

immobilier.

Rapport annuel 2013

MESSAGE DU GÉRANT, page 4

BILAN DE LA GESTION, page 5

VIE SOCIALE : UNE NOUVELLE POLITIQUE DE DISTRIBUTION, page 6

PREMIÈRE PARTIE

PERFORMANCE

- 1 Performance de l'immobilier coté, page 8
- 2 Performance 2013 d'IMMOBILIER 21, page 10
- 3 Performance 5 ans d'IMMOBILIER 21, page 12
- 4 Historique de performance d'IMMOBILIER 21, page 14

DEUXIÈME PARTIE

BILAN ET PERSPECTIVES DE L'IMMOBILIER COTÉ

- 1 Opinion de Serge Demirdjian, analyste financier, Natixis, page 18
- 2 Article de Christophe Tricaud, journaliste, Pierre Papier, page 20
- 3 Etat des lieux sur notre scénario à 3 ans, page 23
- 4 Bilan 2013, page 24
- 5 Perspectives à 3 ans, page 31

Table ronde du 2 octobre 2013 :

"Les centres commerciaux face à l'évolution des modes de consommation", page 35

TROISIÈME PARTIE

GESTION DU FONDS

- 1 Relations investisseurs, page 44
- 2 Portefeuille, page 47

Comptes annuels sur demande



Daniel Tondou
ACTIONS 21

Laurent Gauville
IMMOBILIER 21

GESTION 21

a obtenu son agrément

en juillet 2007.

Le fonds IMMOBILIER 21

a été lancé

le 27 novembre 2007



Valérie Salomon-Liévin,
Relations investisseurs

Bruno Rambaud
RCCI

Pierre Pougnet
Analyste-gérant

"Une performance 2013 qui nous conforte sur notre objectif de +10% par an à 3 ans"

Performance 2013 de l'immobilier coté et du CAC40 :

- +6,8 % contre +20,9% (avec dividendes)
- +3,2 % contre +18,0 % (hors dividendes)

Nous sommes très satisfaits de la performance réalisée par IMMOBILIER 21 en 2013 de +12% car elle conforte notre objectif de performance à 3 ans de +10% par an. Pourquoi ?

- Cette performance a été réalisée sans augmentation des multiples de valorisation du secteur : 15 fois 2013 contre 15 fois 2012.
- Cette performance s'est faite dans un environnement sans croissance.

- Le dividende a été le contributeur central à la performance du secteur ; c'est le contrat de base du secteur : rendement, rendement, rendement.

- La surperformance d'IMMOBILIER21, +5%, est conforme à sa moyenne historique de +4,4%.

- Le niveau de prime de risque historiquement élevé (+300bp contre une moyenne historique de +130bp) demeure une protection contre la hausse des taux et une opportunité de revalorisation.

- L'écart de multiple de cash-flow entre le secteur (15x) et le portefeuille (13x) traduit l'attrait du stock picking d'IMMOBILIER 21.

Nous pensons que ce résultat 2013 est reproductible.

En conclusion, nous avons un objectif crédible et raisonnable de +10% de performance par an au cours des prochaines années.

Laurent Gauville

CLASSEMENT 5 ANS
citywire
2^{ème} sur 22



Laurent Gauville
IMMOBILIER 21
Catégorie Property
Actions européennes

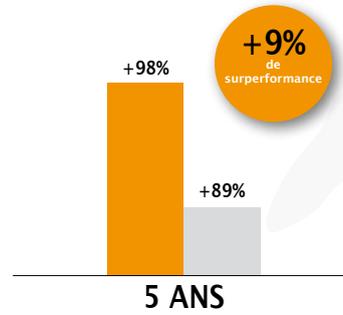
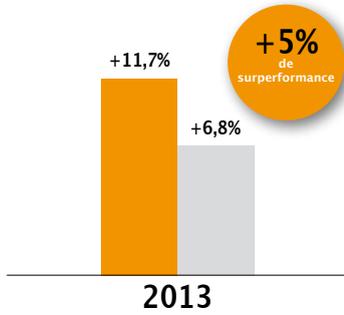
PERFORMANCE
ANNUALISÉE
+9%
SUR 16 ANS

SURPERFORMANCE
+3%
ANNUALISÉE
SUR 16 ANS

SURPERFORMANCE
+150%
SUR 16 ANS



BILAN DE LA GESTION



■ FONDS ■ IEIF ZONE EURO DIV. NETS



NOTATION GLOBALE
LIPPER
REUTERS

5

NOTATION GLOBALE
MORNINGSTAR
★★★★



LIPPER
FUND AWARDS 2011
FRANCE



LIPPER
FUND AWARDS 2012
FRANCE

POURQUOI CETTE NOUVELLE POLITIQUE DE DISTRIBUTION ?

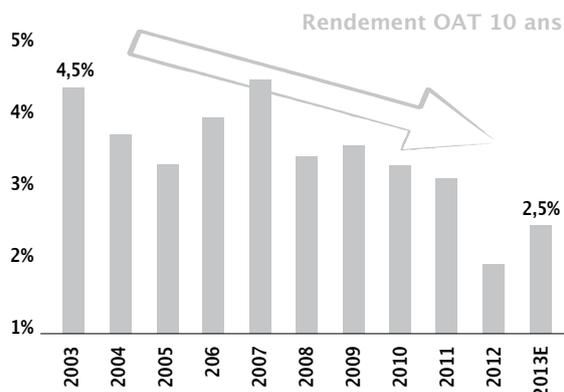
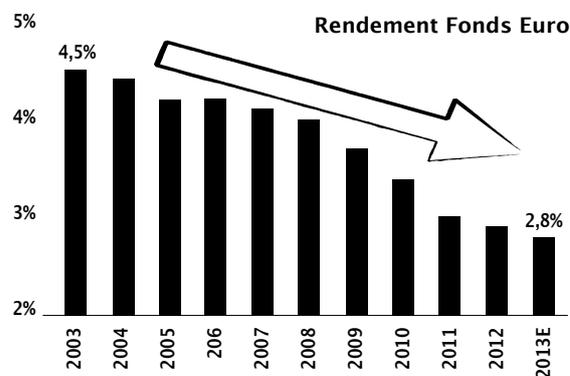
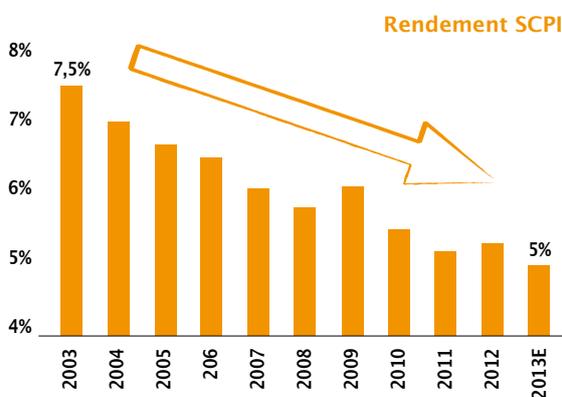
IMMOBILIER 21 :	Objectif de rendement élevé et indexé
Nouvelle réglementation :	Distribution du résultat net, des plus-values et du report à nouveau

DIVIDENDE 2013 DES PARTS ID ET AD

Montant unitaire par part ID / AD :	400€ / 4€
Date de détachement :	Avril 2014
Politique de distribution :	Progression annuelle régulière



IMMOBILIER 21 : UNE ALTERNATIVE AUX FONDS EN EURO OU AUX SCPI GRÂCE À SON RENDEMENT ÉLEVÉ



PLATEFORME D'ASSURANCE-VIE RÉFÉRENÇANT LA PART AD

skandia



1 Performance de l'immobilier coté

Carte d'identité de l'immobilier coté, page 8

Performance par rapport aux autres classes d'actifs, page 8

Performance par pays, page 8

Performance par capitalisation de l'immobilier coté, page 9

Performance des fonds immobiliers, page 9

2 Performance 2013 d'IMMOBILIER 21

Performance du fonds, page 10

Contributeurs à la surperformance 2013 de +5%, page 11

3 Performance 5 ans d'IMMOBILIER 21

Performance du fonds, page 12

Classement 5 ans, page 12

Couple Rendement / Risque des fonds Immobilier Europe, page 12

Comparaison par rapport à un panel de fonds, page 13

Répartition des fonds Immobilier Europe, page 13

4 Historique de performance d'IMMOBILIER 21

Performance du fonds, page 14

Fréquence de gain et de surperformance, page 15

Max Drawdown et délai de recouvrement, page 15

Track record de notre stratégie de gestion, page 16

PERFORMANCE DE L'IMMOBILIER COTÉ

CARTE D'IDENTITÉ DE L'IMMOBILIER COTÉ

Nombre de foncières	65
Capitalisation totale	89Md€
Capitalisation moyenne	1,4Md€
Effectifs	13 000
Patrimoine	200Md€

PERFORMANCE PAR RAPPORT AUX AUTRES CLASSES D'ACTIFS

Performance 2013		
Immobilier coté	IEIF Zone Euro div. nets	+7%
Marché actions	Euro Stoxx 50 div. nets	+22%
Obligations d'États	Obligations d'État ZE AAA	-1%
	Obligations d'État ZE hors AAA	+7%
Obligations Corporate	Euro Investment Grade	+1%
	Euro High Yield	+8%

PERFORMANCE DE L'IMMOBILIER COTÉ PAR PAYS (DIVIDENDES NETS RÉINVESTIS)

	2013	PONDÉRATION		
		IMMOBILIER 21	IEIF	ECART
ITALIE	+13%	9%	2%	+7%
FRANCE	+9%	67%	55%	+12%
AUTRICHE	+9%	6%	9%	-3%
BELGIQUE	+8%	0%	6%	-6%
PAYS-BAS	+6%	16%	9%	+7%
FINLANDE	+2%	0%	3%	-3%
ALLEMAGNE	-1%	1%	16%	-15%
ESPAGNE	-19%	0%	1%	-1%
ZONE EURO	+7%			

PERFORMANCE PAR CAPITALISATION DE L'IMMOBILIER COTÉ

Performance moyenne 2013*	+7%	
Capitalisation >1,4Md€	+2%	18 foncières
Capitalisation <1,4Md€	+8%	47 foncières

* Moyenne simple hors dividendes

DES ÉCARTS DE PERFORMANCE FAVORABLES AUX PETITES VALEURS

PERFORMANCE DES FONDS IMMOBILIERS

	2013
IMMOBILIER 21 (part IC)	+12
Catégorie Morningstar	+8%
IEIF Zone Euro div. nets réinvestis	+7%

PERFORMANCE 2013 D'IMMOBILIER 21

PERFORMANCE DU FONDS

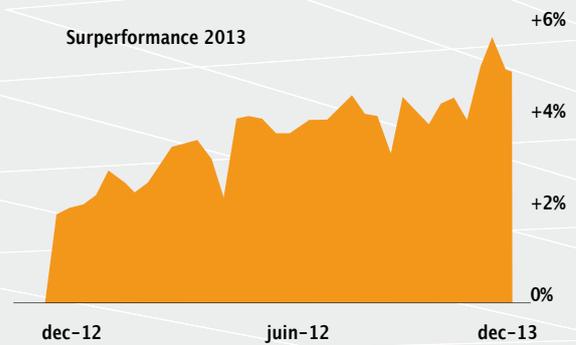
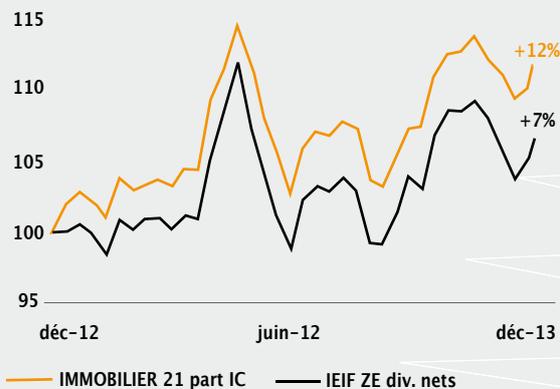
Le fonds IMMOBILIER 21 a réalisé en 2013 une performance de +12%, soit une surperformance de +5%

par rapport à son indice de référence, l'IEIF Zone Euro dividendes nets réinvestis.

	2013
IMMOBILIER 21 (part IC)	+12%
IEIF Zone Euro div.nets	+7%
Surperformance	+5%

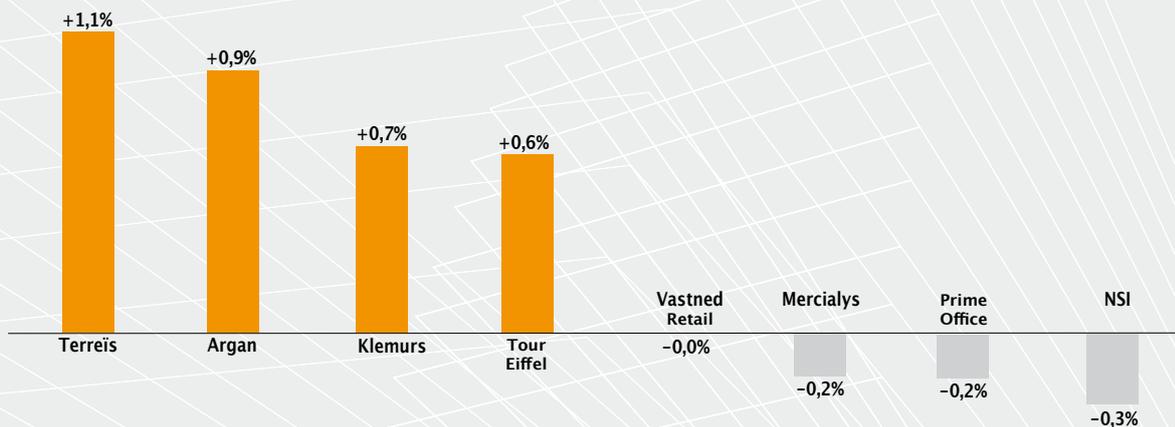
	2013
IMMOBILIER 21 (part IC)	3 ^{ème} sur 14 Zone Euro 5 ^{ème} sur 33 Europe

*Classement Europerformance, catégorie immobilier Europe (chiffres retraités des multivaleurs de parts)

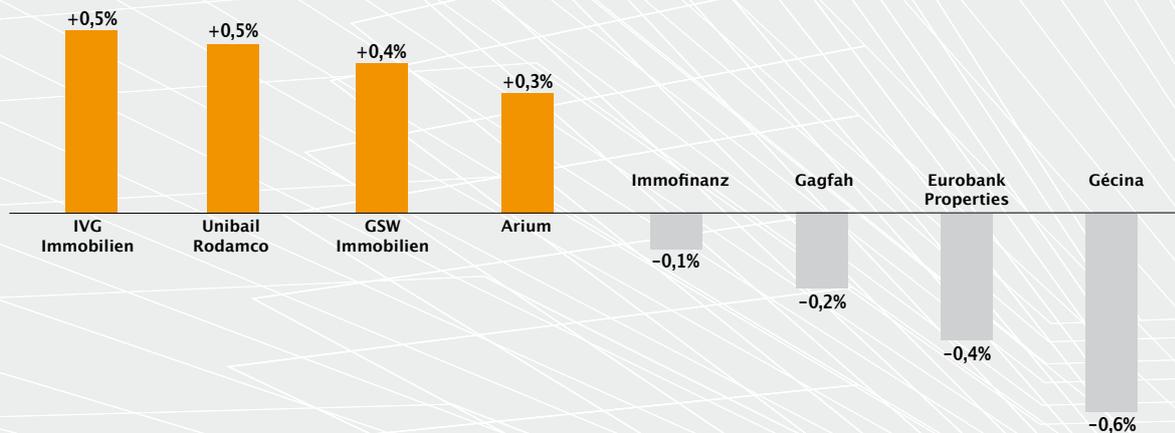


CONTRIBUTEURS À LA SURPERFORMANCE 2013 DE +5 %

Valeurs en portefeuille ou surpondérées :



