

**IMMOBILIER 21**  
RAPPORT ANNUEL N°5  
2012





GESTION 21 a obtenu son agrément en juillet 2007.

Les fonds **ACTIONS 21** et **IMMOBILIER 21**  
lancés le 27 novembre 2007  
ont fêté leurs 5 ans cette année.



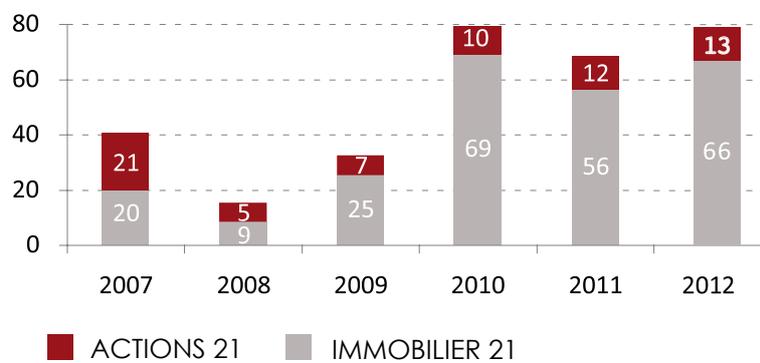
Pierre Pougnet  
Analyste-gérant

Bruno Rambaud  
RCCI

Daniel Tondou  
ACTIONS 21

Laurent Gauville  
IMMOBILIER 21

Actifs gérés (M€)





## IMMOBILIER 21 – Message du gérant

### **Performance : une excellente année pour l'ensemble des placements**

La publication d'actifs nets réévalués stables, non anticipée par le marché, ainsi qu'un environnement taux très favorable ont permis aux indices immobiliers de surperformer les indices actions nationaux.

Les grandes capitalisations et les foncières allemandes ont bénéficié par une hausse des cours d'une convergence des rendements dividendes avec l'emprunt d'Etat. Les autres valeurs du secteur n'ont pas bénéficié de ce potentiel de hausse en 2012.

Cette concentration des performances a conduit les fonds du secteur à sous-performer l'indice de référence.

Le bilan 5 ans du fonds est très positif avec une performance absolue de +9% et une surperformance de +23% ; le fonds se classe 3ème sur 35 en Europe et 2ème sur 15 en Zone Euro.

### **Des différences de valorisation favorables au stock picking**

La décote moyenne des foncières est de -10%, mais ce chiffre cache de fortes disparités :

- Les 10 principales capitalisations ont une décote moyenne de -6%.
- Les 4 foncières en résidentiel allemand ont une surcote moyenne de +7%.
- Les 55 autres foncières présentent une décote moyenne de -25%.

Les valeurs moyennes non résidentielles devraient bénéficier d'un rattrapage par réduction de la décote, phénomène déjà observé sur les grandes capitalisations et le résidentiel allemand.

### **Relations investisseurs et collecte**

L'encours du fonds progresse de 56M€ à 66M€ par l'effet valorisation et une collecte stable.

La visibilité intrinsèque du secteur et la forte attractivité du rendement, dans un environnement sans croissance devraient favoriser la collecte en 2013.

### **Pourquoi faire de l'immobilier coté en 2013 ?**

L'absence de croissance économique renforce l'intérêt relatif de l'immobilier coté dans une allocation d'actifs en raison d'un rendement élevé, solide et visible et de la décote actuelle du secteur.

La période 2007-2012 a démontré la capacité du secteur à maintenir ses indicateurs économiques stables (cash-flow et valeurs d'actifs), dans un environnement sans croissance. En conséquence, le rendement actuel du secteur de 6% est solide. L'écart de rendement historiquement élevé avec les taux souverains et les corporates BBB offre à la fois un potentiel de convergence et une protection à la hausse des taux en cas de retour de la croissance.

L'objectif de performance 2013-2015 de +10% par an est par conséquent réaliste, grâce à un rendement courant indexé (6-8% par an) et une option de valorisation par la convergence partielle des taux (+15% sur la période).

Laurent Gauville

## **BILAN DE L'ANNÉE**

### **Macro :**

Détente des craintes sur la dette

Interrogation sur la croissance

### **Performance boursière :**

Surperformance des indices immobiliers  
par rapport aux indices actions

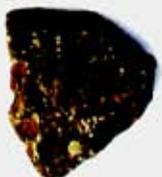
### **Performance économique des foncières :**

Valeurs d'actifs et cash flow stables

### **Performance IMMOBILIER 21 :**

Performance 2012 : + 18%

Classement 5 ans : 2<sup>ème</sup> sur 15



## **PREMIÈRE PARTIE - PERFORMANCE**

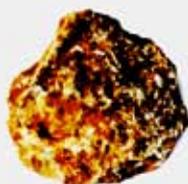
- 1 Performance 2012**
- 2 Performance 5 ans**
- 3 Le stock picking est-il pertinent sur le moyen terme ?**

## **DEUXIÈME PARTIE – BILAN 2012**

- 1 Opinion de Samuel Henry-Diesbach**
- 2 Notre scénario 2012 s'est-il vérifié ?**
- 3 Nos principes de gestion ont-ils été modifiés ?**
- 4 Quel bilan 2012 ?**

## **TROISIÈME PARTIE – PERSPECTIVES 2013**

- 1 Nos prévisions à 3 ans : cash flow et valeurs d'actifs stables...**
- 2 ... qui renforcent le potentiel de convergence de l'immobilier coté**
- 3 Quelle stratégie d'investissement en 2013 ?**



## PREMIÈRE PARTIE - PERFORMANCE

### 1 Performance 2012

- Très bonnes performances des indices immobiliers par rapport aux indices actions
- Une performance concentrée sur les grandes capitalisations et sur l'Allemagne
- Performance d'IMMOBILIER 21 et comparaison à un panel de fonds

### 2 Performance 5 ans

- Un fonds très bien classé sur le moyen terme
- Fréquence de gain et de surperformance
- Comparaison de la performance à un panel de fonds

### 3 Le stock picking est-il pertinent sur le moyen terme ?

- Historique de performance d'IMMOBILIER 21
- Une surperformance récurrente



## 1 - PERFORMANCE 2012

### Très bonnes performances des indices immobiliers par rapport aux indices actions

	IEIF div.réinvestis	Indice national div.réinvestis	Ecart
Italie	+33%	+9%	+24 points
Allemagne	+46%	+29%	+17 points
France	+31%	+19%	+12 points
Autriche	+35%	+30%	+5 points
Pays-Bas	+7%	+8%	-1 point
Finlande	+19%	+20%	-1 point
Belgique	+12%	+23%	-11 points
<b>Moyenne simple</b>	<b>+26%</b>	<b>+20%</b>	<b>+6 points</b>

Le secteur immobilier coté a surperformé les indices actions. La bonne tenue, non anticipée, des valeurs d'actifs a permis à la décote de jouer son rôle de force de rappel de la valorisation.

Les opérations transfrontalières, à l'image de l'entrée de Simon Property dans le capital

de Klépierre, ont permis de révéler la sous-valorisation des foncières européennes.

Autre facteur favorable à la hausse des cours, la baisse des coûts de financement et la montée en puissance de nouveaux circuits de financement (marché obligataire, assurances).

### Une performance des fonds immobiliers élevée, mais en retrait par rapport à l'indice de référence

La concentration de la performance sur les grandes capitalisations et les foncières allemandes a pénalisé la performance relative des fonds immobiliers.

	Performance 2012
IEIF div. réinvestis	<b>+28%</b>
Catégorie Morningstar	<b>+22%</b>

Sources : Bloomberg, MorningStar, IEIF, GESTION 21

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

## Une performance concentrée sur les grandes capitalisations

Les écarts de performances entre petites et grandes capitalisations ont été particulièrement marqués en 2012.

Si la performance moyenne hors dividendes des foncières est de +14% en 2012, la performance des 10 principales foncières est nettement supérieure à +45%.

### Foncières cotées Zone Euro :

Nombre de foncières	<b>65</b>
Capitalisation totale	<b>80Md€</b>
Capitalisation moyenne	<b>1,2Md€</b>
Performance moyenne 2012*	<b>+14%</b>
Capitalisation > à 1,2Md€	<b>+29%</b>
Capitalisation < à 1,2Md€	<b>+8%</b>

### Les 10 premières capitalisations :

Capitalisation	47Md€
Poids dans le secteur	59%
<b>Performance moyenne 2012*</b>	<b>+45%</b>

*\*Moyenne simple hors dividendes*

## Une performance concentrée sur l'Allemagne

En 2012, l'Allemagne a bénéficié d'une convergence vers les emprunts d'États. Cette convergence s'est traduite par une

forte hausse des foncières allemandes, qui présentent la meilleure performance au sein de la Zone Euro :

	Performance 2012
<b>IEIF Allemagne</b>	<b>+46%</b>
IEIF Autriche	+35%
IEIF Italie	+33%
IEIF France	+31%
IEIF Finlande	+19%
IEIF Belgique	+12%
IEIF Pays-Bas	+7%

Sources : Bloomberg, IEIF, GESTION 21

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

## Performance du fonds en 2012

Le fonds IMMOBILIER 21 a réalisé en 2012 une performance de +18%.

La performance relative du fonds a été impactée par la très bonne performance des grandes capitalisations et des foncières allemandes.

