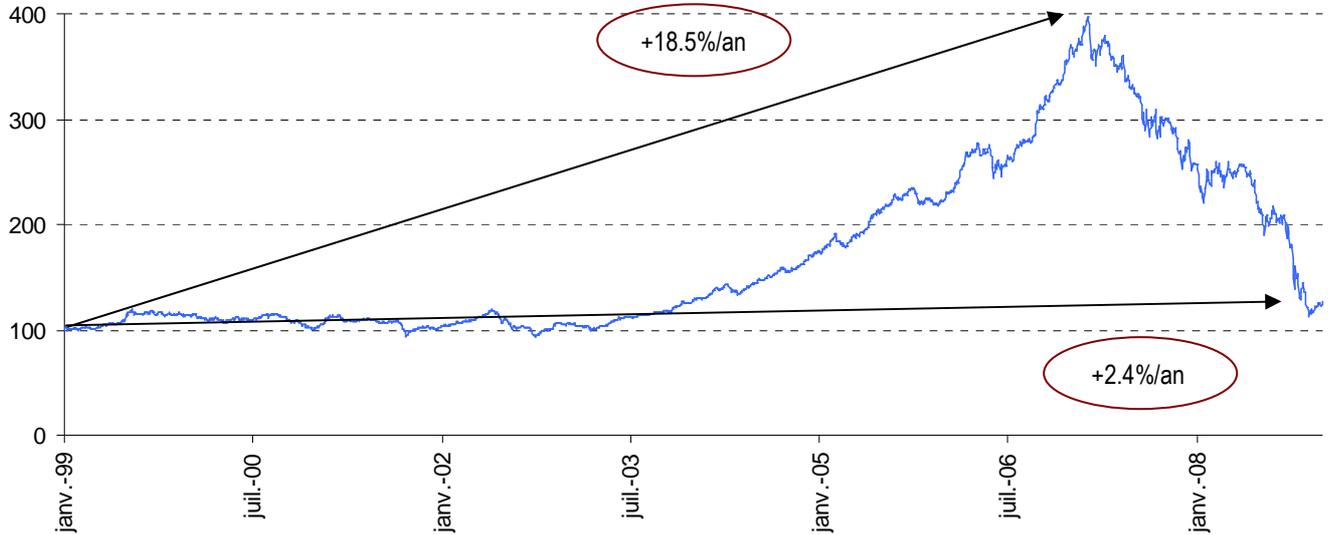
Courtier	Répartition*
Courtier 1	23%
Courtier 2	21%
Courtier 3	15%
Courtier 4	14%
Courtier 5	12%
Courtier 6	8%
Courtier 7	7%

* Période allant du 27/11/2007 au 31/12/2008 Source : GESTION 21



3) LA PERFORMANCE

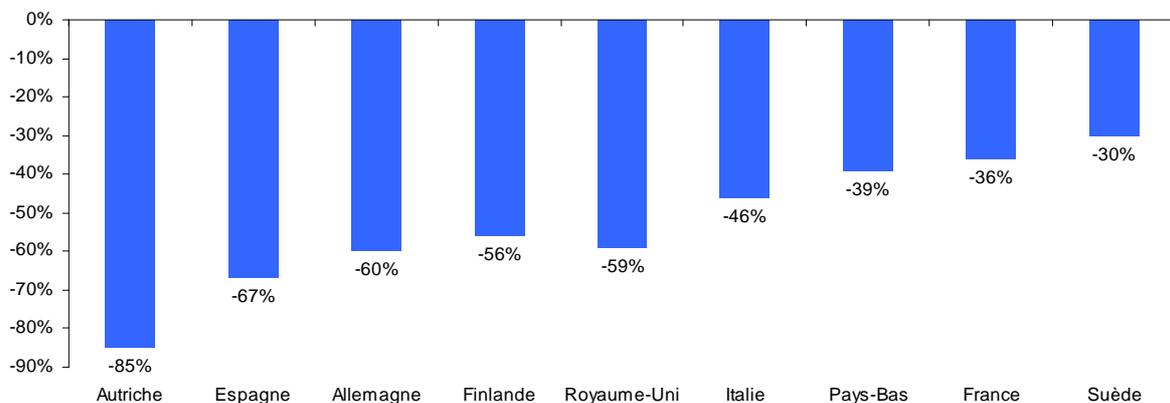
Indice IEIF Eurozone coupons nets réinvestis



Source : IEIF/GESTION 21

Une performance très en deçà de son objectif long terme (+7%)

a) PERFORMANCE DE L'IMMOBILIER COTE EN 2008 (EUROPE)



