

2008

2009

IMM²¹BILIER

2010

RAPPORT ANNUEL

PRESENTATION GENERALE DE GESTION 21

GESTION 21 a obtenu son agrément AMF en Juillet 2007.

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

L'équipe de GESTION 21 se compose de 4 gérants

IMMOBILIER 21 :

Laurent Gauville



Guillaume Morin



ACTIONS 21 :

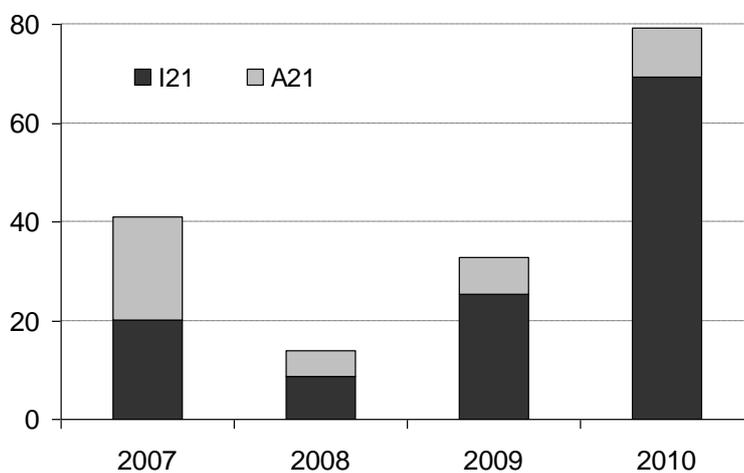
Daniel Tondu



Pierre Pougnet



Actifs gérés (M€)



PLAN

RESUME	5
PREMIERE PARTIE : PERFORMANCE	7
1. PERFORMANCE DE L'IMMOBILIER COTE EN 2010	8
2. LA PERFORMANCE DU FONDS EN 2010	10
3. LA PERFORMANCE DU FONDS SUR 3 ANS	11
4. PERFORMANCE A LONG TERME D'ACTIFS FINANCIERS	15
DEUXIEME PARTIE : UNE OPPORTUNITE RARE POUR INVESTIR	16
1. VALORISATION ATTRACTIVE	18
2. REPRISE SELECTIVE DES LOYERS DE BUREAUX	19
STABILISATION DES LOYERS DES CENTRES COMMERCIAUX	22
3. REPRISE DES VALEURS D'ACTIFS	25
TROISIEME PARTIE : LA GESTION DU FONDS IMMOBILIER 21	31
1. LA GESTION DE L'ACTIF	32
2. LA GESTION DU PASSIF	38
ANNEXES	40
LES INDICES D'INDEXATION	41
APPROCHE PRATIQUE DES CYCLES	42
APPROCHE THEORIQUE DES CYCLES	43
COMPTES ANNUELS SUR DEMANDE	

RESUME

Hausse des valeurs d'actifs en 2010

Dans un environnement de stabilisation des loyers, le point saillant de l'année sur le secteur est la hausse des valeurs d'actifs de 5 à 10% en fonction des immeubles et des zones géographiques, faiblement répercutée dans les ANR du S1 2010. Cette hausse s'est confirmée sur le marché physique au 2nd semestre et alimentera la hausse future des ANR. Elle renforce par construction l'attractivité de la décote actuelle et la probabilité d'opérations financières.

Renforcement des bilans des foncières

Avec un bilan renforcé entre autre par la hausse des valeurs d'actifs, les foncières ont également cherché en 2010 à diversifier et optimiser leurs financements en ayant recours à des émissions obligataires. Sur 2011, nous resterons vigilants à la maturité de la dette des foncières, amortisseur naturel de l'impact de la hausse des taux.

Stabilisation des taux de vacance et des chiffres d'affaires

L'année 2010 en termes de résultats des sociétés a été peu discriminante, les taux de vacance sur les bureaux tendent à se stabiliser alors même que la faible cyclicité structurelle des centres commerciaux a conduit elle aussi à la relative stabilisation des chiffres d'affaires.

2010 : une année de transition

Une année pour rien, NON ; Une année de transition, OUI, car 2010 :

=> ouvre la voie d'une hausse des loyers de bureaux plus ou moins rapide en fonction de leur position dans le cycle après une année de stabilisation

=> Interroge sur la différenciation future des performances des centres commerciaux face à internet

=> conduit à des différenciations aux niveaux de la dette (maturité, taux de couverture)

Augmentation de l'allocation bureaux

Dans ce contexte, nous avons augmenté en 2010 l'allocation bureaux du portefeuille de 24% à 41% en particulier via les bureaux situés en France.

Performance
absolue
satisfaisante

La performance absolue du fonds en 2010 (+13.6%) est très satisfaisante au regard des autres classes d'actifs. Dans une catégorie mélangeant fonds Europe et fonds de la zone Euro, l'exposition ou non aux fluctuations des changes a été le principal contributeur aux classements 2010 en raison d'une performance de l'indice Europe de +18.0% contre +14.2% pour l'indice Zone Euro.

Classement
2010 peu
significatif

Ainsi nous nous classons 21ème sur 40 fonds dans la catégorie fonds actions immobilières et foncières et 6ème sur 15 si nous retenons que les fonds de la Zone Euro de cette catégorie. Le fait d'être à moins de -0.5% de la 3^{ème} place traduit bien une année avec de faibles écarts de performance entre les fonds.

IMMOBILIER
21 : 1^{er} sur 36
à 3 ans

2010 nous permet pour la première fois de calculer un classement sur 3 ans. Sur cette période nous sommes 1er sur 36* avec des écarts de performance importants entre les fonds (IMMOBILIER 21 IC +7.6% contre -10.8% pour la moyenne de la catégorie sur 3 ans non annualisée). *Source Europerformance au 31 décembre 2010, catégorie actions immobilières et foncières

L'immobilier
coté
décollecte
contrairement
à l'immobilier
physique

Il y a toutefois un domaine où l'on observe de fortes différences : c'est celui de la collecte.

La collecte sur l'immobilier physique (SCPI, OPCI,...) contraste avec la poursuite en 2010 de la décollecte des fonds immobiliers cotés. Dans ce contexte, la forte collecte du fonds IMMOBILIER 21 (+40M€) est très satisfaisante, permettant de porter l'encours du fonds à fin 2010 à 70M€.

Il existe un
potentiel de
collecte

Nous sommes confiants à moyen terme sur le potentiel de collecte nette de notre secteur en raison de son indexation structurelle car si 2010 a remis en cause la notion de taux sans risque, le mot inflation occupe une place incontournable du processus d'épargne.

LA PERFORMANCE

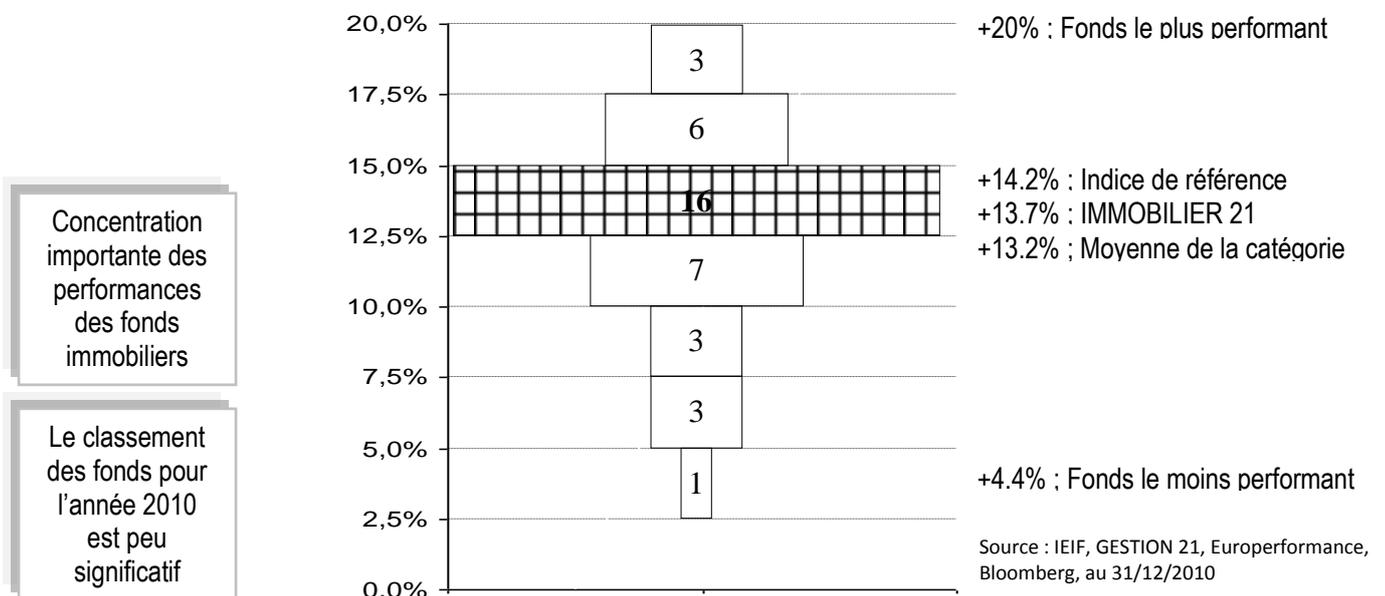
- **PERFORMANCE DE L'IMMOBILIER COTÉ EN 2010**
- **PERFORMANCE DU FONDS 1 AN, 3 ANS**
- **PERFORMANCE À LONG TERME D'ACTIFS FINANCIERS**

La disparité entre les indices s'explique par un effet de change favorable des devises non libellées en Euro, et également par la surperformance de zones géographiques en dehors de la Zone Euro comme la Suède ou la Suisse.

Pays / Région	Performance 2010 en €	Performance 2010 en monnaie locale
Zone Euro	+14%	+14%
Finlande	+28%	+28%
Autriche	+26%	+26%
Allemagne	+25%	+25%
France	+14%	+14%
Pays Bas	+13%	+13%
Belgique	+5%	+5%
Espagne	-47%	-47%
Europe	+18%	+14%
Suède	+61%	+41%
Suisse	+49%	+25%
Royaume Uni	+13%	+9%

Nombre de fonds Europe dans le Top 10	
2010	8
2009	3
2008	3

Répartition des fonds actions immobilières et foncières en fonction de leur performance* en 2010



Barres verticales => IMMOBILIER 21 ; barres horizontales => Indice IEIF Eurozone nets réinvestis

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

2. LA PERFORMANCE* DU FONDS IMMOBILIER 21 EN 2010

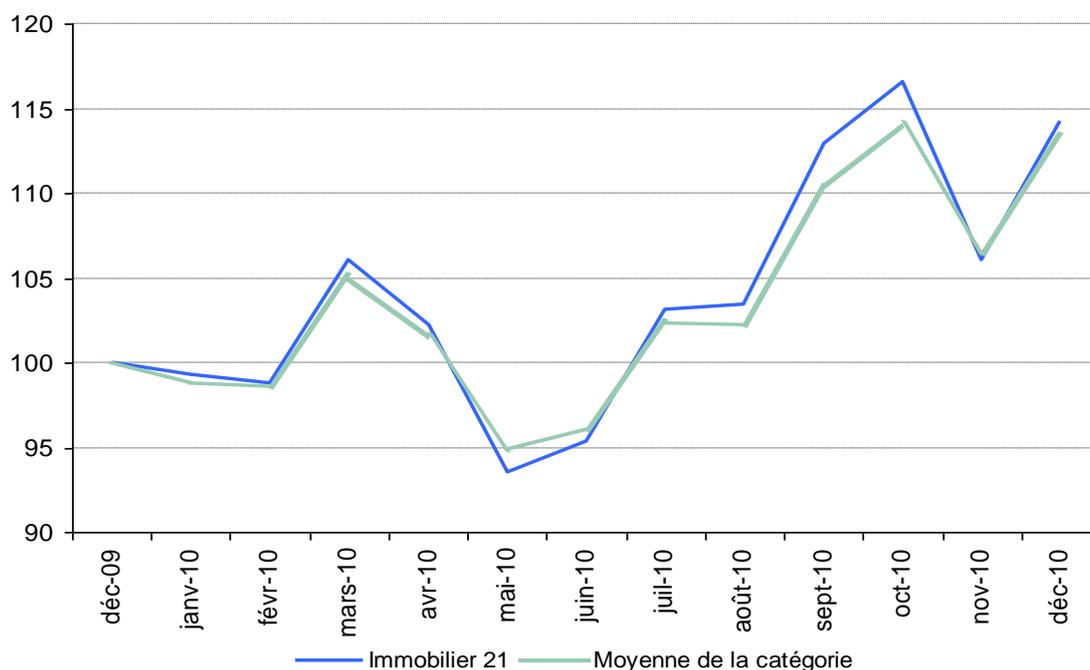
Performance 2010*	
IMMOBILIER 21 parts I	+13.6%
IEIF Eurozone div. réinvestis	+14.2%
Différence	-0.6%