Il en ressort un potentiel de stock picking important au regard de la disparité de valorisation :

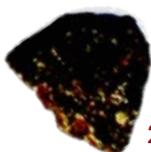
- **10 premières capitalisations : -6% de décote**
- **Foncières en résidentiel allemand : +7% de surcote**
- **Les autres foncières : -25% de décote**

	2012
<b>IMMOBILIER 21 (IC)</b>	<b>+18%</b>
IEIF div. réinvestis	+28%
<b>Surperformance</b>	<b>-10%</b>

## Comparaison de performance à un panel de fonds

Performance 2012	Performance 2012
<b>IEIF Eurozone div. réinvestis</b>	<b>+28%</b>
BNP Paribas Immobilier C	+27%
Axa Aedificandi I	+26%
Allianz Immobilier C	+25%
SG Actions Immobilier C	+24%
Allianz Foncier	+23%
Oddo Immobilier B	+23%
<b>IMMOBILIER 21 IC</b>	<b>+18%</b>
Compagnie Immobilière Acofi IC	+16%
Aviva Valeurs Immobilières	+16%

Sources : Europerformance catégorie immobilier Europe, IEIF, GESTION 21  
Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

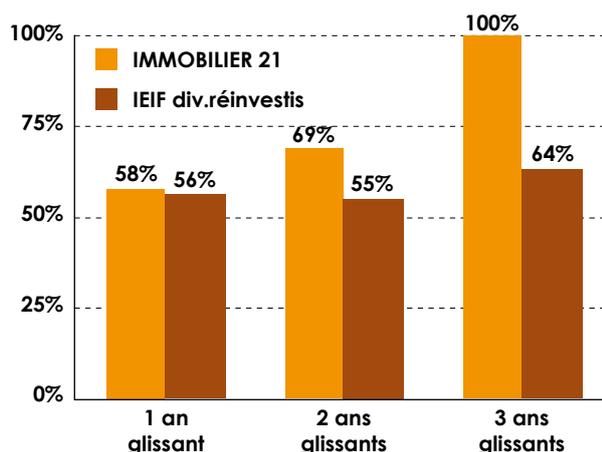


## 2 PERFORMANCE 5 ANS

Un fonds très bien classé sur le moyen terme

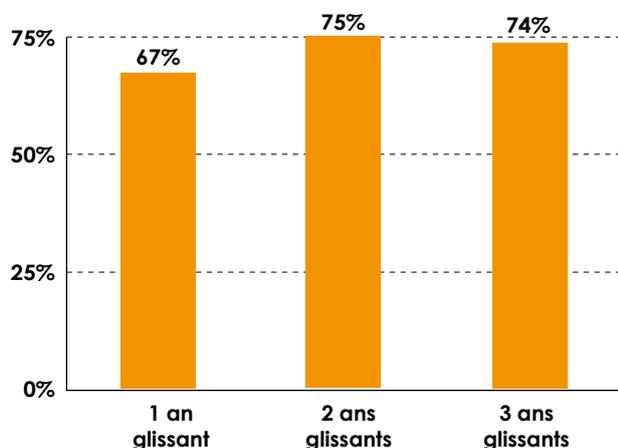


### Fréquence de gain (performance absolue positive)



Depuis la création du fonds en 2007 et quelle que soit la date d'investissement, une souscription à IMMOBILIER 21 pour une durée de 3 ans a présenté une fréquence de gain de 100% (526 fois sur 527 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 3 ans a présenté une fréquence de surperformance de 74% (392 fois sur 527 observations).

Sources : Europerformance catégorie immobilier Europe, IEIF, GESTION 21  
 Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

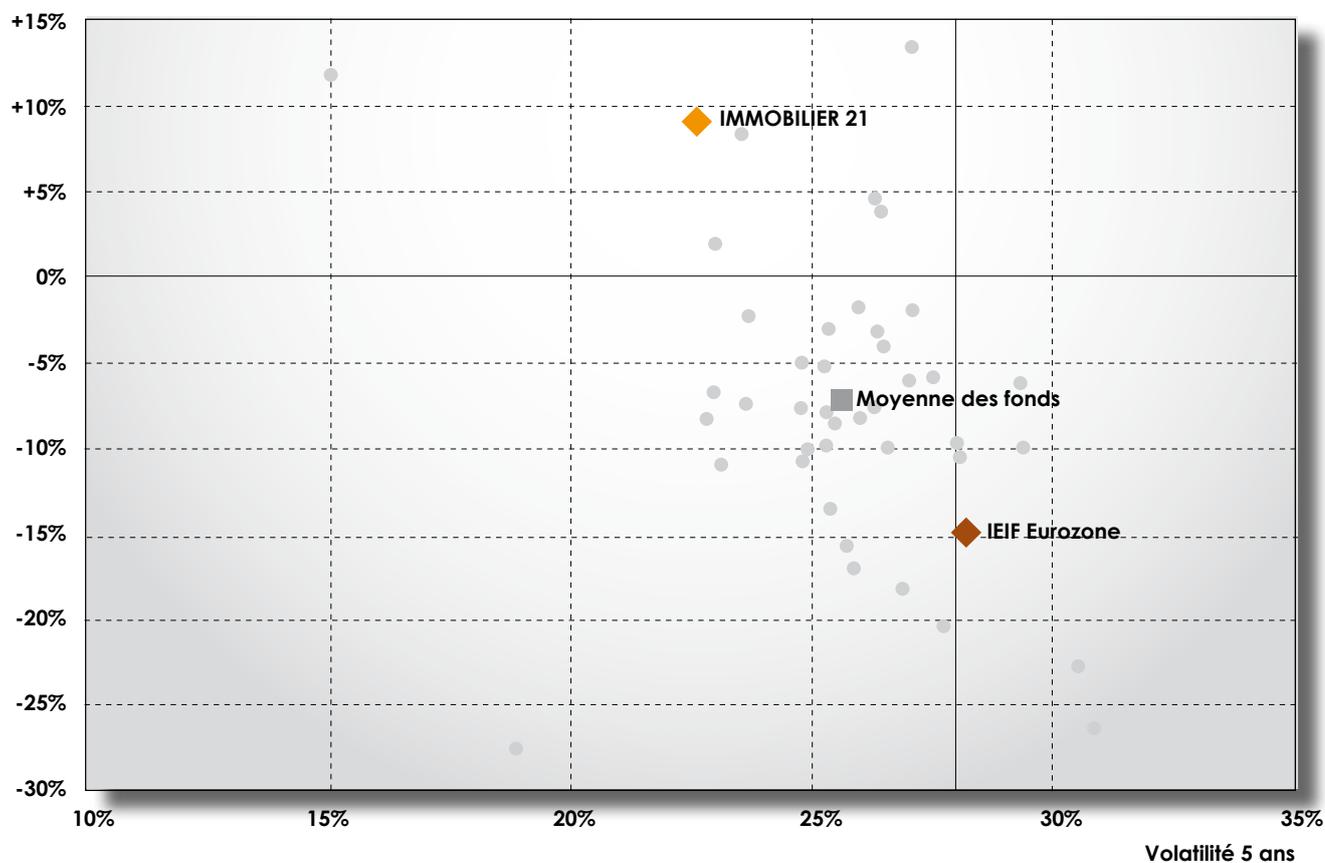
## Comparaison de performance à un panel de fonds

Fonds immobilier	Performance 5 ans
<b>IMMOBILIER 21 IC</b>	<b>+9%</b>
Oddo Immobilier B	-1%
Axa Aedificandi I	-2%
Compagnie Immobilière Acofi IC	-4%
SG Actions Immobilier C	-6%
Allianz Immobilier C	-8%
BNP Paribas Immobilier C	-10%
Aviva Valeurs Immobilières	-11%
<b>IEIF Eurozone div. réinvestis</b>	<b>-13%</b>
Allianz Foncier	-15%

## Couple Rendement / Risque des fonds Immobilier Europe

IMMOBILIER 21 présente un couple rendement / risque depuis sa création particulièrement attractif :

Performance 5 ans

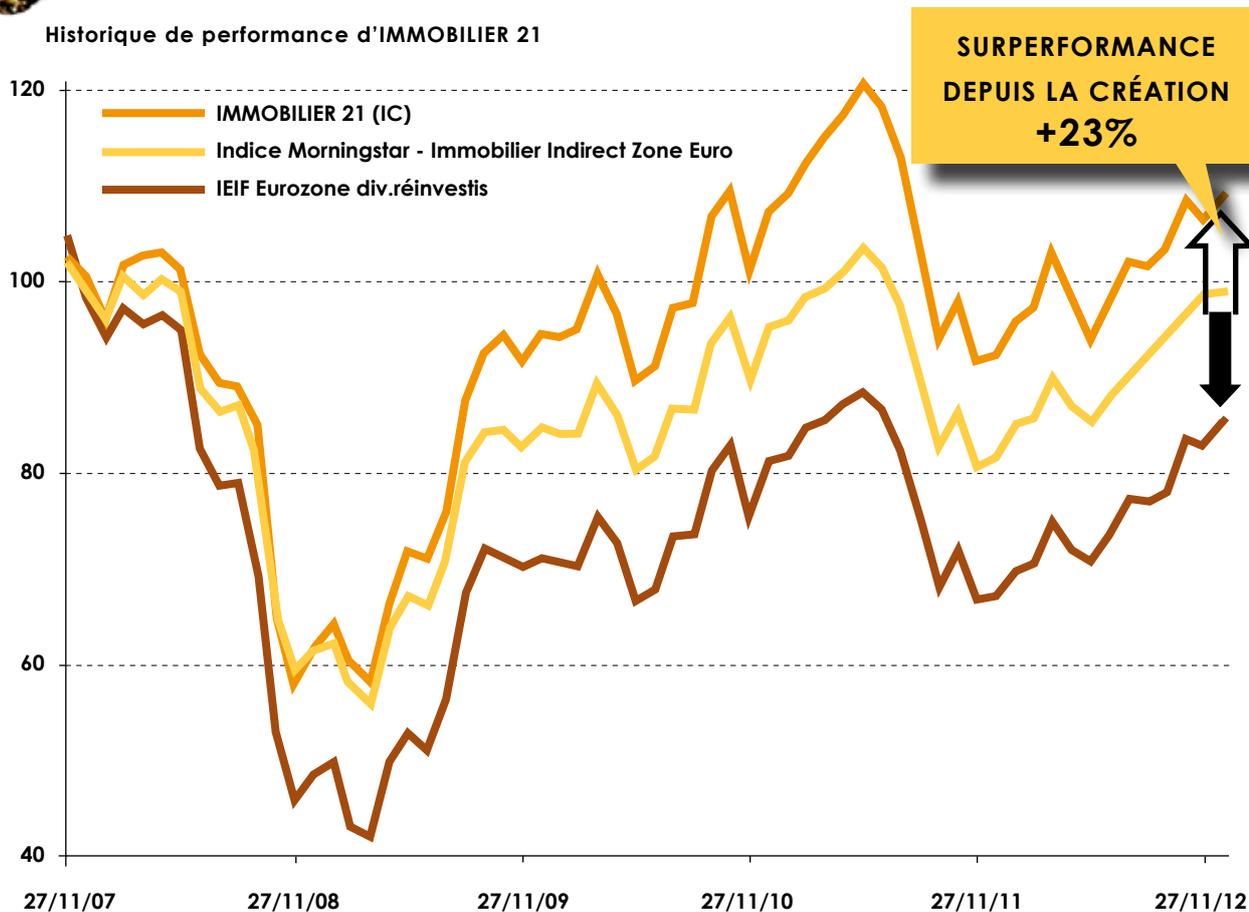


Sources : Europerformance catégorie immobilier Europe, IEIF, GESTION 21  
Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.