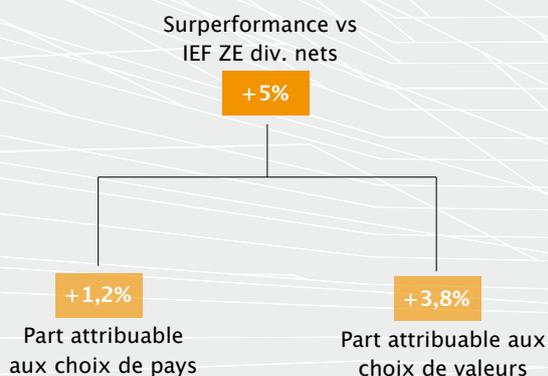
Valeurs absentes ou sous-pondérées :



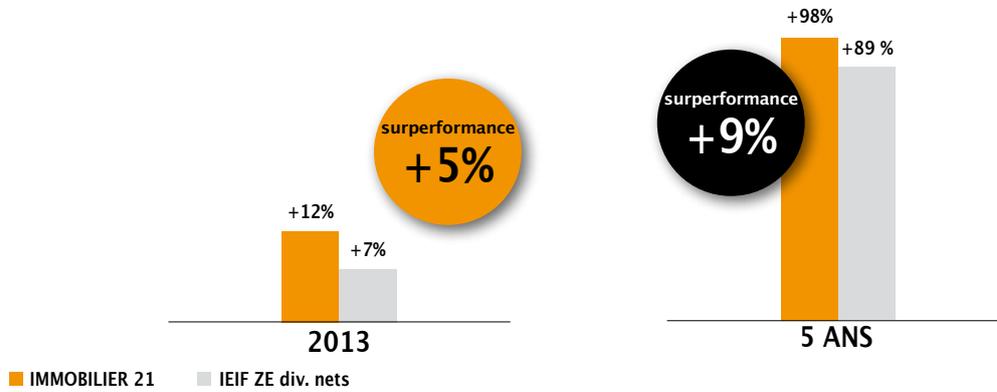
Décomposition de la surperformance :

Capitalisation	Pondération dans le fonds	Surperformance 2013
> 1Md€	62%	+3,5%
< 1Md€	36%	+2%
Trésorerie	2%	-0,5%
Pondération au 31/12/2013		+5%

Répartition de la surperformance :



PERFORMANCE 5 ANS D'IMMOBILIER 21



CLASSEMENT 5 ANS

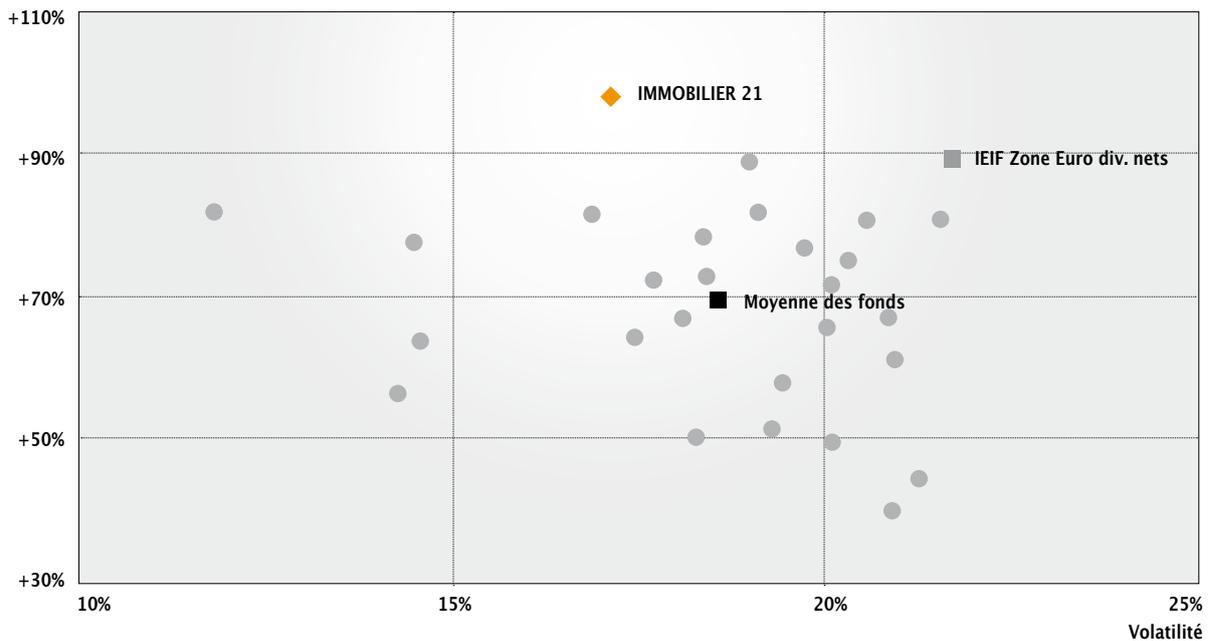


* Classement Europerformance, catégorie Immobilier Europe (chiffres retraités des multivaleurs de parts).

COUPLE RENDEMENT / RISQUE DES FONDS IMMOBILIER EUROPE

IMMOBILIER 21 présente un couple rendement / risque particulièrement attractif :

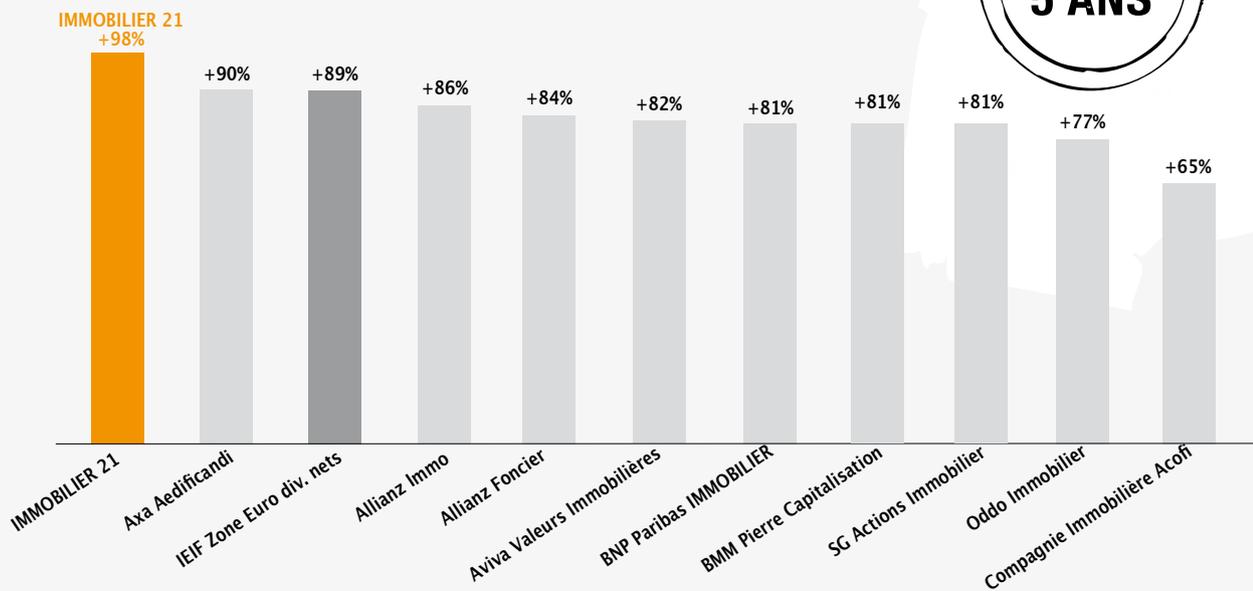
Performance 5 ans



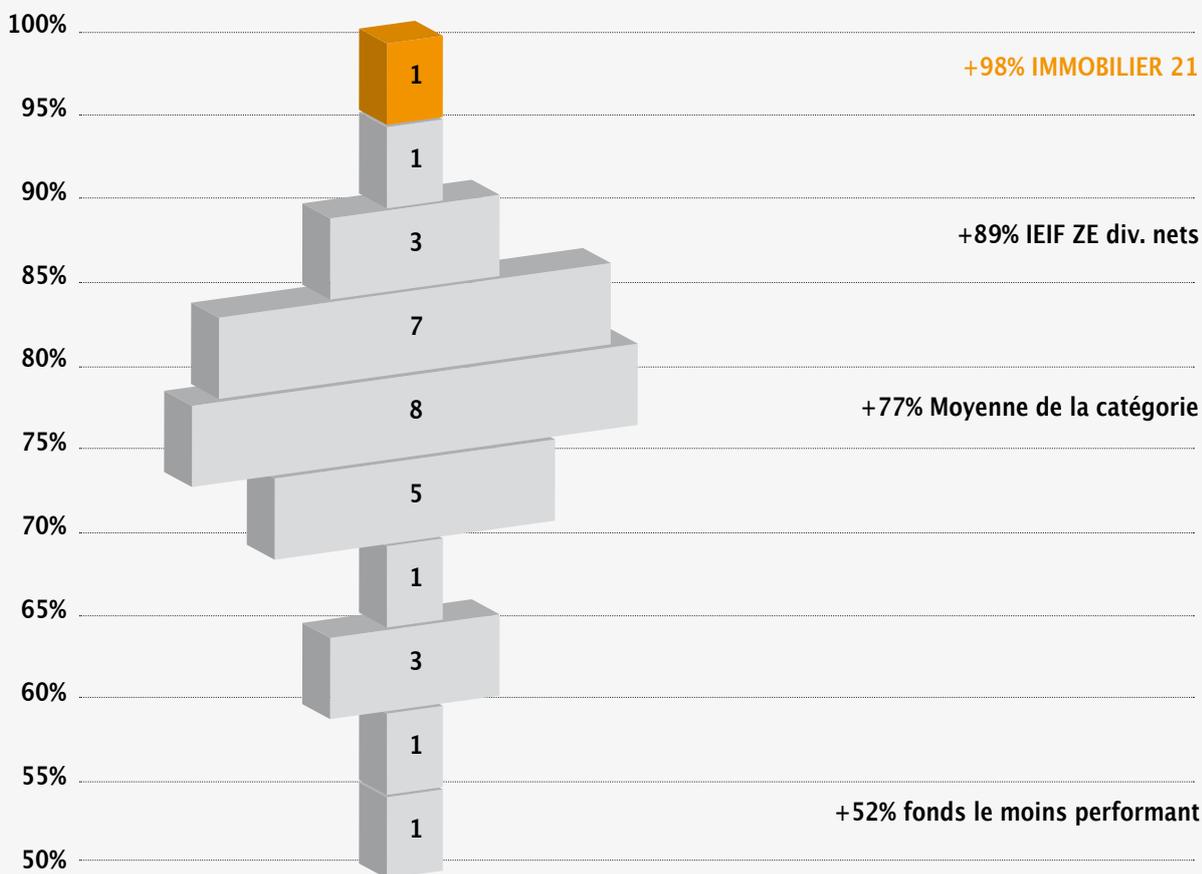
Sources : Europerformance, IEIF, GESTION 21

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

COMPARAISON PAR RAPPORT À UN PANEL DE FONDS

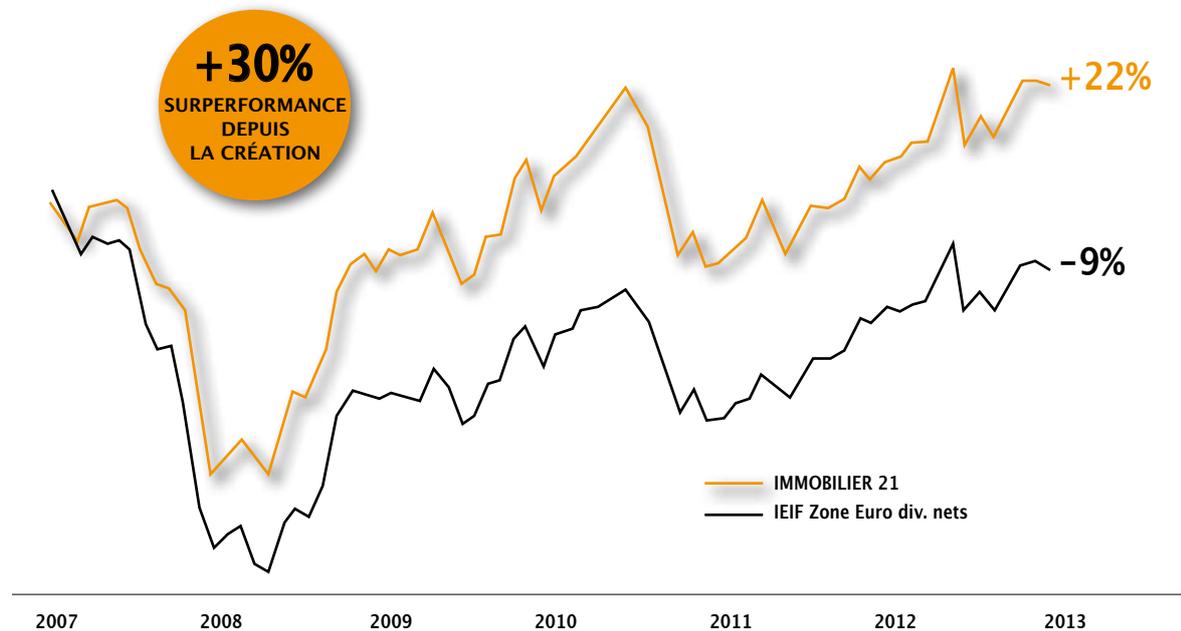


RÉPARTITION DES FONDS IMMOBILIER EUROPE



Sources : Europerformance, GESTION 21
 Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures

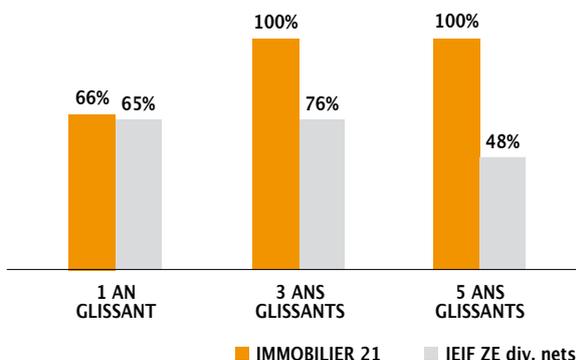
HISTORIQUE DE PERFORMANCE D'IMMOBILIER 21



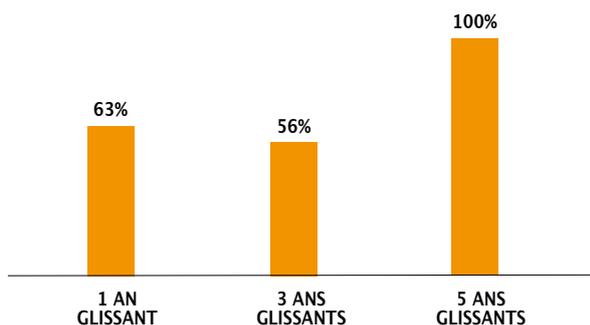
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	5 ans
IMMOBILIER 21 PART IC	-38%	+53%	+14%	-14%	+18%	+11,7%	+98%
IEIF Zone Euro div. nets	-51%	+47%	+14%	-17%	+28%	+6,8%	+89%
Surperformance	+12,5%	+6,6%	-0,6%	+3,5%	-9,9%	+5%	+8,7%

FRÉQUENCE DE GAIN (PERFORMANCE ABSOLUE POSITIVE)

Depuis la création du fonds en 2007 et quelle que soit la date d'investissement, une souscription à IMMOBILIER 21 pour une durée de cinq ans a présenté une fréquence de gain de 100% (272 fois sur 272 observations).



FRÉQUENCE DE SURPERFORMANCE (PERFORMANCE RELATIVE POSITIVE)



Depuis la création du fonds en 2007 et quelle que soit la date d'investissement, une souscription à IMMOBILIER 21 pour une durée de cinq ans a présenté une fréquence de surperformance de 100% (272 fois sur 272 observations).