Classement 2010**	
IMMOBILIER 21 parts I	21 ^{ème} sur 40

Classement 2010** fonds Zone Euro	
IMMOBILIER 21 parts I	6 ^{ème} sur 15

Performance d'un panel de fonds

Fonds immobiliers	Performance 2010*
Axa Aedificandi	+16%
AVIVA Valeurs immobilières	+16%
AGF Immo (Allianz)	+15%
SG actions Immo	+15%
BNP Paribas Immobilier	+15%
Oddo Immobilier	+14%
AGF Foncier (Allianz)	+14%
IEIF Eurozone Div.réinvestis	+14%
IMMOBILIER 21	+14%
Cie Immobilière Acofi	+11%



* Au 31/12/2010, source : Europerformance, IEIF

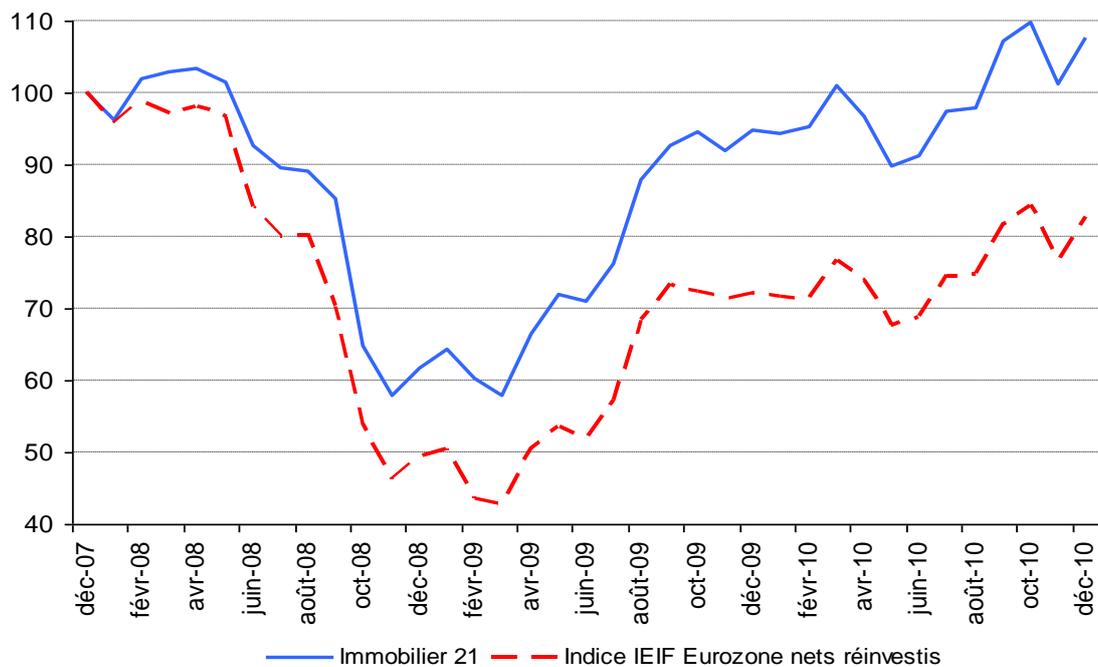
**Classement Europerformance actions immobilières et foncières
 Le classement Europerformance est retraité des fonds possédant plusieurs parts.

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

3. LA PERFORMANCE DU FONDS IMMOBILIER 21 SUR 3 ANS

Classement 3 ans**	
IMMOBILIER 21 part IC	1 ^{er} sur 37

Performance 3 ans*	
IMMOBILIER 21 part IC	+7.6%
Indice IEIF Eurozone Div. nets réinvestis	-17.5%
Surperformance	+25.1%



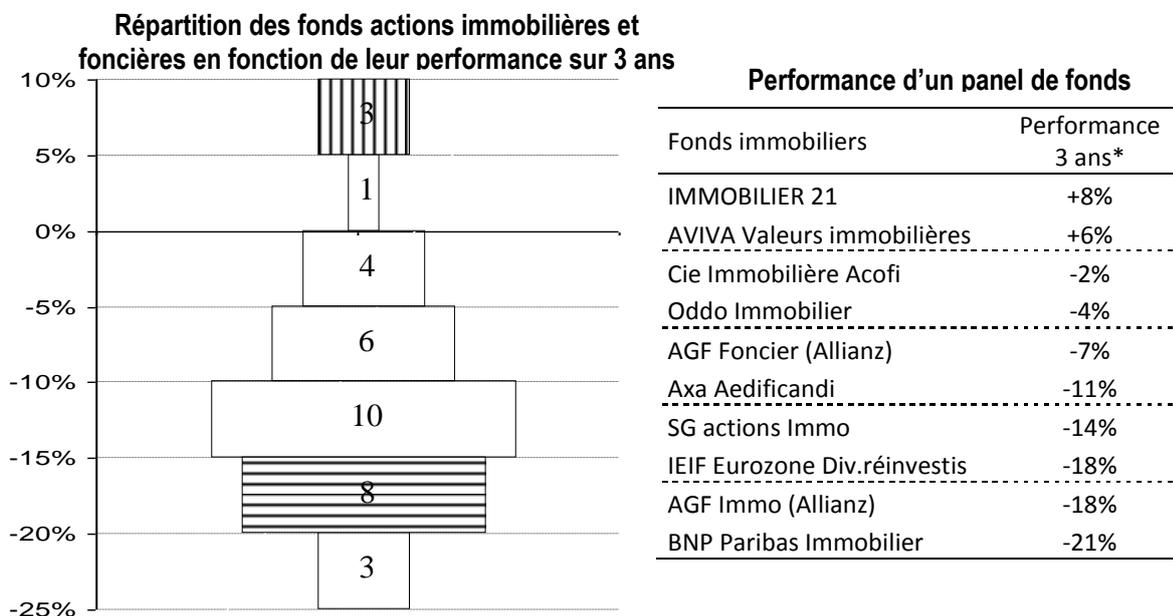
*3 ans : du 31/12/2007 au 31/12/2010

**Source : Europerformance (actions immobilières et foncières)

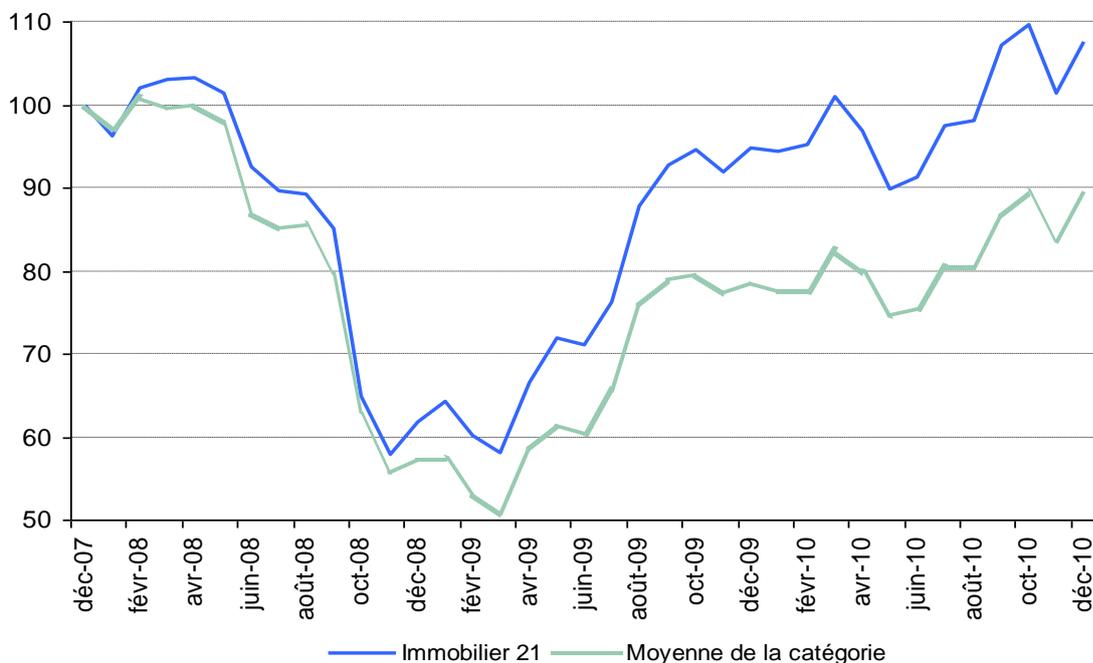
Le classement Europerformance est retraité des fonds possédant plusieurs parts.

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

➤ COMPARAISON SUR 3 ANS DE LA PERFORMANCE AVEC UN PANEL DE FONDS IMMOBILIERS



Barres verticales => IMMOBILIER 21 ; barres horizontales => Indice IEIF Eurozone nets réinvestis



*du 31/12/2007 au 31/12/2010, source : Europreference

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

➤ BILAN 3 ANS DE LA GESTION

	Macroéconomie	Secteur immobilier	Fonds IMMOBILIER 21
2008	Crise financière	Problématique sur l'endettement	Sortie des dossiers endettés Création du taux d'intérêt critique
2009	Normalisation progressive de l'économie	Baisse des valeurs d'actifs et des loyers	Augmentation de l'allocation centres commerciaux (moins cycliques)
2010	Crise dettes souveraines en Europe	Reprise des valeurs d'actifs, stabilisation locative	Augmentation de l'allocation Bureaux (hausse attendue des loyers)

➤ **TRACK RECORD**

➔ **Performance annualisée* de +11% sur 13 ans**

(1998-2010)

+11.0%

IEIF div.nets.réinvestis

+7.3%

➔ **11 années de performance positive sur 13**

➔ **9 années de surperformance sur 13**

* 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 Juin 1999 à Juin 2007 période durant laquelle Laurent Gauville était le gérant

• **Période 2 (5 mois)**: La performance de l'IEIF Eurozone div.nets.réinvestis de 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 (37 mois)**: La performance du fonds «IMMOBILIER 21» du 27 Novembre 2007 au 31/12/2010

	Notre gestion	Indice**	Surperformance
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%
Total	+301%	+145%	+156%
Par année	+11%	+7.3%	+3.7%

Source : IEIF, GESTION 21

Les 3 années de sous performance significatives sont des années que l'on peut qualifier « années plus-values », avec une performance annuelle absolue des indice (2004 : +37%, 2005 : +29%, 2006 : +63%) très supérieure à l'objectif de performance long terme du secteur basé principalement sur le revenu.

Les chiffres cités ont trait aux années écoulées et les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

**Indice : IEIF Eurozone div.réinvestis

*** La surperformance de l'année 2007 a été réalisée du 01/01/2007 au 29/06/2007 période durant laquelle Laurent Gauville était le gérant du fonds Compagnie Immobilière Acofi.