Source : IEIF

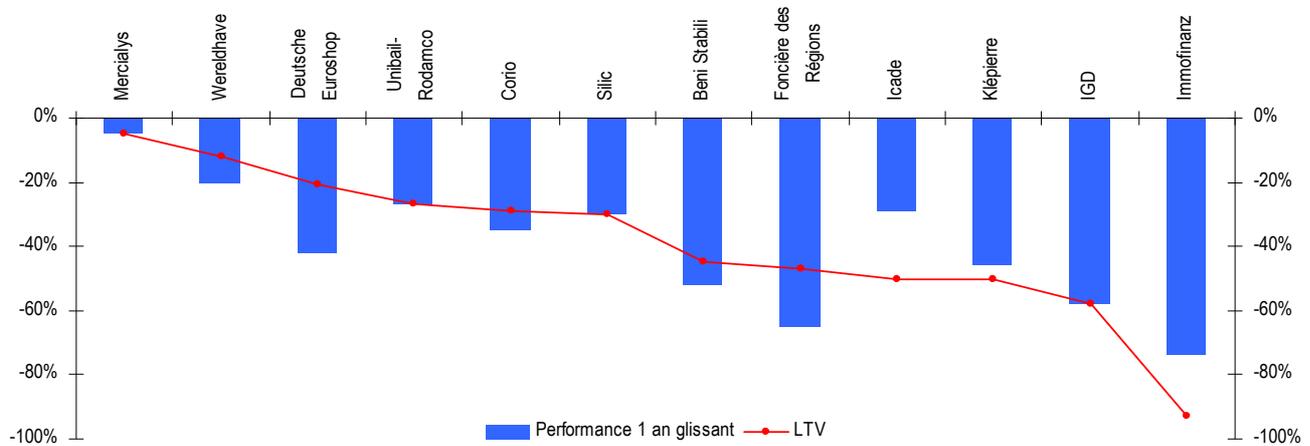
Cette baisse est généralisée à l'ensemble des continents (Asie : -50% ; Etats-Unis : -31% ; Source EPRA)

➤ PERFORMANCE DES PRINCIPALES FONCIERES DE LA ZONE EURO

La performance boursière des foncières a été, cette année, corrélée avec le niveau d'endettement (LTV). Ainsi une foncière qui présente une LTV élevée a eu une mauvaise (relativement) performance boursière, et inversement. L'endettement a concentré tous les risques en raison de l'accès limité au marché du crédit, de la difficulté de réaliser des cessions d'actifs, et des anticipations de hausse de capitalisation qui



mettent sous pression les managements dans la gestion de leur covenant. Par opposition les foncières non endettées auront l'opportunité de bénéficier de la baisse des valeurs d'actifs.



Source : Société Générale

b) PERFORMANCE DES FONDS IMMOBILIERS EN 2008 (EXTRAIT DU PANEL DE COMPARAISON)

Fonds sectoriels immobiliers	Performance 2008
Compagnie Immobilière Acofi	-37%
IMMOBILIER 21	-38%
Odco Immobilier	-41%
Axa Aedificandi	-44%
BNP Paribas Immobilier	-45%
AGF Foncier	-46%
AGFImo	-46%
IEIF Eurozone dividende nets réinvestis	-51%
HSBC Immobilier	-52%

Source : AMF

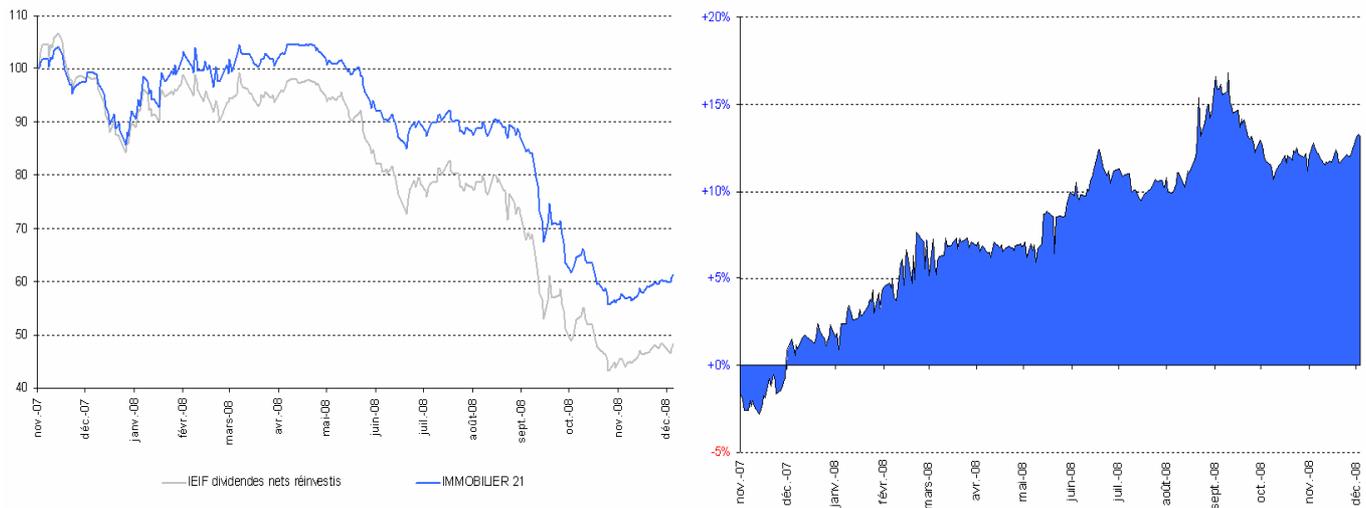
Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures

