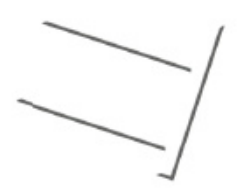


21



21

22

**IMMOBILIER 21  
RAPPORT  
ANNUEL  
2014**



VINGT ET UN





Gravé sur un mur...



Japonais.

Police de caractères modernes.

21

Malayalam, VIIème siècle (Malaisie, Singapour).



XXI

Les chiffres romains, encore utilisés pour les siècles, les horloges, les chapitres...

२१

Non ce n'est pas un 22, c'est 21 en devanagari en Inde : c'est un savant indien qui a inventé nos chiffres et le 0.

21

Le célèbre 21...  
...d'IMMOBILIER 21 !

Au 11ème siècle, notre écriture des chiffres n'est pas encore aboutie...



Hiéroglyphes égyptiens, un pont pour chaque dizaine, une barre verticale pour chaque unité (3000 av.J-C).



En braille.

Tablette en argile.  
Peuples de Summer  
(Mésopotamie, 3000 av.J-C).

$$5+5+5+5+1=21$$



Une étape Indienne utilisée aussi au Pakistan : le hindi (ou hourdou).

२१

Rome, au début de notre ère.

VINGT ET UN

# 21 AVANT-PROPOS

**Après 7 ans d'existence, nous avons été régulièrement interrogés sur la signification du 21.**

**Il était temps de répondre à cette interrogation majeure !**

**Vous trouverez dans ce rapport différents 21 dans l'histoire des écritures depuis les égyptiens jusqu'au XXI<sup>ème</sup> siècle.**

**Egalement ci-dessous, différentes utilisations contemporaines du 21.**

**Pour notre 21, c'est l'idée du nouveau siècle qui nous a attirés.**

**La gestion durable est forcément à long terme, c'est notre conviction, notre signature 21.**

*XXI<sup>ème</sup> siècle : évidemment...*

**Concerto n°21** : composé par Mozart, c'est un concerto pour piano empreint de calme et de majesté.

**21, le poids de l'âme** : théorie émise en mars 1907 par Duncan MacDougall, médecin américain. Sur la base d'expériences réelles, celui-ci émet l'hypothèse que le corps humain aurait une âme et que celle-ci aurait une masse estimée à 21 grammes. Au moment de la mort, l'âme s'échapperait du corps humain, qui se retrouverait allégé de ce poids.

**21, un des premiers nombres de la suite de Fibonacci** : 1-1-2-3-5-8-13-21...

**21** : c'est l'atout le plus fort du Tarot.

**Agenda 21 (également appelé Action 21)** : plan d'actions adopté par 173 chefs d'Etat au Sommet de la Terre à Rio en 1992. Il décrit le développement durable appliqué aux collectivités territoriales : pollution, santé, logement, déchets, ... Il a donné lieu à la rédaction d'un Agenda 21 par chaque collectivité.

**L'assassin habite au 21** : 1er film de H-G. Clouzot. Un assassin commet des crimes en série. Les personnages évoluent dans une petite pension de famille nommée « Les Mimosas » au 21 avenue Junot à Montmartre.

**21 juin et 21 décembre** : les solstices d'été et d'hiver. Ils correspondent respectivement au jour le plus long et le plus court de l'année.

**1921** : année de la création du N°5 de Chanel.

**21 millions de bitcoins** : monnaie virtuelle, controversée, créée en 2008 par Nakamoto (pseudonyme). Son programme d'émission est limité à 21 millions.

**Le blackjack ou « 21 »** : la partie oppose tous les joueurs à la banque. Le but est de battre la banque sans dépasser 21. Dès qu'un joueur fait plus que 21, il perd sa mise initiale.

**Le scandium est un élément chimique de numéro atomique 21** : il est classé dans les « terres rares », son prix est d'environ 10 000\$ le kilo.

**XXI** : revue trimestrielle française de grands reportages et sans publicité créée en 2008.

**Century 21** : société américaine, créée en 1971, présente dans 74 pays avec environ 7 700 agences. Elle exerce une activité de vente et de location de biens immobiliers.

**L'Equipe 21** : chaîne de télévision française sur le sport créée en 2012 et appartenant au groupe Amaury.

**21 jours pour perdre une habitude** : les médecins, scientifiques et psychologues s'attachent à dire qu'il faut environ 21 jours pour se débarrasser d'une habitude.

**Le 21<sup>ème</sup> Premier Ministre de la Vème République** : Manuel Valls.

**Cap21** : association politique créée en 1996 par Corine Lepage défendant une position centriste de l'écologie.

**21 jours** : durée nécessaire à un mortier de ciment pour atteindre 90% de sa résistance finale.

**DS 21 et Renault 21** : automobiles emblématiques des années 60 pour la première (1.5 million) et des années 80 pour la seconde (2 millions). (dixit Jean-Claude)

**21 ans** : âge de la majorité en France de 1792 à 1974, 18 ans depuis.

# Sommaire

---

**L'ÉQUIPE**, page 5

---



**MESSAGE DU GÉRANT**, page 6

---

**BILAN DE LA GESTION**, page 7

---



**VIE SOCIALE : POLITIQUE DE DISTRIBUTION**, page 8

---



*Comptes annuels sur demande*

  
**PREMIÈRE PARTIE : PERFORMANCE**

- 1 - Performance de l'immobilier coté, *page 12*
  - 2 - Performance 2014 d'IMMOBILIER 21, *page 14*
  - 3 - Performance 5 ans d'IMMOBILIER 21, *page 16*
  - 4 - Performance depuis la création d'IMMOBILIER 21, *page 17*
  - 5 - Performance 17 ans de notre stratégie de gestion, *page 20*
- 

**DEUXIÈME PARTIE : BILAN ET PERSPECTIVES DE L'IMMOBILIER COTÉ**

- Intro : Les atouts structurels de l'immobilier coté, *page 24*
  - 1 - Les différents marchés immobiliers en Europe, *page 25*
  - 2 - Un objectif de performance de +10% par an à moyen terme, *page 36*
- 