4. PERFORMANCE A LONG TERME D'ACTIFS FINANCIERS

Performance annuelle sur 10 ans (01/01/2000 au 31/12/2009)

Foncières cotées	17,5%
Logement Paris	12,5%
SCPI (hors fiscales)	11,0%
Or	10,7%
Bureaux Paris	9,2%
Sicav obligataires	4,1%
Sicav monétaires	2,8%
Actions françaises (SBF 250)	2,8%
Livret A	2,7%
Inflation	1,7%

+18%/an sur 10 ans

Performance annuelle sur 20 ans (01/01/1990 au 31/12/2009)

Foncières cotées	11,5%
Actions françaises (SBF 250)	9,9%
Logement Paris	7,9%
SCPI (hors fiscales)	6,4%
Bureaux Paris	5,8%
Sicav obligataires	5,6%
Or	4,8%
Sicav monétaires	4,2%
Livret A	3,3%
Inflation	1,8%

+12%/an sur 10 ans

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

Source : IEIF, performances arrêtées au 31/12/2009



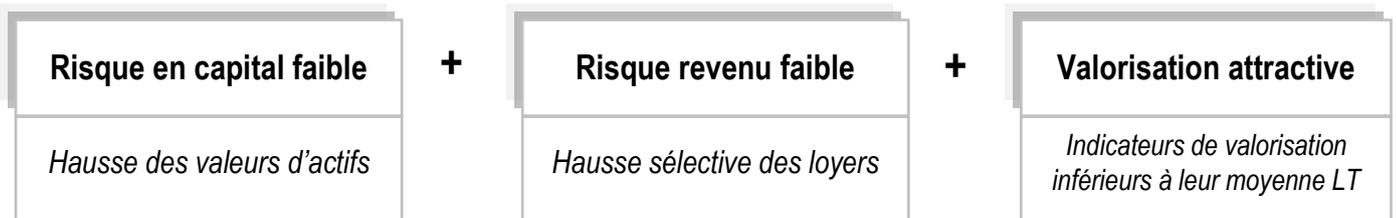
DEUXIEME PARTIE :

UNE OPPORTUNITE RARE POUR INVESTIR

- VALORISATION ATTRACTIVE
- REPRISE SÉLECTIVE DES LOYERS DE BUREAUX
STABILISATION DES LOYERS CENTRES COMMERCIAUX
- REPRISE DES VALEURS D'ACTIFS

DEUXIEME PARTIE : UNE OPPORTUNITE RARE POUR INVESTIR

➤ UNE OPPORTUNITE POUR INVESTIR



➤ HISTORIQUEMENT RARE

	janv-98	déc-03	déc-10
Multiple de cash flow du secteur	16,7x	14,5x	13,7x
Rendement en dividende du secteur	4,7%	5,9%	5,5%
Taux de rendement Bureaux Paris QCA*	6,0%	5,3%	5,4%

Source : GESTION 21, Exane, CBRE

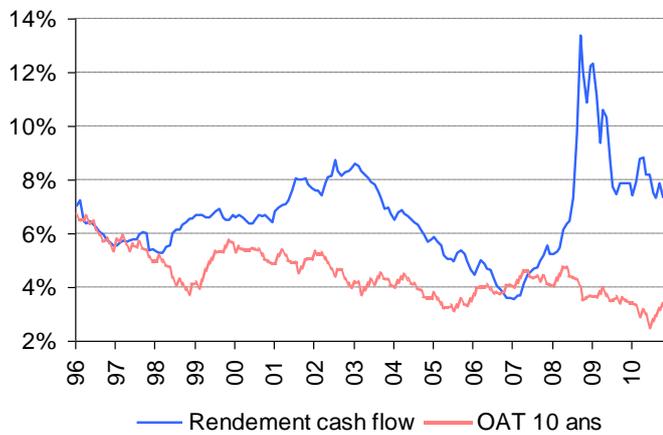
Indicateurs de
risque et de
valorisation
attractifs

Période	Risque en capital	Risque en revenu	Valorisation
1998-2002 (5 ans)	Très faible	Très faible	Très faible
2003-2006 (4 ans)	Faible	Faible	Faible
2007-2008 (2ans)	Elevé	Faible	Elevé
2009-2010 (2ans)	Faible	Moyen	Très faible
2011-2013 (3ans)	Très faible	Faible	Faible

Source : GESTION 21

1. UNE VALORISATION ATTRACTIVE

3 INDICATEURS DE VALORISATION => CONCLUSION IDENTIQUE : POTENTIEL DE HAUSSE



	Moyenne 15 ans	Décembre 2010
Rendement cash flow	6,7%	7,3%
OAT 10 ans	4,4%	3,3%
Différence	+2,3%	+4,0%

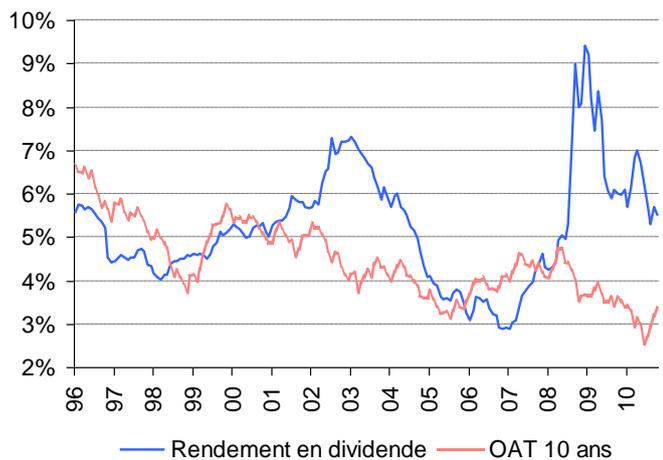
Potentiel de hausse* de +9%

* Retour à la moyenne historique du rendement en cash flow => de 7.3% à 6.7%, soit 9%

Potentiel de hausse** de +23%

** Retour à la moyenne historique de l'écart rendement cash flow/OAT => de 7.3% à 5.6% (3.3% + 2.3%), soit 23.3%

Potentiel de hausse moyen de +16%



	Moyenne 15 ans	Décembre 2010
Rendement dividendes	5,2%	5,5%
OAT 10 ans	4,4%	3,3%
Différence	+0,8%	+2,2%

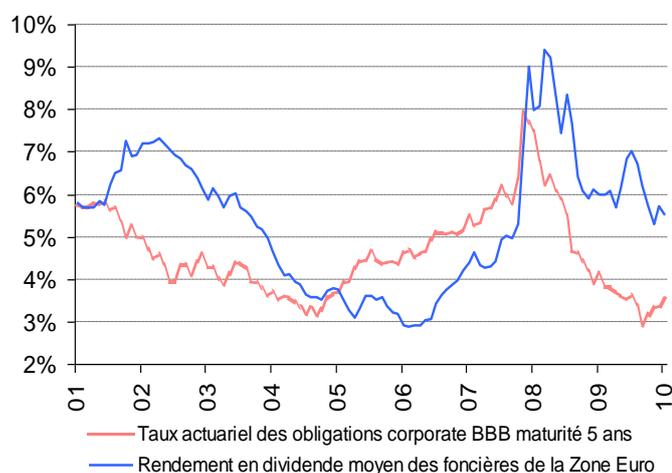
Potentiel de hausse* de +5%

* Retour à la moyenne historique du rendement en dividendes => de 5.5% à 5.2%, soit 5.4%

Potentiel de hausse** de +25%

** Retour à la moyenne historique de l'écart rendement en dividendes/OAT => de 5.5% à 4.1% (3.3% + 0.8%), soit 25.4%

Potentiel de hausse moyen de +15%



	Moyenne 10 ans	Décembre 2010
Rendement dividendes	5,2%	5,5%
Obligations BBB	4,6%	3,5%
Différence	+0,6%	+2,0%

Potentiel de hausse* de +5%

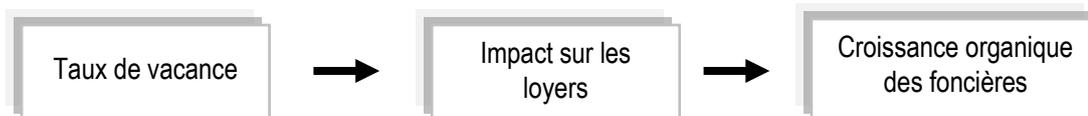
* Retour à la moyenne historique du rendement en dividendes => de 5.5% à 5.2%, soit 5.4%

Potentiel de hausse** de +25%

** Retour à la moyenne historique de l'écart rendement en dividendes/Obligations corporate BBB maturité 5 ans => de 5.5% à 4.1% (3.5% + 0.6%), soit 25.4%

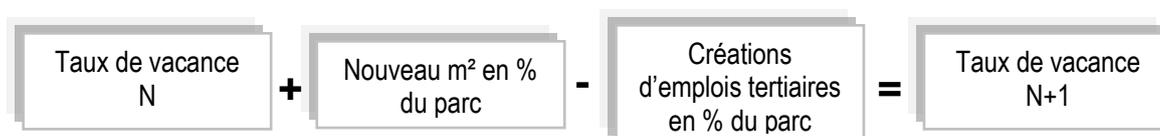
Potentiel de hausse moyen de +15%

2) A) REPRISE SELECTIVE DES LOYERS DE BUREAUX

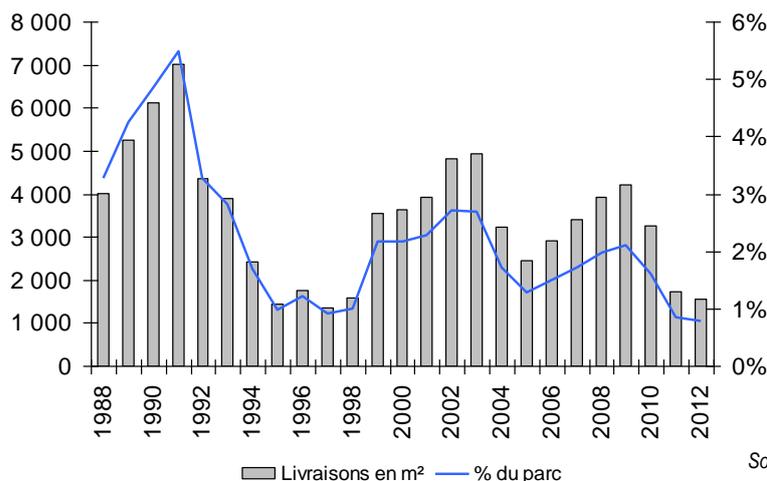


➤ **METHODOLOGIE D'ANALYSE DES MARCHES IMMOBILIERS**

Pour connaître taux de vacance de l'année suivante, on prend le taux de vacance actuel auquel on ajoute l'offre de nouveaux m², et auquel on retranche la demande (création d'emploi tertiaires convertit en nombre de m²).



➤ **LE MARCHÉ DES BUREAUX EN EUROPE => REPRISE FAVORISEE PAR DES LIVRAISONS FAIBLE DE M²**



Source : CBRE

➤ **REPRISE SELECTIVE EN FONCTION DES TAUX DE VACANCE ACTUELS**

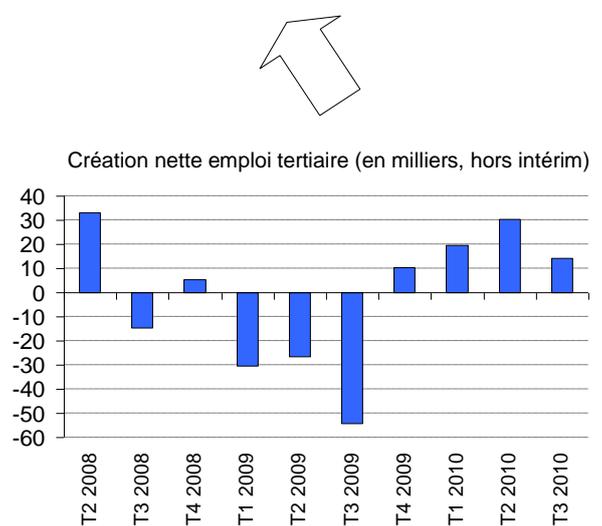
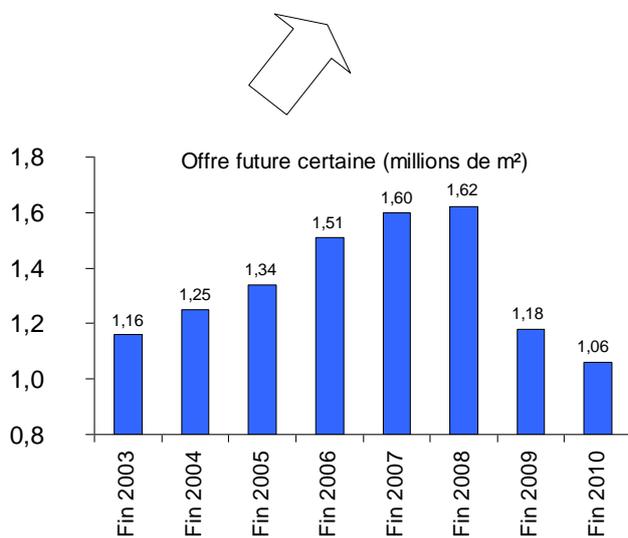
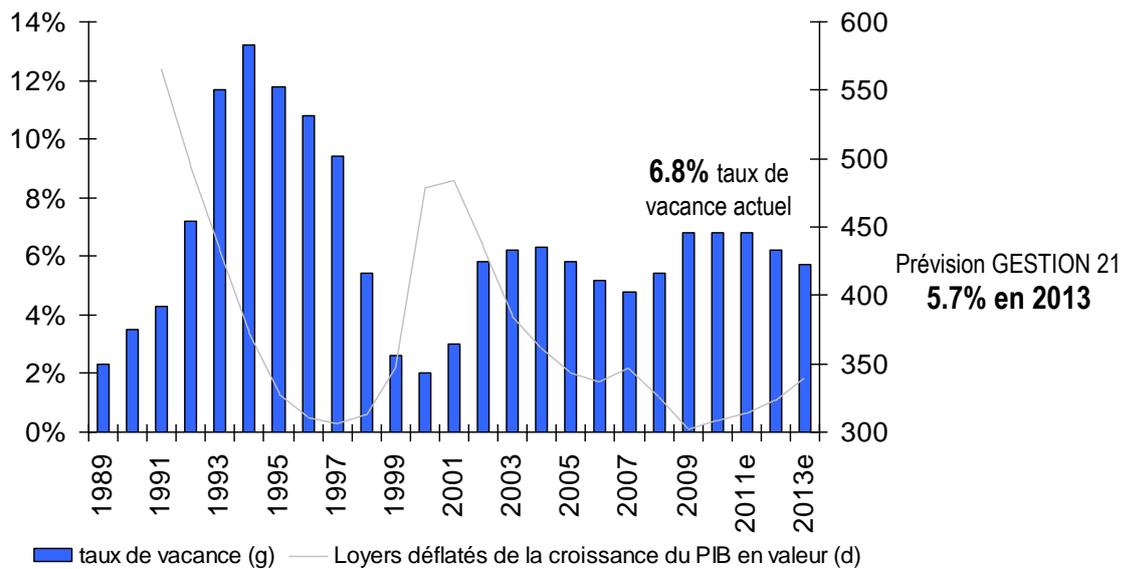
	Taux de vacance Q4 2010	Prévision taux de vacance 2013	Reprise attendue des loyers				Variation loyers 2011-2012
			2010	2011	2012	2013	
Londres	5,50%	4,50%	X				++
Paris	6,80%	5,70%		X			+
Munich	8,70%	8,30%			X		=+
Milan	6,90%	9,40%				X	=
Helsinki	10,90%	10,40%			X		=
Bruxelles	11,80%	11,30%				X	=
Madrid	11,50%	11,50%				X	=
Amsterdam	18%	16,50%				X	-