Notre panel de comparaison comprend 18 fonds sur lequel nous nous classons 4^{ème} (-38.3%). Notre panel à une fourchette de performance comprise entre [-55% ; -35%], là où l'indice réalise une performance de -51%. Tout au long de l'année nous sommes toujours restés dans les 6 premiers, alors même que nous avons un portefeuille investi en moyenne sur l'année à 95%, c'est un engagement que nous avons vis-à-vis des investisseurs, nous ne gérons pas de position de trésorerie ou de couvertures du portefeuille. Nous avons pris cet engagement dès la création et nous n'envisageons pas de modifier cette orientation. Un certain nombre de fonds ont fait la publicité sur leur reporting mensuel de la part de trésorerie qu'il détenait, certains fonds ayant détenu jusqu'à 25% de trésorerie.

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	



c) NOTRE SURPERFORMANCE



Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures

Notre surperformance s'explique principalement par la non détention des foncières autrichiennes et espagnoles, et la sortie des foncières finlandaises et allemandes au S1 2008.

Date de calcul 31/12/2008	Depuis création	2008
IMMOBILIER 21	-39%	-38%
IEIF Eurozone nets réinvestis	-52%	-51%
Différence	+13%	+13%
Rang (Europerformance)*	n.c	9/52
Rang (Morningstar)*	n.c	5/21

* Rang arrêté au 02/01/2009

d) SATISFACTION/DECEPTION DE LA GESTION

Satisfactions

- Etre parvenu en créant de nouveaux indicateurs à mieux cerner les problématiques de valorisation et de risque du secteur.
- Une performance relative élevée grâce à l'allocation géographique du portefeuille.

Déception

- Notre performance relative n'a fait qu'atténuer la performance absolue du secteur.



PERSPECTIVES : ACTIVATION DES FORCES DE RAPPEL

	Bas de cycle	Haut de cycle
Prix au m ²	+	-
Rachat d'actions	+	-
Décote/Surcote (ANR)	+	+
Rendement en dividende	+	-
Emission de titres	-	+

L'environnement macroéconomique a supplanté les forces de rappel du secteur en 2008. Les incertitudes sur l'accès au crédit et l'impact de la crise économique sur les loyers ont empêché les forces de rappel de s'exercer. Ces interrogations légitimes devraient pour partie trouver des réponses dans les publications des foncières en ce début d'année. La thématique de l'endettement pourrait toutefois persister, ce qui nous conduit en ce début d'année à être acheteur du secteur en restant sélectif sur l'endettement.

Caractéristiques du fonds IMMOBILIER 21

Nom du fonds	IMMOBILIER 21
Société de gestion	GESTION 21
Type de fonds	FCP sectoriel immobilier
Dépositaire	Caceis Bank
Valorisateur	Caceis Fastnet
Commissaire aux comptes	Deloitte
Indice de référence	IEIF Eurozone nets réinvestis
Fréquence VL	Journalière
Catégories de parts IC, ID, AC, AD	I : Distribution directe A : CGP/plateformes C : Capitalisation D : Distribution
Frais d'entrée	4% max (non acquis au fonds)
Frais de gestion TTC	1.40% (I) 2.20% (A)
Commission de surperformance TTC par rapport à l'indice IEIF Eurozone nets réinvestis	+25%
Commission de mouvement	Néant
Code ISIN	IC : FR 00 10 54 07 16 ID : FR 00 10 54 18 54 AC : FR 00 10 54 18 21 AD : FR 00 10 54 18 39



