

IMMOBILIER 21

RAPPORT ANNUEL 2009

GESTI**21**N

PERFORMANCE* +53%

SURPERFORMANCE +7%

1^{ER} FONDS SUR 38

**Les performances passées ne préjugent pas des performances futures*

GESTION 21 a obtenu son agrément AMF en Juillet 2007.

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

L'équipe de gestion :

Laurent Gauville



Guillaume Morin



Daniel Tondu



*** AVERTISSEMENT :**

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

Le classement Europerformance est retraité des fonds possédant plusieurs catégories de parts.

PLAN

INTRODUCTION	3
PREMIERE PARTIE : PERFORMANCE	6
1. LA PERFORMANCE DU FONDS IMMOBILIER 21 EN 2009	7
2. LA PERFORMANCE DU FONDS IMMOBILIER 21 SUR 2 ANS	9
3. TRACK RECORD	11
4. PERFORMANCE DE L'IMMOBILIER COTE EN 2009	12
DEUXIEME PARTIE : LES MARCHES IMMOBILIERS	13
1. LE MARCHE DE L'INVESTISSEMENT	14
a) LES VOLUMES	14
b) L'EVOLUTION DES TAUX DE CAPITALISATION « PRIME »	15
2. LE MARCHE LOCATIF	17
a) LE MARCHE DE BUREAUX EN EUROPE	17
b) LES CENTRES COMMERCIAUX	22
TROISIEME PARTIE : LA GESTION DU PORTEFEUILLE IMMOBILIER 21	25
1. PRESENTATION DU FONDS	26
a) CARTE D'IDENTITE DU FONDS	26
b) CHRONOLOGIE DE GESTION	26
c) LE PORTEFEUILLE	27
2. UN COUPLE RENDEMENT-RISQUE ATTRACTIF	31
a) CARTOGRAPHIE DES RISQUES	31
b) ANALYSE DE LA VALORISATION	36
c) RETOUR DU POTENTIEL DE DIVERSIFICATION	38
ANNEXES	43
LES INDICES D'INDEXATION	44
LE TAUX D'INTERET CRITIQUE	45
PERFORMANCE DES FONCIERES COTEES EN 2009	48
COMPTES ANNUELS SUR DEMANDE	

RESUME

En 2009 les résultats du FCP IMMOBILIER 21 sont :

**1^{er} fonds de sa
catégorie**

- Performance : + 53%
- Surperformance : +7% (IEIF zone euro div.nets réinvestis : +47%)
- Classement Europerformance* : 1er sur 38 (fonds actions immobilières et foncières)

*Le classement est retraité des fonds possédant plusieurs catégories de parts

2009 s'est traduit par une activation progressive des forces de rappel traditionnelles du secteur qui deviennent des repères de valorisation plus pertinents en raison de la normalisation de l'économie et des marchés financiers. Le point central de l'année 2009 est la réduction très significative du risque en capital du secteur.

**Forte réduction
du risque en
capital**

En 2009, les foncières en actant la hausse des rentabilités exigées dans les publications d'ANR, et en réalisant des actes de gestion soulageant le poids de la dette dans leur bilan (cessions, dividende en action) ont réduit le risque en capital du secteur. L'année se termine par des anticipations de stabilisation voir de hausse des actifs nets réévalués pour 2010.

**Caractère
défensif confirmé**

L'année 2009 à l'image de 2008 se traduit par une nouvelle hausse des cash flow des foncières. Ce constat confirme le caractère défensif du secteur et le singularise des autres secteurs. En 2010, notre scénario est une stabilisation des cash flow des foncières.

**Un couple
rendement
risque attractif**

Quant au risque locatif, la production modérée de m2 devrait lui permettre de bénéficier de l'amélioration de l'environnement économique. Avec un rendement économique annuel de 8% (inverse du multiple de cash flow), le secteur permet d'attendre sereinement l'amélioration des perspectives de croissance tout en offrant dès à présent un couple rendement risque attractif.

**Retour du
potentiel de
diversification**

Le secteur rentre dans un cycle de revenu où le potentiel de diversification est historiquement plus élevé.

**Éligibilité au
P.E.A.**

Évènement janvier 2010 : le fonds est devenu éligible au PEA car la loi de finances 2010 a rendu éligible au PEA l'ensemble des sociétés immobilières de la zone Euro ayant un statut fiscal équivalent à celui des SIIC françaises (société d'investissement immobilier coté).

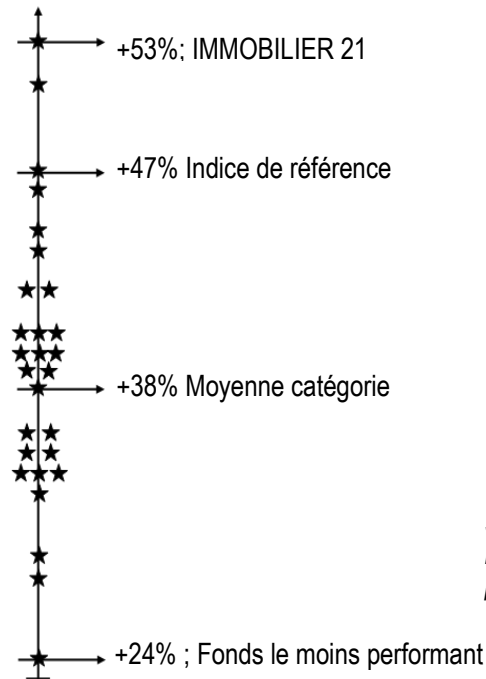
LA PERFORMANCE

- **PERFORMANCE DU FONDS**
- **PERFORMANCE DES FONDS IMMOBILIERS**
- **PERFORMANCE DE L'IMMOBILIER COTÉ EN 2009**

PREMIERE PARTIE : PERFORMANCE

1. LA PERFORMANCE DU FONDS IMMOBILIER 21 EN 2009

1 an : surperformance de +7%



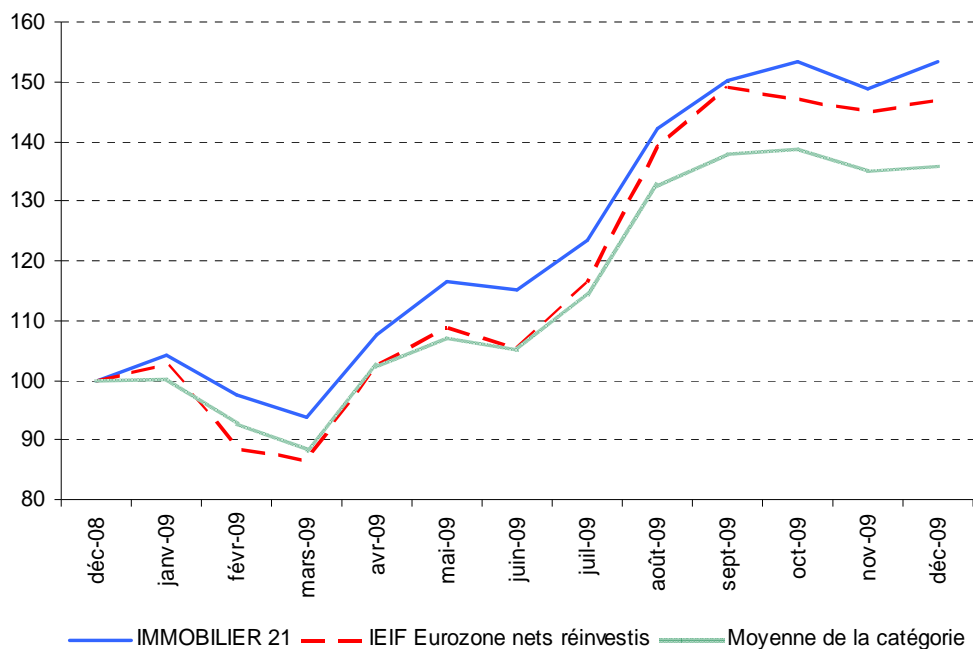
Performance 1 an*	
IMMOBILIER 21 part IC	+53.4%
Indice IEIF Eurozone Div. nets réinvestis	+46.8%
Surperformance	+6.6%

* Au 31/12/2009

Classement 1 an*	
IMMOBILIER 21 part IC	1 ^{er} sur 38

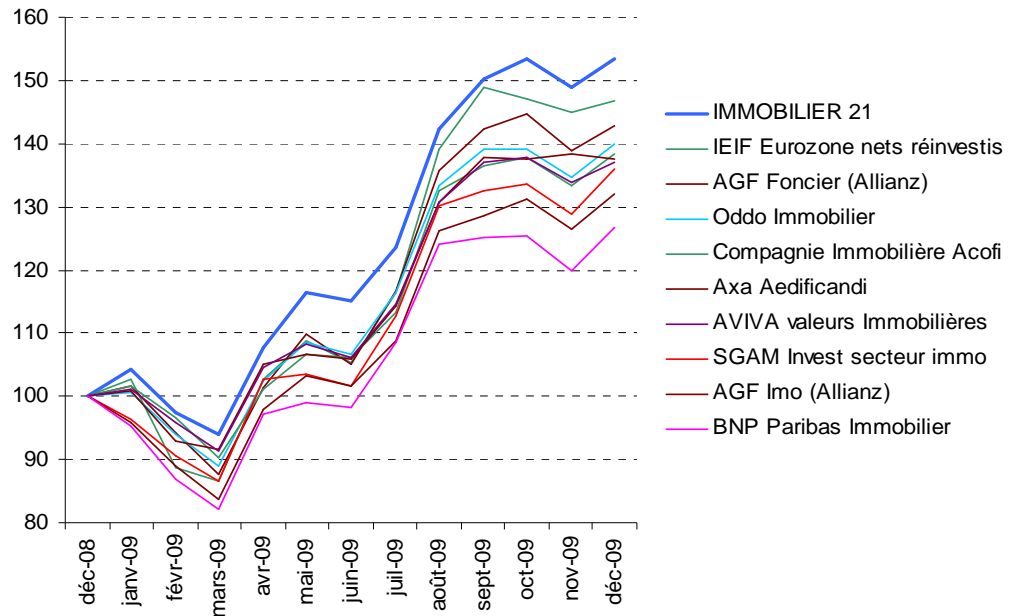
Source : Europerformance.

Le classement Europerformance est retraité des fonds possédant plusieurs parts.



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

➤ COMPARAISON DE LA PERFORMANCE 2009 AVEC UN PANEL DE FONDS IMMOBILIERS

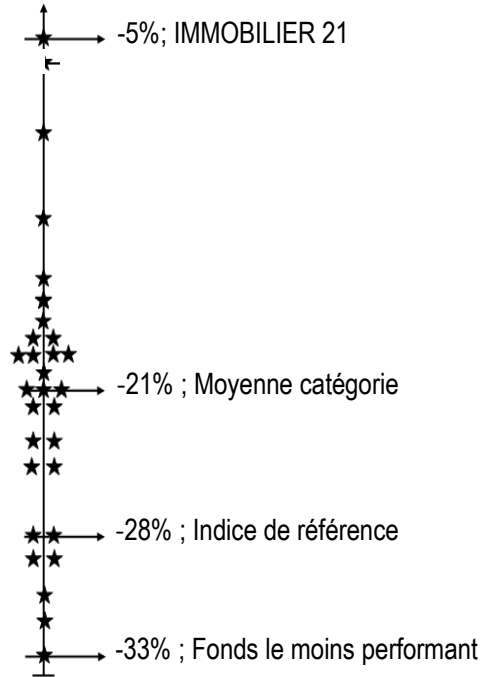


* Au 31/12/2009

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

2. LA PERFORMANCE DU FONDS IMMOBILIER 21 SUR 2 ANS

2 ans : surperformance de +23%

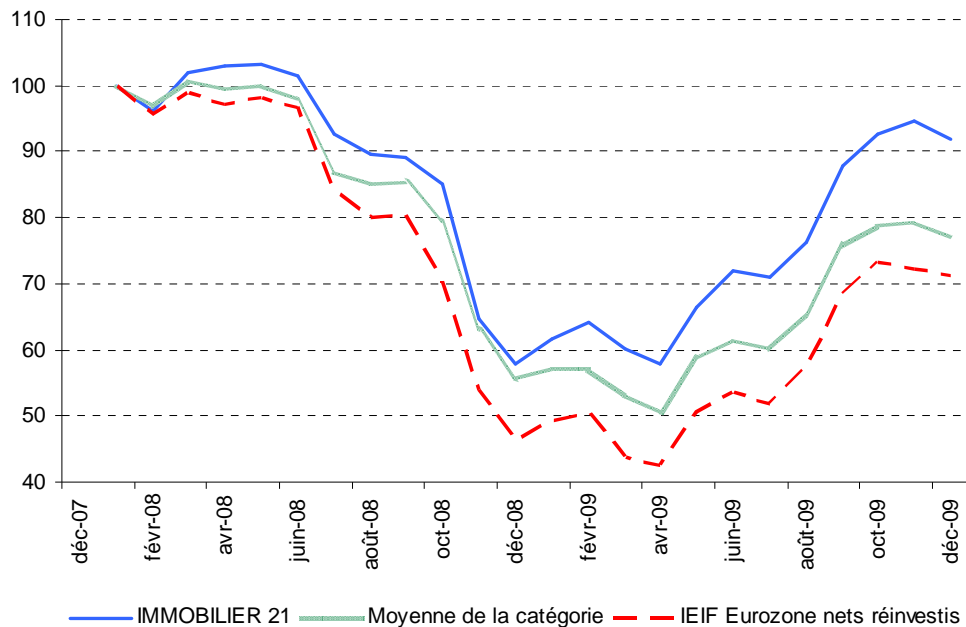


Performance 2 ans*	
IMMOBILIER 21 part IC	-5%
Indice IEIF Eurozone Div. nets réinvestis	-28%
Surperformance	+23%