Source : GESTION 21/CBRE

➤ **CONCLUSION DE GESTION : EN 2010, AUGMENTATION DE L'ALLOCATION BUREAUX FRANCE**



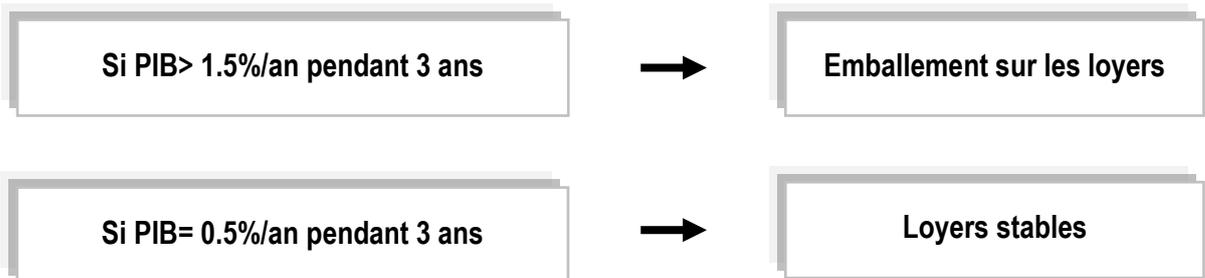
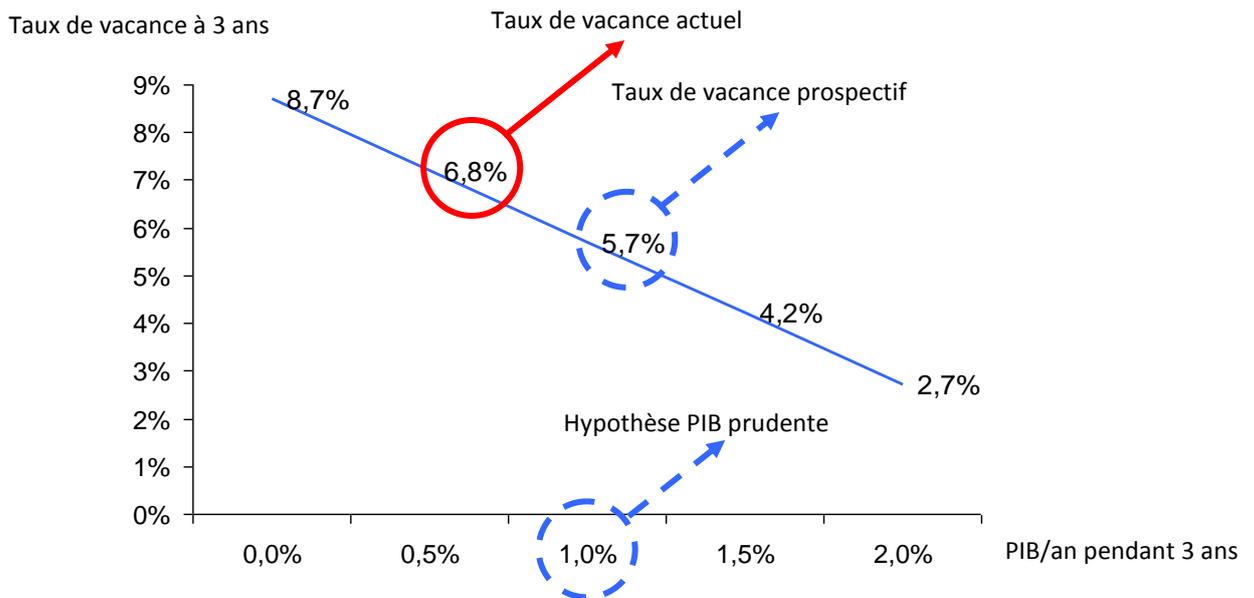
➤ **LE MARCHÉ DES BUREAUX EN FRANCE => BAISSÉ ANTICIPÉE DU TAUX DE VACANCE**



	Taux de vacance début de période	Offre future certaine de m ² en % du parc total	Créations d'emplois tertiaires (%)	Taux de vacance de fin de période
2011	6,8%	+1,0%	-1,0%	6,8%
2012	6,8%	+0,4%	-1,0%	6,2%
2013	6,2%	+0,5%	-1,0%	5,7%
Total	6,8%	+1,9%	-2,5%	5,7%

Source : GESTION 21/CBRE/INSEE

➤ **SENSIBILITE DU RISQUE LOCATIF A LA CROISSANCE DU PIB**



➤ **SUIVI DES RISQUES : INDICATEURS AVANCES**

- ✓ Suivi de l'emploi tertiaire via l'Insee, prochaine publication le 11/02/2011
- ✓ Suivi de l'emploi intérimaire via Unistatis, prochaine publication le 08/02/2011
- ✓ Suivi de l'offre future de m² via CBRE, prochaine publication Avril 2011

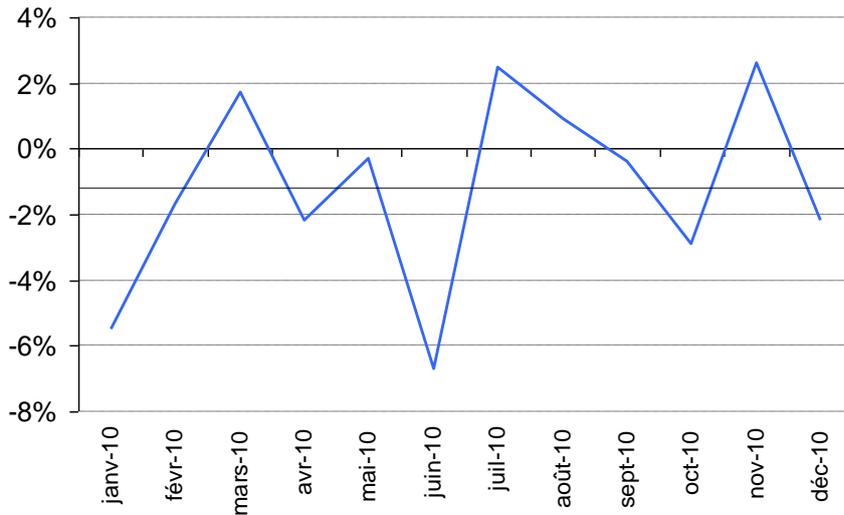
Source : GESTION 21

2) B) STABILISATION DES LOYERS DES CENTRES COMMERCIAUX



Fréquentation des galeries commerciales en France (2010/2009)

Chiffres d'affaires stables

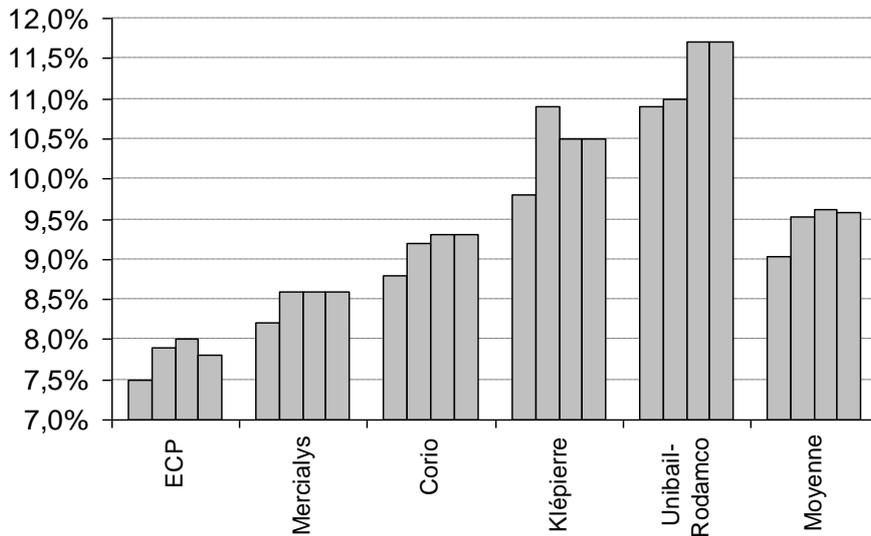


Fréquentation (-1.3%)
 +
 Panier moyen (+2.5%)
 =
 Chiffre d'affaires (+1.2%)

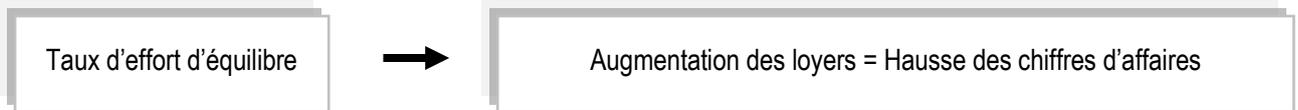
Source : PROCOS

Taux d'effort des foncières

Taux d'effort stables et proches de leur niveau d'équilibre



Source : Sociétés



➤ **PERSPECTIVES : HAUSSE MODEREE DES LOYERS DES CENTRES COMERCIAUX**



➤ UNE ANNEE TRES ACTIVE DANS LES TRANSACTIONS DE CENTRES COMMERCIAUX

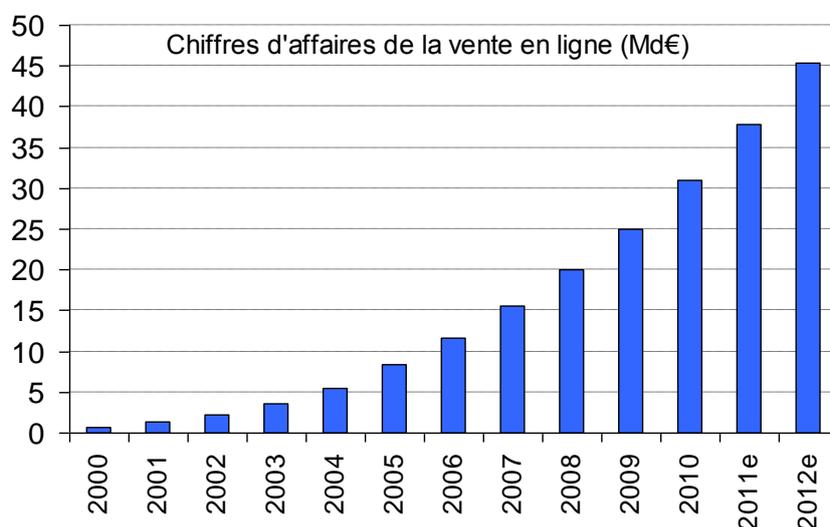
Nom	Prix (M€)	Taille (m ²)	Prix au m ²	Acquéreur	Vendeur	Date
O'Parinor	431	90 000	4 800	Rockspring property	Hammerson	août-10
Wasquehall	141	32 000	4 400	Unibail	Simon Ivanhoe	juil-10
Bay-2	155	62 000	2 500	Unibail	Simon Ivanhoe	juil-10
Beaugrenelle	232	45 000	5 200	Gécina	Hammerson	juin-10
Espace St Quentin	235	48 500	4 800	Allianz real estate	Hammerson	juin-10
Cap 3000	450	134 000	3 400	Prédica, Altarea, APG	Galeries Lafayette	mai-10
TOTAL	1 644	411 500	4 000	-	-	-