### 3 LE STOCK PICKING EST-IL PERTINENT SUR LE MOYEN TERME ?

Historique de performance d'IMMOBILIER 21

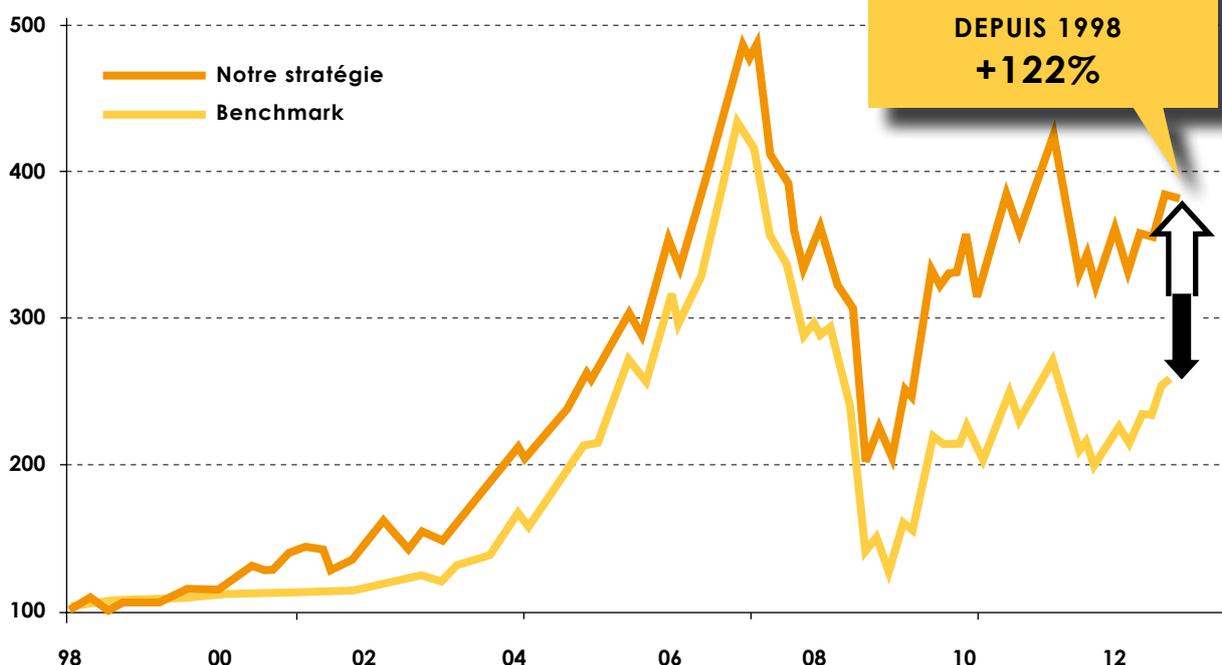


	2008	2009	2010	2011	2012
<b>IMMOBILIER 21 part IC</b>	- 38%	+ 53%	+ 14%	- 14%	+ 18%
<b>Indice IEIF div. réinvestis</b>	- 51%	+ 47%	+ 14%	- 17%	+ 28%
<b>Catégorie Morningstar</b>	- 39%	+ 38%	+ 12%	- 14%	+ 22%
<b>Surperformance vs IEIF div. réinvestis</b>	+ 12%	+ 7%	- 0,6%	+ 3,5%	- 10%
<b>Surperformance vs Catégorie Morningstar</b>	+ 0,5%	+ 16%	+ 1,3%	+ 0,4%	- 3,5%

**A MOYEN-LONG TERME, LE STOCK PICKING EST PERTINENT**  
**ET PERMET DE GÉNÉRER DE LA SURPERFORMANCE**

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

## Une surperformance récurrente



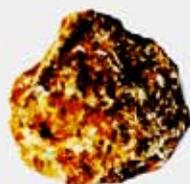
Année	Notre stratégie	Benchmark	Surperformance
1998	+7%	+6%	<b>+1%</b>
1999	+8%	+7%	<b>+1%</b>
2000	+12%	-2%	<b>+14%</b>
2001	+4%	+2%	<b>+2%</b>
2002	+13%	+8%	<b>+5%</b>
2003	+24%	+20%	<b>+3%</b>
2004	+33%	+37%	<b>-5%</b>
2005	+17%	+29%	<b>-12%</b>
2006	+53%	+61%	<b>-8%</b>
2007	-22%	-29%	<b>+7%</b>
2008	-38%	-51%	<b>+12%</b>
2009	+53%	+47%	<b>+7%</b>
2010	+14%	+14%	<b>-1%</b>
2011	-14%	-17%	<b>+3%</b>
2012	+18%	+28%	<b>-10%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>+283%</b>	<b>+161%</b>	<b>+122%</b>
<b>Annualisée</b>	<b>+9,5%</b>	<b>+6,7%</b>	<b>+2,8%</b>

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

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 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 (61 mois)** : La performance du fonds « IMMOBILIER 21 » du 27/11/2007 au 31/12/2012

**PERFORMANCE ANNUALISÉE DE +9.5% SUR 15 ANS**  
**SURPERFORMANCE ANNUALISÉE DE +2.8% SUR 15 ANS**  
**12 ANNÉES DE PERFORMANCES POSITIVES SUR 15 ANS**  
**10 ANNÉES DE SURPERFORMANCE SUR 15 ANS**



## DEUXIÈME PARTIE - BILAN 2012

### 1 Opinion de Samuel Henry-Diesbach, analyste financier chez Kepler Capital Markets

#### 2 Notre scénario 2012 s'est-il vérifié ?

- Evolution des valeurs d'actifs
- Dettes des Etats

#### 3 Nos principes de gestion ont-ils été modifiés ?

- Des principes de gestion inchangés
- Des indicateurs spécifiques de suivi des risques
- Une base de données des foncières de la Zone Euro

#### 4 Quel bilan 2012 ?

- Les enseignements 2012 au niveau immobilier
- Les enseignements 2012 sur le secteur
- Amélioration des conditions de financement du secteur
- Positionnement du fonds en 2012
- Composition du portefeuille au 31/12/2012
- Les principaux mouvements du portefeuille



## **1 Opinion de Samuel Henry-Diesbach, analyste financier chez Kepler Capital Markets**

### **2012 : une année en deux temps**

*De janvier à septembre 2012, les craintes sur l'avenir de la Zone Euro ont bénéficié principalement aux foncières allemandes et aux grandes capitalisations.*

*Depuis le mois de septembre, l'action de la BCE a su restaurer la confiance sur la Zone Euro. Le risque systémique ayant disparu, d'autres investissements que le Bund allemand pouvaient alors paraître attractifs car fortement décotés. Dès lors le marché est rentré dans une phase que nous qualifions de recherche de rendement visible, dans un environnement où la plupart des grandes foncières ont achevé leur plan de désendettement, et ont pu trouver de généreuses sources de refinancement pour celles ayant accès au marché obligataire.*

### **Un premier semestre 2013 sans doute dans la continuité, à la recherche de rendements visibles**

*Le premier semestre 2013 devrait être sur ce point assez similaire au second semestre 2012 : la chasse au rendement visible devrait continuer, et l'aversion au risque du marché –encore très présente sur la fin 2012- semble s'apaiser à mesure que l'horizon 2014 semble s'éclaircir, et ce malgré la délicatesse macro-économique de l'année qui commence. 2013 sera donc tiré par 1/ la recherche de rendement et 2/ le pari d'une baisse des décotes sur ANR.*

*Selon nous la « normalisation » européenne (convergence des taux souverains) ne nous semble toujours pas correctement valorisée au travers de sociétés telles que Beni Stabili dont le cours actuel ne reflète pas l'amélioration du risque souverain italien. Par ailleurs le secteur des foncières offre aujourd'hui des rendements sur dividendes nettement supérieurs aux rendements obligataires, souverains, et même aux rendements moyens offerts aujourd'hui sur les grands indices actions. Le mouvement de compression des taux de rendement observés sur la plupart des classes d'actifs fin 2012 et début 2013, ne s'est vu que de manière modérée sur le secteur immobilier, et nous anticipons là aussi une convergence partielle. En moyenne, le rendement sur dividende du secteur est aujourd'hui 100bp supérieur à celui offert par les sociétés du CAC40 ou du Stoxx50, et près de 300bp au delà du taux souverain ! Une différence qui suggère pour nous l'attractivité du secteur dans la mesure où nous considérons que les cash flow devraient être solides encore sur 2013.*

### **Des rendements visibles soutenus par des cash flow solides malgré une croissance faible**

*Nous prévoyons un potentiel de hausse de cours de 12% en moyenne sur la France en 2013, nettement supérieur pour les moins grandes capitalisations boursières offrant aujourd'hui d'importantes décotes sur ANR.*

Bien que les perspectives de croissance soient modérées pour 2013, nous restons relativement serein sur les perspectives de cash flow offertes par les foncières aujourd'hui. Si les loyers devraient être sous pression du fait d'une progression du chômage pour le bureau et d'une consommation en berne pour les centres commerciaux, nous anticipons une baisse modérée de ceux-ci, en grande partie compensée par l'indexation. L'effort opéré par les foncières en 2008-2010 sur les niveaux de loyers minimise le risque de rechute supplémentaire forte aujourd'hui sur les bureaux. Sur les centres commerciaux, les récentes publications montrent une forte revalorisation des baux renégociés ou renouvelés sur 2012, ce qui permet d'envisager sereinement l'évolution des loyers à venir sans accidents majeurs. Seuls certains marchés comme « La Défense » ou certains types d'actifs commerciaux mal positionnés, pourraient connaître des ajustements plus sévères.