*Au 31/12/2009

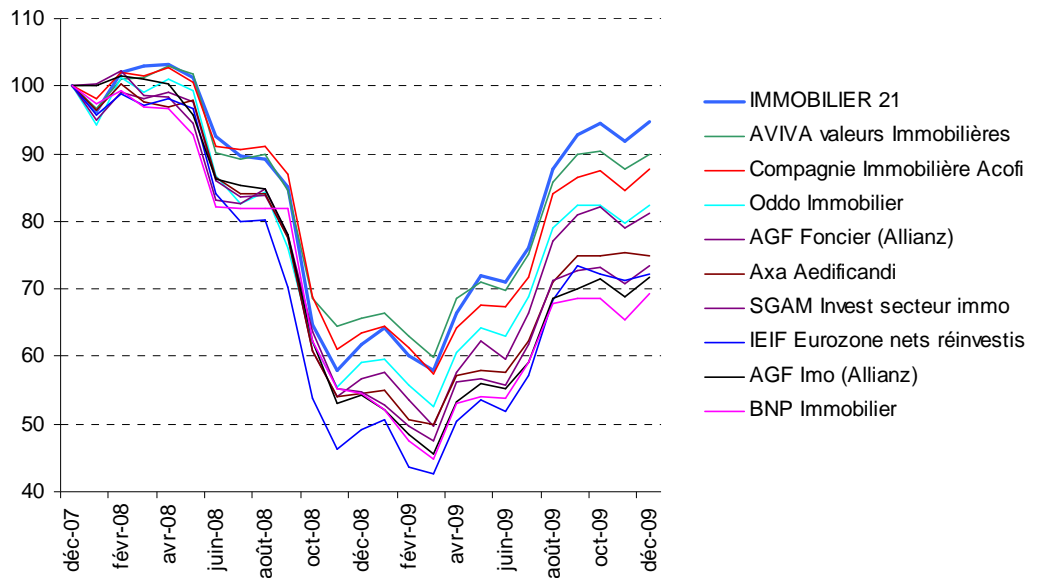
Classement 2 ans (104 semaines)	
IMMOBILIER 21 part IC	1 ^{er} sur 35

Source : Europerformance.
Le classement Europerformance est retraité des fonds possédant plusieurs parts.



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

➤ COMPARAISON SUR 2 ANS DE LA PERFORMANCE AVEC UN PANEL DE FONDS IMMOBILIERS



Fonds immobiliers	Performance 2 ans*
IMMOBILIER 21	-5%
AVIVA Valeurs immobilières	-9%
Compagnie Immobilière Acofi	-12%
Oddo Immobilier	-18%
AGF Foncier (Allianz)	-19%
Axa Aedificandi	-23%
SGAM Invest secteur Immo	-25%
IEIF Eurozone Div.net.s réinvestis	-28%
AGF Immo (Allianz)	-29%
BNP Paribas Immobilier	-31%

* Au 31/12/2009

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

3. TRACK RECORD

 Performance annualisée* de +11% sur 12 ans

(1998-2009)

+11.0%

IEIF div.nets.réinvestis

+7.0%

 9 années de surperformance sur 12

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

•**Période 1** : La performance du fonds «Compagnie Immobilière Acofi» de Juin 1999 à Juin 2007 période durant laquelle Laurent Gauville était le gérant

•**Période 2** : 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

•**Période 3** : La performance du fonds «IMMOBILIER 21» du 27 Novembre 2007 au 31/12/2009

Track Record de sur/sous performance			
Surperformance		Sous performance	
1998	+1%		
1999	+5%		
2000	+14%		
2001	+2%		
2002	+7%		
2003	+2%		
		2004	-4%
		2005	-12%
		2006	-9%
2007*	+10%*		
2008	+13%		
2009	+7%**		

Les 3 années de sous performance 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.

* 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.

Source : GESTION 21

4. PERFORMANCE DE L'IMMOBILIER COTE EN 2009

➤ PAR ZONE GEOGRAPHIQUE

Performance par zone géographique

Pays / Région	Performance 2009
Zone Euro	+47%
Asie	+39%
États-Unis	+27%
Autriche	+268%
Finlande	+52%
France	+47%
Pays Bas	+39%
Allemagne	+32%
Royaume Uni	+23%
Belgique	+9%
Espagne	-53%

Source : IEIF

Hormis l'Espagne les zones géographiques affichent toutes des performances positives. L'Autriche a même rebondi de 270% en 2009, après une baisse de 85% en 2008. Cette hausse s'est généralisée à l'ensemble des continents (États-Unis +27%, Europe +36%, Asie +39%).

➤ PAR PERIODE

Les actions des sociétés foncières cotées ont connu trois phases distinctes de performance en 2009 :

- une première phase allant du 1^{er} janvier au 9 mars qui marque le point bas de la crise
- une seconde période de rebond du 10 mars au 19 octobre
- une troisième phase de stagnation/consolidation d'octobre à décembre

	Janvier - Mars	Mars - Octobre	Octobre - Décembre
IEIF Eurozone Div. nets réinvestis	-26%	+112%	-6%

Source : IEIF

La performance globale sur l'année 2009 de l'indice de référence réinvesti est de +47%.

DEUXIEME PARTIE :

LES MARCHES IMMOBILIERS

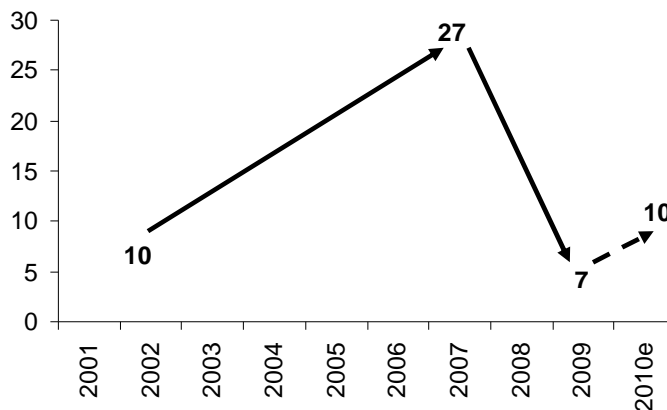
- LE MARCHÉ DE L'INVESTISSEMENT
- LE MARCHÉ LOCATIF

DEUXIEME PARTIE : LES MARCHES IMMOBILIERS

1. LE MARCHE DE L'INVESTISSEMENT

a) LES VOLUMES

Investissement en immobilier d'entreprise France (MdE)

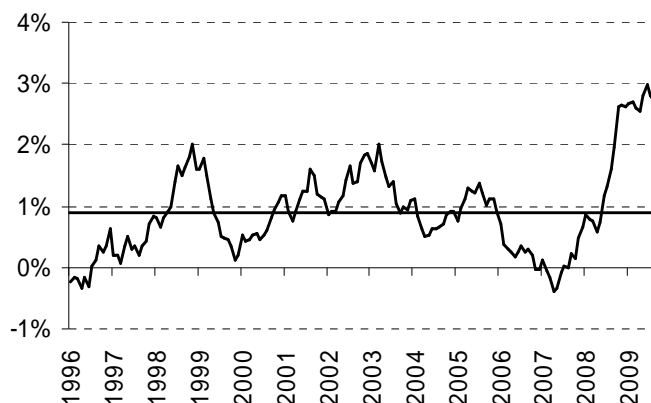


Source : CBRE

Après avoir touché un point bas lors du 1er trimestre 2009, nous avons progressivement assisté à une reprise sélective des investissements. La préférence des investisseurs s'est portée prioritairement sur les actifs « prime », synonyme d'une plus grande résistance locative de ces actifs à l'environnement.

Perspectives : Hausse des volumes

Prime de risque immobilière



Source : Exane / AFT

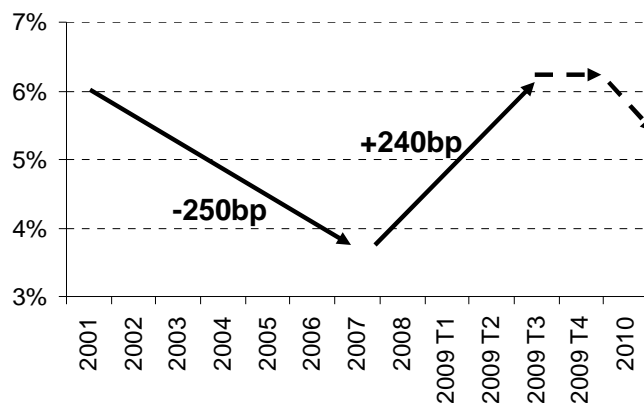
Le niveau historiquement élevé de la prime de risque devrait conduire à une hausse future des volumes d'investissement

b) L'ÉVOLUTION DES TAUX DE CAPITALISATION *PRIME*

➤ ÉVOLUTION DES TAUX DE CAPITALISATION « PRIME » PARIS QCA

Le secteur retrouve des niveaux de taux de capitalisation historiquement élevés, autour de 6% pour les meilleurs actifs.

Il est frappant de constater que la hausse depuis 2007 de 240bp est identique à la baisse observée entre 2001 et 2006. Le S2 2009 traduit une stabilisation des taux de capitalisation.

Perspectives : Baisse des taux de capitalisation « prime »**Taux de capitalisation Bureaux « prime » Paris QCA**

Source : BNP Paribas Real Estate

Le niveau historiquement élevé de la prime de risque immobilière devrait conduire à une baisse des taux de capitalisation limitée dans un premier temps aux actifs « prime »

➤ TAUX DE CAPITALISATION DANS LES PRINCIPALES VILLES EUROPEENNES

Le constat d'une stabilisation voir d'une baisse des taux de capitalisation observé sur le marché parisien à partir du 2ème semestre peut s'étendre à l'ensemble des marchés européens.

Taux de capitalisation Bureaux « prime » en Europe et variation T3/T4 2009



Source : CBRE

Les taux de capitalisation des actifs « prime » des métropoles européennes se situent autour de 6%.

L'évolution des taux de capitalisation sur les actifs « prime » entre le troisième et le quatrième trimestre 2009 confirme la stabilisation voir la baisse des taux de capitalisation.

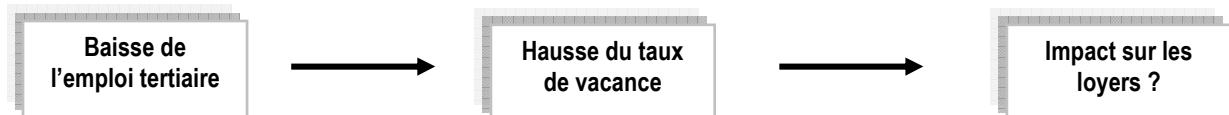
2. LE MARCHE LOCATIF

a) LE MARCHE DE BUREAUX EN EUROPE

Les bureaux représentent 24% du portefeuille à fin 2009.

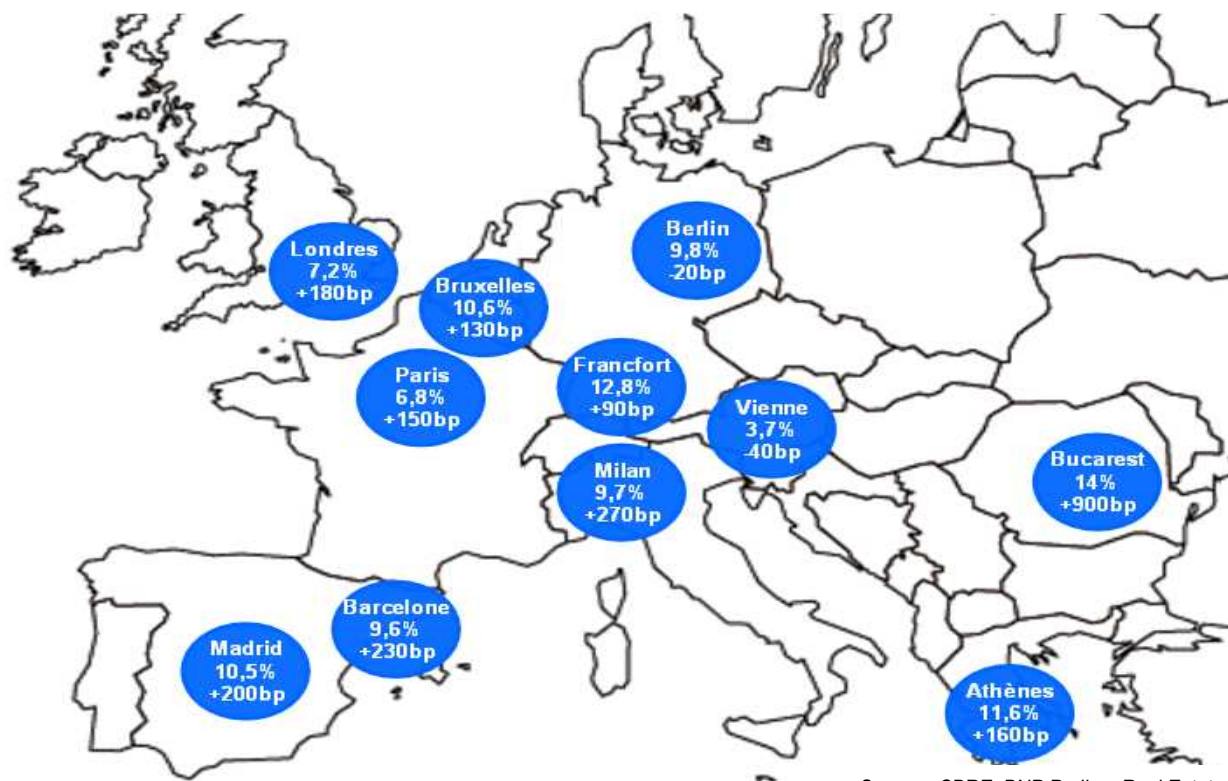
La hausse générale des taux de vacance observée sur les marchés de bureaux européens traduit l'impact de la crise sur l'économie réelle. La courroie de transmission étant les destructions d'emplois tertiaires.