➤ PIPELINE

Projet	Implantation	Superficie (m ²)	Date	Investisseur
2011				
Le millenaire	Aubervilliers	56 000	avr-11	Icade/Klépierre
Val de France	Sarcelles	50 000	sept-11	Cie de Phalsbourg
Plein Air	Blanc-Mesnil	33 000	oct-11	Frey
Lyon-confluence	Lyon	54 000	déc-11	Unibail
2012				
L'Atoll	Angers	71 000	avr-12	Cie de Phalsbourg
L'escapade	Saint-Luc	36 000	juin-12	Carrefour property
2013				
Retail Park	Neuilly s/s clermont	40 000	mars-13	Frey
Portes de Gascognes	Toulouse	65 000	H2 2013	Unibail
Villeneuve	Villeneuve	74 000	H2 2013	Altarea
So Ouest	Levallois	53 000	H2 2013	Unibail
La capelette	Marseille	42 000	H2 2013	Icade, Sifer
Mondeville 1	Mondeville	37 000	H2 2013	Carrefour property
Passage du Nord	Paris 19e	32 000	H2 2013	Icade
Costières Sud	Nîmes	30 000	H2 2013	Icade
2014				
Les terrasses du port	Marseille	54 000		Hammerson

Source : LSA

➤ L'IMPACT DU E-COMMERCE SUR LE SECTEUR

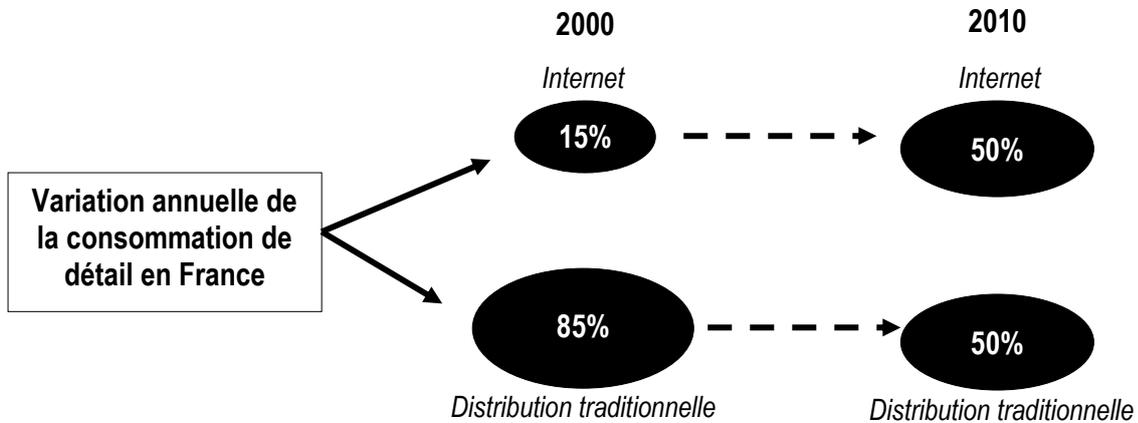


Un chiffre d'affaires du e-commerce en 2011 (37Md€) équivalent à l'ensemble des galeries commerciales en France (39Md€)

Source : CNCC/FEVAD



➤ CAPTATION DE LA CROISSANCE DE LA CONSOMMATION PAR INTERNET ?



➤ LES REPONSES DES FONCIERES

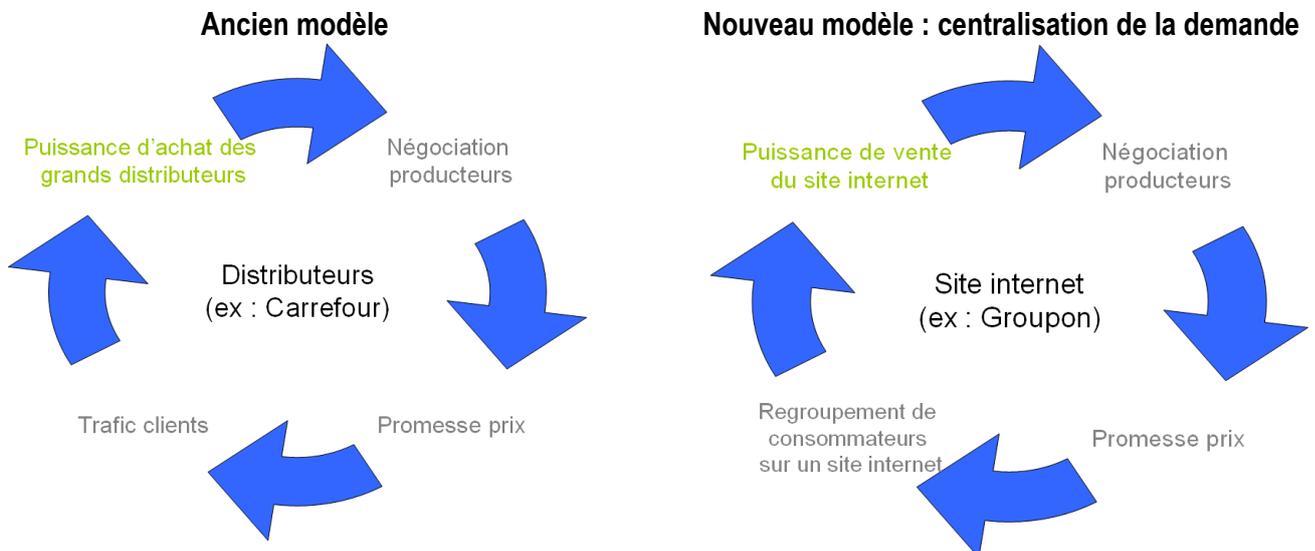
- ✓ Des équipes dédiées à la gestion des galeries commerciales
- ✓ Sélection d'enseignes « locomotives »
- ✓ Renforcement par extension des galeries de proximité ou des centres référents
- ✓ Arbitrage des galeries de tailles moyennes

➤ LES REPONSES DE GESTION 21

- ✓ Une plus grande sélectivité des foncières détenant des galeries commerciales

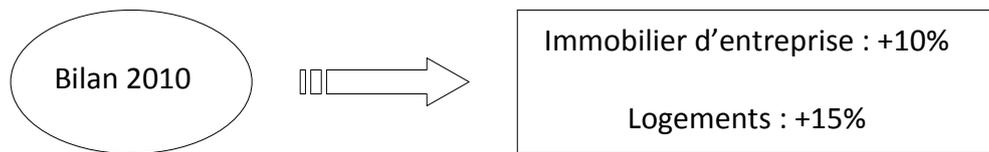
	Rapport de force face à internet
Galeries commerciales de proximité (centre ville)	+
Galeries commerciales d'offre (>40 000m ²)	+
Autre galeries commerciales	-

- ✓ Une attention particulière aux mutations du secteur



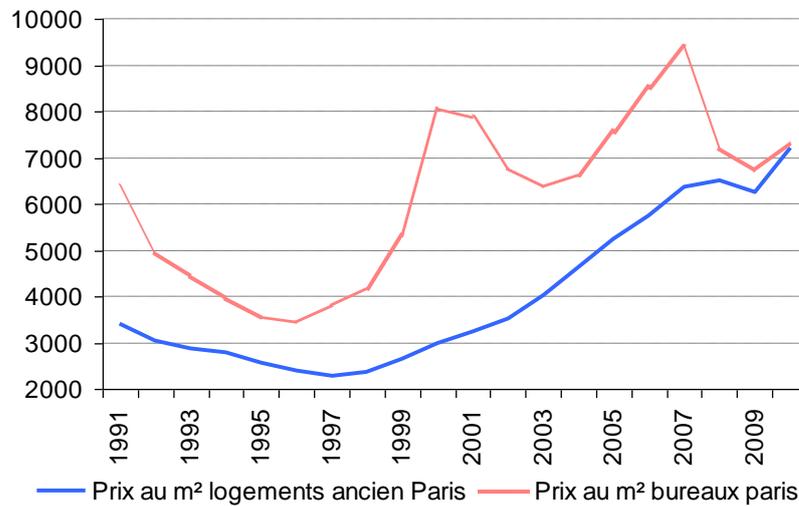


3. REPRISE DES VALEURS D'ACTIFS



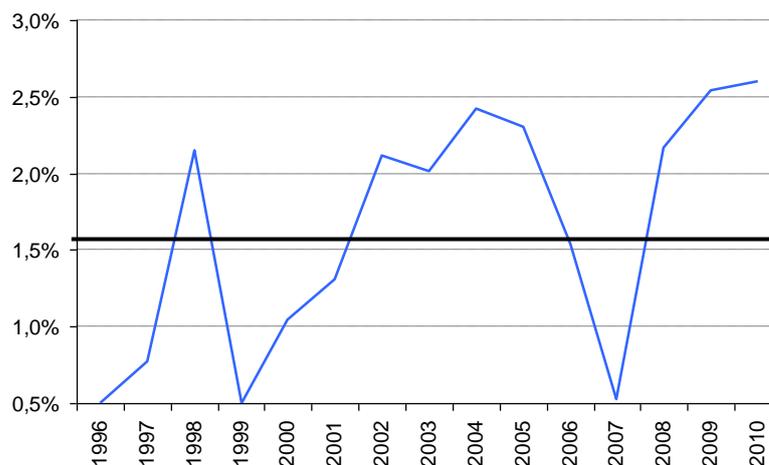
➤ COMPARAISON PRIX DU LOGEMENT/BUREAUX PARIS

Un écart de prix historiquement faible



➤ PRIME DE RISQUE IMMOBILIERE ELEVEE*

Source : Notaires/CBRE



Moyenne : +1.6%

*Rendement immobilier bureaux
Euro « prime » - OAT 10 ans

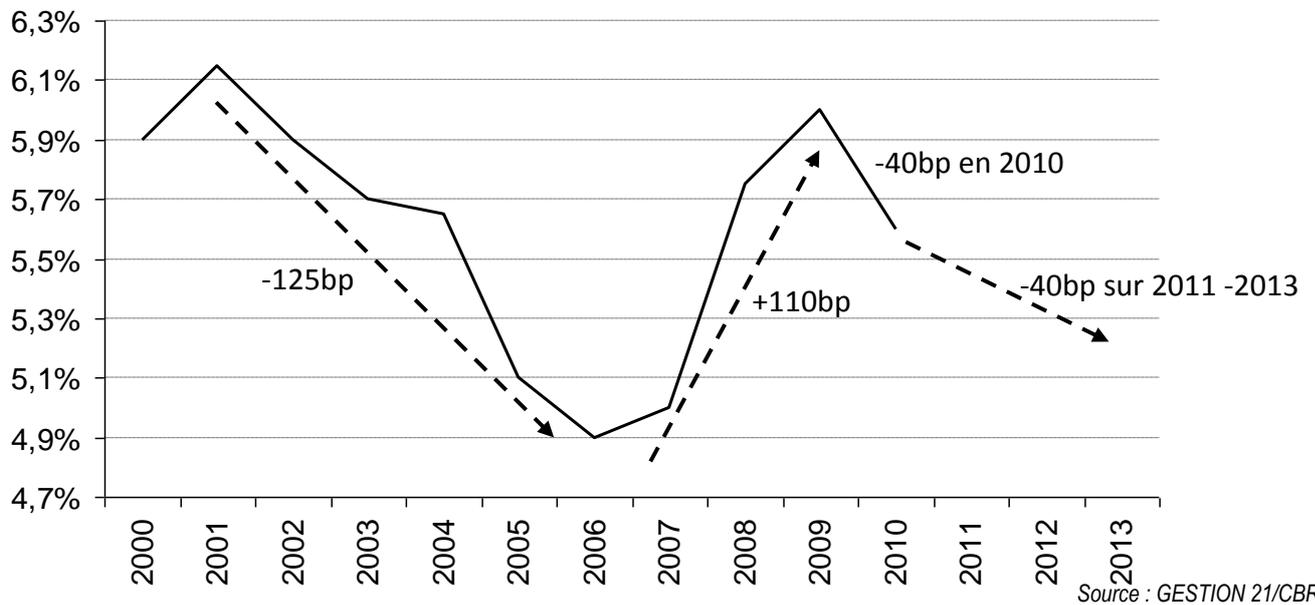
Source : GESTION 21/CBRE

➤ **LE NIVEAU ELEVE DE LA PRIME DE RISQUE IMMOBILIERE S'INTERPRETE COMME UN POTENTIEL DE HAUSSE DES VALEURS D'ACTIFS ET/OU UNE CAPACITE A ABSORBER LA HAUSSE DES TAUX D'INTERETS REELS**