MAX DRAWDOWN ET DELAI DE RECOUVREMENT

Max Drawdown au 31/12/2013	Immobilier 21 part IC	Du	Au	Délai de recouvrement
Depuis la création	-50%	14/05/2008	09/03/2009	385 jours
Sur 5 ans	-30%	31/05/2011	24/11/2011	363 jours
Sur 3 ans	-30%	31/05/2011	24/11/2011	363 jours
Sur 1 an	-14%	21/05/2013	25/06/2013	-

TRACK RECORD DE NOTRE STRATÉGIE DE GESTION

- PERFORMANCE ANNUALISÉE DE +9,7% SUR 16 ANS
- SURPERFORMANCE ANNUALISÉE DE +3% SUR 16 ANS
- 13 ANNÉES DE PERFORMANCE POSITIVE SUR 16 ANS
- 11 ANNÉES DE SURPERFORMANCE SUR 16 ANS



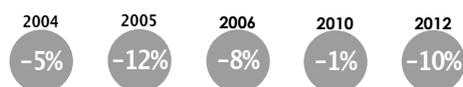
SURPERFORMANCE DEPUIS 1998 +150%



**11 ANNÉES SUR 16
DE SURPERFORMANCE
SIGNIFICATIVE**



**5 ANNÉES SUR 16
SOUS-PERFORMANCE**



La performance annualisée ainsi que le track record ont été calculés comme suit :

- **Période 1 (111 mois)** : La performance du fonds « Compagnie Immobilière Acofi » de mars 1998 à juin 2007 période durant laquelle Laurent Gauville était le gérant
- **Période 2 (5 mois)** : La performance de l'IEIF Eurozone dividendes nets réinvestis de juillet 2007 au 27/11/2007, 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 (73 mois)** : La performance du fonds « IMMOBILIER 21 » du 27/11/2007 au 31/12/2013

BILAN ET PERSPECTIVES DE L'IMMOBILIER COTE

1 **Opinion de Serge Demirdjian, analyste financier, Natixis, page 18**

2 **Article de Christophe Tricaud, journaliste, Pierre Papier, page 20**

3 **Etat des lieux sur notre scénario à 3 ans, page 23**

4 **Bilan 2013**

Les enseignements 2013 au niveau immobilier, page 24

Les enseignements 2013 sur le secteur, page 26

Analyse du modèle de croissance du commerce en ligne, page 27

Poursuite de l'amélioration des conditions de financement du secteur, page 28

Valorisation de l'immobilier coté : pas d'expansion des multiples, page 29

5 **Perspective à 3 ans**

Notre scénario à 3 ans d'évolution des cash-flows : stabilité attendue, page 30

Notre scénario à 3 ans de taux de vacance des bureaux IdF : baisse modérée attendue, page 31

Notre scénario à 3 ans des valeurs d'actifs : une hausse attendue, page 32

Notre objectif de performance à 3 ans : +10% par an, page 33

Table ronde du 2 octobre 2013 :

- Les centres commerciaux face à l'évolution des modes de consommation, page 35



OPINION DE SERGE DEMIRDJIAN, ANALYSTE FINANCIER, NATIXIS

L'immobilier coté a sous-performé les marchés actions en 2013, l'indice EPRA Euro ayant affiché une croissance, dividendes réinvestis, de 6,5% contre 21,5% pour le marché actions (Stoxx 600 Europe).

La performance boursière du secteur immobilier 2013 repose par conséquent principalement sur son rendement (rendement de 5,5% en moyenne).

Nous estimons que 2014 devrait être globalement du même acabit : nous attendons une progression moyenne des cash-flows de 3,1%, et des ANR de 2,5%, un rendement du dividende de 5,5%, ce qui laisse penser que la performance dividendes réinvestis devrait être comprise entre 8% et 9%.

Pourtant, les perspectives sur les loyers se détériorent. Tout d'abord, la contribution de l'indexation va nettement décélérer en 2014 par rapport à 2013, l'ICC (Indice du Coût de la Construction) ayant par exemple baissé de 2,2% au titre du T3 13, et l'ILC (Indice des Loyers Commerciaux) n'ayant progressé que de 0,3%. A ces niveaux, l'indexation ne sera plus suffisante pour masquer certaines baisses de loyers lors des échéances de baux.

Le segment des bureaux devrait continuer d'être le plus affecté par l'environnement économique. La demande placée en Ile de France a marqué une baisse de 25,0% sur 2013, le taux de vacance a augmenté de 70 pb, les loyers faciaux ont baissé de 2,5% et les mesures d'accompagnement atteignent des sommets (20% à 30% de remises accordées en fonction des localisations). En outre, les perspectives sur l'emploi et les nouvelles surfaces en cours de livraison laissent craindre une poursuite de la détérioration. En partant de l'hypothèse de détérioration du taux de chômage

en France (de 10,2% fin 2012 à 11,7% fin 2014) et ajoutant au marché les 1,5 million de m² de bureaux qui seront livrés dans les 18 prochains mois, le taux de vacance pourrait se détériorer de 1,9 points d'ici au S2 14 – S1 15 pour atteindre 9,4%. Ainsi, nous estimons que la croissance organique sur le segment des bureaux pourrait atteindre ~-2,0% en 2014.

La tendance sur les centres commerciaux semble plus porteuse à court terme, (~+1,5% de croissance organique des loyers) grâce à des renégociations de loyers toujours

en hausse en France, dans les pays nordiques, et en Belgique, faisant plus que compenser les baisses attendues en Espagne ou en Italie. Mais nous avons le sentiment que l'ère du centre commercial « facile » est révolue : le stock augmente plus vite que la démographie, les taux d'effort ont progressé de +300 pb depuis 2005,

le e-commerce prend des parts de marché aux commerces en magasins, etc. Enfin, alors qu'historiquement nous expliquions l'importance des réversions en France par la surperformance du CA des commerçants par rapport à l'indexation (en simplifiant, les 20% de réversions étaient possibles car les commerçants surperformaient l'indexation de 2 points par an ce qui permettait au terme du bail de ~10 ans de capter cette surperformance dans les loyers), cette mécanique a été enrayée par la baisse du CA des commerçants (-9% depuis 2008 sur le panel CNCC) ce qui laisse supposer que les réversions devraient tendre progressivement vers 10% dans les 2 prochaines années, puis vers 0% d'ici 2018.

Malgré cet environnement locatif peu attractif, les volumes d'investissements augmentent significativement (+21% sur 9M en Europe y compris dans les pays aux

Nous estimons que 2014 devrait être globalement du même acabit, la performance dividendes réinvestis devrait être comprise entre 8% et 9%.

fondamentaux détériorés, et France +39% au T3 !) et les prix tiennent (le capital return des actifs est de -0,3% en France sur le premier semestre 2013). **Cette situation constitue-t-elle les prémices d'un décrochage brutal comme nous l'avions connu en 2008/09 ? Nous n'y croyons pas.** S'il y a quelques similitudes avec la précédente période pré-crise (beaucoup de liquidités ont été émises et doivent être investies et les prix des actifs immobiliers bénéficient d'un arbitrage favorable par rapport aux autres actifs financiers), **il y a une différence fondamentale selon nous : l'écart, historiquement élevé, entre les**

rendements locatifs et les coûts de financement: il atteint 340 pb sur le segment des bureaux alors qu'il était en moyenne depuis 2001 de 178 pb, et 267 pb sur les centres commerciaux vs une moyenne de 137 pb. Ainsi, nous estimons que **le secteur immobilier peut aujourd'hui absorber une hausse des taux d'intérêt de près de 140 pb sans le moindre impact, ni sur la valorisation de ses actifs, ni sur le cash flow des sociétés.**

Le scénario d'évolution des taux de Natixis n'intègre pas de telles remontées en 2014 (SWAP 5 ans: +64 pb d'ici décembre 2014). Ainsi, malgré un environnement locatif difficile, les ANRs devraient continuer de croître en 2014. Au final, si le secteur dans son ensemble ne devrait pas faire mieux que les marchés actions en 2014, il apporte un rendement satisfaisant et une diversification intéressante, surtout si la conjoncture ne s'améliore pas.

A signaler que nous espérons que les foncières mettent en œuvre des mesures permettant de dépasser nos attentes. Elles en ont les moyens, selon nous, 1/ en travaillant leur

base de coûts, 2/ leur capital, et 3/ en faisant preuve de plus de conviction à l'acquisition.

En effet, si presque toutes ont déjà mis en œuvre des mesures d'optimisation de leur passif, nous constatons d'importantes disparités dans les structures de charges opérationnelles. Ainsi, l'optimisation de la base de coût est un réel enjeu, surtout dans une période de décélération des loyers.

En outre, l'optimisation de la structure du capital est encore trop largement sous-utilisée. Nous continuons d'encourager

les foncières à systématiser le rachat de leurs propres actions en cas de décote par rapport à leur ANR, surtout si elles sont capables de vendre des actifs en ligne avec leur valeur d'expertise.

Concernant l'investissement, nous estimons que les foncières doivent faire preuve de plus de conviction : trop rares sont les décisions d'investissements contra-cycliques (par exemple, si beaucoup disent que l'Espagne est désormais bon marché, rares sont celles qui y investissent davantage...).

Enfin, nous encourageons la concentration et espérons que les opérations de M&A trouverons un nouvel élan en 2014, à l'instar du récent mariage entre Icade et Silic. L'immobilier en bourse est trop fragmenté alors que la taille est un atout pour accéder au marché des capitaux (action et obligations) dans de meilleures conditions, et une société plus liquide bénéficie d'un meilleur traitement boursier.

Au final, ces quelques actes de gestion pourraient apporter visibilité et régularité des performances. L'enjeu : modifier le statut boursier de l'immobilier, et la perception de la valeur intrinsèque des sociétés, qui se résume bien trop souvent aux yeux des investisseurs à la valeur de leur actif net.

En 2013, les SIIC ont fêté leur dixième anniversaire sans strass et sans paillette

Publié le 29 décembre 2013

Pas d'étincelles pour les foncières cotées à la Bourse de Paris pour la dixième année de leur statut de société d'investissement immobilier cotée (SIIC) qui leur a conféré la transparence fiscale. Après avoir payé à l'Etat une « Exit tax » calculée sur leurs plus-values latentes lors de leur propre adoption du statut, ces sociétés détentrice d'un patrimoine immobilier sont exonérées d'impôt sur les sociétés en contrepartie d'une obligation de distribution à leurs actionnaires de l'essentiel de leurs bénéfices. Le législateur a d'ailleurs renforcé dernièrement cette obligation en fixant, les taux de distribution obligatoire des bénéfices provenant de la location d'immeubles et actifs assimilés à 95% contre 85 % auparavant. Les bénéfices des plus-values de cessions de ces mêmes actifs est passé de 50 à 60%. En contrepartie de ce renforcement de la distribution les SIIC continueront d'échapper en 2014 à la taxe de 3 % que les autres sociétés cotées doivent acquitter. Cette menace disparaît en même temps que s'estompe celle de l'obligation pour les SIIC de devenir propriétaire de logements difficilement compatibles, au moins pour le résidentiel français, avec les attentes de rentabilité de la Bourse.

Les risques du passif et de l'actif sous contrôle

Les SIIC restent toutefois à la merci d'un

environnement difficile, autant pour leur passif que pour leur actif. Côté passif, la principale menace réside dans une hausse des taux incontrôlée. Pour l'heure la réaction favorable des marchés financiers au virage en douceur pris par la Réserve Fédérale

Les SIIC gèrent plutôt bien cette conjoncture difficile : les taux de vacances du patrimoine restent contenus et les cash flows continuent à progresser.

semble éloigner le spectre d'une crise obligataire qui pénaliserait les SIIC qui se sont massivement tournées vers le marché désintermédié de la dette (voir l'entretien avec Michel Varaldo analyste de la Société Générale, dans l'édition Pierrepapier.fr du

*25 décembre 2013). Selon L'IEIF, les SIIC françaises ont levé en 2013 pas moins de 4,58 milliards d'euros toutes obligations confondues sur l'année. L'accès aux obligations s'est diffusé à l'ensemble des sociétés foncières cotées. Ces émissions obligataires ont pris progressivement depuis 2009 le relais des émissions en fonds propres (voir graphique). Côté actif, Les propriétaires centres commerciaux ont su répondre à l'offensive des « pure players » de l'internet et parviennent mieux que les autres commerces à faire face à l'atonie de la consommation française et européenne. Les tensions sur le marché de la location de bureaux font clairement pencher la balance du côté des locataires qui obtiennent des ristournes éloignant le loyer économique du loyer facial. Cependant, **les SIIC gèrent plutôt bien cette conjoncture difficile : les taux de vacances du patrimoine restent***

contenus et les cash flows continuent à progresser.

Certes 2014 s'annonce encore difficile, mais les prévisions de créations d'emploi laissent espérer une reprise de la demande de bureaux dans le second semestre 2015. La faible production de nouveaux mètres carrés aura permis aux SIIC de passer la crise sans trop d'encombres. Quant aux nouvelles normes énergétiques, elles se traduisent effectivement par un surcroît d'investissement, mais on entrevoit les effets positifs pour les bailleurs (rapidité de location, fidélisation des locataires, nouveaux produits générant des recettes additionnelles ...). **Le modèle économique des SIIC apparaît donc solide et résilient.**

Les « big caps » ont ralenti la progression en 2013

Le marché a-t-il intégré toutes ces données ? En 2013 le compartiment a surtout fait les frais de la remontée de 100 points de base (1%) des emprunts d'Etat à la fin du printemps quoi qu'il ait commencé à faire la part des choses à partir du mois de septembre. Reste que le bilan de l'année écoulée n'est pas flatteur. L'indice SIIC France calculé par l'IEIF présente un gain de 8,38 % dividendes réinvestis du 1er janvier au 24 décembre quand l'indice large de la Bourse de Paris, le CAC All Tradable (Ex-SBF 250) s'est adjugé 20,35 %. C'est presque l'inverse de 2012 quand les SIIC avaient gagné 31%, soit 15% de plus que le reste de la cote. Les 12 mois écoulés reflètent également le rattrapage des valeurs moyennes, avec de très beaux parcours de Selectirente (+29,2 %), de Paref (+31,8

%) de Terreis (+ 51,7 %), SCBSM (+34,8%), alors que les valeurs phares du secteur immobilier qui avaient pris les devants l'année précédente affichent des gains plus modestes. Le leader Unibail-Rodamco, termine sur une hausse limitée à près de 8 % aux côtés de Klepierre et de Foncière Lyonnaise, derrière Gecina (+12,4 %) qui a bénéficié du relèvement de sa notation par Standard & Poor's.

Parmi les autres « big caps », Icade et Foncière des Régions finissent l'année en territoire légèrement négatif. Et comme ce sont justement ces cinq sociétés qui entrent pour 75 % de la pondération de l'indice spécialisé on comprend que l'évolution de celui ait été ralentie...