LE MODELE DE BASE



➤ LES TAUX DE VACANCE

Taux de vacance bureaux Europe – Variation T1/T3 2009



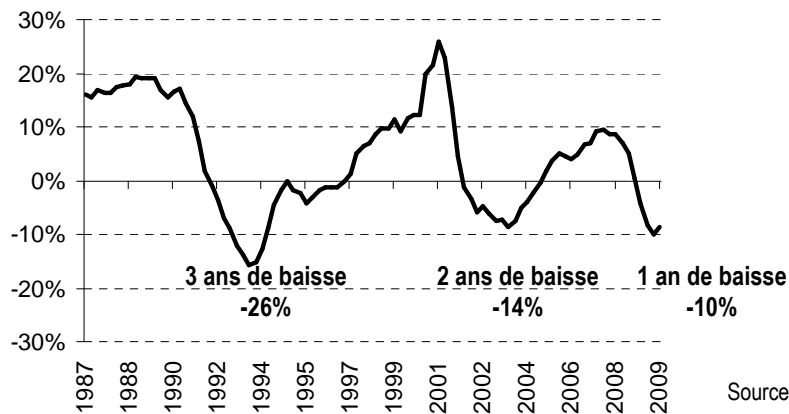
Source : CBRE, BNP Paribas Real Estate

La détérioration des taux de vacance observée sur les marchés immobiliers de bureaux est de l'ordre de +1,5% sur un an.

➤ IMPACT SUR LES LOYERS

La hausse des taux de vacance s'est accompagnée d'un changement de rapport de force entre propriétaires et locataires. La baisse moyenne des loyers de bureaux d'environ -10% en 2009 est la traduction chiffrée de ce rapport de force.

Variation annuelle des loyers de bureaux en Europe



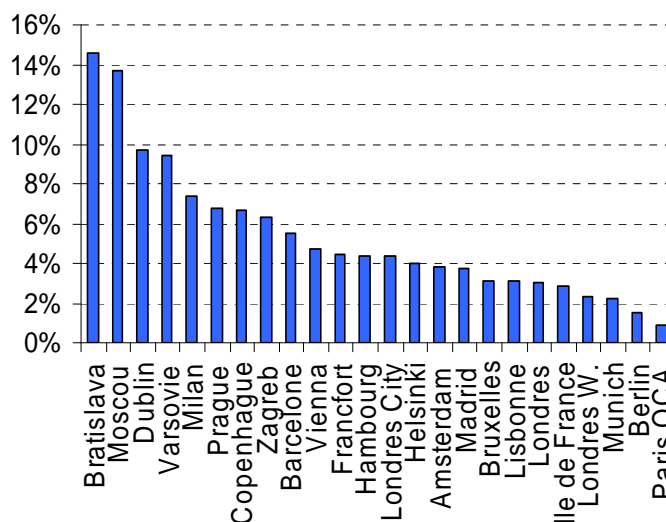
Perspectives

L'analyse historique de la durée des cycles locatifs ne permet pas d'envisager une reprise locative avant 2011, soit ans après le haut de cycle des loyers (S1 2008).

L'année 2010 devrait être une année de transition au niveau des loyers de bureaux avec un ralentissement de baisse des loyers (-5%) et dans l'attente d'une croissance génératrice d'emplois tertiaires.

Le marché français avec une livraison future de m² modérée par rapport aux autres pays de la zone euro devrait être le premier à bénéficier d'un changement de tendance de loyers.

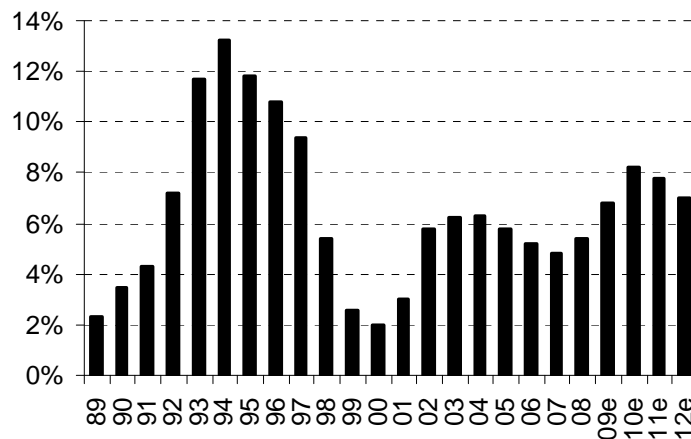
Livraisons futures de m² de bureaux en % du parc total



➤ LE MARCHE DE BUREAUX ILE DE FRANCE

2008-2009 n'est pas identique à 1992-1995 car la hausse de la vacance s'explique cette fois ci par une réduction de la demande (destructions d'emplois tertiaires) et non comme en 1990 par un excès d'offre de m². Le pic de taux de vacance sera beaucoup plus faible (environ 8% contre 14%).

Taux de vacance Paris



Source : Exane / GESTION 21

La hausse du taux de vacance en Ile de France sur un an est de +1,4 points (6,8% contre 5,4%). L'explication principale de cette hausse est la destruction d'emplois tertiaires. En 2009, plus de 100 000 emplois tertiaires ont été détruits soit 1,3% de l'emploi tertiaire total. C'est la première récession qui détruit des emplois tertiaires.

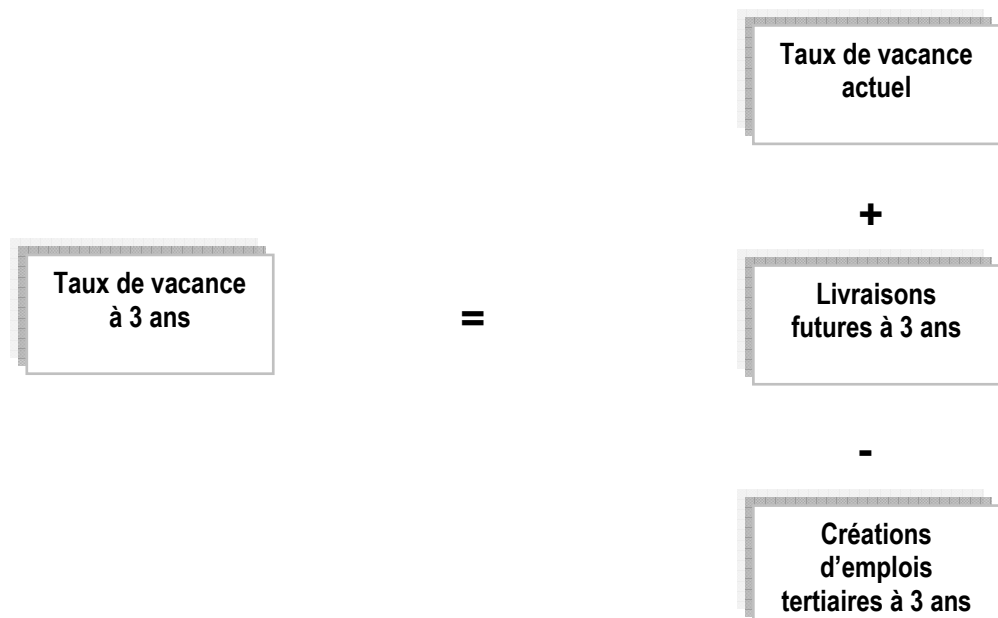
Nombre d'emplois par secteur d'activité marchand (millions)

	Emplois marchands			Sous-total	Emplois non marchand	TOTAL
	Primaire	Secondaire	Tertiaire			
Destruction/création d'emplois	-5 000	-350 000	-108 000	-463 000	30 000	-433 000
En % du nombre d'emploi du secteur	-0,9%	-7,0%	-1,3%	-3,0%	+0,4%	-1,9%

NOTRE SCENARIO DE TAUX DE VACANCE A TROIS ANS ILE DE FRANCE

L'analyse de l'évolution de l'emploi tertiaire et des livraisons d'immeubles neufs permet d'expliquer l'évolution future de la vacance et par conséquent l'évolution des loyers.

La visibilité des livraisons futures à trois ans nous a conduit à élaborer un modèle simple d'analyse prospectif de la vacance à trois ans. On retrouve dans ce modèle des hypothèses sur l'évolution de l'emploi tertiaire, composante demande du modèle et un recensement de l'échéancier des livraisons à trois ans, la composante offre. Le modèle consiste à ajouter au taux de vacance actuel les livraisons futures et soustraire les créations d'emplois tertiaires.



Composante offre : recensement des livraisons futures

La livraison de nouveaux immeubles sur les 3 prochaines années représente 2,2% de l'offre existante.

Offre future certaine de m² de bureaux à 3 ans

Année	Nombre de m ²	% du parc total
2010	750 000	1,4%
2011	300 000	0,6%
2012	125 000	0,2%
Total 3 ans	1 175 000	2,2%

Forte adaptation de l'offre à l'environnement économique.

Source : CBRE

Composante demande : hypothèses sur les créations d'emplois tertiaires

Le premier repère utile afin de formuler des hypothèses sur les créations d'emplois tertiaires est la référence historique. En moyenne sur les quarante dernières années l'emploi tertiaire a augmenté de +5,6% sur 3 ans.

Le second repère est d'utiliser le lien entre le PIB et l'emploi tertiaire. En moyenne sur les quarante dernières années la croissance de l'emploi tertiaire (y) est supérieure à celle du PIB (x) les variables étant liées par l'équation $y = 1,3x$.

Année	PIB	Croissance implicite de l'emploi tertiaire ($y=1,3x$)	..	PIB retenu par notre modèle	Croissance de l'emploi tertiaire retenue par notre modèle
2010	1,4%	1,8%		-0,5%	0%
2011	1,7%	2,2%		0,7%	1%
2012	1,7%	2,2%		0,7%	1%
Total		6,2%			2%

La visibilité sur les livraisons est forte, l'incertitude du modèle se situe au niveau des hypothèses d'emplois tertiaires. Par prudence nous avons retenu des chiffres très inférieurs en termes d'emplois tertiaire tant en référence aux données historiques (2% contre 5,6%) qu'au niveau des créations d'emplois découlant de la relations historique avec le PIB (2% contre 6,2%).

Taux de vacance 2013 = taux de vacance actuel + livraisons futures à 3 ans – créations d'emplois tertiaire à 3 ans

$$7\% = 6,8\% + 2,2\% - 2\%$$

En retenant des références historiques pour estimer les créations d'emplois tertiaires à 3 ans, on obtient un taux de vacance 2013 de 3%. Ceci conforte notre opinion d'une amélioration du risque locatif dès 2011, le pic de vacance de 8% devant être atteint fin 2010. Les foncières devraient progressivement annoncer l'activation de leur projets de développement pour bénéficier de l'amélioration du risque locatif et du risque de pénurie d'offre neuve sur 2011-2012.

b) LES CENTRES COMMERCIAUX

Les centres commerciaux représentent 59% du portefeuille à fin 2009.