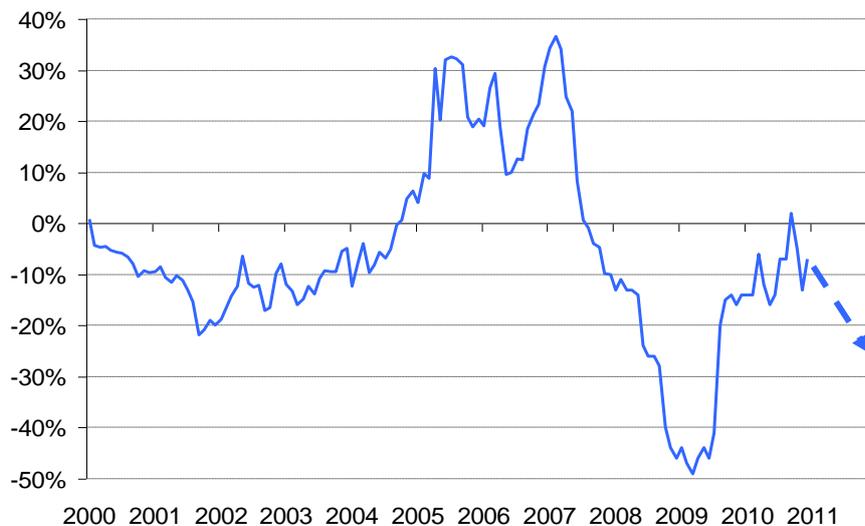
➤ **PERSPECTIVES 2011 :**

- Hausse des valeurs d'actifs en raison d'une poursuite de la baisse des taux de capitalisation et de la reprise des loyers
- Généralisation de la hausse des valeurs d'actifs à l'ensemble des actifs
- Forte décote sur les ANR fin 2011

➤ PERSPECTIVE DU RENDEMENT IMMOBILIER PHYSIQUE BUREAUX « PRIME » (EUROPE)



➤ UNE DECOTE 2011 HISTORIQUEMENT ELEVEE => -25%



Décote sur les cours au 31/12/2010	
Sur ANR S1 2010	-8%
Sur ANR 2010e	-16%
Sur ANR 2011e	-25%

Source : GESTION 21/EXANE

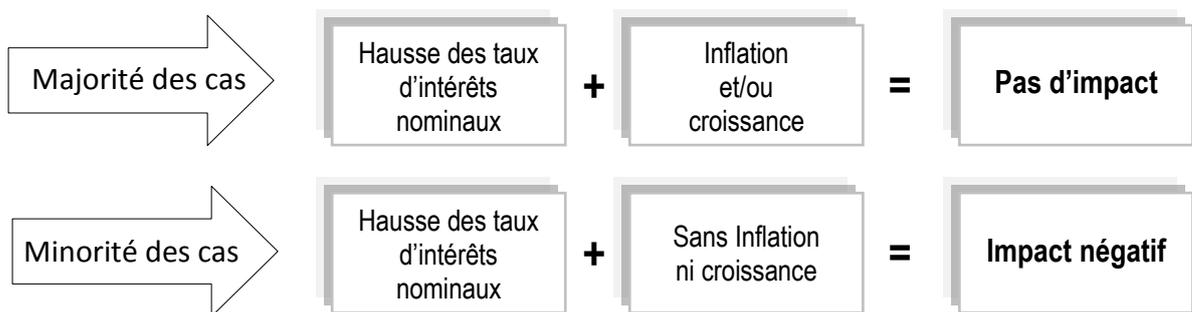
SUIVI DES RISQUES DU SCENARIO DE GESTION 21 => Sensibilité du rendement immobilier à une hausse des taux d'intérêts



LE SECTEUR FACE A LA HAUSSE DES TAUX :

=> Prévision par les économistes d'une hausse des taux d'intérêts réels de 20bp en 2011.

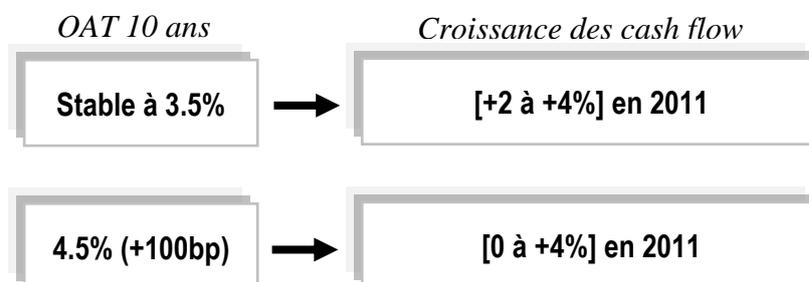
La crainte d'une hausse des taux en 2011, justifie l'analyse de l'impact de ce scénario tant au niveau des revenus que des valeurs d'actifs des foncières.



Le secteur étant structurellement indexé le seul cas défavorable serait une hausse des taux d'intérêts réels dans un environnement sans croissance.

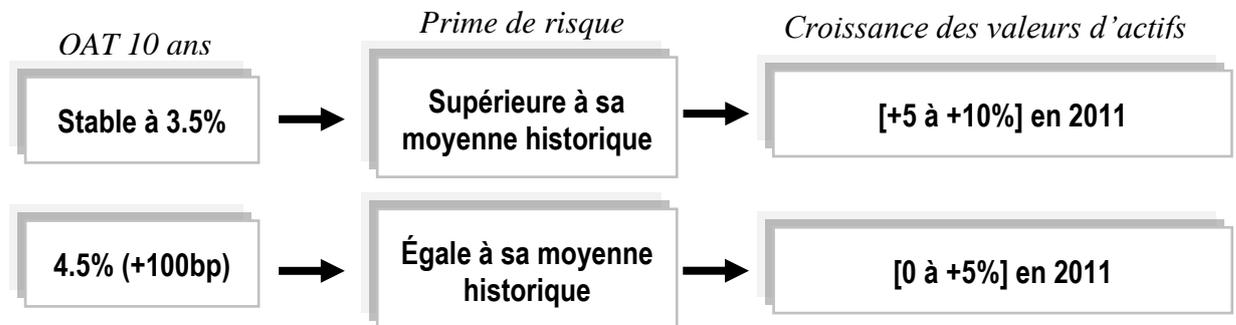
A) Impact de la hausse des taux réels sur le revenu

L'impact sera amorti en raison d'une forte couverture de la dette des foncières, et d'une maturité de la dette d'environ 5 ans.



B) Impact de la hausse des taux réels sur les valeurs d'actifs

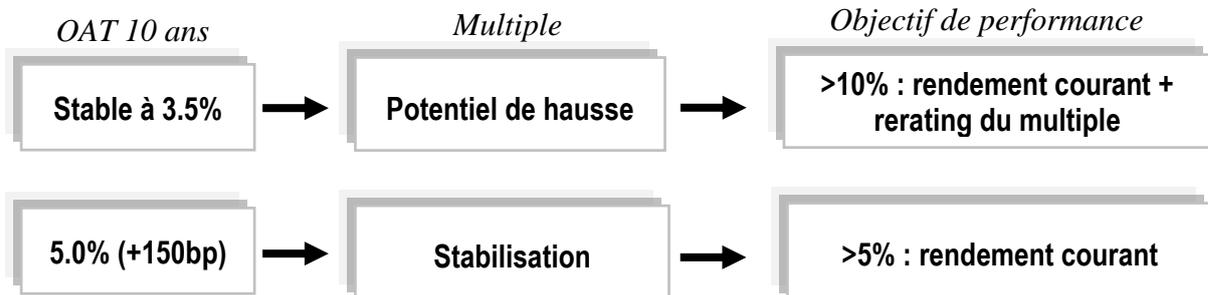
L'impact sera amorti par le niveau actuel de la prime de risque immobilière (rendement immobilier – OAT 10 ans).



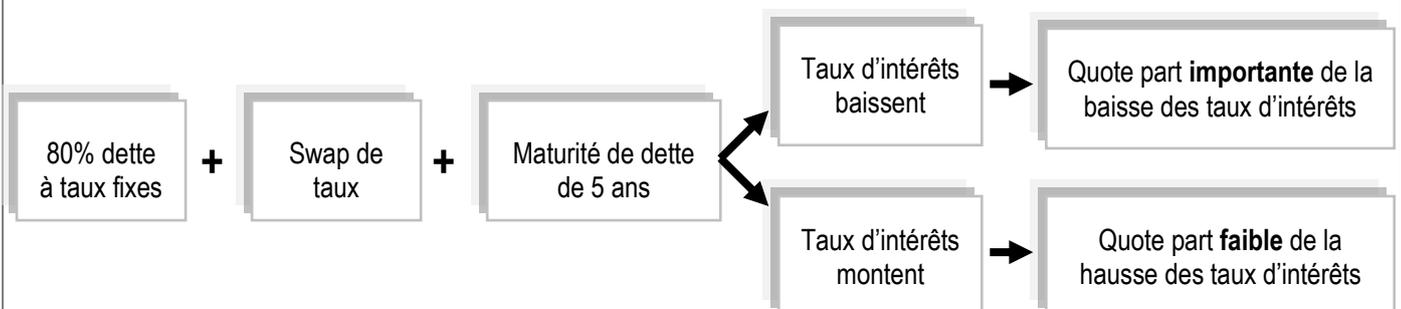
Source : GESTION 21

C) Impact de la hausse des taux réels sur la valorisation

L'impact sera amorti par le niveau actuel de la prime de risque boursière (rendement en cash flow – OAT 10 ans).



D) La gestion de la dette par les foncières



Source : GESTION 21


3. CARTE D'IDENTITE DU SECTEUR => BASE DE DONNEES GESTION 21
REPERES ECONOMIQUES

Nombre de sociétés	Effectifs	Loyers nets (Md€)	Cash flow (Md€)
67	13 000	11	5.1

PATRIMOINE ET BILAN

			Types d'actifs	En valeur (Md€)	Pondération
Patrimoine (Md€)	LTV%	TIC%	Bureaux	83	43%
			Centres commerciaux	60	31%
			Logements**	30	16%
			Autres	20	10%
			TOTAL	193	100%
193	49	10,0			

Prix au m ²	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	44	57%
Pays-Bas	10	13%
Autriche	7	9%
Allemagne	6	8%
Belgique	4	5%
Autres	6	8%
TOTAL	77	100%

Capitalisation (Md€)	77
Multiple de cash flow 2010e	15,0x
Décote par rapport aux ANR 2011e	-25%

UN SECTEUR A TRES FORTE RECURRENCE

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%
2010e	6,85	+0%
Moyenne		+7%

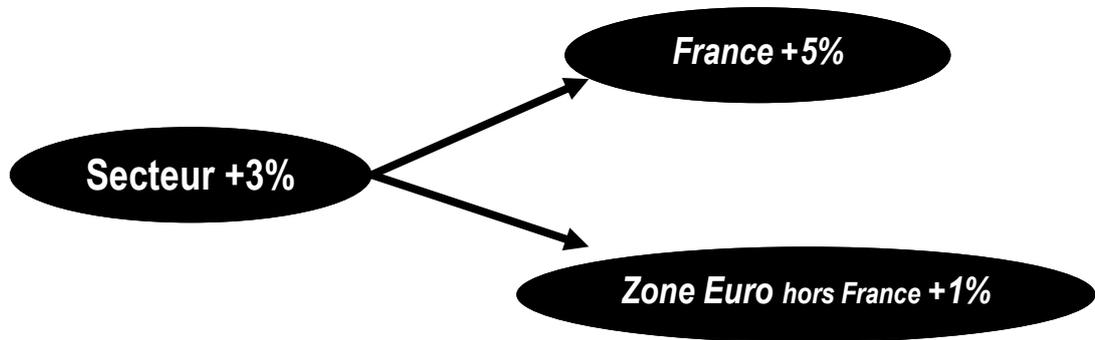
➤ LA FISCALITE DES FONCIERES

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

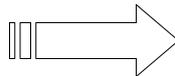


Engagement de distribution de dividende

➤ PREVISION GESTION 21 => CROISSANCE DES CASH FLOW EN 2011 (BASE DE DONNEES GESTION 21)

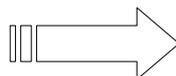


Secteur	En Md€
Loyers bruts	12,8
Loyers nets	10,5
marge	82%
EBIT	9,5
marge	74%
Frais financiers	-4
Impôts	-0,5
Cash flow	5,1
<hr/>	
Patrimoine	193
Dette nette	96
LTV	50%



Secteur	En Md€
Loyers bruts 2010	12,8
+ augmentation loyers spots (+5% en Zone Euro)	0,07
+ indexation et renouvellements (2%)	0,25
+ investissement (3% du patrimoine)	0,38
Loyers bruts 2011	13,5
Loyers nets 2011	11,2
marge	83%
EBIT	10,1
marge	75%
Frais financiers 2010	-4
+ augmentation des taux	-0,2
+ investissement (3% du patrimoine)	-0,3
Frais financiers 2011	-4,5
Impot	-0,5
Cash flow	5,2
<hr/>	
Patrimoine	199
Dette nette	100
LTV	50%

France	En Md€
Loyers bruts	5,9
Loyers nets	5,3
marge	89%
EBIT	4,9
marge	83%
Frais financiers	-1,7
Impôts	-0,1
Cash flow	3,13
<hr/>	
Patrimoine	95
Dette nette	41
LTV	43%



France	En Md€
Loyers bruts 2010	5,9
+ augmentation loyers spots (+10% en France)	0,06
+ indexation et renouvellements (2,5%)	0,15
+ investissement (3% du patrimoine)	0,18
Loyers bruts 2011	6,3
Loyers nets 2011	5,7
marge	90%
EBIT	5,3
marge	84%
Frais financiers 2010	-1,7
+ augmentation des taux	-0,08
+ investissement (3% du patrimoine)	-0,13
Frais financiers 2011	-1,9
Impot	-0,1
Cash flow	3,3
<hr/>	
Patrimoine	100
Dette nette	42,8
LTV	43%

TROISIEME PARTIE :
LA GESTION DU FONDS

- GESTION DE L'ACTIF
- GESTION DU PASSIF

TROISIEME PARTIE : LA GESTION DU FONDS

1. GESTION DE L'ACTIF

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 REPARTITION DU COURTAGE EN 2010

Courtier	Répartition	
Courtier 1	19%	Nous nous attachons à répartir le courtage 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
Courtier 2	17%	
Courtier 3	17%	
Courtier 4	16%	
Courtier 5	13%	
Courtier 6	9%	
Courtier 7	9%	

➤ ALLOCATION GEOGRAPHIQUE DU PORTEFEUILLE

En 2010, nous sommes restés à l'écart des foncières cotées sur le marché autrichien, espagnol, et allemand.