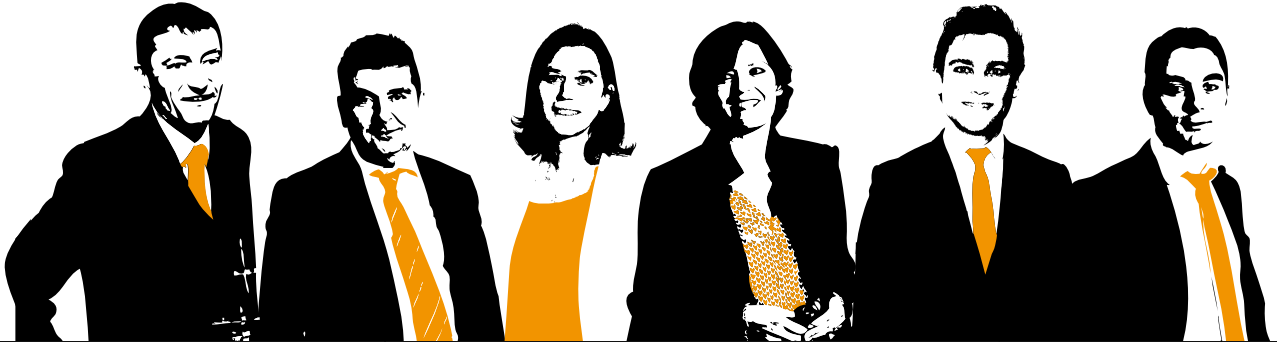
**TROISIÈME PARTIE : GESTION DU FONDS**

- 1 - Relations investisseurs, *page 48*
- 2 - Portefeuille IMMOBILIER 21, *page 55*

**GESTION 21,**  
*société de gestion indépendante,*  
*a obtenu son agrément en 2007.*

*Le fonds **IMMOBILIER 21***  
*a été créé en 2007.*

---



**Daniel Tondu**  
*Gérant*

**Laurent Gauville**  
*Gérant*

**Bénédicte de Quercize**  
*RCCI*

**Valérie Salomon-Liévin**  
*Relations investisseurs*

**Romain Joudelat**  
*Relations investisseurs*

**Pierre Pognet**  
*Analyste-gérant*

*Avec une performance à 2 chiffres en 2014, le secteur immobilier coté a bénéficié de son affichage « rendement » dans un environnement marqué par des tensions géopolitiques et des incertitudes macroéconomiques en Europe.*

*Le FCP IMMOBILIER 21 a réalisé une performance de +16% cette année. Nous sommes très satisfaits de cette performance, conforme à notre objectif annoncé en 2012 de +10% par an sur les 3 prochaines années.*

*Elle a été réalisée dans un contexte de loyers stables, d'absence d'indexation et d'amélioration des frais financiers.*

*La forte surperformance des dossiers endettés, notamment en Allemagne, et notre prudence par rapport à cette thématique, explique principalement la légère sous-performance 2014 du FCP IMMOBILIER 21 par rapport à son indice de référence (hausse de +16% vs +18%).*

*Nous pensons que dans un environnement de taux durablement bas, les niveaux élevés du rendement et de la prime de risque du secteur (410bp contre 140bp historiquement) seront encore des atouts pour 2015.*

*Nous conservons un objectif de performance annualisée de +10% sur les prochaines années.*

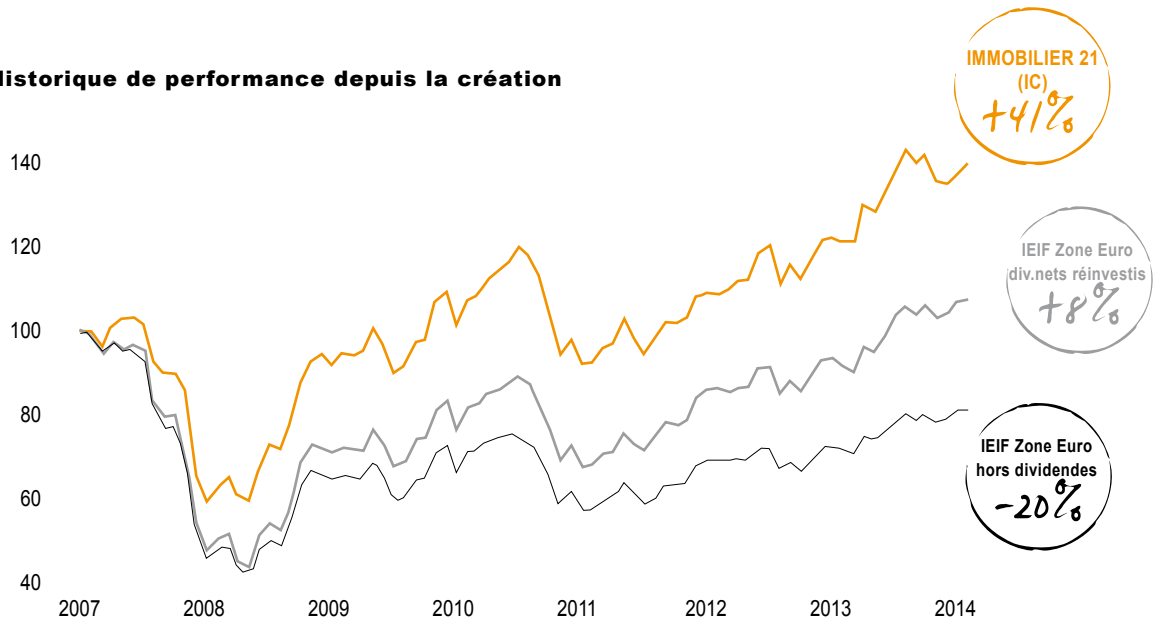
**Laurent Gauville**

#### **Carte d'identité de l'immobilier coté**

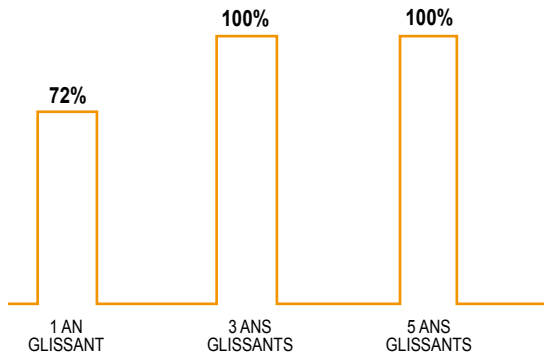
	<b>2014</b>
Nombre de foncières	74
Capitalisation totale	120Md€
Capitalisation moyenne	1,6Md€
Effectifs	14 000
Patrimoine	220Md€