➤ L'IMMOBILIER COTE : UNE PORTE D'ACCES PRIVILEGIEE AUX CENTRES COMMERCIAUX



Propriétaire	Unibail-Rodamco
Nom	Les Quatre Temps
Ville	La Défense
Surface (m ²)	130 000
Magasins	231
Fréquentation annuelle (M)	38



Propriétaire	Klépierre
Nom	Val d'Europe
Ville	Marne la Vallée
Surface (m ²)	105 000
Magasins	130
Fréquentation annuelle (M)	17

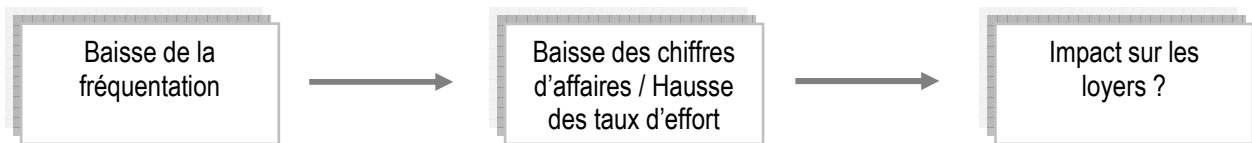


Propriétaire	Corio
Nom	Grand Littoral
Ville	Marseille
Surface (m ²)	120 000
Magasins	165
Fréquentation annuelle (M)	13



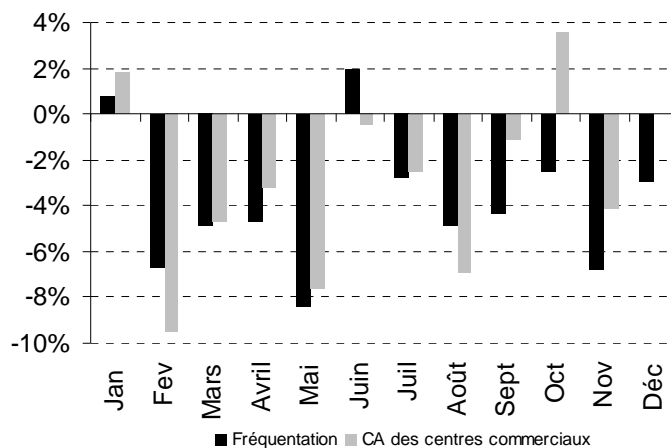
Propriétaire	Eurocommercial Properties
Nom	Passy Plaza
Ville	Paris
Surface (m ²)	8 000
Magasins	26
Fréquentation annuelle (M)	5

LE MODELE DE BASE



➤ BAISSÉ DE LA FREQUENTATION ET IMPACT SUR LES CHIFFRES D'AFFAIRES

Fréquentation et chiffre d'affaires des galeries commerciales



Cumul 2009 :
CA: -3,2%
Fréquentation : -3,7%

Source : Procos, CNCC

Les chiffres publiés par les foncières se comparent favorablement aux panels Procos. Ils démontrent également l'affirmation de la galerie comme locomotive du centre commercial. La comparaison directe avec les chiffres de la grande distribution conforte ce sentiment.

CA France	Évolution des CA au S1	Évolution des CA 2009
Mercialys	-1,6%	-0,5%
Casino	-4,2%	-2,7%

La galerie commerciale : nouvelle locomotive du centre commercial ?

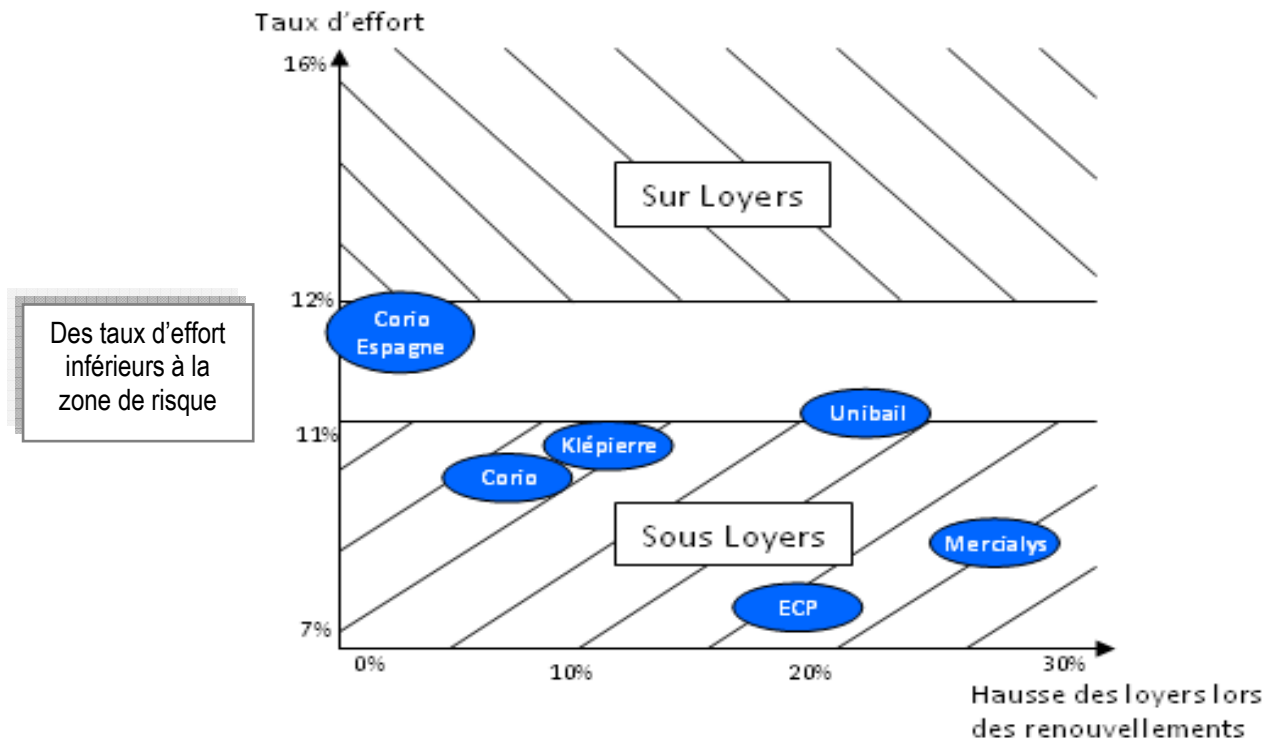
Les chiffres d'affaires réalisés par les galeries commerciales sont meilleurs que ceux des hypermarchés attenants. Ce simple constat suffit à modifier les rapports de force dans une industrie focalisée sur les volumes. Par ailleurs la fin de la course à la taille des hypermarchés les conduit à transformer des surfaces de l'hypermarché en surfaces intégrant la galerie commerciale.

Si ce phénomène de redéploiement des surfaces est encore récent et limité, nous accueillons favorablement ce processus car l'addition de nouvelles surfaces à la galerie renforcera son pouvoir d'attractivité. Il correspond selon nous à un processus structurel de redéfinition du mix produit de l'hypermarché en faveur des produits à forte fréquence d'achat à l'identique des galeries commerciales.

Malgré la baisse de la fréquentation et des chiffres d'affaires, la hausse des loyers lors des renouvellements se poursuit, car les taux d'effort sont inférieurs à la zone de risque. Ce constat général doit être nuancé au niveau de l'Espagne et des pays d'Europe centrale plus marqués par la crise.

1er semestre 2009	Taux d'effort	Hausse des loyers lors des renouvellements S1 2009
Eurocommercial	+8%	+18%
Mercialys	+9%	+27%
Corio	+9%	+9%
Klépierre	+10%	+11%
Unibail	+11%	+23%
Corio (Espagne)	+12%	0%

Taux d'effort et hausse des loyers des centres commerciaux des foncières



Conclusion

Les galeries des centres commerciaux démontrent leur résilience dans la crise. L'impact sur les loyers se limite à une croissance plus faible. Le caractère défensif des centres commerciaux se confirme. Cependant nous restons vigilants aux évolutions structurelles de ce secteur (internet, tailles des hypermarchés)

TROISIEME PARTIE :
LA GESTION DU FONDS

- LE PORTEFEUILLE
- UN COUPLE RENDEMENT-RISQUE ATTRACTIF

TROISIEME PARTIE : LA GESTION DU PORTEFEUILLE D'IMMOBILIER 21

1. PRESENTATION DU FONDS

a) CARTE D'IDENTITE DU FONDS

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

	Secteur	IMMOBILIER 21	
Indicateurs de rendement	Multiple de cash flow 2009e	13,3x	12,8x
	Rendement en dividende 2009e*	5,1%	5,5%
	Rentabilité locative de la valeur d'entreprise	7%	7,2%
Indicateurs financiers	LTV	38%	38%
	ICR	3,4 ans	2,6 ans
	Taux d'intérêt critique	10,8%	14,2%
Force de rappel	Décote/surcote	-13%	-12%
	Point mort ANR	-15%	-14%
	Prix au m ² implicite	3100€	2800€
Indicateurs boursiers	Béta (1 an glissant)	1	0,67
	Volatilité (1 an glissante)	31%	21%

Chiffres arrêtés au 31/12/2009 * des titres détenus en portefeuille

b) CHRONOLOGIE DE GESTION

2009	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre
Interventions		Présentation Investisseurs « Bilan 2008 & Perspectives 2009 »							Présentation investisseurs « Cap sur le revenu »			
Publications			Flash Immo: 10% de rendement	Publication article IEIF								
Valeurs sortantes ou allégées						FDR	Zublin					
Valeurs entrantes ou renforcées	Icade		Foncières des Régions (FDR)		Wereldhave			Eurocommercial Properties				Foncière Lyonnaise
	Gécina		Vastned Retail		FDR			IGD				
			Tour Eiffel									

c) LE PORTEFEUILLE AU 31/12/2009

	Pondération
Unibail-Rodamco	9,6%
Klépierre	9,2%
Vastned Retail	9,2%
Gécina	6,8%
Vastned Offices	5%
Corio	4,9%
Eurocommercial Properties	4,8%
Tour Eiffel	4,5%
Eurosic	4,5%
Mercialys	4,4%
Silic	3,9%
Icade	3,8%
Foncière Lyonnaise	3,4%
IGD	3,3%

Wereldhave	2,7%
Terreis	1,9%
Foncière Paris France	1,9%
Eurobank Properties	1,9%
Paref	1,8%
Argan	1,8%
Wereldhave Belgium	1,7%
Cégéreal	1,6%
Selectirente	1,6%
Klemurs	1,3%
Foncière des Murs	0,7%
Immobilière Frey	0,2%
Liquidités	3,5%

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	

➤ ALLOCATION GEOGRAPHIQUE DU PORTEFEUILLE

En 2009, nous sommes restés à l'écart des foncières cotées sur le marché autrichien, espagnol, allemand et finlandais.

Le tableau suivant représente la répartition géographique du patrimoine détenu par les foncières. Ainsi la détention de 7% d'immobilier en Espagne résulte de la détention par des foncières françaises et hollandaises de centres commerciaux situés en Espagne et non pas de la détention de foncières espagnoles dans le portefeuille.

Répartition géographique du patrimoine des foncières	Indice	IMMOBILIER 21
France	40%	56%
Pays-Bas	7%	11%
Espagne	7%	7%
Suède	6%	6%
Italie	3%	4%
CEE	11%	3%
Belgique	2%	3%
Allemagne	13%	1%
Autres	11%	9%

➤ ALLOCATION PAR TYPE D'ACTIFS

La transmission de la crise financière à l'économie nous a conduit à maintenir notre allocation élevée sur les centres commerciaux. Historiquement ces actifs présentent une cyclicité locative beaucoup plus faible que les bureaux.

Répartition par type d'actif au cours de l'année	Janvier	Décembre
Centres Commerciaux	61%	59%
Bureaux	27%	24%

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

Répartition par type d'actif	Indice	IMMOBILIER 21	Écart
Centres commerciaux	44%	59%	+15%
Bureaux	28%	24%	-4%
Logements	16%	5%	-11%
Logistique	2%	2%	0%
Autres (hôtels, restaurants, maison de repos, etc...)	10%	9%	-1%

➤ PRINCIPAUX MOUVEMENTS DU PORTEFEUILLE

ENTREES :



Gécina (6,8%) : 2009 marque des signes d'amélioration tant au niveau des risques bilanciaux (fin de l'accord de séparation) que de la gouvernance (recomposition du conseil d'administration, nouveau management). Cette entreprise a des atouts structurels (profil défensif, loan to value de 40%, track record de cession) non pris en compte dans la valorisation.



Eurocommercial Properties (4,8%) : La qualité des équipes et des niveaux de taux d'effort inférieurs aux concurrents sont des atouts indéniables pour la gestion des risques locatifs. La maturité élevée de la dette (9 ans) renforce la visibilité sur les cash flow futurs.



Mercialys (4,4%) : Sortie du portefeuille en 2008 pour des raisons de valorisation, nous avons profité de la pression boursière exercée par le paiement du dividende de Casino en titre Mercialis pour se repositionner sur ce titre au profil de risque structurel attractif. (100% centre commercial, forte visibilité des revenus, absence de dettes, restructuration du patrimoine).



Foncière Lyonnaise (3,4%) : Un positionnement immobilier attractif (actifs « prime » Paris Centre) pour un niveau de valorisation en ligne avec le secteur. (voir encart)

SORTIES :



Foncière des Régions : Nous avons une opinion très favorable sur les actes de gestion entrepris par le management pour gérer des problématiques de dettes (cessions, négociation des covenants, paiement du dividende en actions, sécurisation des loyers par des baux fermes).

Toutefois, nous avons vendu la position en juin car le fort rebond boursier au deuxième trimestre a réduit l'attractivité relative du titre.

➤ LA REPARTITION DU COURTAGE EN 2009

Courtier	Répartition
Courtier 1	19%
Courtier 2	16%
Courtier 3	15%
Courtier 4	15%
Courtier 5	13%
Courtier 6	12%
Courtier 7	11%

Nous nous attachons à répartir les courtages entre plusieurs courtiers selon un processus de sélection qui intègre les critères d'analyse financière, de qualité d'exécution et de back office des ordres. Cette répartition fait l'objet d'une révision semestrielle

FOCUS SUR UNE VALEUR : FONCIERE LYONNAISE

Créée en 1879, la société Foncière Lyonnaise dispose d'un patrimoine centré sur le quartier central des affaires de Paris de 3 milliards d'euros. Sur ces dix dernières années la société a quitté le segment du logement pour se concentrer sur les bureaux (80%) et le commerce (20%)

Le patrimoine se répartit sur une trentaine de sites localisés sur les plus grandes artères Parisiennes (Champs Élysées, Saint Honoré, rue saint honoré, Boulevard des Capucines, Rivoli ...)