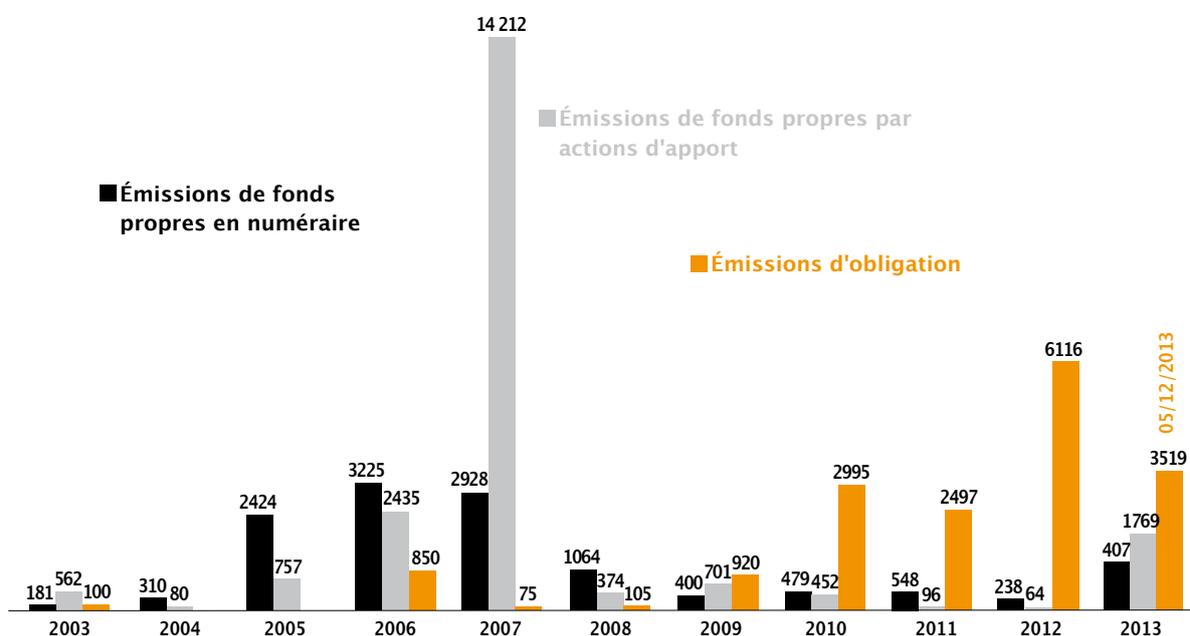
Les SIIC conservent une nette avance sur 10 ans

Pour autant cet exercice en demi-teinte ne doit pas occulter le chemin parcouru depuis la mise en place du régime des SIIC en 2003. En base 1000 au 31 décembre 2012, l'indice SIIC France s'affiche aujourd'hui à 3367,2 dividendes réinvestis contre 2131,70 pour le CAC all Tradable. L'évolution boursière traduit bien leur apport économique. Comme le relève KPMG « Sur le plan économique, les SIIC ont redynamisé le tissu économique régional, en initiant en lien avec les collectivités locales, des projets ambitieux de bureaux, centres commerciaux, entrepôts, hôtels... Ces projets menés par une industrie responsable et respectueuse des contraintes environnementales sont également à l'origine de création de nombreux emplois » Le cabinet d'audit

ajoute « Sur le plan financier, les SIIC ne sont plus considérées comme un compartiment boursier isolé. Avec 54 sociétés foncières cotées et une capitalisation boursière multipliée par cinq depuis l'origine, les SIIC

représentent désormais 3% de la cote. Elles attirent aussi des flux de capitaux étrangers, sensibilisés au dynamisme de ces sociétés. »

Collecte de capitaux par les SIIC (M€)



La consolidation du secteur n'est pas achevée

Le régime SIIC a effectivement attiré de nouveaux acteurs autant qu'il a permis, notamment par la reprise de patrimoine immobiliers importants de sociétés industrielles et commerciales, aux SIIC de se développer rapidement. Après le foisonnement des sociétés l'heure de la consolidation a sonné. L'année écoulée a vu se réaliser le mariage d'Icade avec Silic qui sont en cours de fusion. Patrimoine et Commerce a fusionné avec Sepric et Cofitem-Cofimur avec foncière Paris France qu'elle avait acquise un an plus tôt Foncière des Régions et Klépierre ont retiré

de la Bourse certaines filiales spécialisées. Mais le mouvement de consolidation du secteur n'est pas terminé. Les plus gros dossiers restent deux dont l'actionariat espagnol devrait évoluer : Foncière Lyonnaise et Gecina. Quant à Klépierre, les observateurs plaident toujours pour la sortie totale de BNP Paribas au profit du géant américain Simon Property Group qui en assure déjà le contrôle.

Christophe Tricaud
pierrepapier.fr

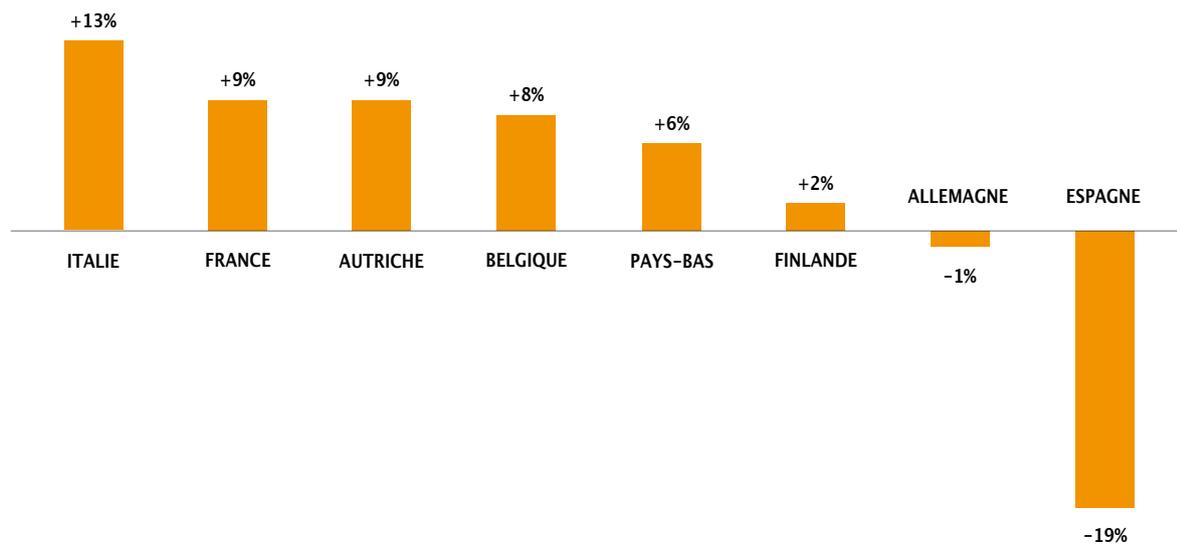
ÉTAT DES LIEUX SUR NOTRE SCÉNARIO À 3 ANS

Dans le rapport annuel 2012 nous anticipions :

- LA FIN DE LA SURPERFORMANCE DE L'ALLEMAGNE COMPTE TENU D'UNE CONVERGENCE RÉALISÉE ENTRE LE RENDEMENT DIVIDENDE DU PAYS ET LES TAUX SOUVERAINS 10 ANS.
- UNE SURPERFORMANCE DES AUTRES PAYS DE LA ZONE EURO (HORS ESPAGNE) COMPTE TENU D'UN POTENTIEL DE CONVERGENCE.

CE SCÉNARIO S'EST-IL RÉALISÉ ?

Performance 2013 des pays



UNE HIÉRARCHIE DE PERFORMANCE CONFORME À NOTRE SCÉNARIO

LES ENSEIGNEMENTS 2013 AU NIVEAU IMMOBILIER

Marché de l'investissement (Md€)

	2012	2013	Variation
Irlande	0,3	1,1	+292%
Espagne	1,2	2,6	+119%
Pologne	1,1	1,8	+67%
Italie	2,1	2,8	+35%
Allemagne	14,5	18,8	+30%
Belgique	1,2	1,4	+25%
France	9,3	10,5	+13%
Suède	5,6	6,2	+10%
Pays-bas	2,8	3	+9%
Royaume-uni	30,9	33,3	+8%
Danemark	2,1	2,2	+6%
Norvège	3,9	3,1	-22%
Total	75	87	+16%

Données sur les 9 premiers mois de l'année.

Taux de vacance des bureaux (en % du parc) :

	T4 2012	T3 2013	Variation
Paris	6,4%	6,8%	+40bp
Berlin	8,5%	8,8%	+30bp
Bruxelles	11,1%	10,8%	-30bp
Milan	11,6%	12%	+40bp
Francfort	15,4%	15%	-40bp
Amsterdam	15,7%	16,2%	+50bp
Madrid	16,3%	17,1%	+80bp
Moyenne	12,1%	12,3%	+24bp

Loyers des bureaux prime - Quartier Central des Affaires (€ / m²) :

	2012	2013	Variation
Helsinki	383	396	+4%
Berlin	264	270	+2%
Bruxelles	285	285	0%
Amsterdam	340	340	0%
Francfort	456	456	0%
Madrid	303	294	-3%
Paris	830	800	-4%
Milan	510	480	-6%
Moyenne	421	415	-1%

REPRISE
SUR LES MARCHÉS
PÉRIPHÉRIQUESUN MARCHÉ
FRANÇAIS
SOLIDEDES LOYERS
FACIAUX STABLES
MAIS
DES FRANCHISES
EN HAUSSE

Valeurs d'actifs des bureaux : taux de capitalisation
(loyers/valeurs d'actifs) :

	2012	2013	Variation
Paris	4,3%	4,3%	+0bp
Helsinki	5,2%	5,2%	+0bp
Milan	6%	6%	+0bp
Francfort	4,9%	4,7%	-20bp
Amsterdam	5,7%	5,5%	-20bp
Bruxelles	6,3%	6%	-25bp
Berlin	5%	4,8%	-25bp
Madrid	6,3%	6%	-25bp
Moyenne	5,4%	5,3%	-14bp

STABILITÉ
VOIRE LÉGÈRE
HAUSSE DES
VALEURS
D'ACTIFS

Valeurs d'actifs des centres commerciaux : taux de capitalisation
(loyers/valeurs d'actifs) :

	2012	2013	Variation
Amsterdam	4,1%	4,2%	+10bp
Paris	4%	3,9%	-10bp
Helsinki	5,2%	5,1%	-10bp
Berlin	4,5%	4,4%	-10bp
Francfort	4,4%	4,3%	-10bp
Bruxelles	4,5%	4,3%	-25bp
Milan	5,8%	5,5%	-25bp
Madrid	5,3%	4,8%	-50bp
Moyenne	4,7%	4,5%	-16bp

STABILITÉ
VOIRE LÉGÈRE
HAUSSE DES
VALEURS
D'ACTIFS

Indicateurs centres commerciaux France :

	2013
Consommation des ménages en valeur	-0,3%
Indice de fréquentation	-2%

INDICATEURS
ATONES

LES ENSEIGNEMENTS 2013 SUR LE SECTEUR

Les enseignements 2013 sur le commerce :

- POURSUITE DU RECENTRAGE SUR LES GRANDS CENTRES
- DÉVELOPPEMENT DE L'OFFRE RESTAURATION
- INTÉGRATION DU DESIGN

Les enseignements 2013 sur les bureaux :

- STABILISATION DU SPREAD IMMOBILIER PRIME - NON PRIME
- RECHERCHE D'ÉCONOMIES DE COÛTS PAR IMPLANTATION PÉRIPHÉRIQUE
- LA DÉFENSE N'A PLUS LE MONOPOLE DES GRANDES SURFACES

Les enseignements 2013 des publications :

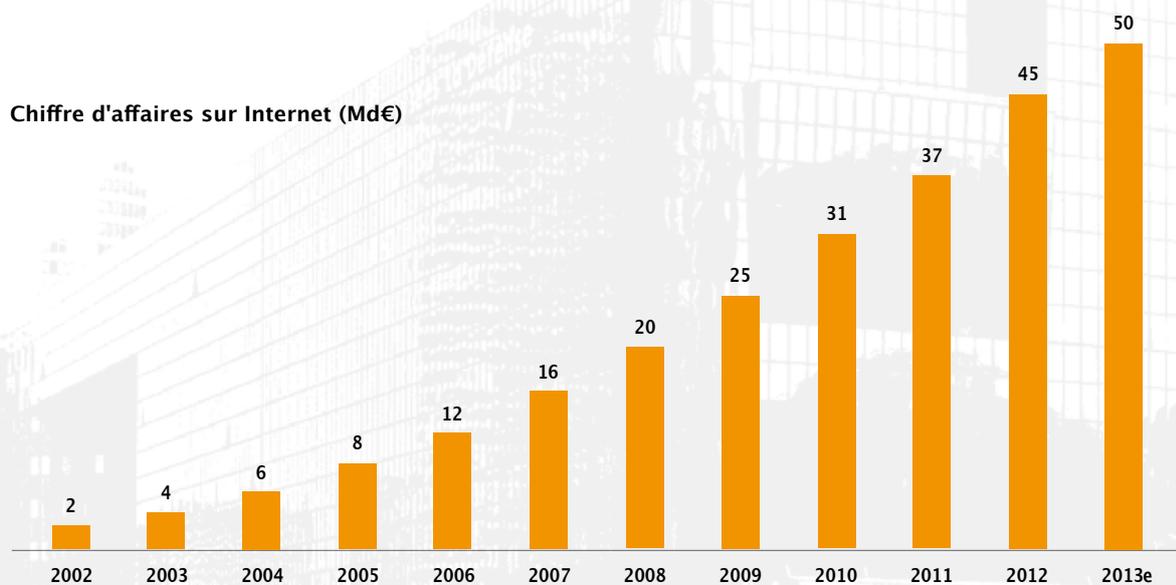
- STABILITÉ DES CASH-FLOW ET DES ANR
- BAISSÉ DU COÛT DE LA DETTE
- REPRISE PROGRESSIVE DES VOLUMES D'INVESTISSEMENT DES PAYS PÉRIPHÉRIQUES
- SURPERFORMANCE DES CENTRES COMMERCIAUX PAR RAPPORT AUX BUREAUX
- SURPERFORMANCE DES BUREAUX FRANCE PAR RAPPORT AUX AUTRES BUREAUX

2013 EST UNE ANNÉE DE TRANSITION. NOUS ANTICIPONS UNE REPRISE DU CYCLE DES LOYERS ET DES VALEURS D'ACTIFS POUR LA PÉRIODE 2014/2016

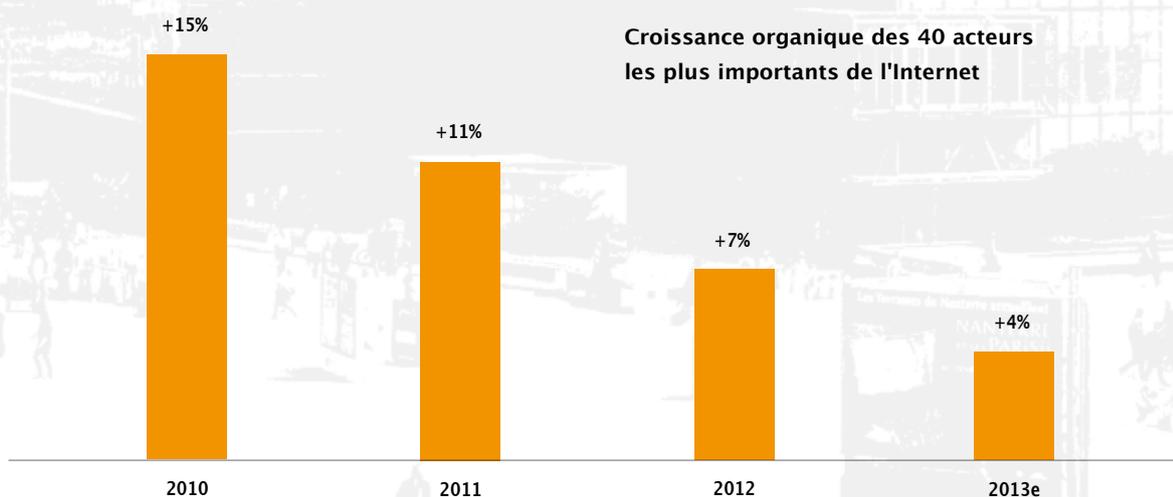
ANALYSE DU MODÈLE DE CROISSANCE DU COMMERCE EN LIGNE

UNE FORTE CROISSANCE APPARENTE...