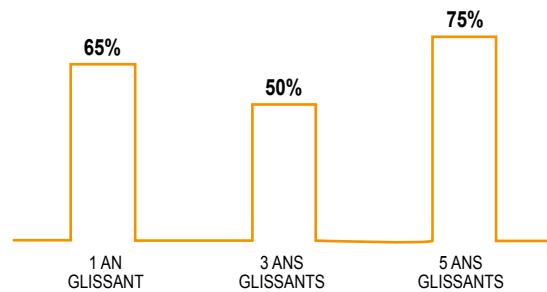
### Historique de performance depuis la création



### Fréquence de performance positive



### Fréquence de surperformance par rapport à l'indice IEIF ZE div.nets



— IMMOBILIER 21 IC

### Récompenses



## Revenu distribué au titre de l'exercice 2014



Montant : 410€ part ID  
4,10€ part AD

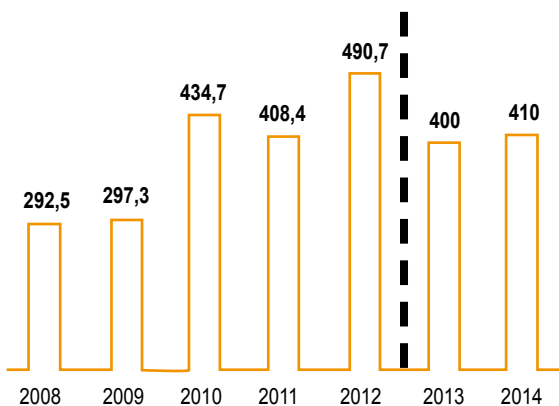
Croissance du revenu distribué : +2,5%

Date de détachement : Mai 2015

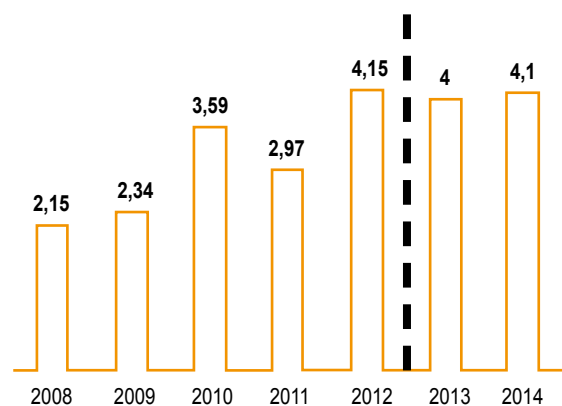
À partir de 2013, le fonds a retenu une nouvelle politique de distribution

Cette politique a pour objectif de distribuer tous les ans un revenu élevé et en progression régulière

Revenu distribué (part ID)

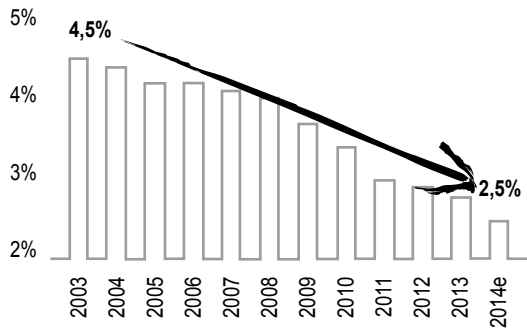


Revenu distribué (part AD)