Au delà d'une localisation des actifs dans les meilleurs arrondissements de Paris, le patrimoine se distingue par sa composition en grands ensembles. Ainsi les cinq plus grands ensembles détenus représentent à eux seuls 50% du patrimoine en surface (Édouard VII, ensemble de 55 000m2 jouxtant l'Olympia ; Louvre des antiquaires, ensemble de 40 000m2, Washington Plaza, ensemble de 40 000m2, Ilot Richelieu 30 000m2.)



Édouard VII



Louvre des antiquaires



Washington Plaza

Le savoir faire de l'entreprise se situe dans sa capacité à mener des grandes opérations de restructurations (Édouard VII en 98, Cézanne en 2005, Télégraphe en 2008) sur des ensembles de bureaux qui viennent se rajouter aux portefeuilles existants. Ainsi, fin 2010-2011, la livraison de deux grands ensembles est programmée :

- 90-92 avenue des Champs Élysée ; 14 000 m2 de bureaux commerces (photo)
- 247-251 rue Saint Honoré, 16 000 m2 d'hôtel, commerces

Ce savoir faire leur permet de sourcer des actifs situés sur des zones très recherchées en réduisant la pression de la concurrence car peu de concurrents maîtrisent ce savoir faire.

Conclusion : Un dossier conforme à notre cahier des charges d'investisseur long terme

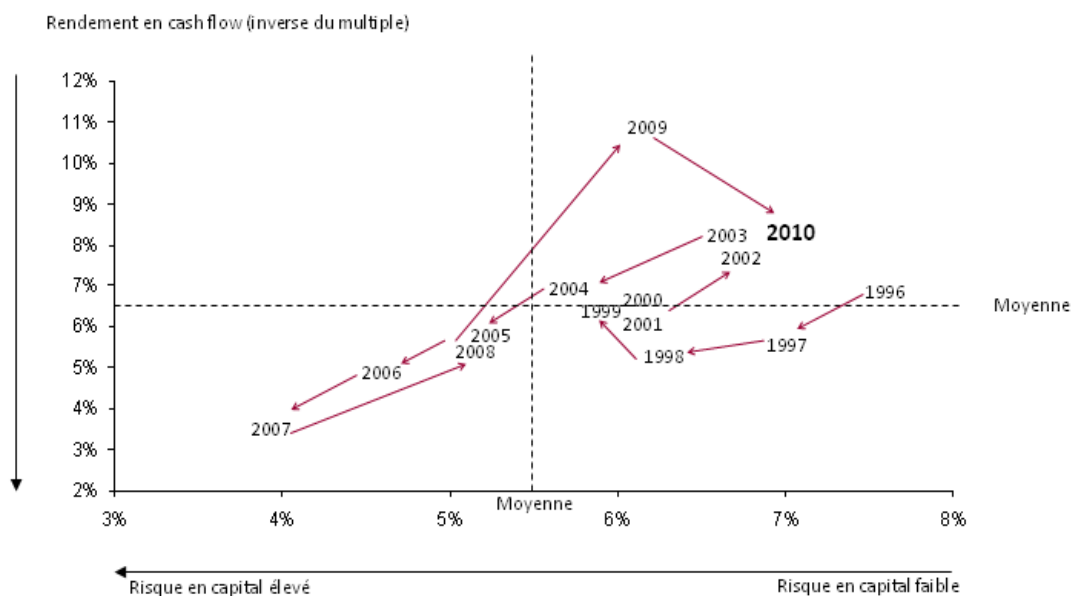
- Localisation très centrale des actifs réduisant le risque de vacance structurelle
- Détention de savoir faire immobilier offrant un avantage concurrentiel à l'acquisition
- Taux d'intérêt critique supérieur au secteur : 15% contre 11%
- Multiple de cash flow identique au secteur : 13,2 contre 13,3 fin 2009
- Décote de 15% sur le dernier ANR publié en ligne avec le secteur

2. UN COUPLE RENDEMENT RISQUE ATTRACTIF

Au regard des risques et de la valorisation le secteur offre un couple rendement-risque attractif. Les actes de gestion des foncières ont visé à réduire leur risque en capital et en revenu.

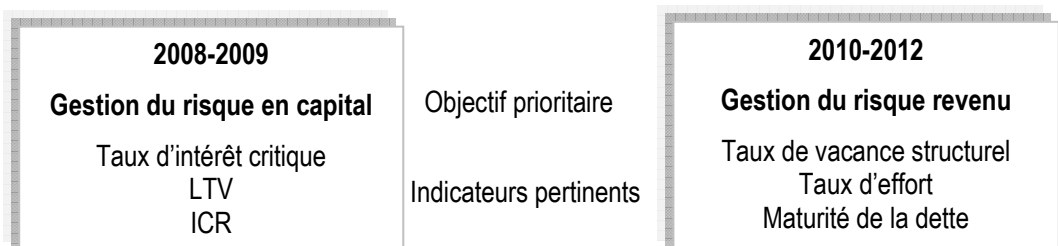
a) CARTOGRAPHIE DES RISQUES

L'élément marquant de l'année 2009 est la forte réduction du risque en capital du secteur à partir du second trimestre. La cartographie des risques indique une configuration proche de 2003.



Toutes les dates sont au 1er janvier de l'année
Source : GESTION 21

Compte tenu de la réduction du risque en capital, le risque résiduel majeur porte sur les revenus



➤ GESTION DU RISQUE EN CAPITAL PAR LES FONCIERES

La menace d'augmentations de capital fortement dilutives en raison de cours très décotés s'est estompée avec la normalisation progressive des marchés de capitaux. Contrairement aux foncières anglaises, les foncières de la zone euro n'ont pas connu d'augmentations de capital massives.

La cession d'actifs, le paiement des dividendes en actions, l'annulation des projets de développement ont permis de préserver les bilans.

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

Dès le second semestre, les premiers signes d'amélioration sur l'évolution des taux de capitalisation sont à l'origine d'augmentation de capital offensives visant à saisir des opportunités sur les marchés immobiliers (Vastned Retail, 75M€ en septembre, Eurocommercial Properties, 100M€ en novembre).

Enfin, profitant de l'intérêt des investisseurs pour le marché obligataire, certaines foncières en ont profité pour se refinancer via ces marchés :

- émission par Unibail d'obligations remboursables en action pour un montant de 500M€
- émission d'obligations convertibles par Wereldhave pour 230M€
- émission obligataire classique de 40M€ pour Citycon

➤ GESTION DU RISQUE REVENU PAR LES FONCIERES

La gestion du risque revenu se rapporte à l'évolution des loyers et des frais financiers.

Au niveau des loyers :

Dans cet environnement difficile les foncières ont cherché à accroître la durée de leurs baux en compensation d'aménagements locatifs. Fin 2008, la signature de baux fermes avait pour objectif la protection de la valeur d'actif, elle s'est avérée par la suite un outil de gestion du risque locatif.

La réactivité des foncières a permis de conserver des taux d'occupation élevés sur 2009, dans un environnement locatif dégradé par la hausse généralisée de la vacance de leurs marchés immobiliers.

Évolution des taux de vacances des foncières

	2006	2007	2008	2009*
Moyenne taux des taux de vacance	4.8%	4.3%	4.3%	6%

Source : sociétés / GESTION 21

Globalement, les taux de vacances des foncières ont certes augmenté de près de 2% cependant les foncières ont bien résisté étant donné l'ampleur de la crise.

Au niveau du portefeuille, la gestion du risque locatif se traduit par une préférence pour les sociétés à faible risque de vacance structurelle en raison de leur allocation géographique et/ou du type d'actifs détenus.

Le maintien d'une allocation élevée sur les centres commerciaux illustre ce propos.

Forte diminution des risques en 2009

Réduction du risque en capital

Gestion active par les foncières des risques

Processus de gestion du fonds intégrant l'analyse des risques

La hausse des taux : un risque en suspend ?

La baisse des taux d'intérêt a permis aux sociétés foncières de faire baisser en moyenne le coût de la dette de 60bp.

Cette évolution a eu un impact très favorable sur les cash flow 2009 des foncières (+5% à 10%) leur permettant ainsi d'afficher une croissance positive des cash flow en compensant la baisse des loyers.

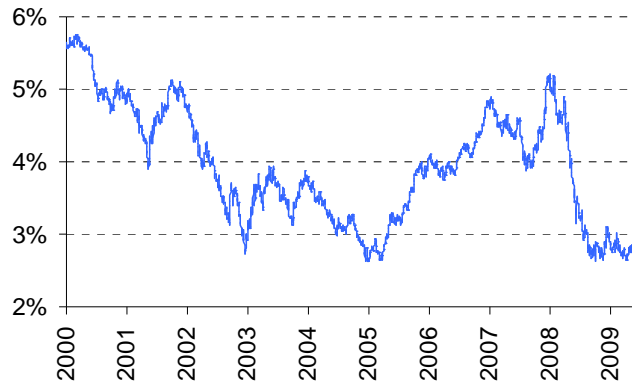
En 2009, la croissance des résultats économique du secteur fait figure d'exception.

Structure financière d'un panel de foncières de la zone euro

	Coût moyen de la dette		Maturité (années)		Fixe	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Moyenne secteur	4,7%	4,1%	4,7	4,4	79%	80%
Unibail	4,2%	3,8%	4,4	4,2	97%	100%
Klépierre	4,4%	4,5%	4,7	4,1	83%	81%
Icade	4,8%	4,4%	5,4	4,5	87%	80%
Gécina	4,8%	3,3%	5	4	95%	88%
FDR	4,9%	4,5%	4,8	4,8	76%	100%
Silic	4,8%	4,1%	5	4,6	89%	72%
Cegereal	4,2%	4,3%	4	4,3	100%	100%
Tour Eiffel	5,2%	4,2%	4,3	3,8	91%	95%
Foncière Lyonnaise	4,4%	4%	2,6	2,5		
Corio	5%	4,2%	5,7	5,6	65%	64%
Vastned Office	5%	3,8%	4	3,8	61%	70%
Vastned Retail	4,8%	4%	4,6	4,5	60%	80%
Eurocommercial	4,7%	4,6%	9	9	95%	92%
Wereheldave	3,8%	2,2%	3,5	3,5	25%	27%
Nieuwe Steen	4,7%	4,7%	2,8	2,1	94%	94%
Citycon	4,9%	4,2%	4,6	4,2	75%	77%
Sponda	4,6%	3,8%	2,9	1,7	60%	63%
Deutsche Euroshop	5,3%	5,3%	7	7	100%	100%

Source : sociétés

Évolution des swap de taux 5 ans zone euro



Source : Bloomberg

Le coût moyen de la dette des foncières de 4,1% aujourd'hui est en ligne avec les conditions actuelles de financement. (swap de taux 5 ans à 2,70% augmenté d'un spread moyen de 150bp)

Si la date reste incertaine il est opportun toutefois de s'interroger aux conséquences d'une hausse des taux sur le secteur tant au niveau des cash flow que de la valorisation.

Plusieurs facteurs limiteront les effets négatifs d'une hausse des taux :

- la maturité de la dette de 4 ans conduira à une prise en compte progressive du risque de transformation de la dette
- l'amélioration des fondamentaux de l'économie et/ou d'une reprise de l'inflation
- une prime de risque immobilière élevée

Ce questionnement nous conduit à rappeler le rôle de l'immobilier face au risque inflationniste

	Revenu	Capital
Obligations d'État	Pas d'indexation	Pas d'indexation
Obligations Indexées	Indexation directe	Pas d'indexation
Immobilier coté	Indexation contractuelle	Indexation indirecte
Actions	Indexation indirecte	Indexation indirecte

b) ANALYSE DE LA VALORISATION

Des ratios de valorisation attractifs

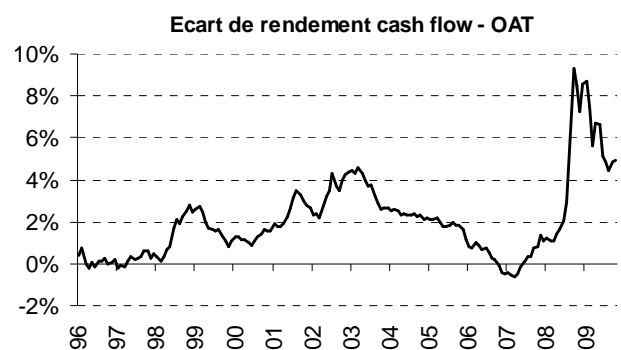
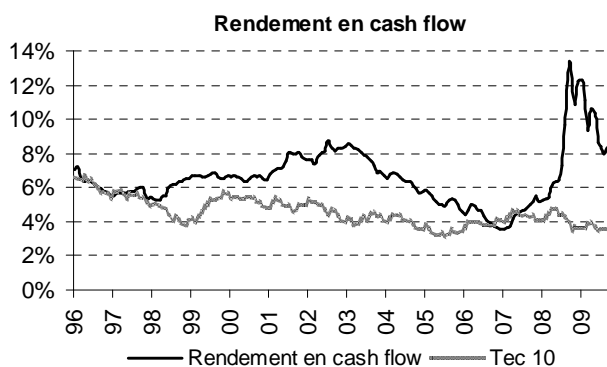
Critères	Attractivité par rapport à la moyenne historique
Multiple de Cash Flow	+
Dividende	+
Spread Corporate	+

L'immobilier coté, nous paraît être une classe d'actifs à privilégier. Il permet de venir sur un marché d'actifs de rendement élevé (en absolu, en relatif et en historique).