Chiffre d'affaires sur Internet (Md€)



... QUI CACHE UNE FAIBLESSE DE LA CROISSANCE ORGANIQUE :

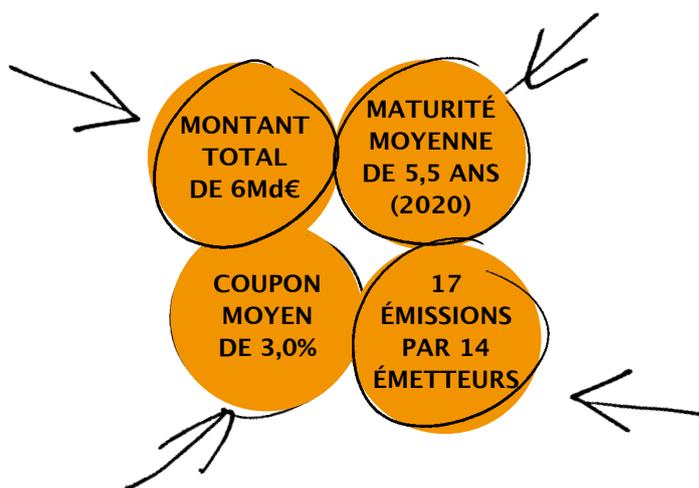


Cela se traduit par l'augmentation des alliances entre acteurs physiques et acteurs internet (Darty et Mistergooddeal, Altaréa et Rueducommerce)

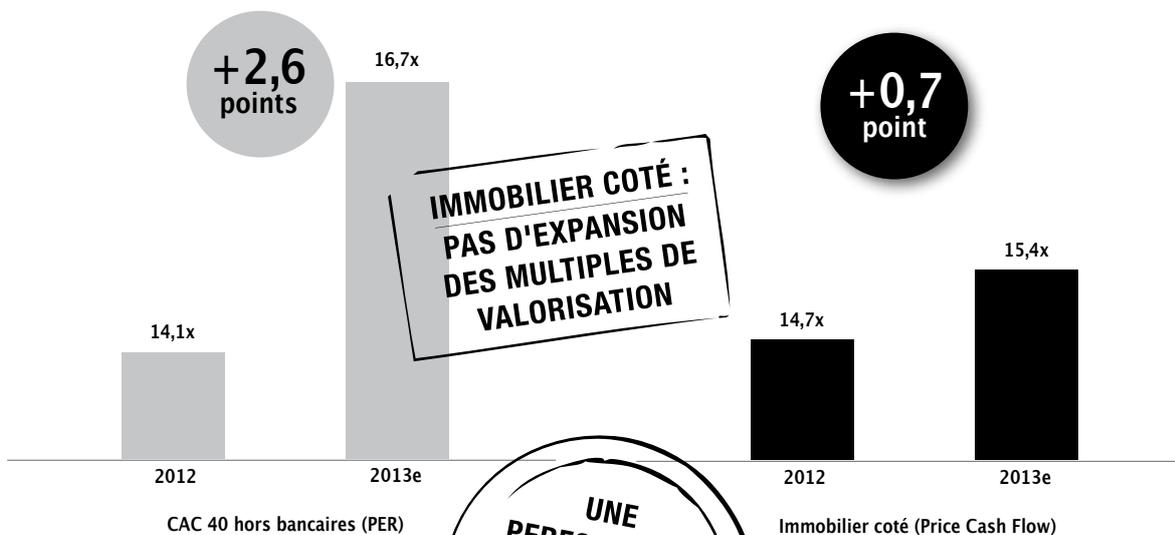
POURSUITE DE L'AMÉLIORATION DES CONDITIONS DE FINANCEMENT DU SECTEUR

- L'ENSEMBLE DES SOCIÉTÉS, PETITES ET GRANDES VALEURS, ONT TROUVÉ À SE REFINANCER.
- LA BAISSÉ DES COÛTS DES FRAIS FINANCIERS A CONCERNÉ L'ENSEMBLE DU SECTEUR.

	Date	Maturité	Montant (M€)	Variation
Unibail- Rodamco	19/02/2013	2021	750	2,4%
Corio	21/02/2013	2021	500	3,3%
FdR	13/03/2013	2020	180	3,3%
WDP	14/03/2013	2020	50	3,8%
Eurosic	27/03/2013	2019	125	4%
Atrium	12/04/2013	2020	350	4%
Gecina	21/05/2013	2023	300	2,9%
Unibail- Rodamco	04/06/2013	2023	700	2,5%
Citycon	14/06/2013	2020	500	3,8%
Cofitem-Cofimur	09/07/2013	2019	80	4,1%
Deutsche Annington	10/07/2013	2019	600	3,1%
TAG Immobilien	30/07/2013	2018	200	5,1%
Icade	24/09/2013	2019	500	2,3%
Icade	24/09/2013	2023	300	3,4%
Unibail-Rodamco	01/10/2013	2018	500	3,4%
Sponda	02/10/2013	2018	150	1,9%
Leasinvest RE	09/10/2013	2019	75	3,8%

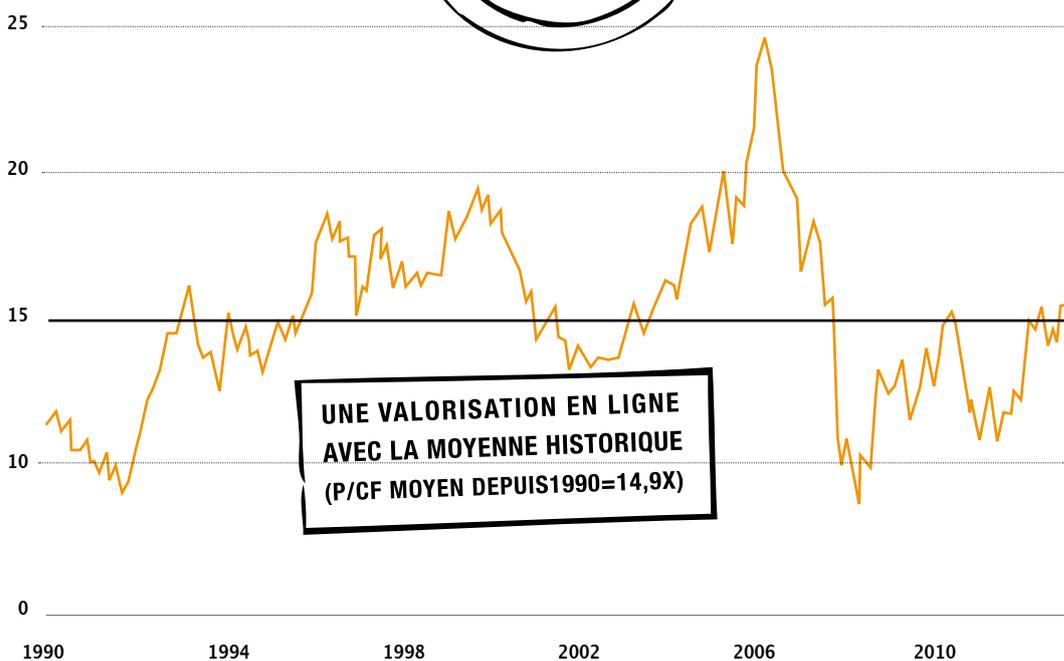


EXPANSION DES MULTIPLES ENTRE 2012 ET 2013



**IMMOBILIER COTÉ :
PAS D'EXPANSION
DES MULTIPLES DE
VALORISATION**

**UNE
PERFORMANCE
QUI PRÉSERVE LA
PERFORMANCE
FUTURE**

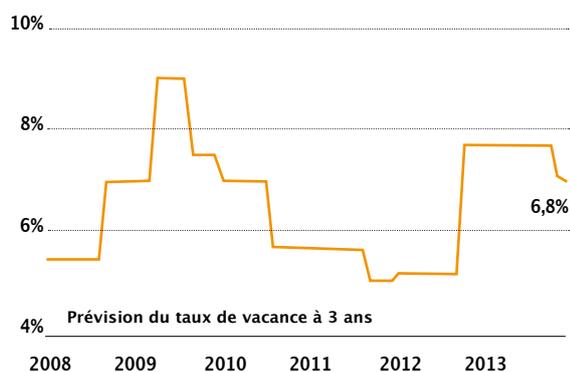
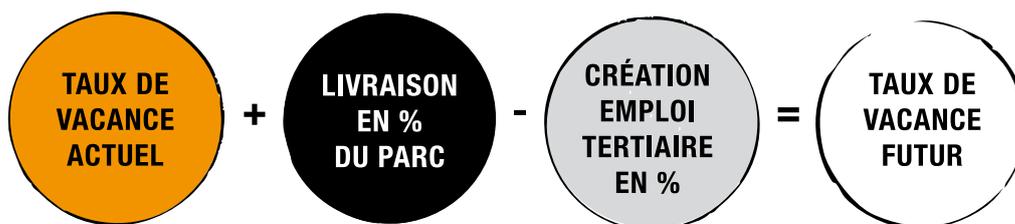


NOTRE SCÉNARIO À 3 ANS D'ÉVOLUTION DES CASH-FLOWS : STABILITÉ ATTENDUE



*Loan To Value

NOTRE SCÉNARIO À 3 ANS DE TAUX DE VACANCE DES BUREAUX ÎLE-DE-FRANCE : BAISSE MODÉRÉE ATTENDUE



	Prévisions GESTION 21 sur le PIB	Prévisions PIB OCDE
2014	+0,8%	+1%
2015	+1%	+1,6%
2016	+1%	NC

HYPOTHÈSES PRUDENTES DE REPRISE



	Taux de vacance début de période	Offre future certaine de m2 (en % du parc)	Création d'emplois tertiaires (%)	Taux de vacance de fin de période
2014	7%	+1,4%	-0,8%	7,6%
2015	7,6%	+0,9%	-1%	7,5%
2016	7,5%	+0,3%	-1%	6,8%

NOUS ANTICIPONS UNE BAISSE MODÉRÉE DE LA VACANCE DES BUREAUX ÎLE-DE-FRANCE ET NOUS CONTINUONS DE PRIVILÉGIER LE MARCHÉ DES BUREAUX FRANÇAIS

NOTRE SCÉNARIO À 3 ANS DES VALEURS D'ACTIFS : UNE HAUSSE ATTENDUE

Une hausse qui a démarré au Royaume-Uni...

ROYAUME-UNI

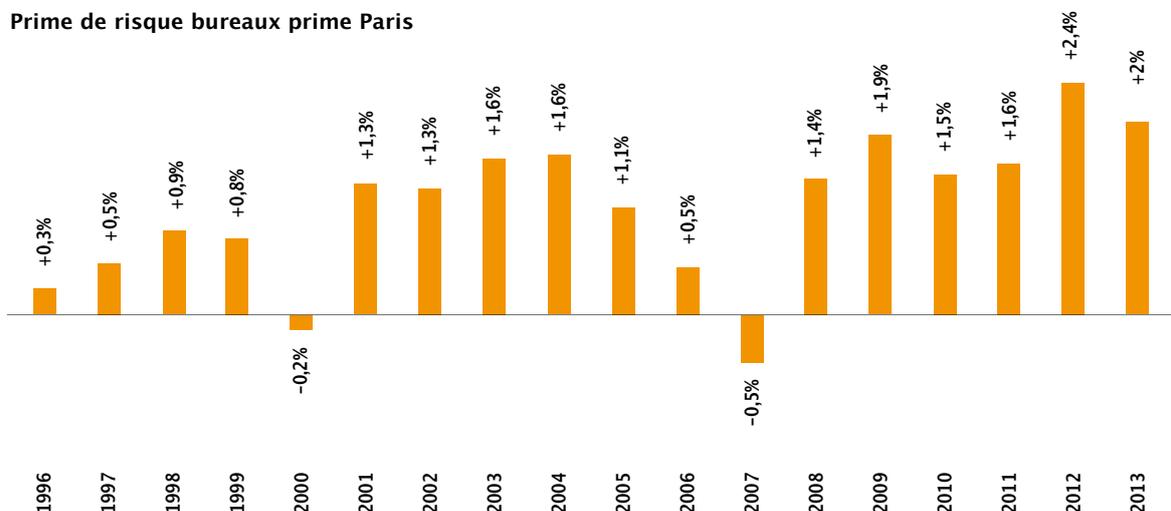
1988-1989 HAUSSE	1990-1996 BAISSE	1997-2006 HAUSSE	2007-2009 BAISSE	2010-2012 STABILITÉ	2013-20XX HAUSSE
1988-1991 HAUSSE	1992-1997 BAISSE	1998-2007 HAUSSE	2008-09 BAISSE	2010-2013 STABILITÉ	2014-20XX HAUSSE

FRANCE

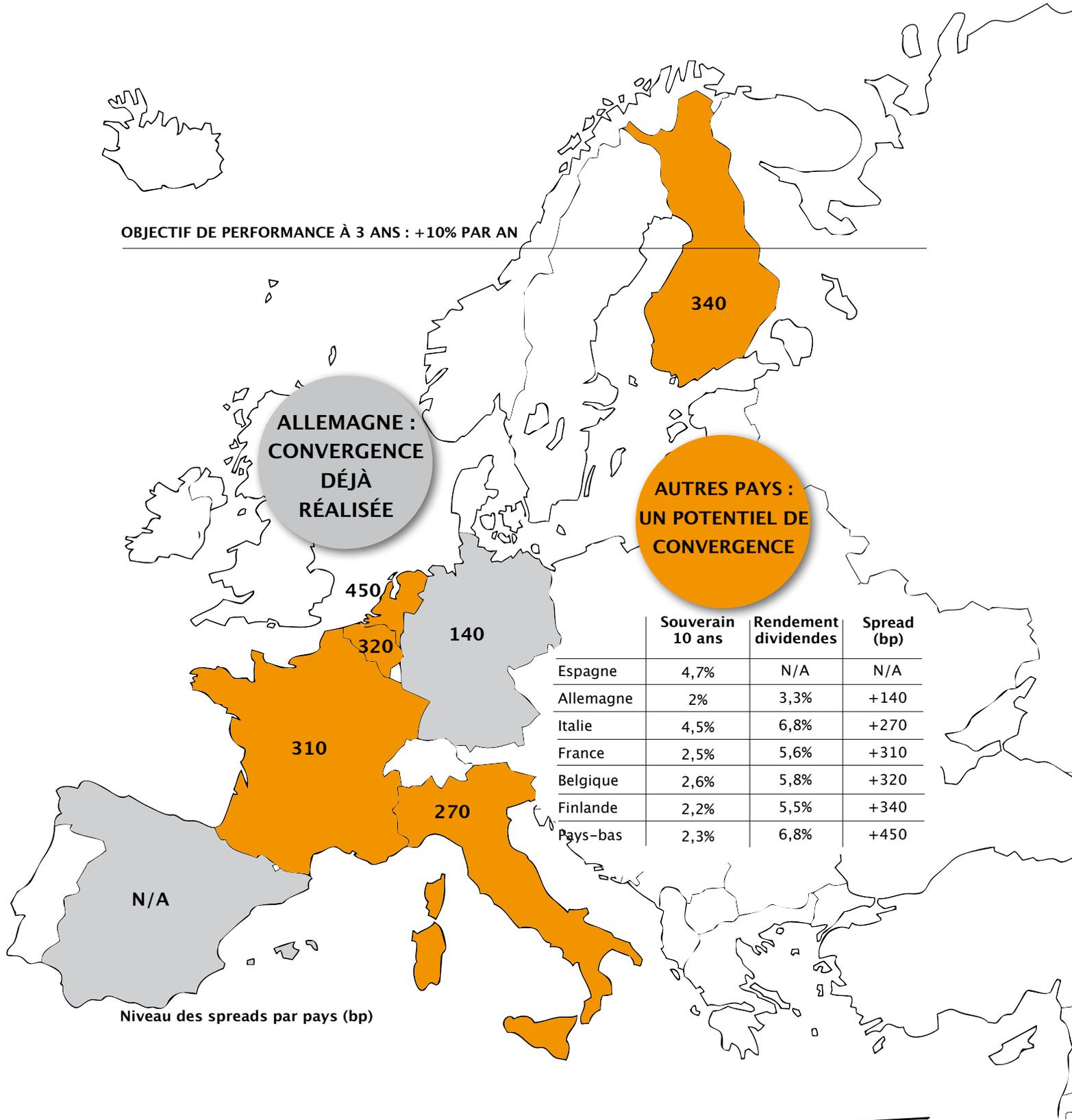
UN MARCHÉ BRITANNIQUE DES VALEURS D'ACTIFS TRADITIONNELLEMENT EN AVANCE SUR LE MARCHÉ FRANÇAIS
LA HAUSSE ACTUELLE AU R-U DEVRAIT SE PROPAGER AUX AUTRES MARCHÉS DE L'EUROPE CONTINENTALE

... et le niveau de la prime de risque actuelle rend crédible une diffusion aux autres marchés :

Prime de risque bureaux prime Paris



OBJECTIF DE PERFORMANCE À 3 ANS : +10% PAR AN

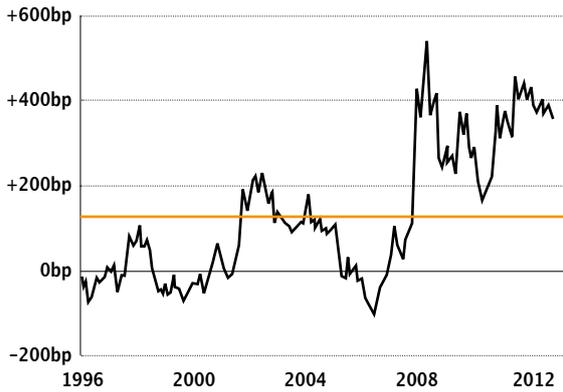


	Souverain 10 ans	Rendement dividendes	Spread (bp)
Espagne	4,7%	N/A	N/A
Allemagne	2%	3,3%	+140
Italie	4,5%	6,8%	+270
France	2,5%	5,6%	+310
Belgique	2,6%	5,8%	+320
Finlande	2,2%	5,5%	+340
Pays-bas	2,3%	6,8%	+450

L'OBJECTIF DE PERFORMANCE À 3 ANS REPOSE SUR UNE CONVERGENCE PROGRESSIVE ENTRE LE RENDEMENT DIVIDENDE DU SECTEUR ET LES EMPRUNTS D'ÉTATS

LE RETOUR À LA MOYENNE LONG TERME DE LA PRIME DE RISQUE PAR LA HAUSSE DES COURS...