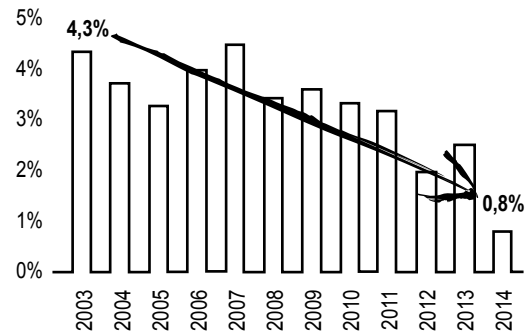


## IMMOBILIER 21 : une alternative aux fonds en euro et aux SCPI grâce à son rendement élevé

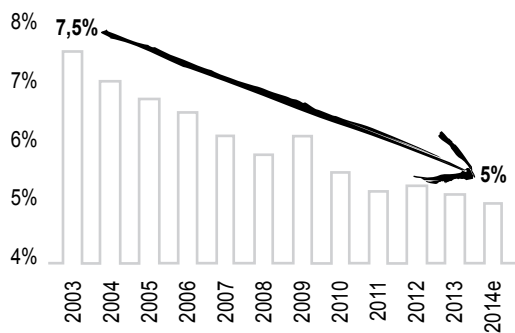
**Rendement Fonds Euro**



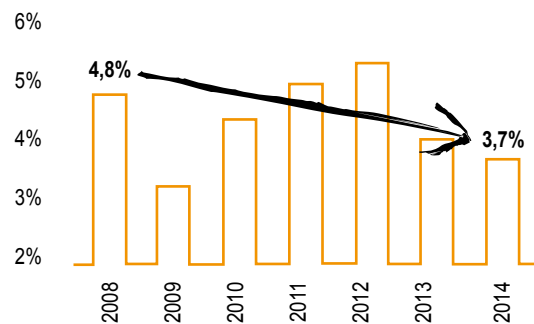
**Rendement TEC 10**



**Rendement SCPI**



**Rendement IMMOBILIER 21 Part ID\***



\*Sur la base de la valeur liquidative du 31/12





## PREMIÈRE PARTIE : PERFORMANCE

---

### **1 - Performance de l'immobilier coté, page 12**

Un secteur très performant à long terme, *page 12*

Un secteur très performant en 2014, *page 12*

Performance 2014 par pays, *page 13*

Performance 2014 des dossiers endettés, *page 13*

Performance 2014 selon la capitalisation, *page 13*

---

### **2 - Performance 2014 d'IMMOBILIER 21, page 14**

Performance du fonds, *page 14*

Performance relative du fonds, *page 15*

---

### **3 - Performance 5 ans d'IMMOBILIER 21, page 16**

Performance et classement du fonds, *page 16*

Répartition des fonds Immobilier Europe, *page 16*

---

### **4 - Performance depuis la création d'IMMOBILIER 21, page 17**

Historique de performance, *page 17*

Récompenses et notations, *page 17*

Fréquence de performance positive et de surperformance, *page 18*

Max Drawdown et délai de recouvrement, *page 18*

Performance d'un panel de fonds, *page 19*

Couple Rendement / Risque des fonds Immobilier Europe, *page 19*

---

### **5 - Performance 17 ans de notre stratégie de gestion, page 20**

---

**Focus sur la performance des foncières du Royaume-Uni, page 21**

PREMIÈRE PARTIE : PERFORMANCE

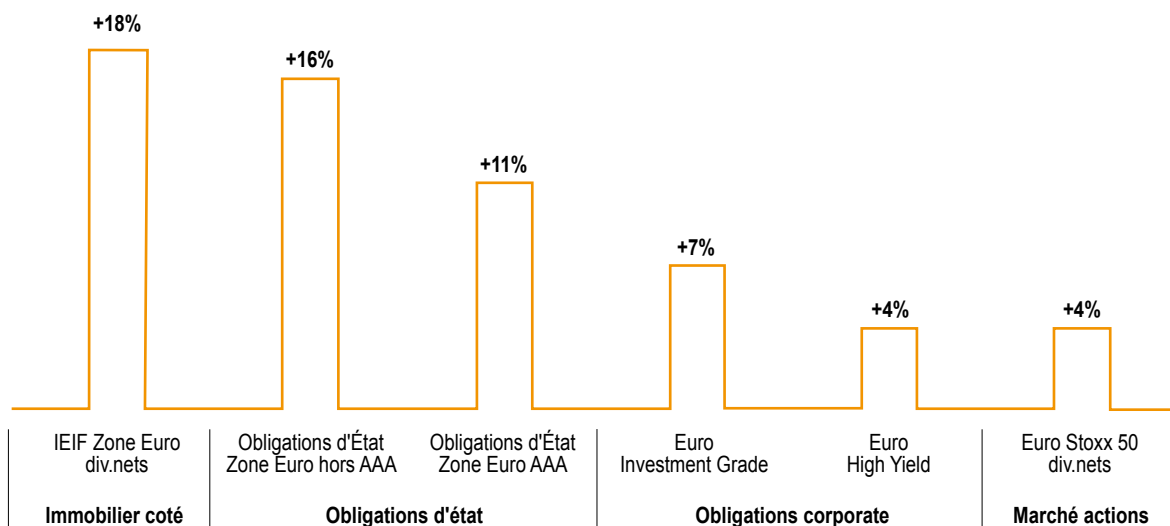
1 - Performance de l'immobilier coté

Un secteur très performant à long terme (performance annualisée)

SUR 10 ANS 2003/2013		SUR 20 ANS 1993/2013		SUR 30 ANS 1983/2013	
<b>Foncières cotées</b>	<b>+14%</b>	<b>Foncières cotées</b>	<b>+10%</b>	Actions françaises	+13%
Or	+9%	Actions françaises	+7%	<b>Foncières cotées</b>	<b>+10%</b>
SCPI	+9%	Or	+4%	SCPI	+8%
Actions françaises	+7%	SCPI	+4%	Sicav obligataires	+6%
Sicav obligataires	+4%	Sicav obligataires	+4%	Livret A	+4%
Livret A	+2%	Livret A	+3%	Inflation	+2%
Sicav monétaires	+2%	Sicav monétaires	+3%	Or	+2%
Inflation	+2%	Inflation	+2%	Sicav monétaires	-

*Foncières cotées : meilleure classe d'actifs quelle que soit la période*

Un secteur très performant en 2014



## Performance 2014 par pays (dividendes nets réinvestis)

Pays	Performance
Allemagne	+44%
Royaume-Uni	+32%
IEIF Europe	+22%
Pays-Bas	+22%
Belgique	+20%
IEIF Zone Euro	+18%
Italie	+18%
France	+15%
Finlande	+2%
Autriche	-2%

Une année  
2014 favorable à  
l'Allemagne et au  
Royaume-Uni

## Performance 2014 des dossiers endettés (performances hors dividendes)

Sociétés	TIC	LTV	Performance
Argan	10,6%	69%	+35%
DIC Asset	8,1%	68%	+14%
TAG Immobilien	9,2%	64%	+9%
Gagfah	8,5%	59%	+72%
Conwert	8,6%	59%	+5%
Leasinvest	9,7%	56%	+25%
WDP	12,7%	56%	+19%
Deutsche Office	9,3%	55%	-5%
Sponda	10,5%	54%	+6%
Deutsche Wohnen	10,5%	54%	+41%
Affine	11,4%	54%	+9%
Deutsche Annington	12,8%	53%	+54%
Sparkassen	12,6%	52%	+17%
GSW Immobilien	10%	51%	+64%
INEA	12,3%	51%	+5%
Cofinimmo	12%	50%	+7%
<b>Moyenne simple</b>	<b>10,5%</b>	<b>57%</b>	<b>+23%</b>
<b>IEIF ZE nu</b>	<b>11,6%</b>	<b>45%</b>	<b>+16%</b>