➤ UN RENDEMENT EN CASH-FLOW TOUJOURS SUPERIEUR A SA MOYENNE HISTORIQUE

	Moyenne 15 ans	Décembre 2009
Rendement en Cash Flow	6,6%	8,4%
TEC 10	4,5%	3,5%
Différence	+2,1%	+4,9%

Le rendement actuel en cash flow (inverse du multiple de cash flow) du secteur est 20% supérieur à sa moyenne 15 ans



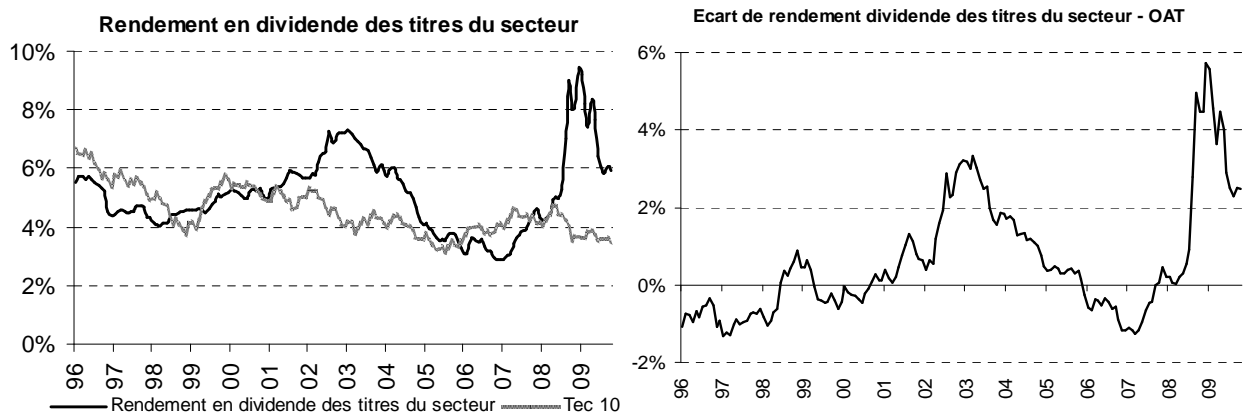
Source : Exane / GESTION 21

Avec un rendement économique de 8% le secteur permet d'attendre sereinement l'amélioration des perspectives de croissance tout en offrant dès à présent un couple rendement risque attractif.

➤ UN RENDEMENT EN DIVIDENDES DES TITRES DU SECTEUR TOUJOURS ATTRACTIF

	Moyenne 15 ans	Décembre 2009
Rendement en dividendes	5,1%	5,9%
TEC 10	4,5%	3,5%
Différence	+0,6%	+2,4%

Le rendement en dividendes des titres du secteur supérieur de 15% à sa moyenne historique.

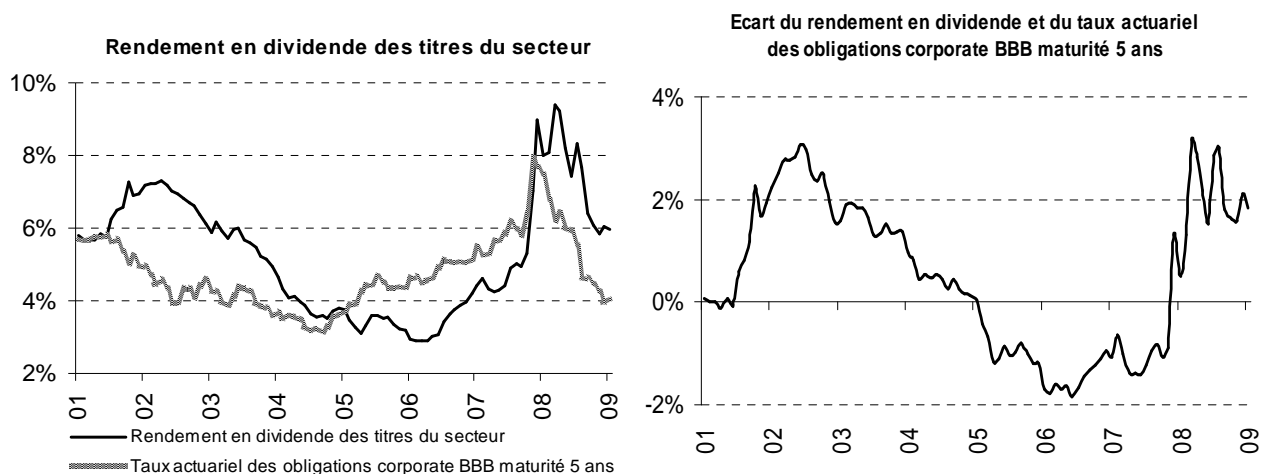


Source : Exane / GESTION 21

En 2009, le FCP IMMOBILIER 21 a détaché un dividende de 292,50€ pour la part ID et de 2,15€ pour la part AD soit un rendement de 4% et 3% à la date du détachement.

➤ UN ECART DE RENDEMENT AVEC LES OBLIGATIONS CORPORATE (BBB) HISTORIQUEMENT ELEVE

	Moyenne 15 ans	Décembre 2009
Rendement en dividendes	5,1%	5,9%
Taux des obligations corporate BBB	4,8%	4,1%
Différence	+0,3%	+1,8%



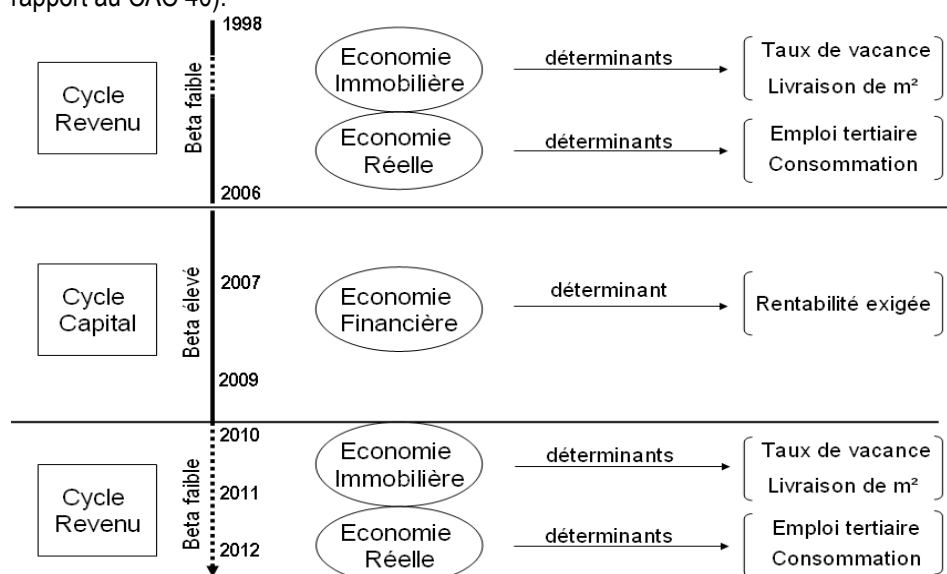
Source : Exane / GESTION 21

c) RETOUR DU POTENTIEL DE DIVERSIFICATION

La crise historique de 2008 s'est traduite par une baisse généralisée de l'ensemble des classes d'actifs. Cette actualité est l'occasion de se poser la question du pouvoir de diversification de l'immobilier.

Le pouvoir de diversification est lié aux différentes phases du cycle immobilier :

- Dans une phase de cycle en capital, la rentabilité exigée prime sur les autres facteurs, et joue un rôle majeur tant au niveau de l'immobilier que des autres classe d'actifs, le pouvoir de diversification se trouve réduit. (Béta élevé par rapport au CAC 40)
- Dans une phase de cycle de revenu, l'impact de la rentabilité exigée est minoré, la variable clef est la congruence entre les livraisons (offre) et l'emploi (demande) qui agit sur le taux de vacance et donc des loyers. Le pouvoir de diversification est renforcé. (Béta faible par rapport au CAC 40).



Source : GESTION 21

Avec la forte réduction du risque en capital observée en 2009, le secteur revient dans un cycle revenu dont les déterminants historiques sont liés à l'économie immobilière (taux de vacance, livraison de m²) et à l'économie réelle (consommation, emplois tertiaires).

En conséquence, après avoir été entraîné au même titre que les autres classes d'actifs dans la baisse généralisée des marchés en 2008, le secteur immobilier devrait renouer avec son potentiel de diversification.

Conclusion :

Le secteur offre aujourd'hui un couple rendement/ risque attractif pour l'investisseur long terme et un potentiel de diversification y compris dans un scénario de reprise lente de la croissance.

ENCART L'INTERET DE L'IMMOBILIER DANS L'ALLOCATION D'ACTIFS

La crise historique de 2008 s'est traduite par une baisse généralisée de l'ensemble des classes d'actifs. Cette actualité est l'occasion de se poser la question du pouvoir de diversification de l'immobilier.

Afin de répondre à cette question, cette note a pour objet d'exposer les questions relatives au traitement de ce sujet et les conclusions des travaux académiques.

Dans un second temps, sur la base de données observées, on cherchera à montrer que le pouvoir de diversification de l'immobilier n'est pas constant et qu'en fonction des risques sous-jacents du cycle immobilier son pouvoir de diversification n'est pas le même.

1) Au niveau académique

L'idée ici n'est pas de noyer le lecteur de formules mais de présenter succinctement les questions posées par le sujet, les conclusions et les réserves attachées à ces conclusions

a) Les questions relatives au sujet

La recherche académique vise à répondre aux deux questions suivantes :

- l'ajout de l'immobilier dans un portefeuille permet-il d'obtenir un rendement supérieur pour un risque donné, par rapport à un portefeuille sans immobilier ?
- Si oui, quel doit être le pourcentage de détention d'actifs immobiliers dans un portefeuille ?

Le cadre méthodologique est celui de la théorie du portefeuille, avec une problématique spécifique à l'immobilier, l'obtention d'indices de performance.

Pour déterminer le rendement, le risque immobilier, la corrélation entre les actifs, et donc le poids de l'immobilier dans le portefeuille, il est en effet nécessaire d'avoir des indices de performance immobilier dont la construction est rendue difficile en raison de l'hétérogénéité des biens immobiliers et de la rareté des informations sur les transactions.

Ainsi, si on fabrique des indices de performance sur la base de valeurs calculées par les experts, le risque immobilier sera plus faible que lors de la fabrication d'indices de performance à partir des cours de bourse.

b) Conclusions

-L'immobilier a un rôle de diversification positif dans un portefeuille

On admet que l'immobilier en termes de performance et de risque se situe entre les actions et les obligations, et qu'il présente un intérêt de diversification du fait d'une faible corrélation entre les actions et les obligations

-L'allocation immobilière optimale se situe entre 15-20% sur la base de séries historiques. Il faut toutefois constater que ce taux varie fortement en fonction de la méthode retenue pour fabriquer les indices de performances.

- Les calculs réalisés sur des séries passées posent la question de la stabilité des coefficients dans le temps.

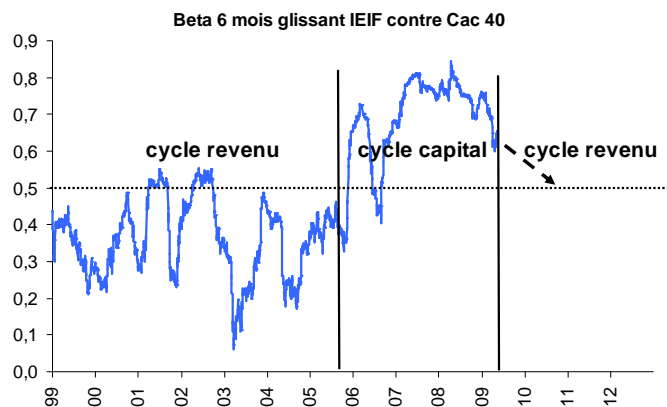
Ouvrages de référence :

M. HOESLI & J. LEKANDER, *Réflexion immobilière n°2*, « Que la proportion d'immobilier dans un portefeuille »
M. HOESLI & B. THION « Immobilier et gestion du patrimoine », *Economica*

2) Au niveau des données observées

a) Mise en évidence des facteurs

La confrontation par les données observées témoigne d'un pouvoir de diversification fluctuant dans le temps. Il s'agit alors d'essayer de comprendre les facteurs susceptibles de faire varier ce pouvoir de diversification.



La performance globale du secteur se décompose classiquement en revenu et capital. En fonction du cycle, la contribution du revenu et du capital à la performance globale varie.

Parce que les variables en jeu dans le cycle de revenu sont différentes de celles du cycle en capital, le pouvoir de diversification de l'immobilier n'est pas constant.