Prime de risque de l'immobilier coté
(Rendement dividendes - OAT 10 ans) :



Notre scénario :
un retour à la prime de risque historique
de +130bp

	déc.13	déc.16	Scénario
Rdmt secteur	5,5%	4,8%	-70%
Taux 10 ans	2,5%	3,5%	+100%
Prime de risque	+300bp	+130bp*	-170bp

*Moyenne historique 20 ans

...CONDUIT À UN OBJECTIF DE PERFORMANCE À 3 ANS DE +10% PAR AN



VOTRE SCÉNARIO TAUX ?

Hypothèse des taux 10 ans	Rendement courant annuel	Revalorisation* en capital à 3 ans	Performance attendue annualisée
2,5%	+5,5%	+45%	+19%
3%	+5,5%	+28%	+14%
3,5%	5,5%	+15%	+11%
4%	5,5%	+4%	+7%
4,5%	5,5%	-5%	+4%

→ EXEMPLE : 3,5% + 130BP = 4,8%, SOIT +15% DE REVALORISATION PAR RAPPORT À UN RENDEMENT DIVIDENDES ACTUEL DE +5,5%

* Méthode de calcul

- 1 - Convergence de la prime de risque du secteur vers sa moyenne historique 20 ans de 130bp (rendement dividendes - taux 10 ans)
- 2 - Toutes choses égales par ailleurs : cash flow des foncières stables, pas de surperformance de la gestion

IMMOBILIER 21

VOTRE SCÉNARIO GESTION 21

COMPTE RENDU TABLE RONDE 100% IMMOBILIER ORGANISÉE LE 2 OCTOBRE 2013

unibail-rodamco



bérénice
pour la ville et le commerce

PAUL DOUAY
Directeur investissement

EMMANUEL LE ROCH
Directeur immobilier

ALBERT MALAQUIN
Président

JÉRÔME MASSA
Directeur Général

LES 15 PREMIERS SITES DE E-COMMERCE FRANÇAIS AU T3 2013

Marques	Visiteurs uniques / mois (en Million)
Amazon	14,0
Cdiscount	9,5
Fnac	8,3
eBay	8,2
Voyages-Sncf.com	7,1
La Redoute	6,8
PriceMinister	6,8
Carrefour	6,3
Rue du Commerce	5,3
Groupon	5,1
Vente-privée.com	5,1
Booking.com	4,6
Leroy Merlin	4,5
Darty	4,1
Auchan	3,9

GESTION 21 a organisé le 2 octobre une table ronde à l'hôtel Intercontinental Paris, ayant réuni une cinquantaine de participants sur le thème du commerce face à l'évolution des modes de distribution.

Par évolution des modes de distribution, il faut comprendre les effets du développement d'internet qui en 10 ans vient de dépasser

le niveau de consommation réalisé dans les galeries commerciales des centres commerciaux (738 centres commerciaux, 15.5 millions de m²). La part de marché d'internet dans le commerce de détail est en effet de 8% contre 7% pour les centres commerciaux.

● QUELLES SONT LES RÉPONSES DES ACTEURS TRADITIONNELS FACE À INTERNET ?
(BOUTIQUES, CENTRES COMMERCIAUX, RETAIL PARK)

● QUELLES SONT LES ÉVOLUTIONS ET LES INTERACTIONS ENTRE LES DIFFÉRENTES FORMES DE COMMERCES ?

Pour répondre à ces questions, la table ronde animée par Christophe Tricaud de PIERRE PAPIER était composée de différents acteurs

du commerces (investisseurs, enseignes, internet, cabinet d'étude):

- Paul Douay, Directeur d'Investissement et Responsable de l'évaluation des actifs d'UNIBAIL-RODAMCO
- Emmanuel Le Roch, Directeur Immobilier DARTY
- Albert Malaquin, Président de RUEDUCOMMERCE.com
- Jérôme Massa, Directeur général adjoint de BERENICE



- En préambule, Jérôme Massa, nous a donné ses outils d'analyse d'un projet commercial. La question centrale aux différents stades de l'analyse est la quantification et l'optimisation du chiffre d'affaires qui sera monétisé en loyer pour le propriétaire futur du centre.

Ces outils visent à qualifier dans un premier temps le territoire d'implantation par une analyse de l'environnement concurrentiel et de la zone de chalandise. Dans un second temps, les facteurs de commercialité du site sont étudiés (accessibilité, visibilité, configuration, parkings). Pour terminer par une analyse du mix merchandising déterminée par l'arbitrage entre capacité à générer du trafic et loyer.

- Dans son intervention Albert Malaquin est revenu sur les raisons de l'acquisition par Altarea de rueducommerce.com : participer à un mode de distribution en forte croissance et avoir une connaissance du client final. Le positionnement d'Altarea est d'être le partenaire des enseignes en leur offrant de la visibilité tant au niveau des implantations physiques (m² dans les centres commerciaux) que virtuelles (référencement dans la place de marché digitale).

L'internet est selon lui un marché de prix et donc de faible marge qui ne permet pas aux « pure-players » d'avoir des implantations

physiques. L'objectif d'Altarea est de faire le lien entre le digital et le physique en utilisant la connaissance des clients procurée par internet et le trafic des lieux physiques. Il s'agit donc de faire interagir les deux modes de distribution. Au niveau des centres commerciaux, Altarea va mettre à disposition des enseignes dans son nouveau centre commercial de Villeneuve la Garenne, des m² pour des événements commerciaux ponctuels. Il considère qu'en dépit de la forte croissance d'internet, le commerce physique demeurera le mode de distribution le plus important. La question centrale selon lui est la capacité des acteurs à répondre aux attentes du consommateur.

- Dans son intervention Emmanuel Le Roch, rappelle que Darty est un acteur historique d'internet et que 13% de son chiffre d'affaires passe par son site. Il estime que le chiffre d'affaires réalisé sur internet pourrait atteindre 25% ce qui a des conséquences sur le chiffre d'affaires au m² réalisé en magasin et par conséquent sa logique d'implantation géographique. L'adéquation des loyers avec son modèle économique l'éloigne des centres villes (à l'exception des grandes villes) et le conduit à privilégier la périphérie. Il reste selon lui à inventer la relation entre internet et le magasin en sachant qu'aujourd'hui pour un même type



de produit on observe un alignement des prix entre les deux canaux de distribution. Il considère que l'intérêt des enseignes « est de faire travailler le client » et par conséquent de privilégier le retrait des produits en magasin par rapport à la livraison. Pour que le retrait d'une commande internet puisse se faire en magasin, il est nécessaire d'avoir des points retraits spécifiques plus rapides que si l'achat s'était effectué en magasin.

Pour conclure, il considère qu'internet n'est pas la fin des magasins car pour faire du chiffre d'affaires sur internet il faut des magasins. Il prend à ce titre l'exemple les clients de la ville de Rodez qui n'ont acheté sur internet qu'à partir du moment où un magasin a été ouvert dans cette ville.

- Pour Paul Douay d'Unibail-Rodamco, l'évolution des modes de distribution va conduire à 3 grands vainqueurs : le e-commerce, la proximité et les grands centres commerciaux. Pour lui, seul le centre commercial répond à une démarche plaisir et loisirs du consommateur. Il faut donc donner envie aux gens de se déplacer en améliorant la qualité de l'offre (sélection d'enseignes) en proposant une nouvelle offre (l'offre de restauration des nouveaux centres tels Confluence ou Aéroville représente environ 10% des surfaces) en créant des événements, en améliorant l'architecture des centres extérieurs et intérieurs et en donnant des repères au consommateur par la labellisation des centres. Pour lui, les grands centres commerciaux sont la meilleure réponse à internet car les enseignes privilégieront dans leur maillage territorial les centres leur offrant

la plus grande visibilité. Il prend l'exemple d'Apple qui ne souhaitait avoir que 30 sites pour son implantation en France et qui par conséquent a privilégié les grands centres.

En conclusion, il considère que les centres commerciaux qui ne représentent que 7% du commerce global sont armés pour répondre aux évolutions des modes de consommation et en particulier les grands centres (3% du commerce) sont à même de prendre des parts de marché dans la distribution totale.

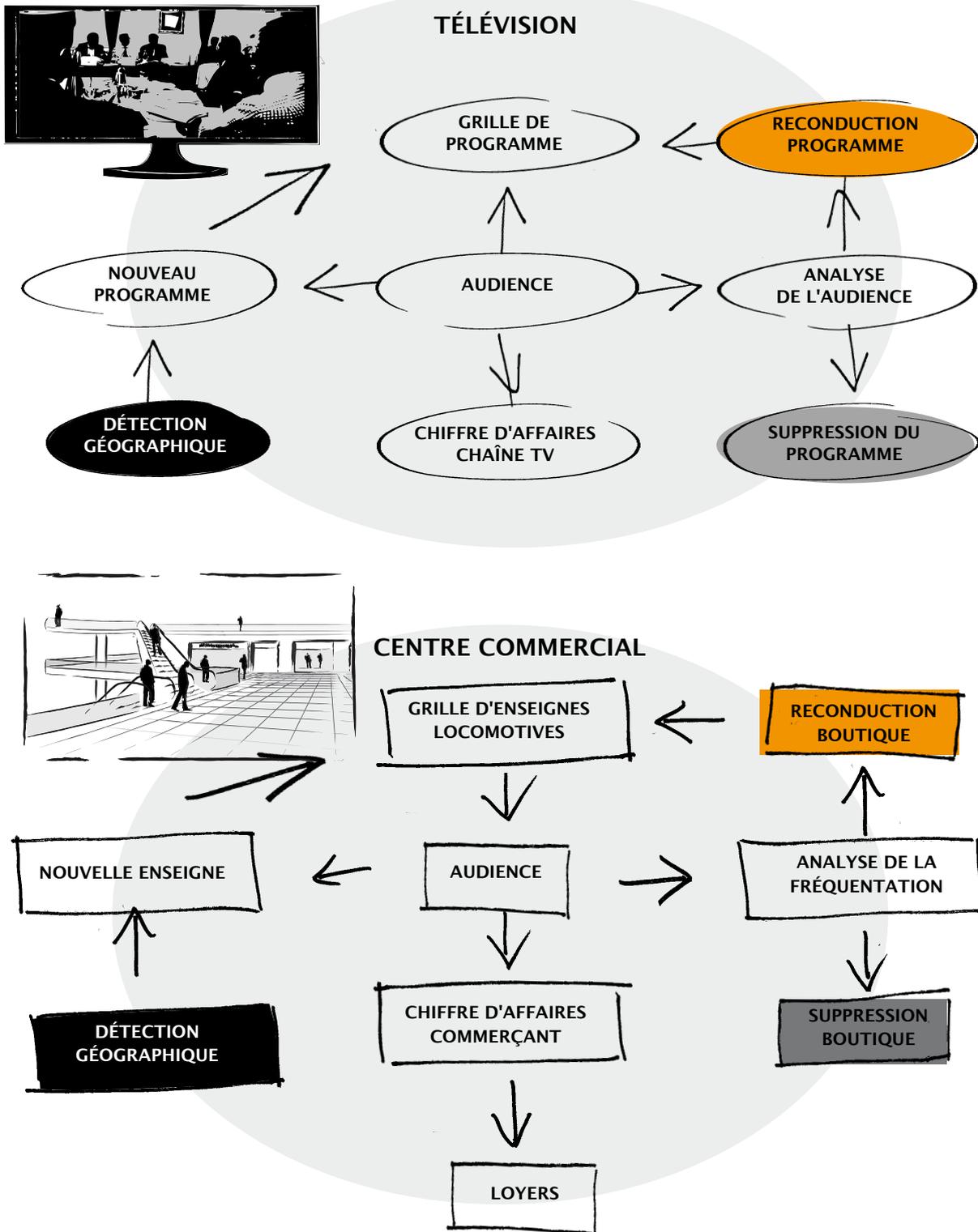
Opinions GESTION 21

Historiquement le cycle du commerce s'alimente de nouveaux entrants ayant une proposition prix plus attractive. L'arrivée du e-commerce à l'instar du hard discount dans l'alimentaire ne déroge pas à cette règle. Notre conviction est que le commerce est un actif vivant qui nécessite des équipes pour adapter l'outil immobilier à ses évolutions.

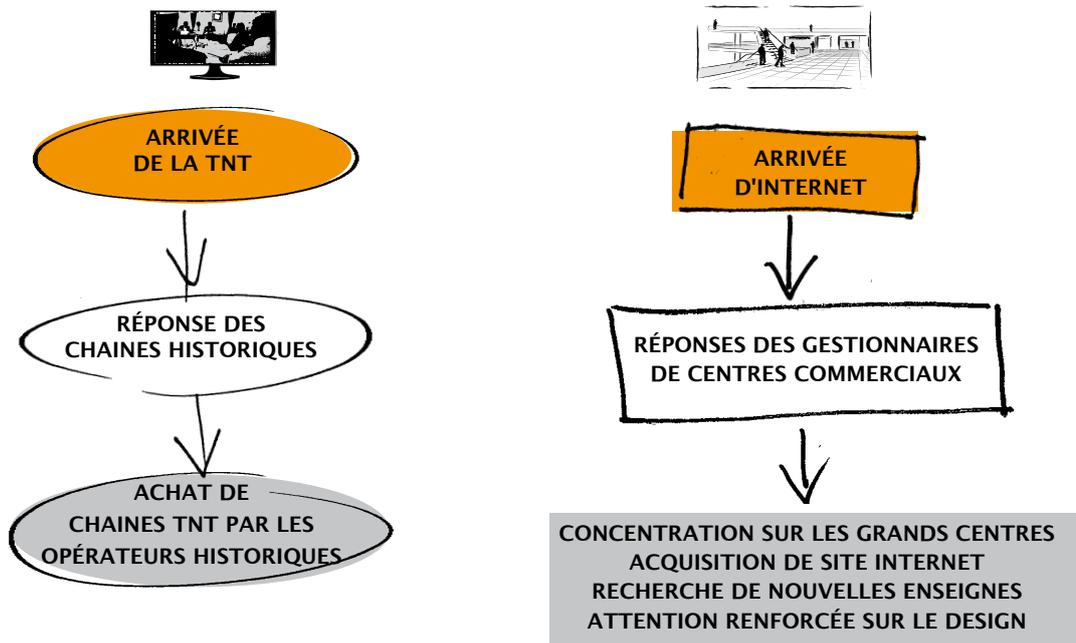
Nous avons vu via les intervenants les différentes réponses au développement d'internet. On aurait pu citer une réponse immobilière représentée par le retail park qui vise à capter des enseignes qui recherchent des loyers intermédiaires entre le low cost et les boutiques de centre ville. La distribution physique restera majoritaire dans les modes de distribution en dépit du développement du e-commerce.