Une année  
2014 favorable  
aux dossiers les  
plus endettés

## Performance 2014 selon la capitalisation (moyennes simples hors dividendes)

<b>Performance moyenne 2014</b>	<b>+9%</b>
10 principales capitalisations	<b>+29%</b>
Capitalisation > 1,6Md€ (16 foncières)	<b>+23%</b>
Capitalisation < 1,6Md€ (57 foncières)	<b>+5%</b>

1,6Md€ correspond à la capitalisation moyenne 2014 du secteur

Une année  
2014 favorable  
aux grandes  
capitalisations

## 2 - Performance 2014 d'IMMOBILIER 21

### Performance du fonds

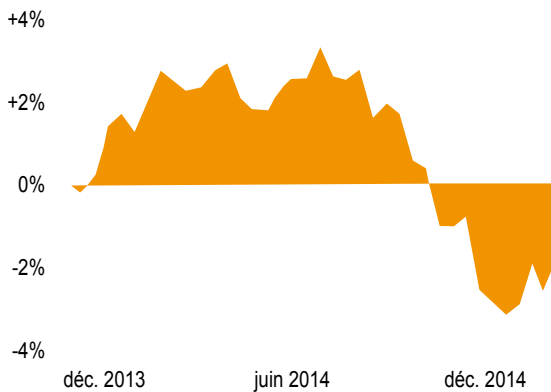
Le fonds IMMOBILIER 21 a réalisé en 2014 une performance de +16%.

	2014
IMMOBILIER 21 (part IC)	+15,8%
IEIF ZE div.nets	+17,8%
Moyenne fonds Zone Euro	+17,5%

	IMMOBILIER 21 IC
Premier semestre 2014	1 <sup>er</sup> sur 12
Année 2014	9 <sup>ème</sup> sur 12

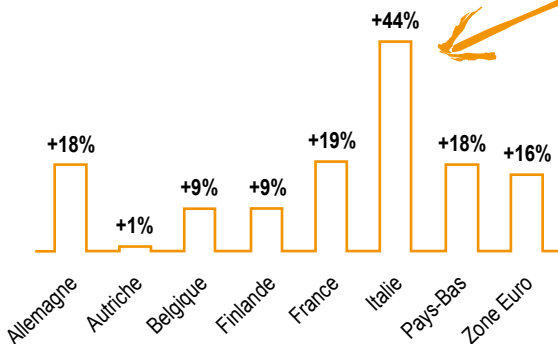
Classement des fonds Zone Euro  
(chiffres retraités des multivaleurs de parts)

### Surperformance 2014



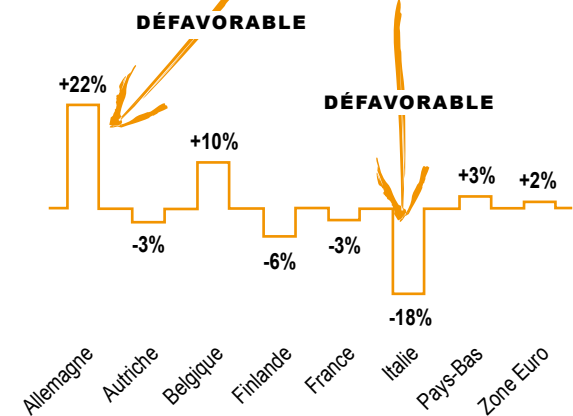
*Forte volatilité  
des classements et  
de la surperformance  
en 2014*

### Performance 2014



### Premier semestre 2014

*Notre  
surexposition à  
l'Italie et sous-exposition  
à l'Allemagne expliquent  
l'évolution de la  
surperformance  
2014*