Nous anticipons donc une faible pression sur les revenus locatifs, mais compensée au niveau des cash flow par un coût de la dette en baisse suite aux importants refinancements opérés sur 2012 et sans doute encore à venir.

En conséquence nous estimons que le secteur devrait offrir sur le premier semestre un couple rendement/risque encore attractif du fait de rendements élevés et sécurisés, spécialement pour les valeurs moyennes dont la valorisation est encore aujourd'hui attractive.

Nous privilégions des valeurs de convergence, si la solidité des cash flow est présente, ainsi que les solides modèles de petites sociétés offrant encore des valorisations attractives. Beni Stabili est pour nous un bon candidat. En France nous restons positifs sur des valeurs telles que Foncière des régions ou Icade offrant de bonnes perspectives de rendement associées à une visibilité satisfaisante, mais nous recommandons aussi des plus petites valeurs comme Terreis par exemple. En Allemagne enfin, certaines valeurs laissées de côté en 2012 devraient se révéler, et bénéficier d'un impact positif, d'une optimisation de leurs frais financiers, mais nous restons aujourd'hui prudents sur les grands gagnants de 2012 (foncières résidentielles allemandes).

**En résumé, bien que le secteur ne soit plus bradé, il offre aujourd'hui de sérieuses opportunités de bénéficier de rendements élevés et sécurisés, et recommandons de surpondérer le secteur, au moins sur le premier semestre 2013. La seule menace sérieuse sur le secteur pourrait venir d'une remontée des taux d'intérêts, mais la faiblesse des perspectives macroéconomiques rendent ce scénario très peu probable avant au plus tôt 2014.**



## 2 NOTRE SCÉNARIO 2012 S'EST-IL VÉRIFIÉ ?

**Evolution des valeurs d'actifs : Nous anticipions une stabilité des ANR.**

Extrait rapport annuel 2011 :

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

LES ANALYSTES ANTICIPENT UNE BAISSÉ DES VALEURS D'ACTIFS  
 LES INVESTISSEURS IMMOBILIERS (PANEL IDP) ANTICIPENT UNE STABILITÉ  
 NOTRE SCÉNARIO EST UNE STABILITÉ DES VALEURS D'ACTIFS

SCÉNARIO VALIDÉ AVEC DES VALEURS D'ACTIFS STABLES EN 2012

**Dettes des Etats : Nous anticipions une détente des craintes.**

	Taux 10 ans		
	2011	2012	Variation
Allemagne	1,8%	1,3%	-51bp
Pays-Bas	2,2%	1,5%	-70bp
Finlande	2,3%	1,5%	-78bp
Autriche	3,3%	1,8%	-150bp
France	3,2%	2,0%	-116bp
Belgique	4,1%	2,0%	-202bp
Irlande	8,1%	4,4%	-371bp
Italie	7,1%	4,5%	-261bp
Espagne	5,1%	5,3%	+17bp
Portugal	13,4%	7,0%	-635bp
Grèce	35,0%	11,9%	-2 306bp

SCÉNARIO VALIDÉ AVEC UN RECUŁ DES TAUX SOUVERAINS



### 3 NOS PRINCIPES DE GESTION ONT-ILS ÉTÉ MODIFIÉS ?

#### Des principes de gestion inchangés



#### Des indicateurs spécifiques de suivi des risques

L'équipe réalise de nombreux travaux de recherches appliquées. GESTION 21 a créé 2 nouveaux indicateurs pour suivre les risques bilanciaux.

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

#### Une base de données des foncières de la Zone Euro

GESTION 21 a créé sa propre base de données de 65 valeurs représentant 200 milliards d'euros d'actifs. Cette base de données couvre l'ensemble des valeurs de la Zone Euro.

Base de données GESTION 21	
Nombre de valeurs suivies	65
Nombre de variables étudiées	35
Historique des données	depuis 2001

Source : GESTION 21

### **Une nouvelle approche de la décote favorable aux actionnaires**

La question de la décote est importante pour qui s'intéresse à l'immobilier coté. Traditionnellement considérée comme un indicateur avancé de l'évolution des prix sur le marché immobilier physique, elle peut aussi être vue comme une protection face à l'incertitude. Elle devient alors une opportunité de gestion actif/passif des managements favorable aux actionnaires.

Le mot décote est un thermomètre usuel pour quantifier la différence de valorisation entre l'immobilier coté et physique. Elle est synonyme d'opportunité pour les investisseurs sur l'immobilier coté qui se voient proposer des actifs en « soldes » par rapport à la valorisation de l'immobilier physique. Mais c'est aussi un frein au développement du secteur coté car la décote rend dilutive les augmentations de capital envisagées.

Si le mot décote est si familier, pourquoi écrire un nouvel article sur le sujet ?

1) Parce que nous pensons proposer un éclairage nouveau sur l'interprétation de la décote.

2) Parce que nous pensons que la décote peut faire l'objet d'une gestion active favorable aux actionnaires du secteur immobilier coté.

### **Un éclairage nouveau**

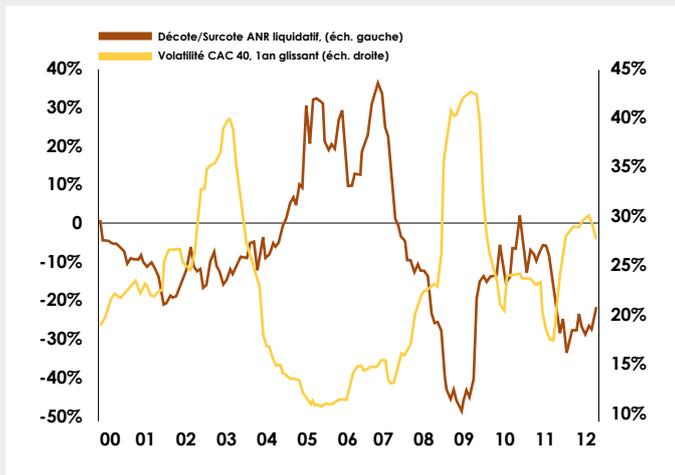
Traditionnellement, la surcote/décote observée sur le marché immobilier coté est considérée comme un indicateur avancé de l'évolution future des prix. Cette interprétation suggère qu'une décote est synonyme d'une baisse future des prix sur le marché immobilier physique et inversement. Le caractère probant sur la période 2000-2007 de cette causalité et le confort qu'elle procure ont très largement contribué à la diffusion de cette interprétation.

Cependant, notre opinion est que la décote/surcote exprime par construction un prix relatif entre le marché immobilier coté et le marché physique, mais ne permet pas d'anticiper l'évolution future des prix. A ce titre, l'analyse de la corrélation entre la décote/surcote et l'aversion au risque (mesurée par la volatilité) apporte un éclairage nouveau « Trouillomètre » sur l'interprétation à donner à la décote/surcote.

Une incertitude élevée (volatilité élevée) correspond à un niveau de décote élevé et inversement. Par conséquent la décote est une protection face à l'incertitude sur l'évolution des prix. La réduction de la décote peut ainsi se faire par une hausse des cours et non par la baisse des valeurs d'actifs.

### Pour une gestion active de la décote

Compte tenu d'une volatilité boursière très supérieure à la volatilité économique du secteur, il existe des opportunités de gestion du cycle boursier qui aujourd'hui sont très peu exploitées par les managements des foncières qui subissent plus qu'ils n'exploitent la décote.



Nous limitons notre propos aux rachats d'actions, tout en mentionnant que la réalisation de cessions suivies de la distribution des plus-values rentre dans le champ d'une gestion active de la décote.

Que dire au management qui achète des immeubles sur le marché physique alors que leurs titres décotent fortement, ou qui fait des augmentations de capital à un cours décoté pour acheter des actifs non soldés sur le marché physique ?

Notre opinion est que le management devrait privilégier le rachat d'actions dans une situation de décote significative. Or il est frappant de constater que le rachat d'actions est peu utilisé alors que les managements ont reçu les autorisations de rachats d'actions lors des assemblées générales.

L'argument le plus souvent évoqué pour ne pas procéder à des rachats d'actions est l'objectif de réduction de l'endettement, argument qui devrait disparaître dans le futur en raison du succès des politiques de désendettement menées par les foncières. De façon structurelle, nous pensons que le niveau d'endettement cible doit prendre en compte un niveau d'endettement destiné aux rachats potentiels d'actions. Ainsi, la gestion active de la décote par les managements permettrait sur le long terme à la fois de faire bénéficier les actionnaires de la décote et probablement réduire la volatilité boursière du secteur. La décote ne serait plus un simple thermomètre du prix relatif coté/non coté mais une opportunité de gestion actif/passif des managements favorable aux actionnaires actuels et futurs du secteur immobilier coté.



#### 4 QUEL BILAN 2012 ?

### Les enseignements 2012 au niveau immobilier

#### Immobilier d'entreprise : un marché de l'investissement segmenté :

(en M€)	2011	2012	Variation
Berlin	2,3	3,8	+65%
Munich	2,9	3,6	+26%
Londres	15,3	18,7	+22%
Francfort	3,0	3,2	+9%
Hambourg	2,2	2,2	-1%
Paris	11,9	10,9	-8%
Bruxelles	0,7	0,6	-14%
Madrid	1,4	0,5	-60%
Milan	1,6	0,5	-70%

**Une évolution  
déterminée par  
l'aversion  
aux risques**

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

	2011	2012
Paris	6,6%	6,5%
Berlin	9,8%	8,9%
Milan	9,9%	11,1%
Bruxelles	11,8%	11,6%
Helsinki	11,5%	11,6%
Madrid	13,3%	15,8%
Francfort	17,8%	15,9%
Amsterdam	17,0%	16,3%
Moyenne simple	11,8%	12,3%

**Un marché français  
qui se détache**

#### Loyers des bureaux prime - Quartier Central des Affaires (€ / m<sup>2</sup>) :

	2011	2012	Variation
Berlin	264	264	=
Bruxelles	285	285	=
Madrid	312	303	-3%
Amsterdam	338	340	=
Helsinki	350	360	+3%
Francfort	456	456	=
Milan	520	510	-2%
Paris	830	830	=