Cette table ronde nous conforte sur l'importance d'une grande sélectivité de nos choix de foncières investies en commerces. Notre gestion de spécialistes y trouve toute sa justification.

NOTRE VISION : LE CENTRE COMMERCIAL EST UN MÉDIA



A L'IMAGE DU SECTEUR DE LA TÉLÉVISION AVEC L'ARRIVÉE DE LA TNT, LES GESTIONNAIRES DE CENTRES COMMERCIAUX S'ADAPTENT À INTERNET :



NOS CONVICTIONS À 3 ANS

PLACE AU SAVOIR-FAIRE DES ÉQUIPES DE GESTION

L'ÉVOLUTION DES MODES DE CONSOMMATION NE REMET PAS EN CAUSE LE CARACTÈRE PEU CYCLIQUE DES LOYERS DES CENTRES COMMERCIAUX :

- Internet est une évolution et non une révolution des modes de consommation
- Le commerce physique représente 90% de la consommation
- Le taux d'occupation des foncières reste élevé 97%

L'ÉVOLUTION DES MODES DE CONSOMMATION RÉVÈLE L'IMPORTANCE DE LA GESTION ACTIVE ET DU SAVOIR-FAIRE :

- Fragilisation des petits centres commerciaux en périphérie
- Adaptation de l'offre aux besoins des enseignes : lowcost, Premium

L'ÉVOLUTION DES MODES DE CONSOMMATION RÉDUIT LE POTENTIEL DE CROISSANCE ORGANIQUE :

- Convergence de la croissance organique des centres commerciaux vers les bureaux hors gestion active

PRINCIPALES FONCIÈRES COTÉES D'IMMOBILIER COMMERCIAL

FICHE INDICATEURS FINANCIERS – 20 SEPTEMBRE 2013

	Effectifs	Patrimoine (M€)	Patrimoine (m2)	Cours 20/09/2013	ANR 2012	Surcote/décote	CF/actions 2013e	P/CF 2013e
Altaréa	1 232	4 400	750 000	121	131	-8%	13,3	9,1x
Citycon	132	2 700	1 000 000	2,4	3,08	-21%	0,2	12,2x
Corio	549	7 100	1 900 000	31,9	41,2	-23%	2,7	11,8x
Deutsche Euroshop	4	3 300	1 000 000	32,3	23,2	+39%	2,02	16x
ECP	64	2 600	650 000	29,2	31,8	-8%	1,97	14,8x
IGD	114	1 900	7000 000	0,8	2,31	-67%	0,11	7x
Klépierre	1 467	16 500	4 000 000	31,9	30,2	+6%	2,07	15,4x
Mercialys	80	2 600	650 000	15	17,5	-15%	1,08	13,9x
Unibail	1 496	26 700	4 600 000	186	138	+34%	10,5	17,7x

Taux de vacance

	2008	2009	2010	2011	2012
Altaréa	nd	3,2%	3%	3,9%	2,8%
Citycon	4%	5%	4,9%	4,5%	4,3%
Corio	2,3%	3,7%	3,8%	3,8%	3,4%
Deutsche Euroshop	0,2%	0,4%	0,4%	0,1%	0,4%
ECP	1%	1%	1%	1%	0,9%
IGD	3,7%	3,7%	4,4%	2,9%	3,3%
Klépierre	2,4%	2,6%	2,9%	3,2%	3,5%
Mercialys	3,1%	3,4%	2,6%	2,6%	3%
Unibail	1,8%	1,9%	1,7%	1,9%	2,1%
Moyenne	2,3%	2,8%	2,7%	2,7%	2,6%

Taux d'intérêt Critique (Loyers nets/Dette nette)

	2008	2009	2010	2011	2012
Altaréa	11,5%	11,5%	10,4%	12,1%	13,9%
Citycon	10,2%	9,6%	9,2%	9,9%	10,9%
Corio	14%	13,6%	13,3%	12,7%	13,6%
Deutsche Euroshop	12,8%	14,3%	11,2%	12,9%	13,4%
ECP	11,5%	12,6%	13,4%	13,2%	12,3%
IGD	9,3%	8,6%	9,4%	8,9%	9,1%
Klépierre	9,2%	10,9%	11,3%	11,2%	12%
Mercialys	na	na	na	na	18,8%
Unibail	14,6%	15,7%	12,4%	11,8%	11,1%
Moyenne	11,6%	12,1%	11,3%	11,6%	12,8%

Loan To Value (Dette nette/ Patrimoine)

	2008	2009	2010	2011	2012
Altaréa	54%	56%	53%	51%	49%
Citycon	59%	61%	59%	58%	55%
Corio	41%	42%	40%	42%	41%
Deutsche Euroshop	45%	43%	45%	45%	45%
ECP	42%	38%	39%	42%	47%
IGD	52%	60%	56%	59%	57%
Klépierre	48%	49%	48%	47%	45%
Mercialys	0%	-2%	-3%	-1%	32%
Unibail	38%	40%	46%	44%	44%
Moyenne	47%	49%	48%	49%	48%

Variation des loyers à périmètre constant

	2008	2009	2010	2011	2012
Altaréa	+6,2%	+4%	-1%	+0,2%	+4,5%
Citycon	+3,6%	+0,8%	-0,3%	+3,8%	+4,9%
Corio	+4%	+1,7%	+1,9%	+1,9%	-0,6%
Deutsche Euroshop	+2%	+2%	+1,1%	+1,2%	+2,5%
ECP	+4,7%	+4,7%	+3,8%	+3%	+2,8%
IGD	+1,1%	+0,1%	0%	+3,1%	+0,5%
Klépierre	+5,3%	+1,4%	+0,1%	+1,6%	+2,2%
Mercialys	+7,5%	+6,1%	+2,6%	+3,2%	+4,3%
Unibail	+7,7%	+3,9%	+1,4%	+4,6%	+4,2%
Moyenne	+4,7%	+2,7%	+1,1%	+2,5%	+2,8%

Variation du CA des commerçants

	2008	2009	2010	2011	2012
Altaréa	-0,9%	+4%	+2,3%	+0,6%	+2%
Citycon	+3,6%	+5,2%	+3%	+4%	+4%
Corio	+1,1%	+0,9%	+1,3%	-0,7%	-0,8%
Deutsche Euroshop	+0,4%	-2,5%	-0,1%	-0,8%	+0,2%
ECP	-1,1%	0%	+1,9%	-1,5%	+0,7%
IGD	-1%	nd	+1,6%	-2,9%	-3,1%
Klépierre	-0,1%	-1,6%	+1,2%	-0,8%	-0,4%
Mercialys	0%	-1,1%	+0,8%	+0,9%	+1,5%
Unibail	-0,9%	-1,9%	+3%	+2,8%	+2,5%
Moyenne	+0,1%	+0,4%	+1,7%	+0,2%	+0,7%

Taux d'effort (Loyers/CA)

	2008	2009	2010	2011	2012
Altaréa	9%	9,5%	9,3%	9,3%	10,1%
Citycon	8,5%	8,6%	8,4%	8,9%	8,9%
Corio	nd	nd	nd	nd	nd
Deutsche Euroshop	nd	8,3%	8,2%	8,2%	8,3%
ECP	7,9%	7,8%	7,8%	8%	8,1%
IGD	nd	nd	nd	nd	nd
Klépierre	9,8%	10,3%	11,1%	11,4%	11,5%
Mercialys	8,2%	8,6%	8,9%	9,4%	9,9%
Unibail	11,6%	11,7%	12%	12,6%	13,1%
Moyenne	9,2%	9,3%	9,4%	9,7%	10%

1 Relations investisseurs

Nos engagements : rencontre des investisseurs..., page 44

Nos engagements : rendre compte de notre gestion auprès des investisseurs, page 45

Encours du fonds, page 46

Répartition des investisseurs, page 46

Des principes de gestion inchangés, page 46

Des indicateurs spécifiques de suivi des risques, page 46

2 Portefeuille

Composition au 31/12/2013, page 47

Positionnement du fonds en 2013, page 48

Nos choix d'investissements, page 49

Un écart de valorisation favorable à la surperformance, page 49

Les principaux mouvements, page 50

Rotation du portefeuille, page 50

Répartition du courtage, page 50

Liquidité du fonds, page 51

NOS ENGAGEMENTS : RENCONTRE DES INVESTISSEURS...

RENCONTRES INDIVIDUELLES

140
Investisseurs
rencontrés
en 2013

Institutionnels : Nous prenons un engagement de disponibilité, de réactivité, et d'information sur le secteur.

Multigestion : Nous prenons un engagement de transparence.

Indépendants : Nous prenons un engagement de présence qualitative et d'accessibilité.

RÉUNIONS INVESTISSEURS : NOS RENDEZ-VOUS ANNUELS

5 février 2013
"Repères et Stratégie
d'investissement"

2 octobre 2013
Table ronde
100% Immobilier

2012 ANALYSES & PERSPECTIVES 2013



GESTION 21

Mardi 5 février 2013 de 8h30 à 11h
à l'hôtel Intercontinental
2, rue Scribe Paris 9ème
Salon Messager

"Échanger et débattre
avec des experts sectoriels
sur l'analyse et les perspectives
des marchés actions,
tel est l'objet de cette matinée
dédiée à l'investissement"

GESTION

Intervenants :

Christophe KULLMANN, président Foncière des régions
Samuel HENRY-DIESBACH, analyste immobilier Kepler
Thomas JACQUET, analyste assurance Exane
Georges DIENG, analyste automobile Natixis
Laurent GAUVILLE et Daniel TONDU, Gestion 21

Bruno RAMBAUD
b.rambaud@gestion21.com

40
Investisseurs
présents

Programme
Table ronde 100% Commerce

2 octobre 2013
8h30 - 10h00

Hôtel Intercontinental, 2 rue scribe Paris

Les centres commerciaux face à l'évolution
des modes de consommation

Organisée par :

GESTION Laurent GAUVILLE, gérant du FCP IMMOBILIER 21
Daniel TONDU, gérant du FCP-ACTIONS 21

Animée par :

Christophe TRICAUD, Rédacteur en Chef, Pierrepapier.fr

Avec la participation de :

unibail-rodamco
Paul DOUAY
Directeur Investissements

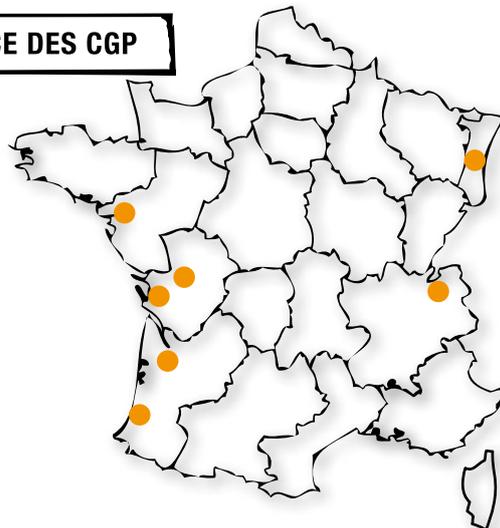
DARTY
Emmanuel Le ROCH
Directeur Immobilier

Bérénice
Érôme MASSA
Directeur Général

50
Investisseurs
présents

RÉUNIONS INVESTISSEURS : TOUR DE FRANCE DES CGP

	Ville	CGP
Avril	Biarritz	7
Avril	Bordeaux	26
Mai	Strasbourg	7
Juin	Nantes	7
Juin	Niort	30
Août	Biarritz	6
Novembre	La Rochelle	9
Décembre	Chambéry	4



NOS ENGAGEMENTS : RENDRE COMPTE DE NOTRE GESTION AUPRÈS DES INVESTISSEURS

Mois	Documents	Libellé
Janvier	Point mensuel	Quelle stratégie d'investissement en 2013 ?
Janvier	Rapport Annuel	Rapport Annuel 2012
Février	Point mensuel	Les enseignements des publications 2012
Mars	Point mensuel	Bilan du premier trimestre 2013
Mars	Etude	Couple rendement/risque du secteur immobilier coté Zone Euro
Avril	Point mensuel	IMMOBILIER 21 : une volatilité boursière de 40% inférieure au CAC 40
Mai	Point mensuel	L'immobilier coté présente toujours une décote favorable
Juin	Point mensuel	+3,7% de surperformance pour IMMOBILIER 21 au 1er semestre
Juin	Flash	Notre scénario taux à 3 ans
Juillet	Point mensuel	Premier bilan des publications semestrielles
Août	Point mensuel	Performance 2013 de l'immobilier coté
Septembre	Point mensuel	Et si la hausse des taux d'intérêts était modérée ?
Octobre	Point mensuel	Les centres commerciaux face à l'évolution des modes de consommation
Octobre	Etude	Les centres commerciaux face à l'évolution des modes de consommation
Novembre	Point mensuel	Notre prévision de taux de vacance à 3 ans pour les bureaux Ile-de-France
Décembre	Point mensuel	Notre performance 2013 conforme à notre objectif de +10% par an à 3 ans

NOS PUBLICATIONS EN 2013

GESTION 21 ET LA PRESSE EN 2013

Mois	Interview	Média
Juin	Interview de Laurent Gauville sur l'attrait des foncières européennes	
Octobre	Interview de Laurent Gauville comme contribution au dossier spécial sur l'immobilier 2013	
Décembre	Interview de Laurent Gauville	

TÉMOIGNAGES D'INVESTISSEURS À LONG TERME

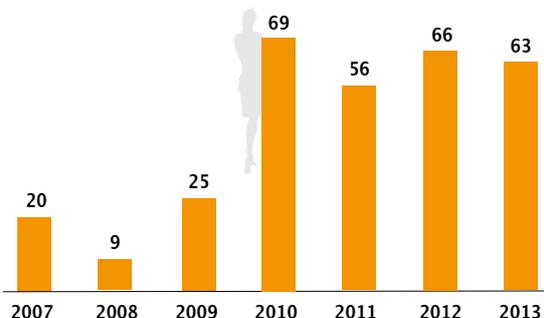


"La sélection du fonds IMMOBILIER 21 est un choix fondamental nous donnant accès à une gestion regroupant, à mon sens, les points essentiels suivants : une expertise de qualité, un fort degré de transparence et de professionnalisme, une réelle pertinence dans la recherche et l'analyse. En synthèse, une excellente gestion de spécialistes que nous suivons depuis sa création."
Sandrine Vincelot-Guiet, VEGA IM



"La qualité des prestations de GESTION 21 n'est plus à démontrer. Les performances sont au rendez-vous et les gérants restent fidèles à un process de gestion simple et clairement exposé. L'attention portée au management des sociétés et à la politique mise en oeuvre est un atout important dans la prise de décision du gérant et, année après année, les résultats confortent la méthode. En tant qu'investisseur de long terme, nous sommes attachés à ce style de gestion, à ses résultats et à GESTION 21."
Jean-Claude Guimiot, Agricola Epargne