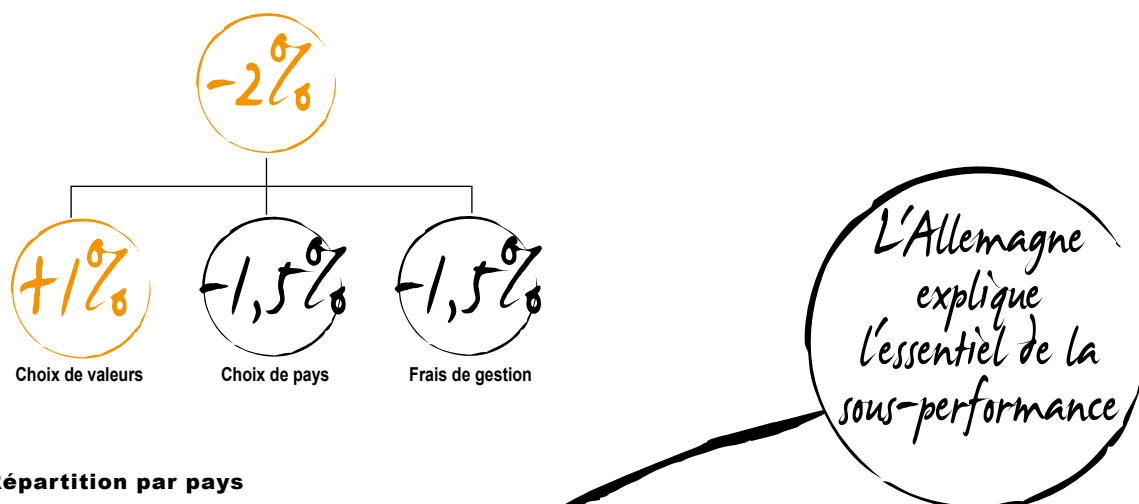


### Second semestre 2014



## Performance relative du fonds

### Décomposition de la sous-performance



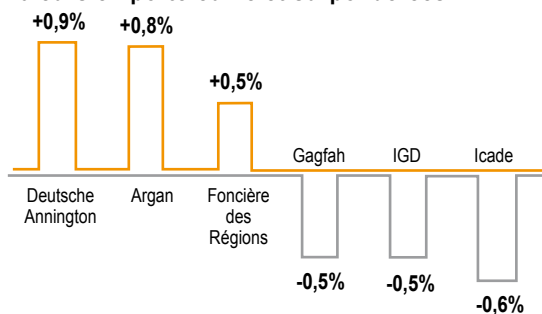
### Répartition par pays

Pays	Surperformance 2014	Pondération* IMMOBILIER 21	Pondération* IEIF Zone Euro	Performance pays
Allemagne	-1,9%	6%	17%	+44%
Italie	-0,2%	10%	2%	+18%
Autriche	-0,2%	6%	9%	-2%
Finlande	-0,1%	3%	3%	+2%
Belgique	-0,1%	-	6%	+20%
Pays-Bas	+0,1%	14%	8%	+22%
Irlande	+0,2%	-	1%	-9%
Grèce	+0,2%	-	1%	-4%
Espagne	+0,7%	-	2%	NA
France	+1,4%	59%	51%	+15%

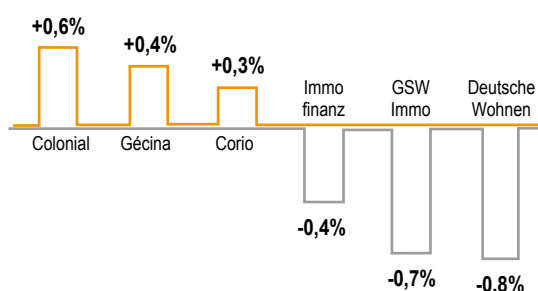
\*Pondérations moyennes en 2014

### Principaux contributeurs

#### Valeurs en portefeuille et surpondérées



#### Valeurs absentes ou sous-pondérées

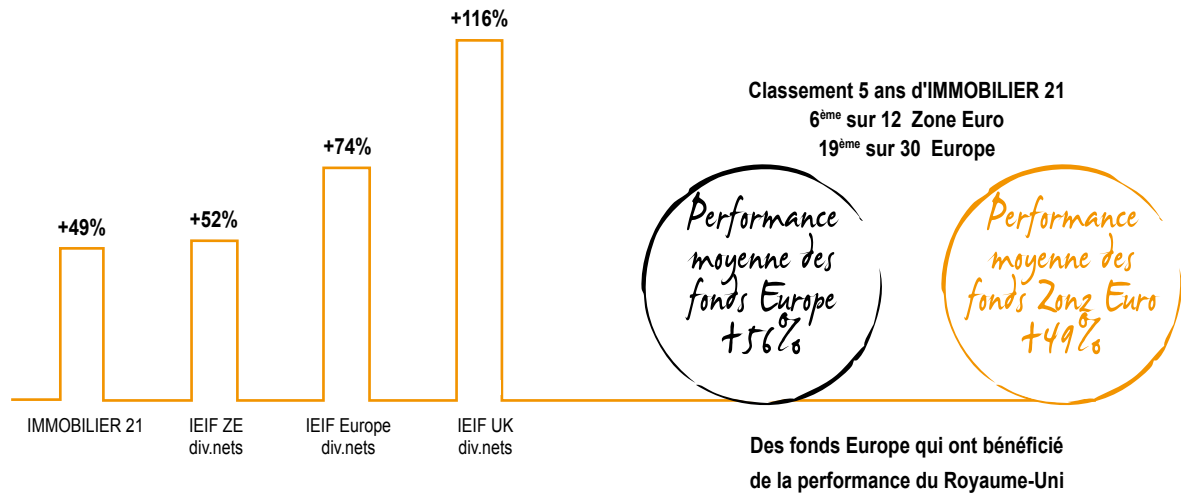


Sources : IEIF, GESTION 21

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

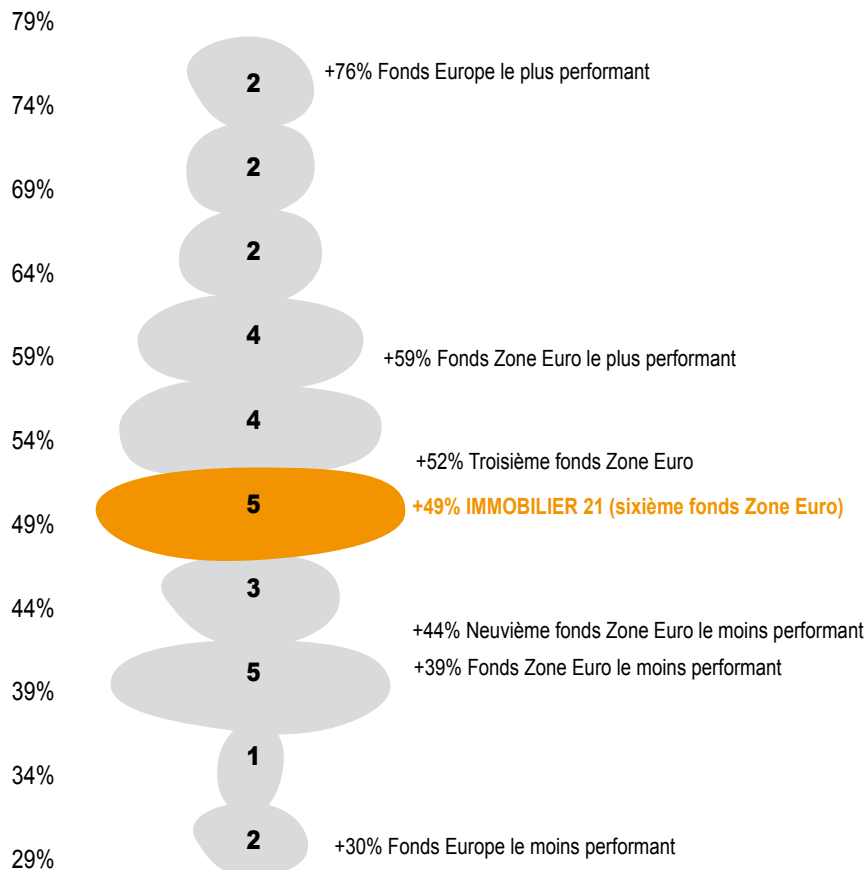
### 3 - Performance 5 ans d'IMMOBILIER 21