**Des loyers faciaux  
stables mais  
des franchises  
en hausse**

Sources : CBRE, GESTION 21

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

	2011	2012	Variation
Bruxelles	6,8%	6,3%	-50bp
Paris	4,5%	4,3%	-25bp
Helsinki	5,4%	5,2%	-20bp
Berlin	5,1%	5,0%	-10bp
Francfort	5,0%	4,9%	-10bp
Amsterdam	5,5%	5,7%	+15bp
Madrid	5,8%	6,3%	+50bp
Milan	5,3%	6,0%	+75bp
		Moyenne	+6bp

**Baisse en Europe  
 du Nord et hausse  
 en Europe du Sud**

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

	2011	2012	Variation
Bruxelles	4,5%	4,0%	-50bp
Paris	4,8%	4,5%	-30bp
Helsinki	5,5%	5,3%	-20bp
Berlin	4,5%	4,4%	-10bp
Francfort	5,3%	5,2%	-10bp
Amsterdam	4,1%	4,1%	0bp
Madrid	4,5%	4,5%	0bp
Milan	5,3%	5,8%	+50bp
		Moyenne	-9bp

**Un profil de risque  
 toujours recherché**

**Indicateurs centres commerciaux**

	France 2012
Consommation des ménages en valeur	-0,2%
Chiffre d'affaires des commerçants	-0,2%
Indice de fréquentation	-1%

**Indicateurs  
 Stables**

**➔ DES INDICATEURS STABLES EN EUROPE DU NORD,  
 EN BAISSSE EN EUROPE DU SUD ➔**

## Les enseignements 2012 sur le secteur

### LES ENSEIGNEMENTS 2012 SUR LE COMMERCE :

- ▶ Poursuite du recentrage sur les grands centres
- ▶ Recentrage sur les centres villes pour les détenteurs de boutiques
  - ▶ Développement de l'offre restauration
  - ▶ Intégration du design

### LES ENSEIGNEMENTS 2012 SUR LES BUREAUX :

- ▶ Marché de l'investissement focalisé sur le prime
- ▶ Hausse 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 2012 DES PUBLICATIONS :

- ▶ Stabilité des cash-flow et des ANR
  - ▶ Baisse du coût de la dette
- ▶ Poursuite des stratégies de désendettement
- ▶ Potentiel de cessions limité en Europe du Sud
  - ▶ Difficultés confirmées en Espagne
  - ▶ Bonne résistance de l'Italie
- ▶ Surperformance des centres commerciaux par rapport aux bureaux
- ▶ Surperformance des bureaux France par rapport aux autres bureaux

Amélioration des conditions de financement du secteur

- L'ensemble des sociétés, petites et grandes valeurs, ont trouvé à se refinancer.
- La baisse des coûts des frais financiers a concerné l'ensemble du secteur.
- Les grandes valeurs ont profité des conditions favorables du marché obligataire.

	Date	Maturité	Montant (M€)	Coupon
Unibail	6/10/11	2016	500	3,5%
Befimmo	6/12/11	2015	75	4,8%
Unibail	6/12/11	2017	500	3,9%
Unibail	15/03/12	2019	750	3,0%
Mercialys	19/03/12	2019	650	4,1%
Gécina	4/04/12	2019	650	4,8%
Sponda	22/05/12	2017	150	4,1%
Klépierre	30/05/12	2022	300	3,9%
Unibail	25/07/12	2018	750	2,3%
Conwert	30/08/12	2018	80	4,5%
Klépierre	10/09/12	2019	500	2,8%
Unibail	11/09/12	2018	750	0,8%
Foncière des Régions	9/10/12	2018	500	3,9%
Unibail	24/10/12	2017	500	1,6%
Immobilière Frey	12/11/12	2022	22	6,0%
Foncière Lyonnaise	16/11/12	2017	500	3,5%
Foncière des Murs	19/11/12	2019	255	3,7%
Corio	29/11/12	2017	150	2,4%
Corio	13/12/12	2022	85	3,5%

Les petites valeurs ont été pénalisées par le non accès au marché obligataire.

Nous trouvons ceci exagéré car elles ont trouvé du refinancement bancaire.

L'impact entre ces deux guichets de refinancement a été positif et globalement de même ampleur.

**Maturité moyenne 2018**

**19 émissions par 12 émetteurs**

**Montant total de 8Md€**

**Coupon moyen de 3,5%**

Source : GESTION 21

## Positionnement du fonds en 2012

### Un couple rendement/risque attractif

		IEIF	IMMOBILIER 21
Indicateurs de rendement	Multiple de cash flow 2012e	15,2 x	14,6 x
	Rendement en dividende 2012e	6,1%	6,2%
	Rentabilité locative de la valeur d'entreprise	5,8%	5,8%
Indicateurs financiers	LTV	50%	46%
	ICR	2,6 ans	2,9 ans
	Taux d'intérêt critique	10,1%	11,3%
Force de rappel	Décote/surcote (ANR de liquidation)	-10%	-19%
	Point mort d'ANR	-5%	-10%
	Prix au m <sup>2</sup> implicite	2336€	2616€
Indicateurs Boursiers	Béta (1 an glissant)	-	0,81
	Volatilité (1 an glissante)	17,2%	14,6%

### Augmentation de l'exposition aux pays périphériques

	Europe du Nord	Europe du Sud
Déc. 2011	87%	13%
Juin 2012	82%	18%
Déc. 2012	83%	17%

### Répartition par type d'actifs en décembre 2012

	Indice	IMMOBILIER 21	Ecart
Centres com.	42%	37%	-5 points
Bureaux	37%	51%	+15 points
Logements	11%	1%	-10 points
Logistique	2%	3%	+1 point
Autres	9%	8%	-1 point

### Maintien de l'exposition aux petites valeurs

	Déc. 11	Juin 12	Déc. 12
< 1Md€	37%	44%	34%
> 1Md€	63%	56%	66%

### Absence de l'Allemagne et renforcement de l'Autriche/Italie

	Déc. 11	Juin 12	Déc. 12
France	79%	80%	69%
Pays-Bas	18%	15%	17%
Italie	1%	4%	6%
Autriche	-	-	6%
Finlande	1%	1%	2%

Source : GESTION 21

## Composition du portefeuille au 31/12/2012

Valeurs	Pays	Pondération
Foncière des Régions	France	9,4%
Klepierre	France	8,3%
Silic	France	7,2%
Tour Eiffel	France	6,7%
Corio	Pays-Bas	6,5%
Unibail	France	4,7%
Icade	France	4,6%
Beni Stabili	Italie	4,5%
Vastned Retail	Pays-Bas	3,9%
Immofinanz	Autriche	3,9%
Argan	France	3,8%
Foncière des Murs	France	3,2%
Wereldhave	Pays-Bas	3,2%
Mercialys	France	3,1%
Cegereal	France	2,8%
Terreis	France	2,8%
Foncière lyonnaise	France	2,7%
Gécina	France	2,6%
Altaea	France	2,4%
Patrimoine & Commerce	France	1,8%
CA Immo	Autriche	1,8%
Eurocommercial	Pays-Bas	1,8%
Sponda	Finlande	1,7%
NSI	Pays-Bas	1,6%
IGD	Italie	1,3%
Klemurs	France	0,8%
Selectirente	France	0,7%
Paref	France	0,5%
Wereldhave Belgium	Belgique	0,5%
Immobilière Frey	France	0,1%
Citycon	Finlande	0,1%
ANF	France	0,1%
Trésorerie		1,1%

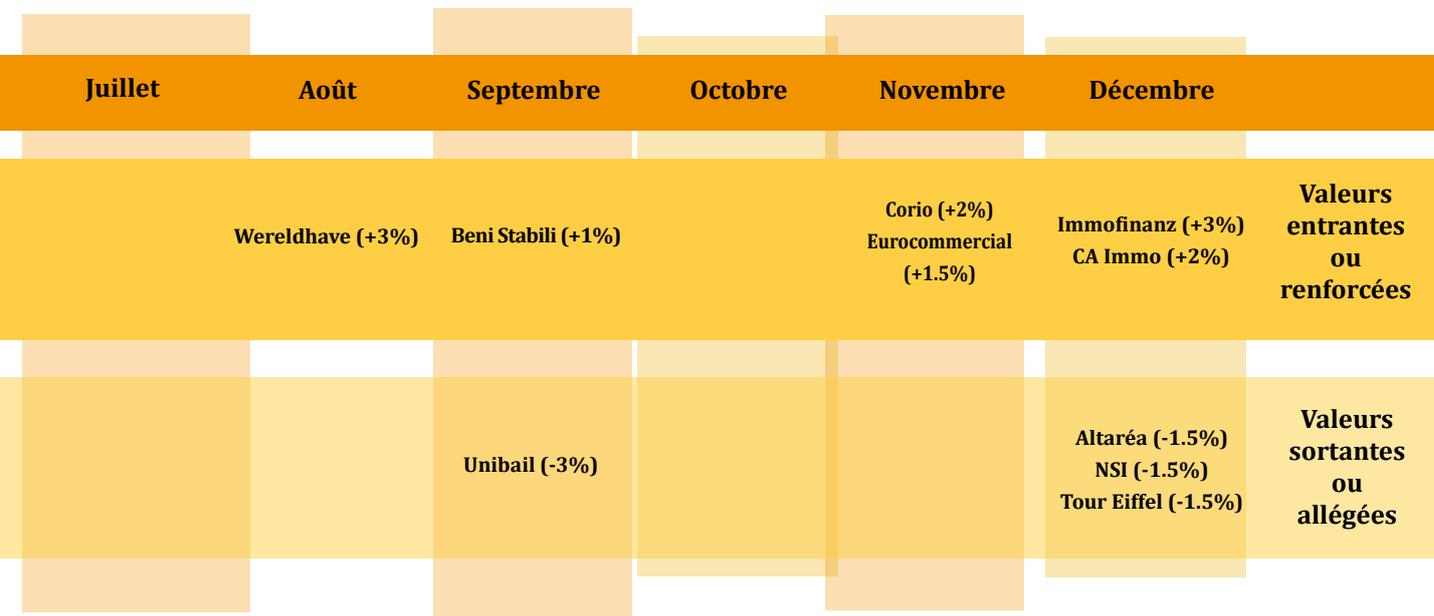
	Nb de valeurs	%
France	20	68%
Pays-Bas	5	17%
Italie	2	6%
Autriche	2	6%
Finlande	2	2%
Belgique	1	0,5%
Trésorerie	-	1,1%