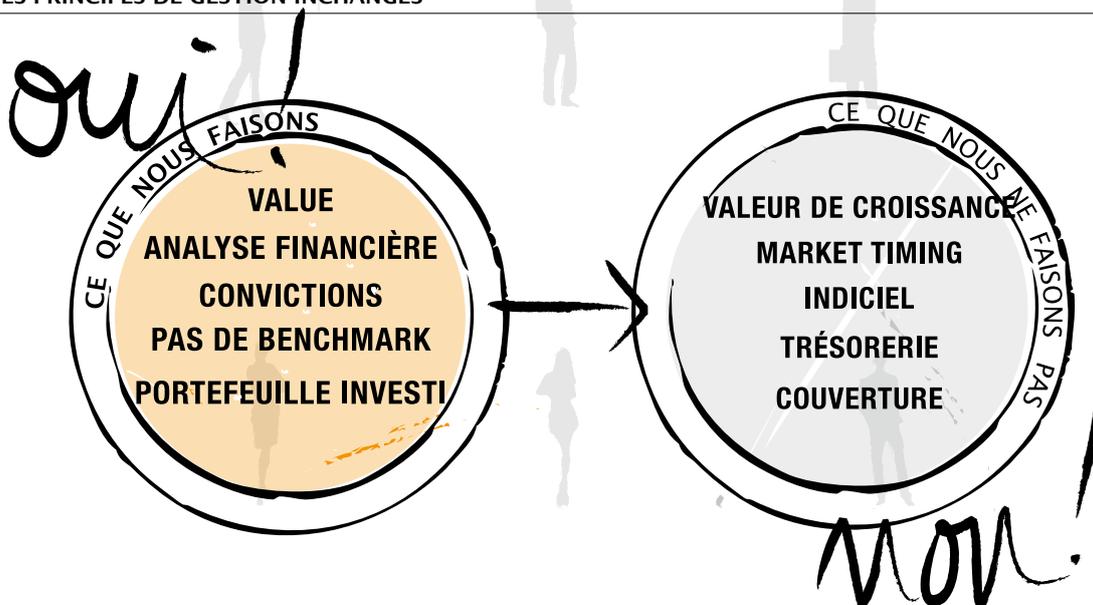
Encours du fonds



Répartition des investisseurs d'IMMOBILIER 21

	Poids
Institutionnels	74%
Fonds de fonds	22%
CGP / Personnes physiques	4%

DES PRINCIPES DE GESTION INCHANGÉS



DES INDICATEURS SPÉCIFIQUES DE SUIVI DES RISQUES

Historique des travaux de recherches appliqués

Année	Publications & recherches
1997	Modèle de prévision de la vacance à 3 ans
2000	Le ratio loyer "prime"/salaires
2002	Le taux d'effort dans les centres commerciaux
2009	Le taux d'intérêt critique
2011	Le point mort d'ANR
2012	Une gestion active de la décote

PORTEFEUILLE



Composition du portefeuille au 31/12/2013

Nom	Pays	Pondération
Foncière des Régions	France	9,6%
Icade	France	9,1%
Klépierre	France	6,9%
Mercialys	France	6,8%
Argan	France	4,9%
Beni Stabili	Italie	4,8%
Altarea	France	4,7%
Corio	Pays-Bas	4,7%
Unibail-Rodamco	France	4,6%
Tour Eiffel	France	4,6%
Terreis	France	4,3%
Vastned	Pays-Bas	4,2%
Foncière des murs	France	3,9%
IGD	Italie	3,8%
Cégéréal	France	3,5%
Immofinanz	Autriche	3,2%
Wereldhave	Pays-Bas	3%
CA Immobilien	Autriche	2,9%
Eurocommercial	Pays-bas	2,5%
Patrimoine et Commerce	France	2,2%
NSI	Pays-Bas	1,2%
Prime Office	Allemagne	1%
Selectirente	France	0,9%
Paref	France	0,7%
Frey	France	0,1%
ANF	France	0,1%
Trésorerie		2%

Pays	Nombre de valeurs	Pondération
France	16	67%
Pays-Bas	5	15%
Italie	2	9%
Autriche	2	6%
Allemagne	1	1%
Trésorerie	-	2%

POSITIONNEMENT DU FONDS EN 2013

Un couple rendement / risque attractif

		IEIF	IMMOBILIER 21
INDICATEURS DE RENDEMENT	Multiple de cash flow 2013e	15,8x	12,8x
	Rendement en dividende 2013e	5,4%	6,1%
	Rentabilité locative de la valeur d'entreprise	5,8%	5,8%
INDICATEURS FINANCIERS	LTV	48%	46%
	ICR	2,6 ans	3,1 ans
	Taux d'intérêt critique	11%	11,7%
FORCE DE RAPPEL	Décote/surcote (ANR de liquidation)	-9%	-17%
	Point mort d'ANR	-5%	-9%
	Prix au m2 implicite	2 293€	2 869€
INDICATEURS BOURSIER	Béta vs IEIF ZE (1 an glissant)	-	0,79
	Béta vs CAC 40 (1 an glissant)	0,60	0,46
	Volatilité (1 an glissant)	13,5%	11,2%

Répartition par pays :

	Déc.11	Déc.12	Déc.13
Allemagne	0%	0%	1%
Autriche	0%	6%	6%
Belgique	0,6%	0,5%	0%
Finlande	1%	2%	0%
France	77%	69%	67%
Italie	1%	6%	9%
Pays-Bas	18%	17%	16%

Répartition par type d'actif (décembre 2013) :

	Indice	I21	Ecart
Centre commerciaux	40%	38%	-2pts
Bureaux	39%	50%	+11pts
Logements	11%	1%	-11pts
Logistique	2%	3%	+1pt
Autres	9%	9%	+1pt

Répartition par capitalisation :

	Déc.11	Déc.12	Déc.13
<1Md€	37%	34%	37%
>1Md€	63%	66%	63%

Exposition aux pays périphériques :

	Déc.11	Déc.12	Déc.13
Europe du Nord	87%	83%	81%
Europe du Sud	13%	17%	19%

NOS CHOIX D'INVESTISSEMENT

- **Choix par capitalisation :**

Préférence pour les petites et moyennes valeurs.

- **Choix par typologie d'actifs :**

Préférence pour les centres commerciaux et les bureaux France.

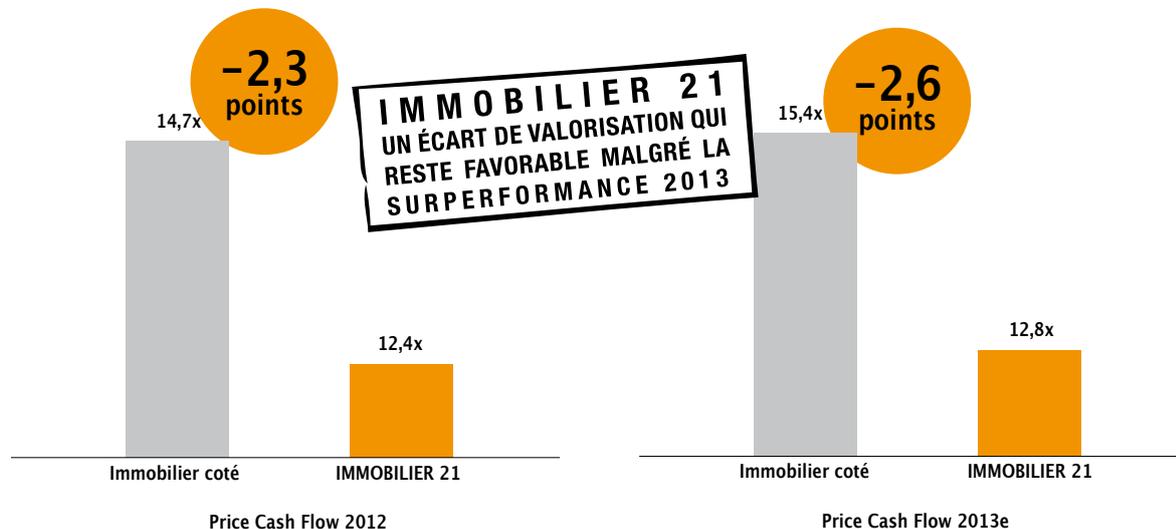
- **Choix par zone géographique :**

Préférence pour les zones avec un potentiel de convergence important.

- **Choix de valeur :**

Foncières "non prime" présentant une forte décote de valorisation.

ÉCART DE VALORISATION ENTRE IMMOBILIER 21 ET LE SECTEUR



LES PRINCIPAUX MOUVEMENTS DU PORTEFEUILLE

	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin
Valeurs entrantes ou renforcées	Klémurs (+1%)	IGD (+1%)	Altaréa (+1%)	Mercialys(+2%) Foncières des Régions (+1%) Sponda (+1%)	Mercialys (+2%)	Unibail (+2%) Sponda (+1%) Eurocommercial (+1%)
Valeurs sortantes ou allégées	Foncière des Régions (-2%) Unibail (-2%)	-	Klémurs (-2%)	Unibail (-2%)	Corio (-2%)	Foncière des Régions (-1%)

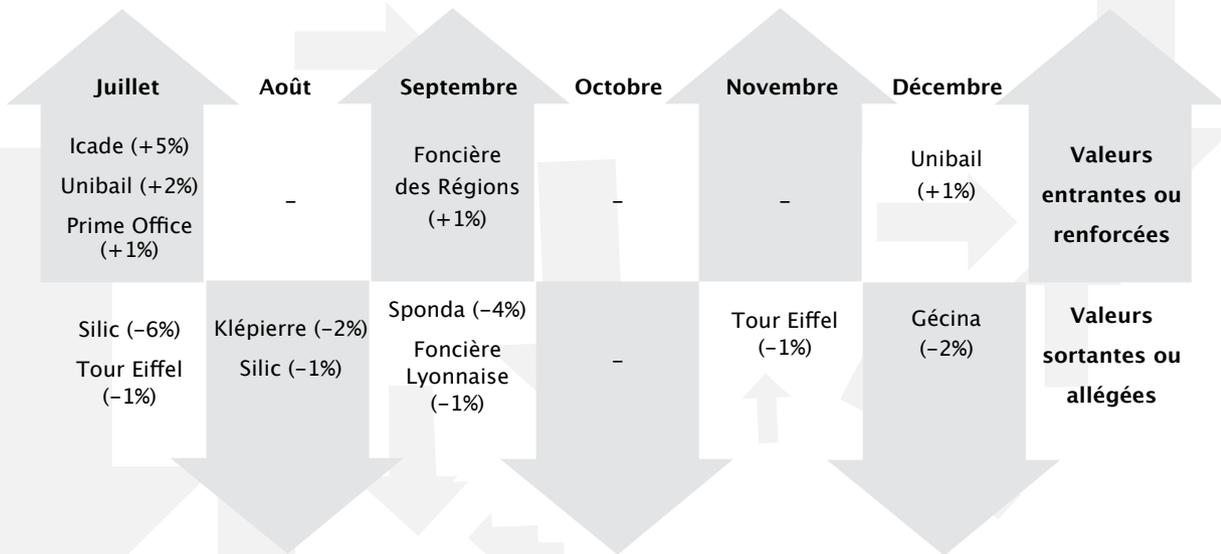
ROTATION DU FONDS

Rotation nette des souscriptions / rachats

2008	155%
2009	43%
2010	15%
2011	-2%
2012	19%
2013	35%

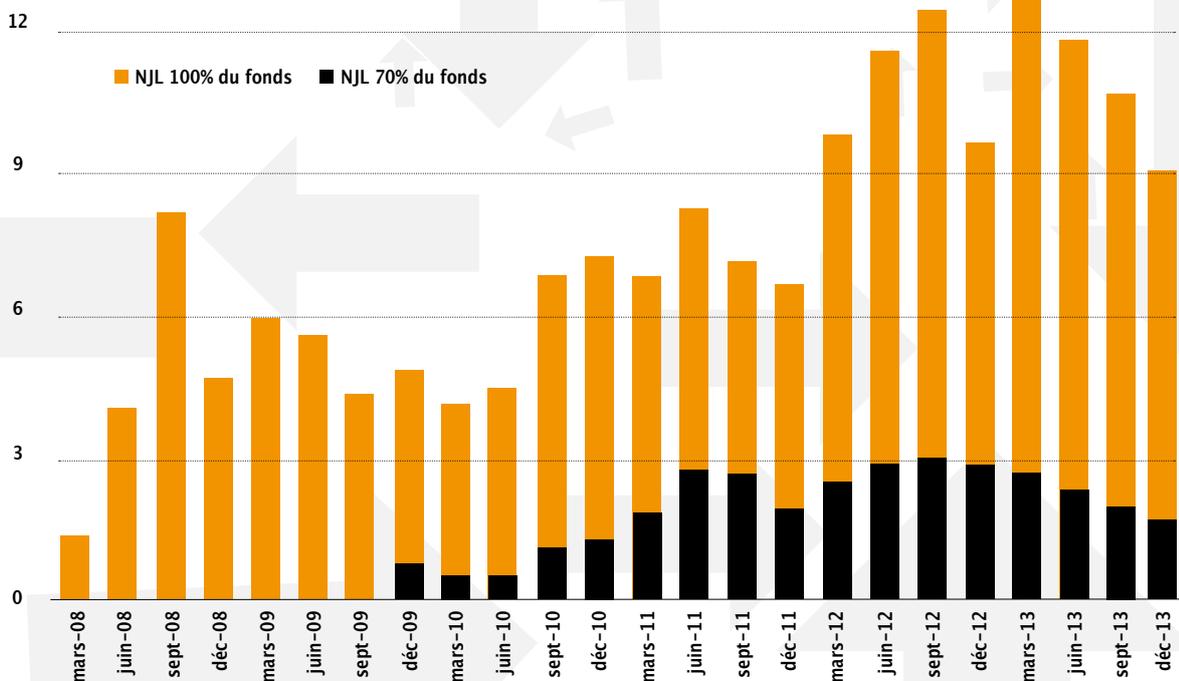
RÉPARTITION DU COURTAGE

	2007-08	2009	2010	2011	2012	2013
Courtier 1	6%	12%	12%	6%	16%	16%
Courtier 2	-	-	-	16%	18%	14%
Courtier 3	12%	16%	16%	16%	18%	12%
Courtier 4	23%	15%	17%	15%	16%	12%
Courtier 5	-	-	-	-	-	17%
Courtier 6	16%	15%	17%	15%	16%	10%
Courtier 7	7%	11%	8%	9%	5%	8%
Courtier 8	13%	12%	18%	11%	6%	7%
Courtier 9	24%	19%	12%	12%	5%	5%



LIQUIDITÉ DU FONDS

Evolution de la durée de liquidation de l'ensemble des lignes du portefeuille



Au 31/12/2013 et sur la base de 100% des volumes moyens 1 an, la moyenne des durées de liquidation des valeurs pondérée par le poids dans le fonds était de 2 jours pour 70% du fonds et 9 jours pour 100%.

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

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

Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Ce document ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil personnalisé. Nous vous recommandons de vous informer soigneusement avant toute décision d'investissement. Toute souscription dans nos fonds doit se faire sur la base du prospectus et du DICI actuellement en vigueur et disponibles sur la base GECO de l'Autorité des Marchés

Financiers ou sur simple demande auprès de GESTION 21.

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

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

Risque lié à la gestion discrétionnaire :

Le style de gestion discrétionnaire appliqué aux fonds repose sur la sélection de valeurs.

Il existe un risque que les OPCVM ne soient pas investis à tout moment sur les valeurs les plus performantes. La performance des fonds peut donc être inférieure à l'objectif de gestion.

Laurent Gauville - l.gauville@gestion21.fr

Pierre Pougnet - p.pougnet@gestion21.fr

Daniel Tondu - d.tondu@gestion21.fr

Bruno Rambaud - b.rambaud@gestion21.fr

Valérie Salomon Liévin - v.salomon@gestion21.fr

Immobilier 21 (IC) FR 00 10 54 07 16

Immobilier 21 (ID) FR 00 10 54 18 54

Immobilier 21 (AC) FR 00 10 54 18 21

Immobilier 21 (AD) FR 00 10 54 18 39

www.gestion21.fr

Dépositaire : Caceis Bank France

Commissaire aux comptes : Deloitte