#### Performance et classement du fonds



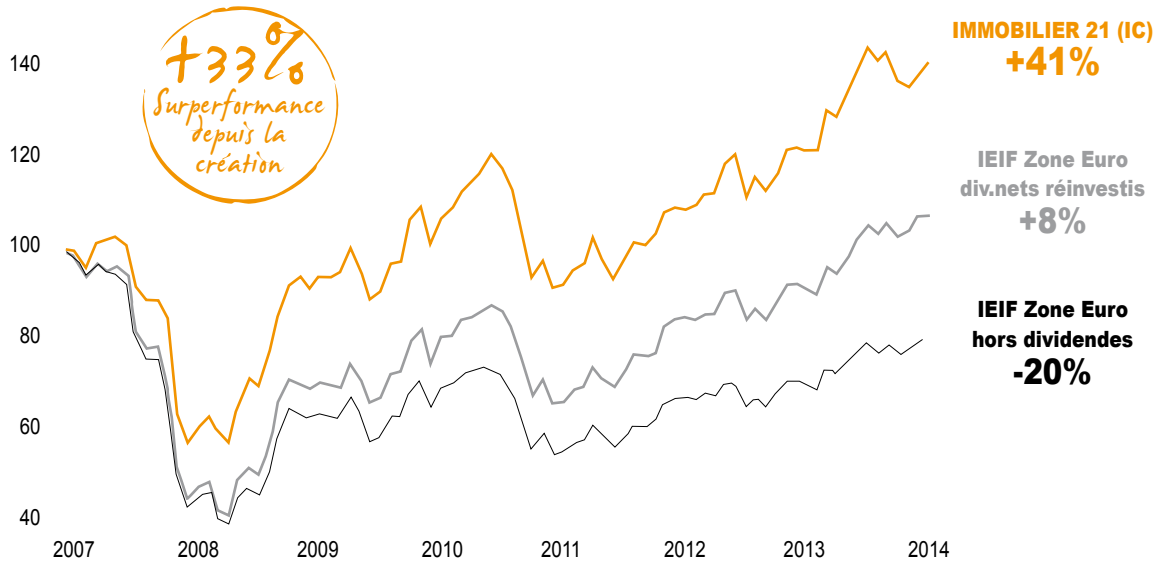
#### Répartition des fonds Immobilier Europe

*Des écarts importants entre les fonds Europe et Zone Euro  
 Forte concentration des performances au sein de la Zone Euro*



## 4 - Performance depuis la création d'IMMOBILIER 21\*

### Historique de performance



	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
IMMOBILIER 21 part IC	-38%	+53%	+14%	-14%	+18%	+12%	+16%
IEIF ZE div.nets	-51%	+47%	+14%	-17%	+28%	+7%	+18%
Surperformance	+12%	+7%	-1%	+3%	-10%	+5%	-2%

**FAVORABLE**

**DÉFAVORABLE**

**PRUDENCE SUR LA DETTE**

### Récompenses et notations

#### Récompenses d'IMMOBILIER 21



#### Notations d'IMMOBILIER 21



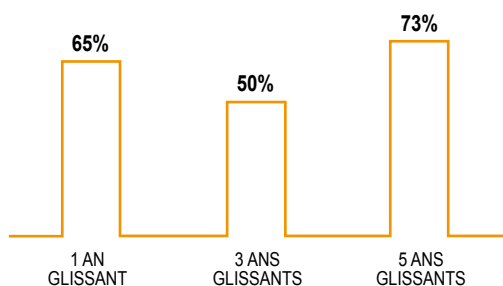
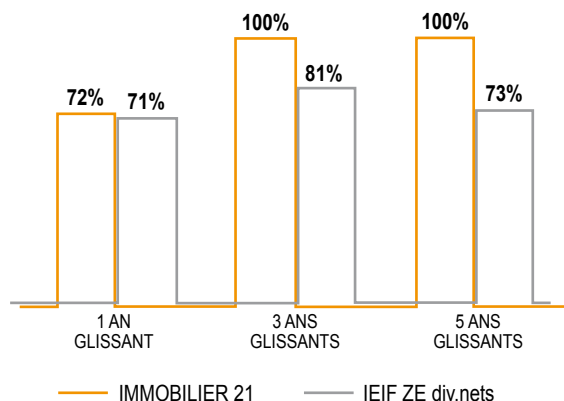
\* le 27/11/2007

Sources : IEIF, Lipper, Morningstar, Pierre-Papier, Quantalys, GESTION 21  
Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures

## Fréquence de performance positive et de surperformance

### Fréquence de performance positive

Depuis la création du fonds en 2007 et quelle que soit la date d'investissement, une souscription à IMMOBILIER 21 pour une durée de cinq ans a présenté une fréquence de gain de 100% (521 fois sur 521 observations).