## Les principaux mouvements du portefeuille

	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin
<b>Valeurs entrantes ou renforcées</b>	Foncière des régions (+2%)	Foncière des régions (+2%) Beni Stabili (+2%)	Cegereal (+1%) Mercialys (+3.5%)			Tour Eiffel (+2%)
<b>Valeurs sortantes ou allégées</b>		Gécina (-2%)	Wereldhave (-3%)	Gécina (-1%)	Wereldhave (-1%)	Klepierre (-1.5%)

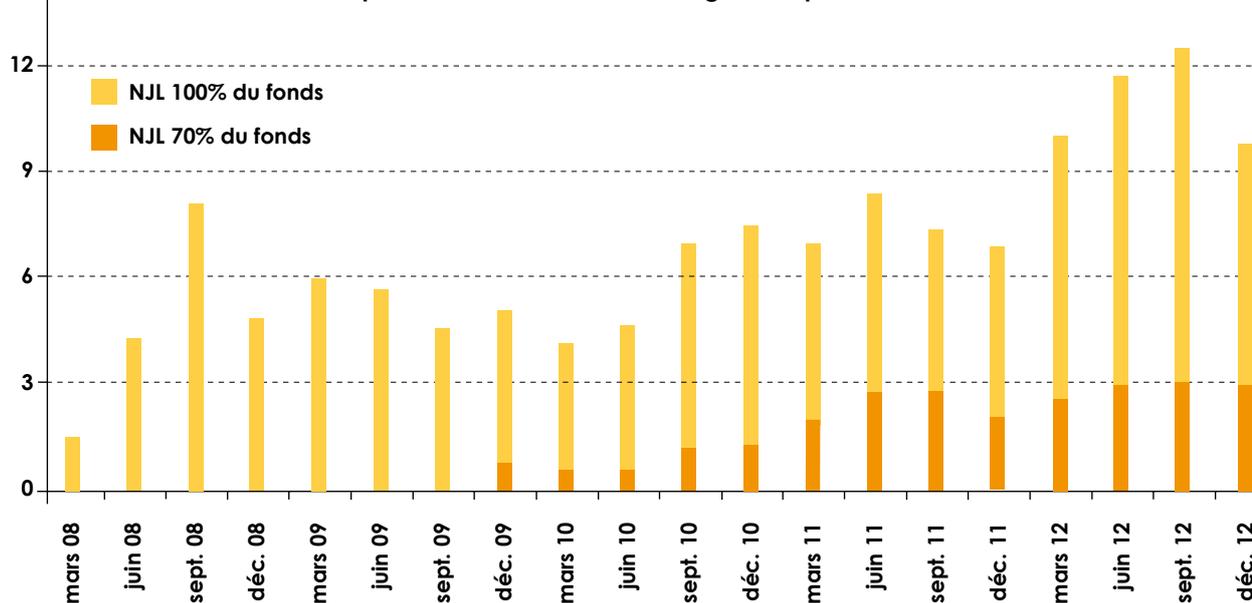
## Répartition du courtage

	2008	2009	2010	2011	2012
Courtier 1	-	-	-	16%	18%
Courtier 2	15%	16%	16%	16%	18%
Courtier 3	8%	12%	13%	6%	16%
Courtier 4	15%	15%	17%	15%	16%
Courtier 5	22%	15%	17%	15%	6%
Courtier 6	12%	12%	18%	11%	5%
Courtier 7	6%	11%	9%	9%	5%
Courtier 8	22%	19%	12%	12%	5%



### Liquidité du fonds

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



Au 31/12/2012 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 3 jours pour 70% du fonds et de 10 jours pour 100%.



### **TROISIÈME PARTIE – PERSPECTIVES 2013**

#### **1 Nos prévisions à 3 ans : cash flow et valeurs d'actifs stables...**

- Notre opinion sur les loyers et les valeurs d'actifs
- Nos prévisions pour 2012-2015
- Situation des marchés de bureaux en Europe

#### **2 ...qui renforcent le potentiel de convergence de l'immobilier coté**

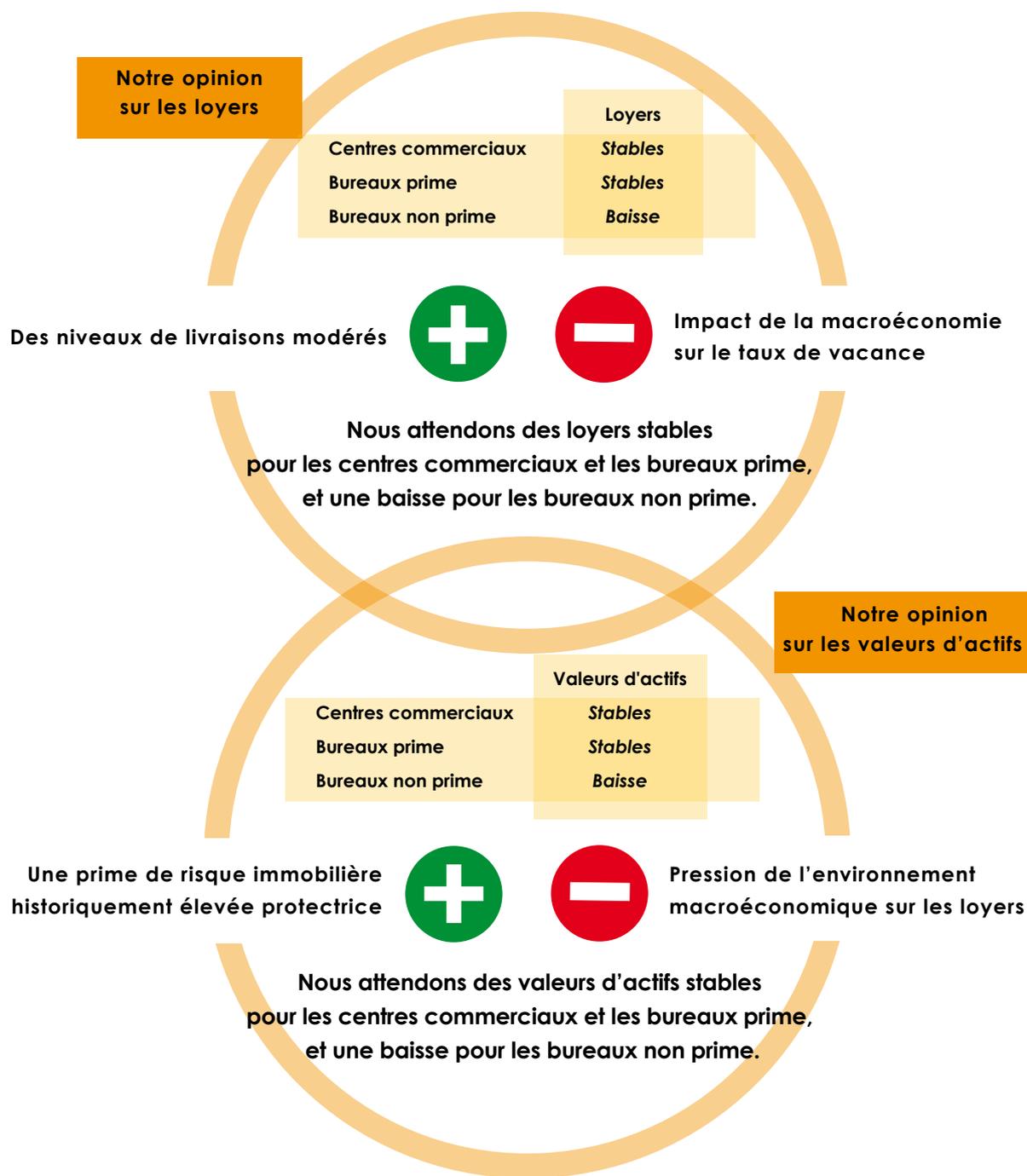
- Un potentiel de convergence élevé
- Evolution de la notation implicite du secteur
- Notre scénario de convergence partielle est-il crédible ?
- Un potentiel de hausse très élevé en cas de convergence totale

#### **3 Quelle stratégie d'investissement en 2013 ?**

- Nos choix d'investissement
- Quels objectifs de performance ?



# 1 NOS PRÉVISIONS À 3 ANS : CASH FLOW ET VALEURS D'ACTIFS STABLES EN MOYENNE...



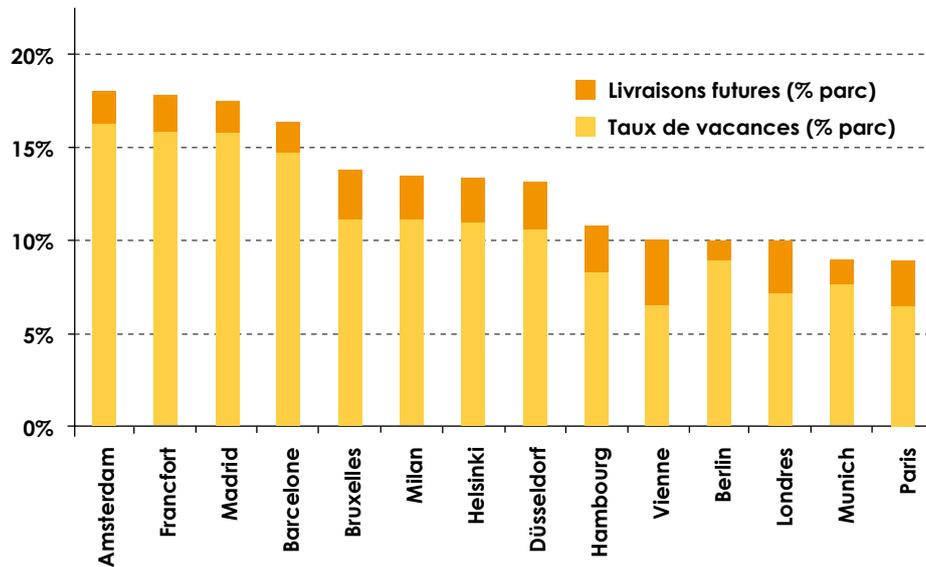
## Nos prévisions 2012-2015 sur les cash flow et les valeurs d'actifs