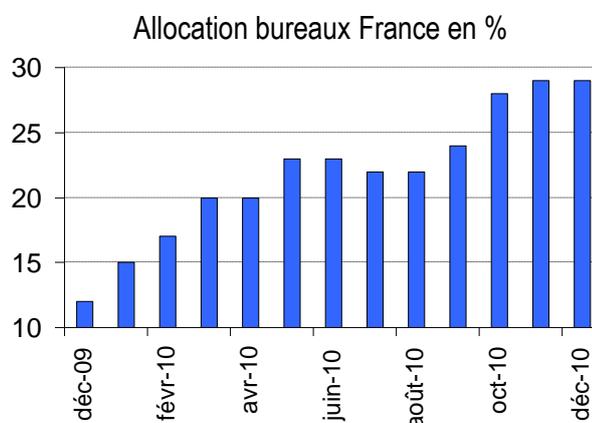
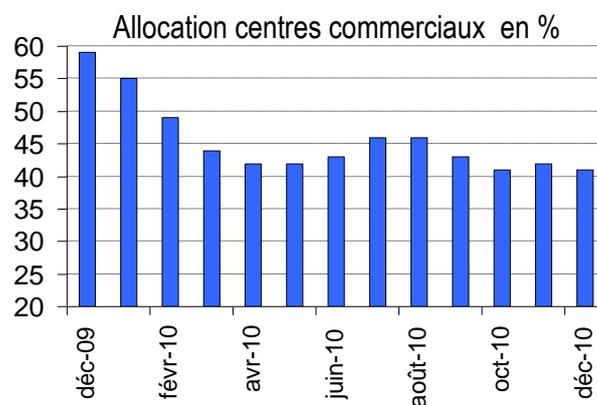
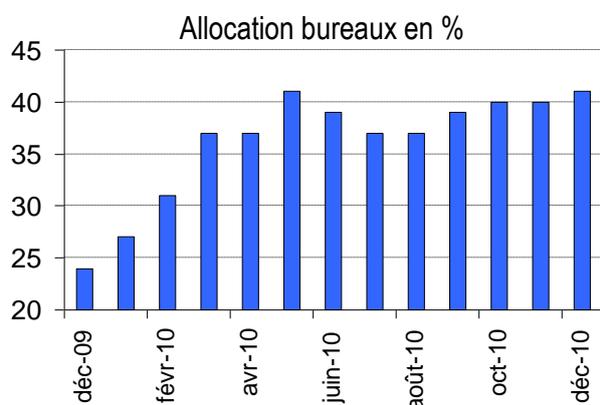
Le tableau suivant représente la répartition géographique du patrimoine détenu par les foncières. Ainsi la détention de 5% d'immobilier en Espagne résulte de la détention par de foncières françaises et hollandaises de centres commerciaux situés en Espagne et non par la détention de foncières espagnoles dans le portefeuille.

Répartition géographique du patrimoine des foncières	Indice	IMMOBILIER 21
France	41%	63%
Italie	6%	8%
Pays-Bas	7%	6%
Espagne	5%	5%
Suède	5%	3%
CEE	6%	3%
Belgique	2%	3%
Allemagne	13%	2%
Autres	11%	7%

➤ ALLOCATION PAR TYPE D'ACTIFS

Suite aux conclusions obtenus via nos indicateurs, nous avons tout au long de l'année augmenter notre répartition en faveur des bureaux, notamment en France.

Répartition par type d'actif au cours de l'année 2010	Janvier	Décembre
Centres Commerciaux	55%	41%
Bureaux	27%	41%



Cette préférence pour les bureaux conduit à une surpondération des bureaux par rapport à l'indice de référence au détriment des logements sous représentés dans le fonds.

Répartition par type d'actif décembre 2010	Indice	IMMOBILIER 21	Écart
Centres commerciaux	41%	41%	0pt
Bureaux	32%	41%	+9pts
Logements	16%	4%	-12pts
Logistique	2%	3%	+1pt
Autres (hôtels, restaurants, maison de repos, etc...)	9%	11%	-2pts

Source : GESTION 21

➤ CARTE D'IDENTITE DU FONDS

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

	Secteur	IMMOBILIER 21
Indicateurs de rendement	Multiple de cash flow 2010e	15,0x
	Rendement en dividende 2010e*	5,2%
	Rentabilité locative de la valeur d'entreprise	6,2%
Indicateurs financiers	LTV	49%
	ICR	2,4 ans
	Taux d'intérêt critique	10,2%
Force de rappel	Décote/surcote	-8%
	Point mort ANR	-3%
	Prix au m ² implicite	3100€
Indicateurs boursiers	Béta (1 an glissant)	1
	Volatilité (1 an glissante)	20%

Chiffres arrêtés au 31/12/2010 * des titres détenus en portefeuille

Source : GESTION 21

➤ TAUX DE ROTATION DU PORTEFEUILLE

$$\frac{(\text{Achats} - \text{souscriptions}) + (\text{ventes} - \text{rachats})}{\text{Moyenne mensuelle de l'encours}}$$

Le taux de rotation du portefeuille sur 2010 est de 9%

➤ RATIO DE PERFORMANCE

	Création	2010
Volatilité	22,2%	16,7%
Tracking Error	0,72%	0,31%
Ratio d'information	36,3	-1,9
Ratio de Sharpe	0,21	0,79

➤ **CHRONOLOGIE DE PUBLICATION**

2010	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin
Interventions		Présentation rapport annuel 2010				
Publications				Flash Immo : "Actualités immobilières"	Flash Immo : "Valorisation du secteur"	Article La Tribune : "La faiblesse des valorisations face à un horizon dégagé"
	Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre
Interventions			Présentation investisseurs : "Une opportunité rare pour investir"			
Publications	Flash Immo : "Valorisation du secteur"				Flash Immo : "Publication de l'emploi tertiaire au T3 2010"	

➤ **PRINCIPAUX MOUVEMENTS DU PORTEFEUILLE**

Renforcement bureaux, notamment France

Valeurs	Pondération		
	Fin 2009	Fin 2010	Différence
Foncières des régions	0%	5%	+5%
Icade	4%	9%	+5%
Wereldhave	3%	5%	+2%
Altarea	0%	2%	+2%
Gécina	7%	9%	+2%
Tour Eiffel	4%	6%	+2%
Silic	4%	5%	+1%
Argan	2%	3%	+1%

Allègement centres commerciaux

Valeurs	Pondération		
	Fin 2009	Fin 2010	Différence
IGD	3%	2%	-1%
Eurocommercial	5%	2%	-3%
Mercialys	4,5%	1%	-3,5%
Vastned Retail	9%	5%	-4%
Unibail-Rodamco	10%	5%	-5%

Source : GESTION 21

ENTREES/RENFORCEMENTS :



Icade (8,8%) : L'acquisition de Compagnie la Lucette conjointement à la cession de leur parc logement crédibilise l'objectif d'amélioration de rentabilité définie par le management.



Gécina (8,5%) : L'anticipation d'une prise en compte progressive par le marché d'une amélioration de la gouvernance et des risques bilanciaux nous ont conduit à renforcer notre position



Foncière des Régions (5,0%) : La qualité du management, la sécurisation des loyers par des baux fermes, le niveau de distribution sont à l'origine de cette position.



Alteara (2,0%) : Une valorisation attractive pour une foncière Centres Commerciaux, avec une option d'amélioration de la marge sur la promotion logement (via Cogédim).

SORTIES/ALLEGEMENTS :



Unibail (4,9%) : Si la qualité des équipes est un atout indéniable, la valorisation relative nous a conduit à réduire notre exposition



Vastned Retail (4,9%) : La réduction de la position s'explique principalement par la volonté d'accroître l'allocation bureau du portefeuille



Eurocommercial properties (1,5%) : Si la qualité des équipes et le niveaux du taux d'effort inférieur aux concurrents sont des atouts indéniables, la valorisation relative nous a conduit à réduire notre exposition.



Mercialys (1,0%) : Des actes de gestion moins probants jumelés à une valorisation relative élevée nous ont conduit à alléger le titre.



FOCUS SUR UNE VALEUR : ARGAN

Créée en 1993 par l'actuel actionnaire majoritaire, Jean-Claude Le LAN, Argan a été introduite en bourse en 2007.

Argan détient et développe pour compte propre des entrepôts logistique en France.

Le patrimoine est de 550 ME, 800 000 m², il se répartit sur une trentaine de sites.

Une gestion de long terme

La politique immobilière de l'entreprise est d'accompagner ses clients locataires sur le long terme par nature en raison de la pratique usuelle sur ce segment immobilier d'avoir des baux longs mais également en réalisant des extensions de site grâce à son savoir faire de développeur. La mise en place d'un tunnel d'indexation en lieu et place de l'indice du coût de la construction jugé trop volatile témoigne de la volonté d'Argan de lier un partenariat de long terme avec ses clients

Cette gestion de long terme des locataires se retrouve au niveau du financement des actifs, avec une maturité moyenne de la dette (12 ans) très supérieure aux pratiques du secteur.

Une gestion efficace de la vacance du portefeuille

Le faible taux de vacance observé chez Argan se démarque fortement des taux de vacance calculés sur des portefeuilles d'entrepôts de foncières non spécialisées, mais aussi de façon moins attendue des foncières spécialisées comme elle sur les entrepôts.

Les équipes d'Argan ont su maintenir un portefeuille compétitif grâce à une politique commerciale de baisse des loyers en contrepartie d'une hausse de la durée du bail, mais aussi l'intégration de développements et/ou d'acquisitions d'actifs neufs.



Norbert Dentressangle (80 000m²) région parisienne



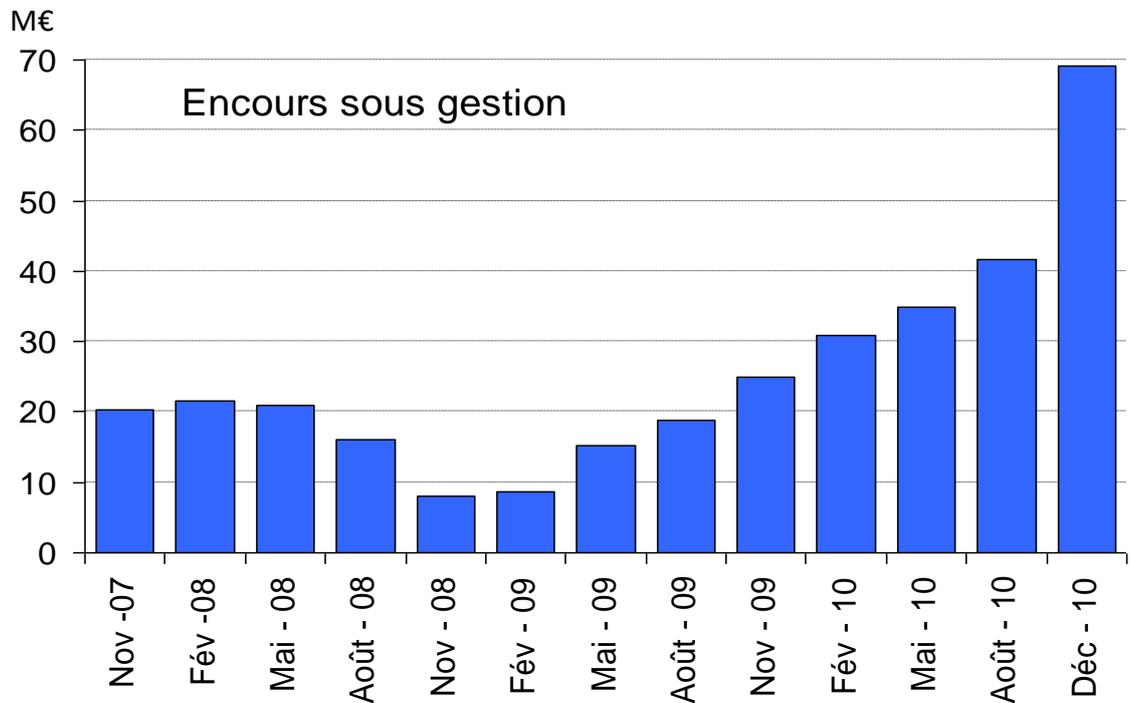
Décathlon (40 000m²) Région lyonnaise

Les défis d'ARGAN sur le long terme.