Le secteur immobilier est guidé au niveau du revenu par la confrontation entre l'offre « Économie immobilière » et la demande de m² « Économie réelle ».

Le secteur immobilier est guidé au niveau du capital par « l'économie financière » qui donne un prix à l'actif générateur de ces loyers par détermination de la rentabilité exigée en comparaison avec les autres classes d'actifs.

b) Un pouvoir de diversification est lié aux phases du cycle immobilier

Dans une phase de cycle en capital, la rentabilité exigée prime sur les autres facteurs, et joue un rôle majeur tant au niveau de l'immobilier que des autres classes d'actifs, le pouvoir de diversification se trouve réduit.

Dans une phase de cycle de revenu, l'impact de la rentabilité exigée est minoré, la variable clef est la congruence entre les livraisons (offre) et l'emploi (demande) qui agit sur le taux de vacance et donc les loyers. Le pouvoir de diversification est renforcé.

Conclusion

Le secteur immobilier est traditionnellement un secteur de revenus, par conséquent son pouvoir de diversification est bien réel.

La baisse du secteur de 50% depuis ses plus hauts de 2007 a permis de réduire le risque en capital sous jacent et devrait permettre au secteur de retrouver son rôle de diversification.

Notre stratégie d'investissement basée sur le revenu renforce le pouvoir naturel de diversification du secteur.

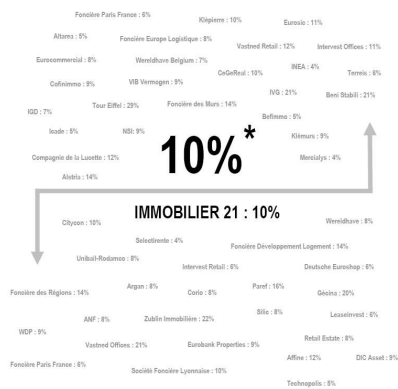
NOS PUBLICATIONS 2009

Bilan 2008 et perspectives 2009 de l'immobilier coté
Les différentes forces de rappel des foncières, les ratios pertinents.

Présentation du 3 février 2009

Février 2009 : Réunion investisseurs :
Bilan 2008 et perspectives 2009 de l'immobilier coté

Flash Immobilier : Rendement en dividende du secteur immobilier



Mars 2009 : Flash Immobilier
10% : rendement en dividendes du secteur immobilier

immobilier et bourse

LE TIC, NOUVEL INSTRUMENT DE MESURE DU RISQUE FINANCIER DES FONCIÈRES

Les foncières disposent de deux indicateurs pour analyser leurs risques financiers dans les différentes phases du cycle immobilier. Mais la crise a montré leurs limites. Un autre indicateur est proposé : le taux d'intérêt critique (TIC).

par Daniel Tondji et Laurent Gauville

On dit souvent, au vu de la hausse des valeurs d'action et de la baisse d'une partie de risque immobilier coté, que les foncières ont subi une dévaluation de leur valeur. Mais la crise a montré leurs limites. Un autre indicateur est proposé : le taux d'intérêt critique (TIC).

Les foncières disposent de deux indicateurs pour analyser leurs risques financiers dans les différentes phases du cycle immobilier. Mais la crise a montré leurs limites. Un autre indicateur est proposé : le taux d'intérêt critique (TIC).

Les foncières disposent de deux indicateurs pour analyser leurs risques financiers dans les différentes phases du cycle immobilier. Mais la crise a montré leurs limites. Un autre indicateur est proposé : le taux d'intérêt critique (TIC).

Les foncières disposent de deux indicateurs pour analyser leurs risques financiers dans les différentes phases du cycle immobilier. Mais la crise a montré leurs limites. Un autre indicateur est proposé : le taux d'intérêt critique (TIC).

On dit souvent, au vu de la hausse des valeurs d'action et de la baisse d'une partie de risque immobilier coté, que les foncières ont subi une dévaluation de leur valeur. Mais la crise a montré leurs limites. Un autre indicateur est proposé : le taux d'intérêt critique (TIC).

Les foncières disposent de deux indicateurs pour analyser leurs risques financiers dans les différentes phases du cycle immobilier. Mais la crise a montré leurs limites. Un autre indicateur est proposé : le taux d'intérêt critique (TIC).

Les foncières disposent de deux indicateurs pour analyser leurs risques financiers dans les différentes phases du cycle immobilier. Mais la crise a montré leurs limites. Un autre indicateur est proposé : le taux d'intérêt critique (TIC).

Les foncières disposent de deux indicateurs pour analyser leurs risques financiers dans les différentes phases du cycle immobilier. Mais la crise a montré leurs limites. Un autre indicateur est proposé : le taux d'intérêt critique (TIC).

Avril 2009 : Publication dans Réflexion immobilière, IEIF
Taux d'intérêt critique : nouvel indicateur des risques financiers

IMMOBILIER 21

Point sur l'immobilier coté
Août 2009

Après un épisode boursier historiquement destructeur, les critères traditionnels de valorisation du secteur (écarts multiples de cash flow) sont redevenus des points d'arrimage. Le deuxième semestre de 2009 avait conduit à une poursuite l'investisseur sur la profondeur de la crise française et le premier trimestre 2010 ne permettait pas de mesurer l'impact de la crise économique mondiale. Cerner la valeur des actifs, ne sera ce que pour ces investisseurs, était devenu, un exercice difficile.

2009, se traduit par une activation progressive de ces forces de rapaces (écarts multiples de cash flow) qui démontrent des attentes de valorisation plus pertinentes en raison d'une meilleure visibilité des risques associés à ces indicateurs.

1) Réduction du risque sur le revenu : Les cash flow publiés au 31/09 2009 sont en hausse

La visibilité sur le potentiel de distribution est renforcée en 2009 à l'exception de dossiers de sociétés très endossées.

Sur la base du niveau de distribution 2008 (hypothèse conservatrice compte tenu de la forte progression de +17% des cash-flow publiés au 31/09/2009) le niveau de rendement en dividende des titres en portefeuille est de 6.4%, et se compare très faiblement au taux de rendement de 4.5% des obligations SOU. Le multiple de cash-flow 2009* du portefeuille est de 11.6x (soit un rendement économique, issu du multiple de cash-flow de 9%) contre 12.5x pour le secteur, ce dernier étant inférieur à sa moyenne historique sur 10 ans de 14x.

Les cash-flow en 2009 devaient progresser plus fortement qu'en 2008, l'impact de la crise sur les loyers est plus que compensé par la forte baisse des frais financiers. La progression écartée +10% du cash-flow publié au 31/09 2009 sécurise le niveau de distribution observée en 2008 pour 2009, et constitue une hausse pour 2010, période où l'effet de la baisse des taux d'intérêt et de l'impact de la crise sur les loyers sera visible. Pour 2011 et au-delà, dans le cas d'un scénario de reprise économique, une baisse des marges de crédit compense avec ce scénario devrait limiter l'impact du risque de transformation de la dette.

L'hypothèse d'un potentiel de distribution inchangé voir en progression sur 2008-2010 par rapport à 2009, pourrait être remise en cause par de plus fortes destructions d'actifs immobiliers, une chute importante de la consommation, des mises en chantier massives, ou une forte remontée des spreads de crédit. On peut toutefois noter que les derniers chiffres concernant ces indicateurs de risque suivent un scénario de stabilisation plus que de déstabilisation.

2) Réduction de risque en capital : Vraisemblance renforcée des AMR suite aux publications 31/09/2009

Le risque en capital du secteur se traduit fortement en raison de l'intégration dans le calcul des AMR de taux de capitalisation élevés en phase avec les taux observés sur le marché physique, d'une prime de risque immobilière élevée, rendant le décideur de 20% attractive et prospective.

La vraisemblance donnée par le marché aux publications d'AMR augmente fortement grâce à l'intégration dans les derniers AMR publiés (semestre 2009) de la remontée des taux de capitalisation et d'évaluation tangibles de stabilisation des valeurs d'actifs réels dans un cadre de risque en capital.

Aout 2009 : Flash Immobilier Analyse des risques : réduction du risque en capital

Retour du stock picking Cap sur des revenus lisibles

Petit-déjeuner, Jeudi 24 Septembre 2009

Septembre 2009 : Réunion investisseurs Retour du stock picking ; cap sur des revenus lisibles

Décembre 2009

Contacts :

Société de gestion
Société de gestion : 11, rue de Valenciennes 75001 Paris
Boulevard : Tél : 01 57 21 13 99
Site internet : www.gestion21.fr
Souscription / ventes
Capital Invest
Tél : 01 57 21 13 10
Fax : 01 57 21 13 03

Commentaire :

En 2009, les résultats du FCP IMMOBILIER 21 sont :

en performance : +12.0%
en performance : +5.8% par rapport à l'indice IGP dividendes nets réinvestis
en classement : 1er sur 36

2009 s'est traduit par une activation progressive des forces de rapaces traditionnelles du secteur qui démontrent des attentes de valorisation plus pertinentes en raison d'une meilleure visibilité des risques associés à ces indicateurs.

En 2009, les investisseurs en action de la hausse des rendements exigés dans les publications d'AMR, et en réaction aux effets de la baisse des taux d'intérêt et de l'impact de la crise sur les loyers sera visible. Pour 2011 et au-delà, dans le cas d'un scénario de reprise économique, une baisse des marges de crédit compense avec ce scénario devrait limiter l'impact du risque de transformation de la dette.

Le point central de l'année 2009 est la réduction très significative du risque en capital du secteur. 2010-2012, devrait permettre une activation progressive du risque immobilier en phase avec l'activation de l'environnement macroéconomique.

Le niveau élevé des taux de capitalisation protège le secteur d'un risque en capital fort.

Quant au risque local, la production mondiale de biens devrait lui permettre de bénéficier de l'immobilisation de l'environnement économique. Avec un rendement économique annuel de 7% (issu du multiple de cash-flow), le secteur devrait être très attractif, permettant une activation des investisseurs de croissance tout en offrant déjà à présent un couple rendement risque attractif.

* Le classement Superperformance Active Immobilier et Dividende est obtenu dès lors qu'il présente plusieurs catégories de parts.

Principales Caractéristiques

Gérant : Laurent Capelle
Gérante Associée : Catherine Mouton
Date de lancement : 27 novembre 2007
Occupation AMF : OPCVM action de la Zone Euro
Catégorie Eurofret : Action de la Zone Euro
Eligibilité OIC : Oui, à partir du 15/01/2010
Droit d'entrée : Max 65 TTC
Frais de gestion : 1.45% (soit 2.07% (soit 1.45% + 0.62%))
Index : IGP DIVIDENDES NETS REINVESTIS
Durée de placement recommandée : > 5 ans
Valorisation : actualisée
Observance : Casio Invest
Commissaire aux comptes : Deloitte
AMF ref : 25 84
Taux d'investissement : 80%
Nombre de valeurs : 24
Code ISIN : FR0012102199
Part IC : FR0012102199
Part IC : FR0012102199
Part IC : FR0012102199
Part IC : FR0012102199
Part IC : FR0012102199

Répartition par capitalisation		Principaux Rendements		Répartition par type d'actif	
Distribution	IC	Netto	Netto	Débit d'impôt	IC
2008-09	65%	12.0%	12.0%	12.0%	65%
2009-10	65%	12.0%	12.0%	12.0%	65%
Principaux Rendements					
France	Payés	Netto	Netto	Netto	Netto
2008-09	20%	3%	2%	3%	2%
2009-10	20%	3%	2%	3%	2%
Principaux Rendements					
Performance					
Depuis le lancement					
2008-09	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
2009-10	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
Principaux Rendements					
Performance					
Depuis le lancement					
2008-09	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
2009-10	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%

Fiches mensuelles

ANNEXES

Les indices d'indexation

L'indice du coût de la construction (ICC)

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 annuelle
T1 2008	1467	+8,1%
T2 2008	1562	+8,9%
T3 2008	1594	+10,5%
T4 2008	1523	+3,3%
T1 2009	1503	+0,4%
T2 2009	1498	-4,1%
T3 2009	1502	-5,8%

Source : INSEE

Nos prévisions d'ICC

Publication	ICC du :	Valeur	Variation annuelle
Avril 2010	T4 2009	1506	-1,1%
Juillet 2010	T1 2010	1510	+0,5%
Octobre 2010	T2 2010	1514	+1,1%
Janvier 2011	T3 2010	1520	+1,2%

Stabilisation du dernier indice publié en janvier 2010 (T3 2009), mais forte baisse annuelle en raison d'un effet de base négatif. Nos prévisions d'ICC sur 2010 s'approchent des prévisions d'inflation 2010 en raison de la suppression de l'effet de base et d'une hypothèse de stabilisation des marges du BTP.