Cash flow et valeurs d'actifs stables

Source : GESTION 21

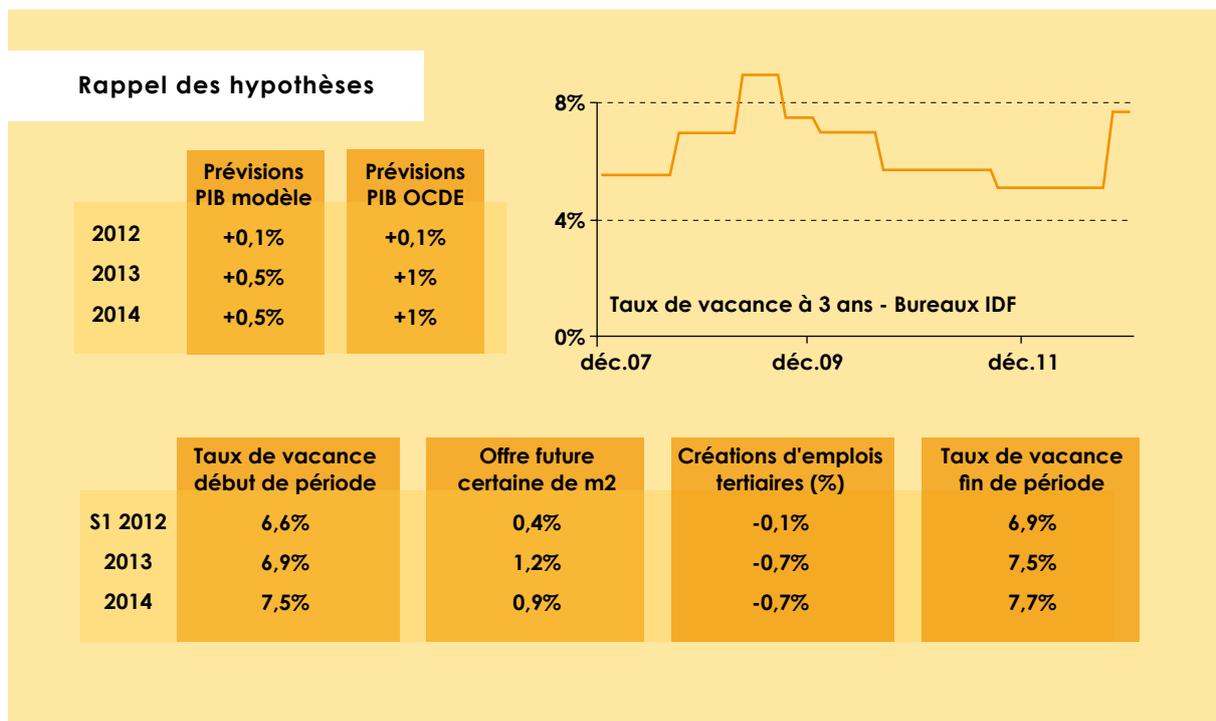
## Situation des marchés de bureaux en Europe



L'attractivité actuelle et future du marché des bureaux Ile-de-France est confirmée, avec un positionnement relatif aux autres marchés favorable.

## Taux de vacance à 3 ans – Prise en compte de la faible demande future

La faiblesse de la croissance future nous avait amené à réviser nos hypothèses en octobre 2012. Depuis nous anticipons un taux de vacance à 3 ans de 7,7% pour les bureaux Ile-de-France.



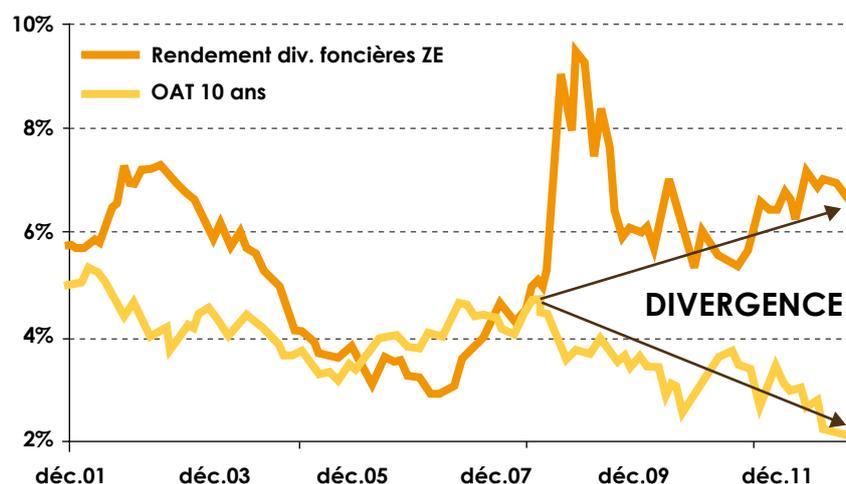
Sources : CBRE, OCDE, GESTION 21



## 2 ...QUI RENFORCE LE POTENTIEL DE CONVERGENCE DE L'IMMOBILIER COTÉ

### Un potentiel de convergence élevé

Le niveau actuel du rendement du secteur offre un potentiel de convergence vers le rendement des obligations, tout en offrant une protection contre une hausse future des taux.



### Evolution de la notation implicite du secteur

L'IMMOBILIER COTÉ VALORISÉ... EN 2001, COMME UNE OBLIGATION BBB

RENDEMENT DIV. = 5,8%

SPREAD AVEC LE BBB\* = +10BP

L'IMMOBILIER COTÉ VALORISÉ... EN 2007, COMME UNE OBLIGATION AAA

RENDEMENT DIV. = 4,4%

SPREAD AVEC LE TEC 10 = 0bp

L'IMMOBILIER COTÉ VALORISÉ... EN 2012, COMME UNE OBLIGATION HIGH YIELD

RENDEMENT DIV. = 6,6%

SPREAD AVEC LE BB\* = +270bp

### Un scénario prudent basé sur une convergence partielle

Notre scénario est basé sur une convergence partielle des rendements des foncières (par hausse des cours) avec les emprunts d'État normés à 4%.

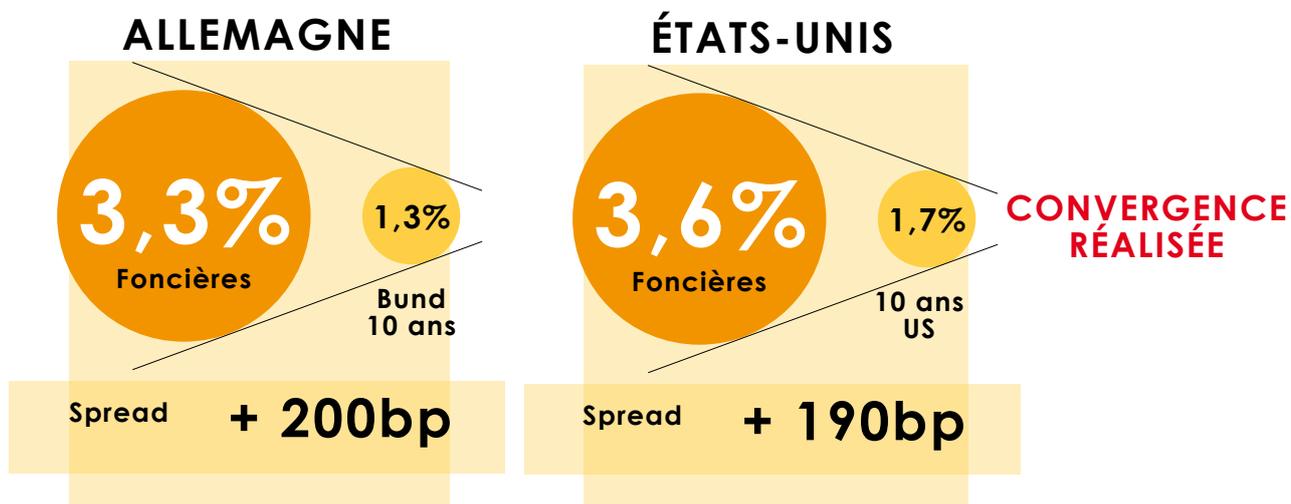
HYPOTHÈSES	Retour des taux long à :	4%
	Prime de risque historique :	+130bp
	Rendement cible du secteur :	5,3%

**Soit un potentiel de hausse de +15%**

\* Rendement des obligations Corporate 5 ans Zone Euro  
 Sources : AFT, Bloomberg, Exane, GESTION 21

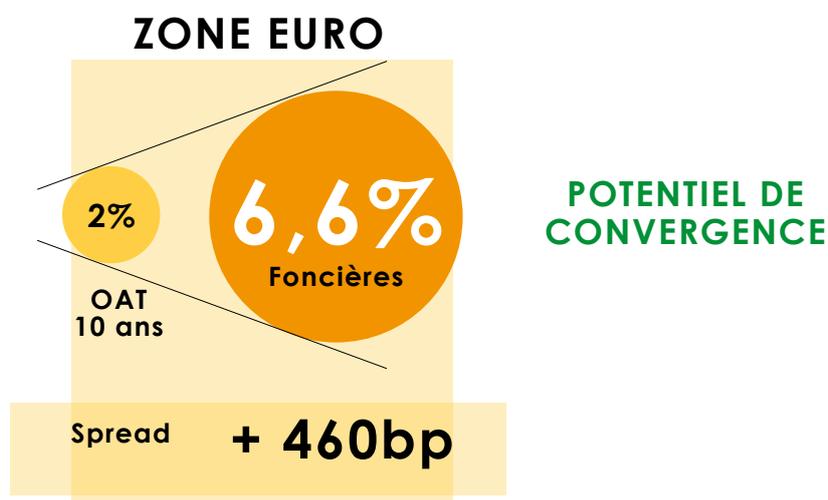
## Notre scénario de convergence partielle est-il crédible ?

Les exemples des foncières allemandes et américaines



Les craintes des investisseurs en 2012 se sont traduites par une moindre exigence de rentabilité en Allemagne et aux États-Unis.