- Conserver un taux de vacance faible
- Réaliser des développements pour compte propre plus rémunérateurs que les acquisitions
- Améliorer le profil de risque par la rotation des actifs (âge, maturité des baux)

2. GESTION DU PASSIF

➤ PASSIF DU PORTEFEUILLE



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

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

Source : GESTION 21

➤ PASSIF DU SECTEUR IMMOBILIER

OPCVM actions immobilières et foncières

Un secteur qui décollecte...

	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
Total		-1,6	

SCPI

Contrairement aux 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	+0,9
Fin 2010	21,0	+1,2
Total		+4,4

Source : GESTION 21/AMF/IEIF

ANNEXES



Les indices d'indexation

- *Pays de la Zone Euro (hors France) => Inflation*
 - ✓ *Prévisions inflation OCDE 2011 => +1.3%*
- *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 2009	1503	+0,4%
T2 2009	1498	-4,1%
T3 2009	1502	-5,8%
T4 2009	1507	-1,1%
T1 2010	1508	+0,4%
T2 2010	1517	+1,1%
T3 2010	1520	+1,2%

Source : INSEE

Nos prévisions d'ICC

Publication	ICC du :	Valeur	Variation annuelle
Avril 2011	T4 2010	1525	+1,2%
Juillet 2011	T1 2011	1528	+1,3%
Octobre 2011	T2 2011	1531	+0,9%
Janvier 2012	T3 2011	1533	+0,9%

- ✓ **2010 : impact négatif sur les loyers**
- ✓ **2011 : impact 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

Date	Valeur	Variation
T1 2009	102,7	+2,7%
T2 2009	102,1	+0,8%
T3 2009	101,2	-1,2%
T4 2009	100,7	-0,5%
T1 2010	101,0	-1,6%
T2 2010	101,5	-0,6%
T3 2010	102,0	+0,8%

Source : INSEE

Nos prévisions d'ILC

Publication	ILC du :	Valeur	Variation annuelle
Avril 2010	T4 2009	102,1	+1,4%
Juillet 2010	T1 2010	102,4	+1,4%
Octobre 2010	T2 2010	102,7	+1,2%
Janvier 2011	T3 2010	103,0	+1,0%

- ✓ **2010 : impact négatif sur les loyers**
- ✓ **2011 : impact positif sur les loyers**

- *Indicateur avancé => BT01 (Indice de coûts matériels de construction)*

Les derniers BT01 publiés

Date	Valeur	Variation
Mars 2009	814,3	+1,3%
Avr 2009	822,5	+2,3%
Mai 2009	826,1	+2,3%
Juin 2009	825,6	+2,0%
Juil 2010	827,8	+1,7%
Aout 2010	827,2	+0,6%
Sept 2010	828,3	+0,3%

Source : INSEE

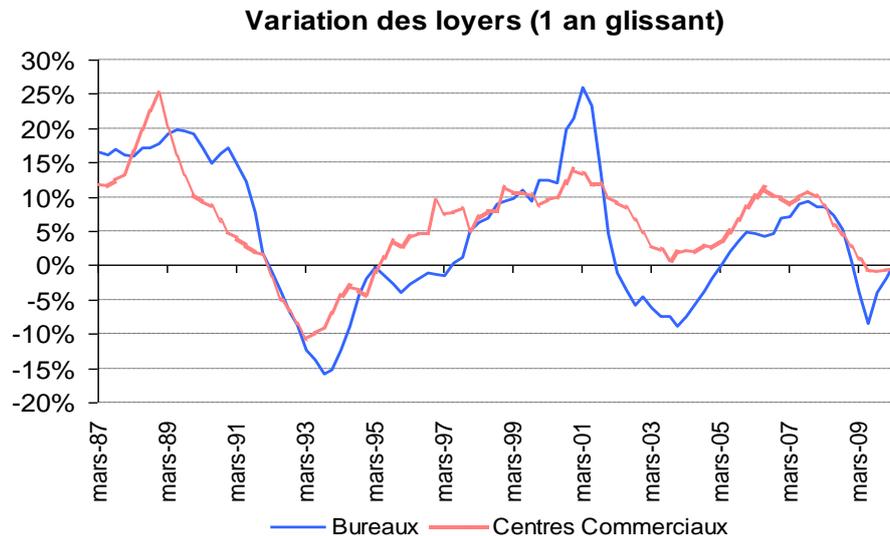
Prochaine publication 03/02/2011



Approche pratique des cycles

Mise en évidence de la cyclicité

Les loyers bureaux sont plus cycliques que les loyers des centres commerciaux.



Naturellement en phase de rebond, les loyers de bureaux connaissent une progression plus importante, alors que dans les phases baissières, les loyers des centres commerciaux sont plus résistants.

Variation sur un cycle	Rebond	Baisse
Loyers bureaux	+60%	-18%
Loyers centres commerciaux	+46%	-5%

Les facteurs explicatifs

Chaque classe d'actif a un sous-jacent économique différent. L'activité des galeries commerciales des centres commerciaux réagissent en fonction de la consommation privée, donc des ménages. Les bureaux réagissent en fonction de l'activité économique des entreprises tertiaires.

Par conséquent les classes d'actifs ne se comportent pas de la même manière dans les cycles économiques suivant leur sous-jacent. Au plan macro-économique les ménages sont beaucoup plus stables que les entreprises, que cela soit dans leurs consommations ou dans leurs investissements.

Approche Théorique des cycles : DiPasquale et Weaton

Pourquoi les marches immobilières sont cycliques ?

Le temps de fabrication d'un bien immobilier ne permet pas un ajustement immédiat entre la demande de surface et l'offre de surface. Ce constat est à l'origine des cycles immobiliers.

Il en découle des modifications de rapports de force entre propriétaire et locataire à l'origine des fluctuations des loyers : effet revenu

Il en découle des modifications d'anticipation de rentabilité à l'origine des fluctuations de prix : effet prix

L'intérêt des travaux de DiPasquale et Weaton est de représenter l'ensemble des facteurs qui contribuent à la formation des cycles et de permettre de comprendre le mécanisme de retour à l'équilibre des marchés.

Après avoir présenté le fonctionnement du modèle, nous illustrerons le modèle en réaction à une contraction de la rentabilité exigée (1) et une reprise de la demande (2), événements que l'on a observé sur le Marché de bureaux d'Ile de France en 2010 et qui devraient se poursuivre.

Fonctionnement du modèle

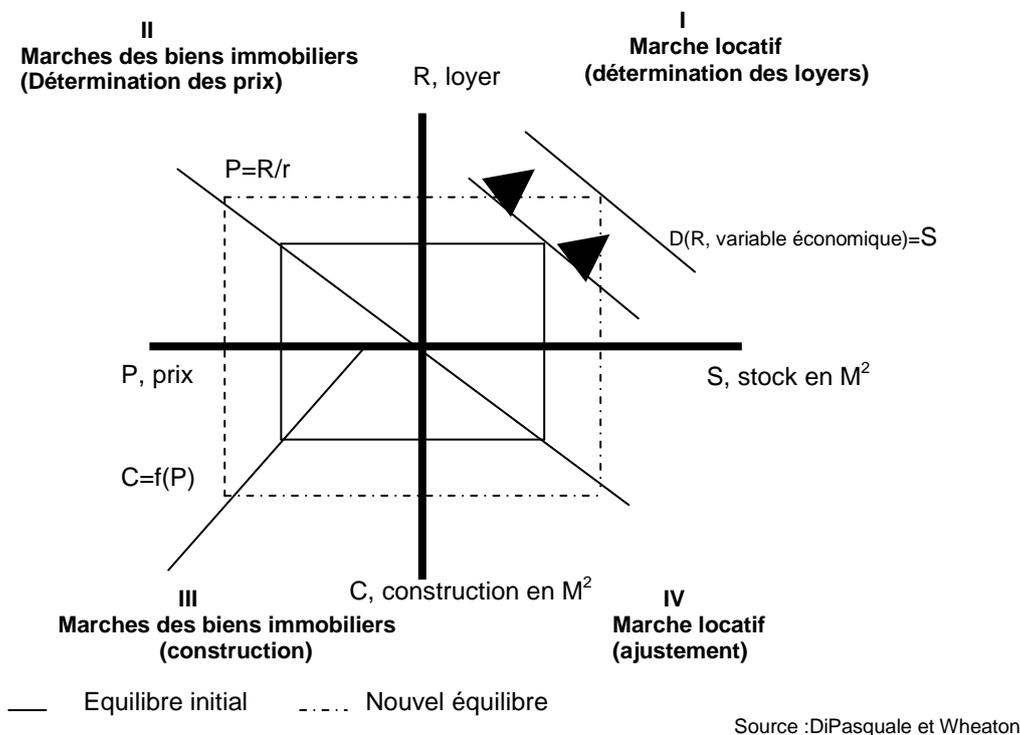
- *Modèle à quatre cadrans qui se lisent dans le sens inverse des aiguilles d'une montre, divisé verticalement entre le marché de l'espace immobilier à droite et le marché des capitaux à gauche*
- *Dans ce modèle, on distingue 3 marchés*
Le marché immobilier locatif qui a pour fonction de mettre un prix, loyer, sur l'usage de l'actif
Le marché des capitaux qui a pour fonction de mettre un prix sur l'actif immobilier
Le marché de la construction qui a pour fonction de produire des m2 répondant à la demande
- *Cadran I : Les mouvements du marché débutent avec la fixation d'un loyer net, R, cadran I*
Pour une période donnée, le loyer par M2 de la demande qui varie suivant la croissance économique et le niveau des loyers pratiqués et selon les surfaces existantes, c'est-à-dire le stock de locaux disponible à la location
Lorsque la demande est stable et le marché normal, le niveau des loyers est R°
- *Cadran II : Les anticipations sur la rentabilité et le risque des placements financiers permettent de valoriser l'actif immobilier*
 $P^\circ = R^\circ / r$, *r est la rentabilité recherchée, P° est le prix obtenu par actualisation à r du loyer R°*
- *Cadran III : La valorisation des actifs au niveau P° déclenche à son tour des décisions pour produire de nouveaux m2*
- *Cadran IV : Le solde de ces nouveaux M2 avec les M2 retiré du marché pour obsolescence constitue la variation du stock*

Si la variation du stock est nulle => le stock initial = Stock final => marché équilibré

Si le stock final est > ou < au stock initial, les 4 variables du modèles (loyer, prix, construction, stock) vont bouger pour permettre le retour à l'équilibre



Effet d'une hausse de la demande



- *Hausse de la demande*
 - ⇒ *Hausse des loyers*
 - ⇒ *Hausse des prix*
 - ⇒ *Hausse de la production de m2*
 - ⇒ *Hausse du stock pur s'ajuster a la nouvelle demande*
 - ⇒ *Retour à l'équilibre*

Les limites du modèle

N'intègre pas le temps nécessaire pour revenir à l'équilibre.

Plus le déséquilibre initial est élevé plus le temps nécessaire est important

Ainsi, les marchés immobiliers qui présentent un taux de vacance très élevé par rapport à leur niveau d'équilibre mettront du temps pour revenir à une situation d'équilibre

Notes

GESTION

GESTIONNAIRES

Laurent GAUVILLE

Guillaume MORIN

Daniel TONDU

Pierre POUGET

www.gestion21.fr

05 57 81 18 91 - 04 26 69 15 71