L'Indice des Loyers Commerciaux (ILC)

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 dix derniers ILC publiés

Date	Valeur	Variation annuelle
T1 2008	100	
T2 2008	101,2	+3,8%
T3 2008	102,5	+4,5%
T4 2008	103	+4,2%
T1 2009	102,7	+2,7%
T2 2009	102,1	+0,8%
T3 2009	101,2	-1,22%

Source : INSEE

Nos prévisions d'ILC

Publication	ILC du :	Valeur	Variation annuelle
Avril 2010	T4 2009	100,7	-0,5%
Juillet 2010	T1 2010	101	-1,6%
Octobre 2010	T2 2010	101,5	-0,6%
Janvier 2011	T3 2010	102	+0,8%

LE TIC, NOUVEL INSTRUMENT DE MESURE DU RISQUE FINANCIER DES FONCIÈRES

Les foncières disposent de deux indicateurs pour analyser leurs risques financiers dans les différentes phases du cycle immobilier. Mais la crise a montré leurs limites. Un autre indicateur est proposé : le taux d'intérêt critique (TIC).

par Daniel Tondou¹ et Laurent Gauville²

Ces dix dernières années, la hausse des valeurs d'actifs et l'existence d'une prime de risque immobilière positive ont incité les managements à poursuivre des stratégies augmentant le niveau des risques financiers. Aujourd'hui, la hausse des rentabilités exigées, provoquée par la crise financière, conduit à une baisse des valeurs d'actifs et à une détérioration des indicateurs de risques traditionnels. Face à ce nouveau paysage, les foncières adaptent leur gestion en cherchant à réduire leur niveau d'endettement par des cessions d'actifs, en reportant leurs projets immobiliers, etc.

Mais disposent-elles d'indicateurs pertinents pour analyser leurs risques financiers ?

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

Des indicateurs imparfaits

La crise financière a révélé les limites de ces baromètres usuels pour apprécier le suivi des risques financiers.

La LTV et l'ICR sont des indicateurs imparfaits pour mesurer la montée des risques dans l'évolution du cycle. Ces indicateurs suivent l'évolution des valeurs d'actifs et des conditions de financement. Ils n'alertent pas sur les conséquences d'un changement de tendance dans l'évolution des valeurs d'actifs et du coût de financement. Ainsi, lorsque la valeur des actifs augmente, l'acquisition d'actifs se traduit par une amélioration de la LTV. En effet, l'actif récemment acquis sera revalorisé par

les experts, faisant mécaniquement augmenter la valeur du patrimoine et par conséquent baisser le poids relatif de l'endettement. De même, l'ICR peut s'améliorer dans une tendance de hausse des valeurs d'actifs, car il dépend de l'évolution de la prime de risque et non du seul niveau de rentabilité des actifs.

Des niveaux stables de LTV et d'ICR peuvent, en pratique, masquer une augmentation de la sensibilité à la hausse des taux. Illustrons ceci par les covenants les plus courants : une LTV de 50 % et un ICR de deux fois. Pour respecter ces niveaux de covenants, il est nécessaire d'avoir une rentabilité nette des actifs en portefeuille égale au minimum au coût du financement. Ces ratios peuvent être respectés aux différents stades du cycle immobilier (respect pour un rendement de l'actif de 4 % et un coût de la dette de 4 %, tout comme un rendement de l'actif de 6 % et un coût de la dette de 6 %), alors que les risques financiers latents ne sont pas identiques.

Une proposition de nouvel indicateur : le TIC

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

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

1. Gérant de portefeuille, Gestion 21.
2. Gérant de portefeuille, Gestion 21.

théorique de taux d'intérêt qui conduit à un cash-flow nul. De ce fait, c'est une marge de sécurité face aux risques de hausse du coût de financement.

Il est très différent d'une foncière à l'autre pour un même niveau des *covenants*, comme le montre l'exemple figurant dans le tableau de la page précédente. La foncière A, constituée en haut de cycle, présente un niveau de risque financier latent plus élevé que la foncière B, créée en bas de cycle. Seul le taux d'intérêt critique permet de détecter cette différence de risque financier latent.

Une meilleure congruence actif/passif

Le taux d'intérêt critique présente au moins trois avantages par rapport aux critères traditionnels :

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

2. Il varie en fonction des actes de gestion du management. Il est modifié par tout acte de gestion de la foncière concernant

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

3. Il permet une discipline sur le contrôle du risque financier latent. Le management peut avoir pour discipline de maintenir un taux d'intérêt critique toujours supérieur à un seuil prédéfini. Chaque acte de gestion peut alors s'analyser comme une augmentation ou une réduction de la marge de sécurité par rapport à ce seuil. Dans le cas d'une foncière ayant une diversité géographique ou d'actifs, ce seuil peut être fixé à des niveaux différents afin de tenir compte des risques immobiliers localisés sous-jacents.

Nous pouvons ainsi noter qu'un seuil de 10 % permet de faire face aux charges d'intérêts, y compris dans un scénario de baisse des loyers en portefeuille de 30 % et d'une hausse du coût de financement de 200 points de base. Notre calcul du taux d'intérêt critique des foncières de la zone Euro rejoint cette référence théorique de 10 % (voir cas pratique ci-contre), avec toutefois des disparités par rapport à ce niveau moyen observé.

En conclusion, le taux d'intérêt critique permet une meilleure congruence de l'actif et du passif des foncières. Il permet à l'investisseur de constituer un portefeuille en offrant une meilleure lecture des risques financiers.

Cas pratique Mesure du risque par la *Loan to Value* et le taux d'intérêt critique (TIC)

Sur la base d'un échantillon de 65 foncières de la zone Euro, nous avons calculé un niveau de LTV et de taux d'intérêt critique par pays. Nous constatons que la mesure du risque financier par la LTV et le taux d'intérêt critique peuvent conduire à une hiérarchie différente des risques. Nous pouvons faire le même constat au niveau des valeurs.

Comparaison des niveaux de LTV par pays

Finlande	Allemagne	Italie	Belgique	Pays-Bas	France
64 %	60 %	55 %	44 %	41 %	42 %

Source : Estimation Gestion 21.

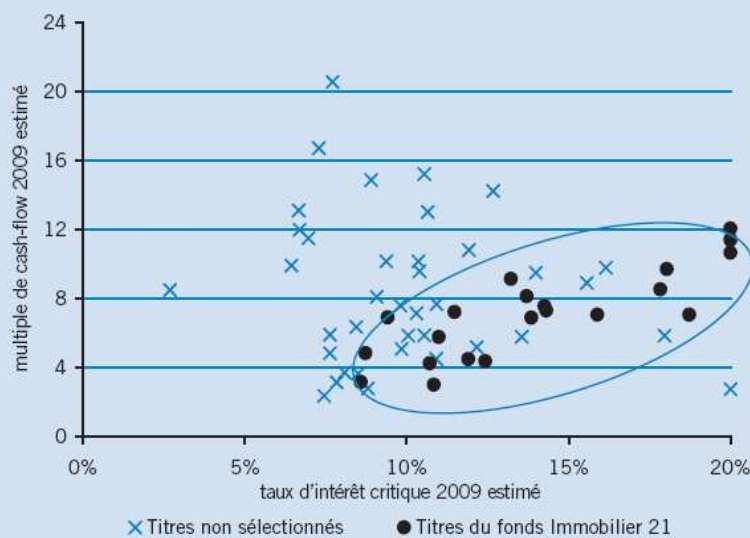
Comparaison des taux d'intérêts critiques par pays

Allemagne	Italie	Finlande	Belgique	Pays-Bas	France
6 %	8 %	8 %	11 %	13 %	14 %

Source : Estimation Gestion 21.

L'explication d'une hiérarchie différente selon le critère s'explique par le fait que le taux d'intérêt critique, en intégrant le rendement locatif, pénalise, pour un niveau identique de LTV, les portefeuilles à faibles rendements locatifs. Ainsi, l'immobilier allemand, principalement constitué d'actifs de logements à faibles rendements locatifs, se trouve déclassé par le calcul du taux d'intérêt critique.

Sur notre univers de gestion de 65 valeurs, le taux moyen d'intérêt critique 2009 estimé est de 10 %, celui du portefeuille d'Immobilier 21 est de 15 %.



Source : Estimation Gestion 21.

Performance des principales foncières cotées de la zone euro en 2009

1 Janvier – 9 Mars		10 Mars – 19 Octobre		19 Octobre – 31 Décembre		1 Janvier – 31 Décembre	
Immoeast	+59%	Immoeast	530%	Immobilier Frey	27%	Immoeast	737%
Foncière Dév. Logements	+37%	Immofinanz	408%	Wereldhave Belgium	17%	Immofinanz	410%
Immofinanz	+31%	TourEiffel	268%	Paref	5%	Foncière Dév. Logements	199%
Eurobank properties	+16%	Dic Asset	213%	Colonial	4%	Conwert	167%
Conwert	+14%	Klépierre	206%	NSI	3%	Citycon	85%
Argan	+10%	Gécina	194%	Terreis	1%	Vastned Offices	72%
Eurosic	+6%	Conwert	165%	Argan	1%	Argan	64%
Intervest retail	+4%	Affine	140%	Foncière Dév. Logements	0%	Klépierre	62%
CeGeReal	+1%	IVG	138%	Intervest Retail	0%	Eurosic	59%
Terreis	0%	Citycon	123%	CeGeReal	0%	TourEiffel	57%
Immobilier Frey	0%	Foncière des Régions	118%	Cofinimmo	-1%	Eurobank Properties	54%
Foncière Paris France	-2%	Foncière Dév. Logements	116%	Unibail-Rodamco	-1%	Immobilier 21 parts IC	53%
Intervest Offices	-4%	Vastned Offices	114%	Selectirente	-2%	Gécina	49%
Selectirente	-6%	Indice IEIF div. réinvestis	112%	IGD	-3%	IGD	49%
Foncière des Murs	-7%	Corio	101%	Vastned Offices	-4%	Terreis	48%
Befimmo	-7%	Technopolis	88%	Klemurs	-4%	Indice IEIF div. réinvestis	47%
Wereldhave Belgium	-10%	Immobilier 21 parts IC	88%	Intervest Offices	-4%	Foncière des Murs	47%
NSI	-10%	Silic	81%	Sponda	-4%	Foncière des Régions	46%
IGD	-11%	Vastned Retail	79%	Foncière des Murs	-4%	Corio	45%
Zublin Immo	-12%	Unibail-Rodamco	73%	Foncière Lyonnaise	-5%	Unibail-Rodamco	44%
Klemurs	-13%	IGD	69%	Foncière Paris France	-5%	Intervest Retail	32%
Icade	-13%	Foncière des Murs	68%	Befimmo	-5%	Sponda	32%
Mercialys	-13%	Eurosic	64%	Deutsche Euroshop	-6%	Dic Asset	31%
Beni Stabili	-13%	Eurocommercial	63%	Immobilier 21 parts IC	-6%	Foncière Lyonnaise	31%
ANF	-13%	Foncière Lyonnaise	58%	TourEiffel	-7%	NSI	30%
Siic de Paris	-14%	Beni Stabili	54%	Eurosic	-7%	CeGeReal	30%
Vastned Offices	-15%	Terreis	54%	Corio	-7%	Wereldhave Belgium	28%
Immobilier 21 parts IC	-15%	ANF	53%	Immoeast	-7%	Paref	27%
Foncière Lyonnaise	-16%	Zublin Immo	52%	Wereldhave	-7%	Vastned Retail	27%
Paref	-17%	Wereldhave	52%	Eurobank Properties	-8%	Affine	25%
Citycon	-17%	Argan	52%	Dic Asset	-8%	Silic	24%
Unibail-Rodamco	-18%	Mercialys	48%	Vastned Retail	-8%	Intervest Offices	23%
Colonial	-19%	Icade	46%	Indice IEIF div. réinvestis	-8%	Immobilier Frey	20%
Deutsche Euroshop	-22%	Sponda	45%	Citycon	-9%	Eurocommercial	20%
Silic	-22%	Paref	45%	Eurocommercial	-10%	Selectirente	19%
Cofinimmo	-23%	Klemurs	43%	ANF	-10%	ANF	19%
Eurocommercial	-25%	Cofinimmo	33%	Klépierre	-11%	Klemurs	17%
Corio	-26%	Intervest Offices	33%	Icade	-12%	Beni Stabili	16%
Indice IEIF div. réinvestis	-26%	NSI	31%	Affine	-12%	Foncière Paris France	15%
Foncière des Régions	-27%	Eurobank Properties	28%	Silic	-13%	Icade	12%
Vastned Retail	-28%	Deutsche Euroshop	27%	Conwert	-13%	Technopolis	12%
Wereldhave	-28%	Selectirente	27%	Foncière des Régions	-13%	Mercialys	9%
Technopolis	-30%	CeGeReal	26%	Beni Stabili	-13%	Zublin Immo	5%
Affine	-39%	Intervest Retail	25%	Gécina	-13%	Befimmo	5%
Sponda	-39%	Foncière Paris France	23%	Mercialys	-14%	Cofinimmo	4%
IVG	-40%	Colonial	22%	Immofinanz	-16%	Wereldhave	2%
Klépierre	-43%	Wereldhave Belgium	20%	Zublin Immo	-17%	Colonial	-3%
Gécina	-46%	Befimmo	2%	Technopolis	-21%	Deutsche Euroshop	-3%
Dic Asset	-53%	Immobilier Frey	0%	IVG	-30%	IVG	-6%
TourEiffel	-55%	Siic de Paris	-23%	Siic de Paris	-90%	Siic de Paris	-26%

Source : GESTION 21

NOTES

NOTES

GESTION

GESTIONNAIRES
LAURENT GAUVILLE
GUILLAUME MORIN
DANIEL TONDU

WWW.GESTION21.FR
04 26 69 15 71 - 05 57 81 18 91