ANNEXES

1) TRACK RECORD DE L'EQUIPE DE GESTION

Performances annuelles des fonds gérés par Laurent Gauville

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2008
Fonds	CIA*	CIA	I21**							
Performance	+7%	+12%	+12%	+4%	+15%	+22%	+33%	+17%	+53%	-38%
Benchmark	+6%	+7%	-2%	+2%	+8%	+20%	+37%	+29%	+63%	-51%
Ecart	+1%	+5%	+14%	+2%	+7%	+2%	-4%	-12%	-9%	+13%

*CIA : Compagnie Immobilière Acofi

**IMMOBILIER 21

La sous-performance relative de 2005-2006 s'explique par la gestion prudente du fonds en étant non exposé aux marchés à risques (Espagne, Autriche). Réciproquement, la sur-performance de 2008 s'explique en partie par la non exposition à ces deux marchés. Entre 1998 et 2008 (pas de gestion entre le 29/06/07 et le 27/11/07), la performance cumulée de Laurent Gauville est de +185% contre +85% au benchmark.

Performance du fonds Compagnie Immobilière Acofi (du 25/02/1998 au 29/06/2007, date de départ de Laurent Gauville)



Source : AMF

Du 28/02/98 au 29/06/07	CIA	Indice nets réinvestis	Différence
Performance sur la période	+363%	+302%	+61%
Performance annualisée	+18%	+16%	+2%

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures



2) Taux d'intérêt critique

Sociétés	Taux d'intérêt critique
Eurobank Properties	Trésorerie positive
Mercialys	Pas de dette
Wereldhave Belgium	91%
Foncière Paris France	22%
Unibail-Rodamco	21%
Icade	20%
Sélectirente	19%
Wereldhave	18%
Atrium European RE	18%
Silic	17%
Invest Offices	16%
ANF	16%
CeGeReal	16%
Foncière Lyonnaise	14%
Invest retail	14%
VIB Vermögen	14%
Vastned Retail	13%
Terreis	13%
Argan	13%
Klépierre	13%
Corio	13%
INEA	12%
Technopolis	12%
Beni Stabili	11%
Vastned Offices	11%
Gécina	11%
NSI	11%
Eurosic	11%

Sociétés	Taux d'intérêt critique
Zublin Immobilière	11%
Paref	11%
Deutsche Euroshop	11%
Befimmo	11%
Foncière des Murs	11%
Altarea	10%
Eurocommercial Properties	10%
FDL	10%
Compagnie de la Lucette	10%
Cofinimmo	10%
Foncière des Régions	10%
Foncière Europe Logistique	10%
Tour Eiffel	10%
Klémurs	9%
WDP	9%
IGD	8%
Sponda	8%
Affine	8%
Dic Asset	8%
Citycon	8%
Tag Tegemsee	8%
Alstria	8%
Siic de Paris	7%
IFM Immobilien	7%
Conwert	7%
Deutsche Wohnen	7%
Sparkassen	5%
IVG Immobilien	5%

Estimation Gestion 21



3) Prix au m² coté implicite au 31/12/2008

Sociétés	Prix au m ² coté implicite
Metrovacesa	7 120
CeGeReal	5 403
Foncière Lyonnaise	5 066
CA Immo International	4 976
Colonial	4 912
Unibail-Rodamco	4 310
Altarea	3 836
Zublin Immobilière	3 812
Klépierre	3 325
Klémurs	3 275
IGD	3 160
Eurocommercial Properties	2 917
Eurosic	2 909
Corio	2 778
Gécina	2 665
Terreis	2 600
Deutsche Euroshop	2 512
Mercialys	2 481
Foncière des Murs	2 134
Béfinmo	2 086
Vasted Reatil	2 072
Foncière des Régions	2 066
Cofinimmo	1 983
Wereldhave Belgium	1 923
Citycon	1 845
Silic	1 800
Wereldhave	1 786

Sociétés	Prix au m ² coté implicite
ANF	1 757
Intervest Retail	1 714
Compagnie de la Lucette	1 702
NSI	1 698
Sponda	1 634
Beni Stabili	1 539
Leasinvest	1 527
Icade	1 411
Alstria	1 410
Sélectirente	1 407
Technopolis	1 308
Foncière Paris France	1 306
DIC Asset	1 262
Retail Estate	1 239
IVG Immobilien	1 157
Tour Eiffel	1 019
Paref	984
Intervest Offices	979
Affine	962
Foncière Europe Logistique	833
Vastned Offices	832
WDP	821
Deutsche Wohnen	757
Eurobank Properties	728
FDL	708
VIB Vermögen	651
Argan	469

Estimation Gestion 21



NOTES

Contacts

Laurent GAUVILLE – 05 57 81 18 91

Guillaume MORIN – 05 57 81 18 92

Daniel TONDU – 04 26 69 15 71

Site Internet

www.gestion21.fr