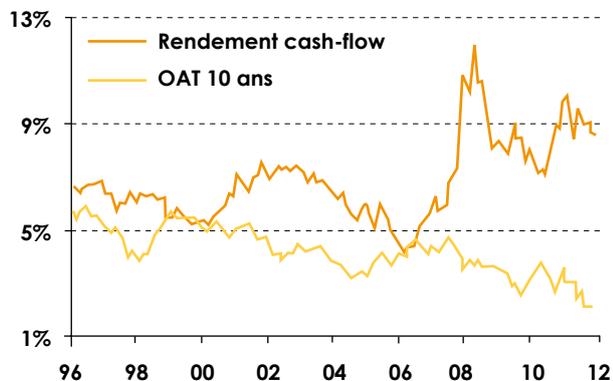
Cela c'est traduit par une hausse des cours des foncières et une convergence du rendement des foncières avec les taux souverains.



La réduction des craintes en Zone Euro et de la rentabilité exigée doit se traduire par une convergence partielle du rendement des foncières avec les taux souverains.

## Un potentiel de hausse très élevée en cas de convergence totale

### Historique du rendement en cash-flow :



### Potentiel de hausse moyen de +53%

	Moyenne historique	Déc. 2012
Rendement cash-flow	6,8%	8,4%
OAT 10 ans	4,2%	2%
Différence	2,7%	6,5%

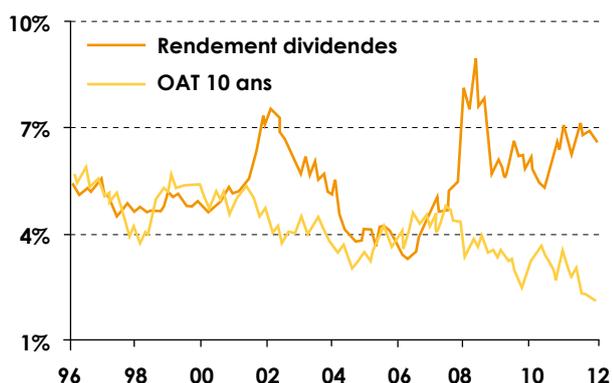
#### Potentiel de hausse de +24%...

...pour un retour à la moyenne historique du rendement en cash flow (de 8,4% à 6,8%)

#### Potentiel de hausse de +82%...

...pour un retour à la moyenne historique de l'écart de rendement (de 6,5% à 2,7%)

### Historique du rendement en dividendes :



### Potentiel de hausse moyen de +61%

	Moyenne historique	Déc. 2012
Rendement dividendes	5,4%	6,6%
OAT 10 ans	4,2%	2%
Différence	1,3%	4,6%

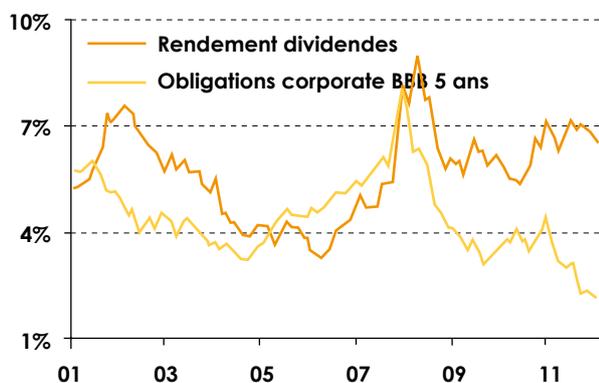
#### Potentiel de hausse de +21%...

...pour un retour à la moyenne historique du rendement dividendes (de 6,6% à 5,4%)

#### Potentiel de hausse de +101%...

...pour un retour à la moyenne historique de l'écart de rendement (de 4,6% à 1,3%)

### Historique du rendement en dividendes :



### Potentiel de hausse moyen de +58%

	Moyenne historique	Déc. 2012
Rendement dividendes	5,7%	6,6%
Obligation BBB	4,4%	2%
Différence	1,3%	4,6%

#### Potentiel de hausse de +16%...

...pour un retour à la moyenne historique du rendement dividendes (de 6,6% à 5,7%)

#### Potentiel de hausse de +100%...

...pour un retour à la moyenne historique de l'écart de rendement (de 4,6% à 1,3%)

Sources : AFT, Bloomberg, Exane, GESTION 21



### 3 QUELLE STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT EN 2013 ?

#### Nos choix d'investissement

##### Choix par zone géographique

- ▶ Renforcement des zones où la convergence n'a pas eu lieu
- ▶ Pas de foncières allemandes, espagnoles et grecques

##### Choix par typologie d'actifs

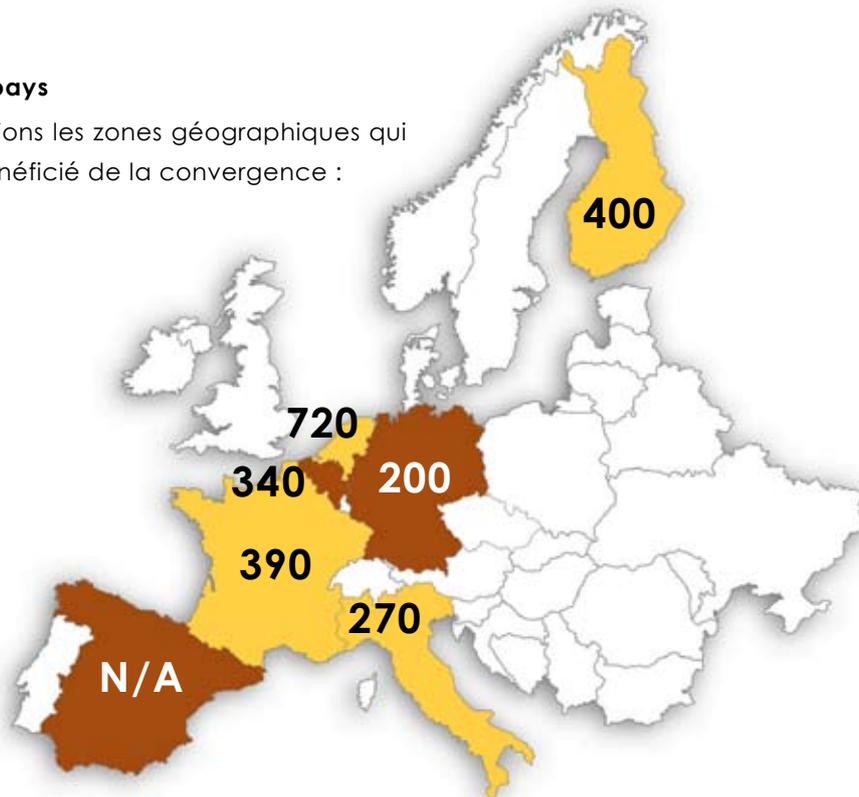
- ▶ Préférence pour les centres commerciaux et les bureaux France

##### Choix par capitalisation

- ▶ Préférence pour les petites et moyennes valeurs

#### Spread par pays

Nous privilégions les zones géographiques qui n'ont pas bénéficié de la convergence :



Pays	Souverain 10 ans	Rendement div.	Spread (bp)
Allemagne	1,3%	3,3%	+200
Italie	4,5%	7,2%	+270
Belgique	2%	5,4%	+340
France	2%	5,9%	+390
Finlande	1,5%	5,5%	+400
Pays-Bas	1,5%	8,7%	+720
Espagne	5,3%		N/A

Source : GESTION 21

Allocation par zone géographique

**A l'écart du résidentiel allemand**

- ▶ Un marché qui a bénéficié d'anticipations de hausse des valeurs d'actifs sur le résidentiel
  - ▶ Des indicateurs de valorisation peu attractifs
- ▶ Un modèle économique structurellement risqué : rendements faibles financés par dette.

Allocation centres commerciaux et bureaux France

**Centres commerciaux**

- ▶ Potentiel de croissance organique en raison d'une hausse des loyers lors des renouvellements

**Bureaux France :**

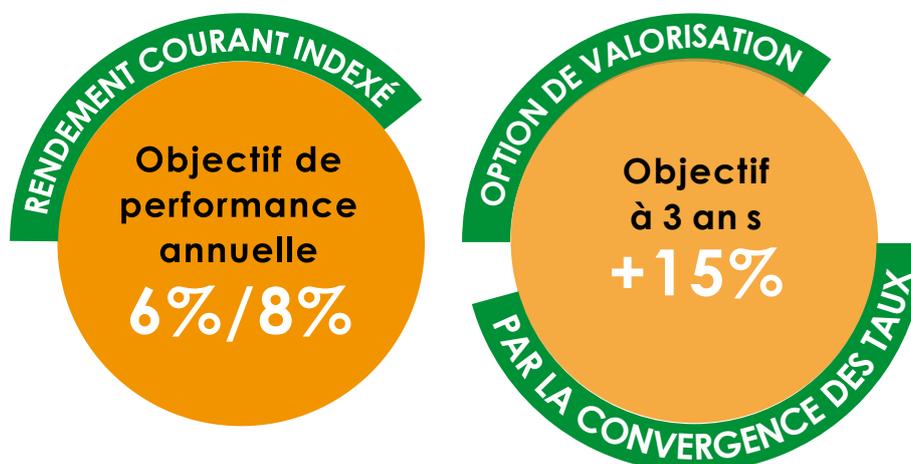
- ▶ Marché dont le taux de vacance actuel et futur est le plus faible en Europe

Allocation petites et moyennes valeurs :

- ▶ Une valorisation attractive
  - ▶ Des craintes sur le financement exagérées
- ▶ Une décote élevée qui rend probable des opérations financières
- ▶ Le remboursement de la dette permet une croissance de l'ANR mais réduit le potentiel de distribution

**Quels objectifs de performance ?**

Nous pensons qu'il faut investir en immobilier coté...



...sans oublier la protection du capital par la décote actuelle sur les ANR de reconstitution.

## AVERTISSEMENT

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

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

Les performances passées ne 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 un compartiment doit se faire sur la base du prospectus actuellement en vigueur et des documents périodiques disponibles sur la base GECO de l'Autorité

des Marchés Financiers ou sur simple demande auprès de GESTION 21.

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

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

*Risque lié à la gestion discrétionnaire :*

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

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





## **IMMOBILIER 21**

LAURENT GAUVILLE 05 57 81 18 91

PIERRE PUGNET 05 57 81 18 92

DANIEL TONDU 04 26 69 15 71

BRUNO RAMBAUD 04 26 69 15 74

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](http://www.gestion21.fr)

DÉPOSITAIRE : CACEIS BANK FRANCE

COMMISSAIRE AUX COMPTES : DELOITTE