### Fréquence de surperformance par rapport à l'indice IEIF ZE div.nets

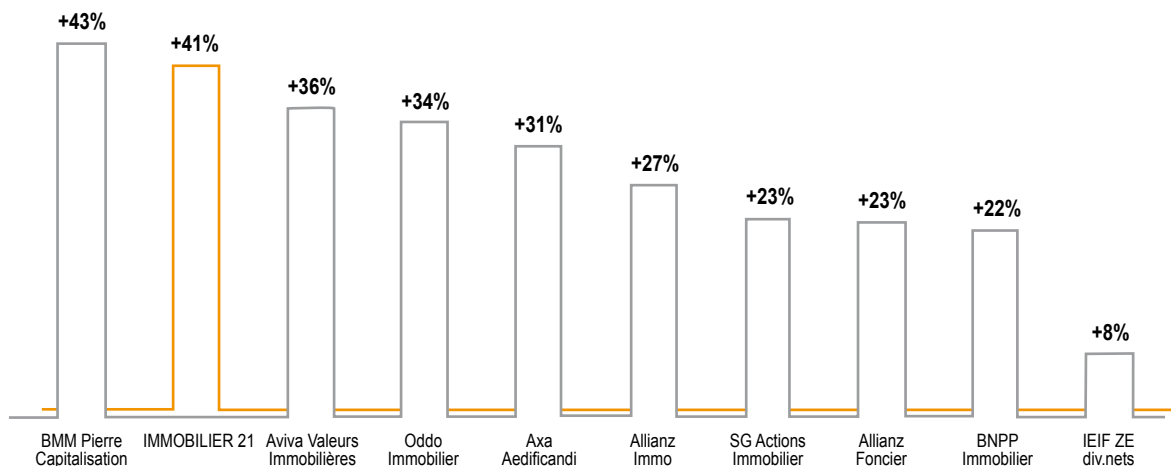
Depuis la création du fonds en 2007 et quelle que soit la date d'investissement, une souscription à IMMOBILIER 21 pour une durée de cinq ans a présenté une fréquence de surperformance de 73% (380 fois sur 521 observations).

### Max Drawdown et délai de recouvrement

Max Drowdown au 31/12/2014	IMMOBILIER 21 part IC	Du	Au	Délai de recouvrement
Depuis la création	-50%	14/05/2008	09/03/2009	385 jours
Sur 5 ans	-30%	31/05/2011	22/11/2011	532 jours
Sur 3 ans	-14%	03/07/2014	16/10/2014	NA
Sur 1 ans	-14%	03/07/2014	16/10/2014	NA

Les autres indicateurs d'analyse de la performance, volatilité et bêta, sont disponibles page 24.

## Performance d'un panel de fonds (depuis la création d'IMMOBILIER 21)

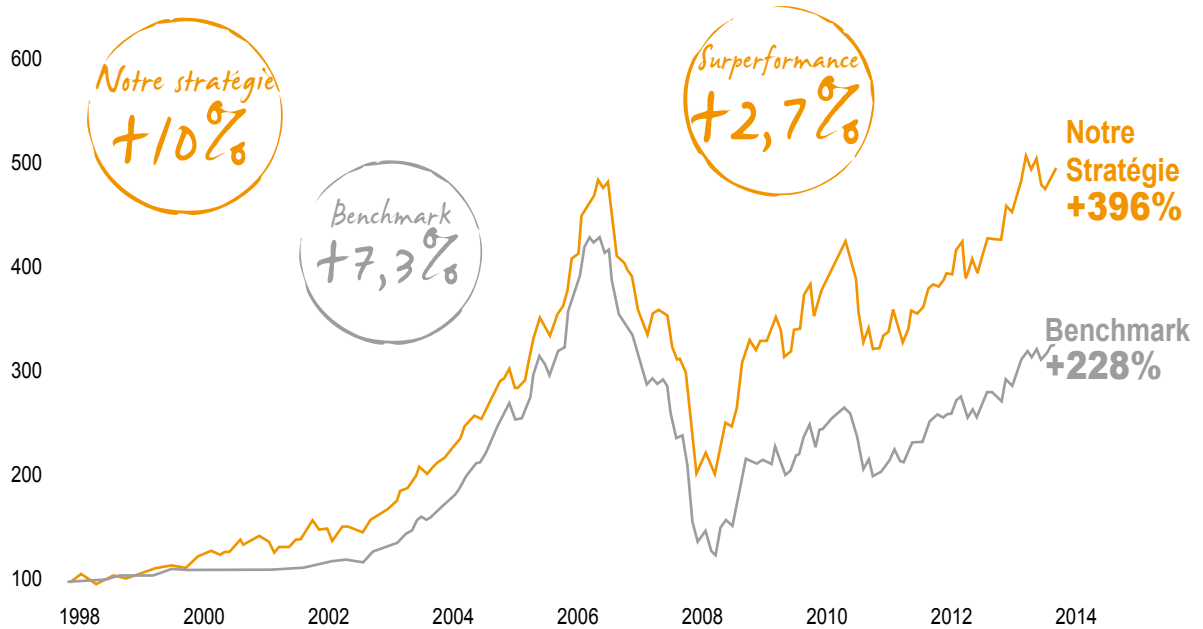


## Couple Rendement/Risque des fonds Immobilier Europe (depuis la création d'IMMOBILIER 21)



## 5 - Performance 17 ans de notre stratégie de gestion

### Performance 17 ans annualisée



Surperformance depuis 1998 : +168%

### 11 ANNÉES SUR 17 DE SURPERFORMANCE



### 6 ANNÉES SUR 17 DE SOUS-PERFORMANCE



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

- Période 1 (111 mois) : La performance du fonds "Compagnie Immobilière Acofi" de mars 1998 à juin 2007, période durant laquelle Laurent Gauville en était le gérant
- Période 2 (5 mois) : La performance de l'IEIF ZE dividendes nets réinvestis de juillet 2007 au 27/11/2007, période durant laquelle Laurent Gauville n'a pas géré de fonds, induit une partie de simulation de performance passée au sens de l'AMF
- Période 3 (85 mois) : La performance du fonds "IMMOBILIER 21" du 27/11/2007 au 31/12/2014

## Focus sur la performance des foncières du Royaume-Uni

### Performance dividendes nets réinvestis

	2013	2014
IEIF Royaume-Uni	+20%	+32%
IEIF Zone Euro	+7%	+18%
Ecart	+13%	+14%

Le Royaume-Uni a surperformé la Zone Euro en 2013 et 2014

### Les raisons

#### Variation du PIB en volume

	2013	2014
Royaume-Uni	+1,7%	+3,2%
Zone Euro	-0,4%	+0,8%
Ecart	+2,1%	+2,4%

En raison d'une croissance plus forte

#### Variation des valeurs d'actifs

	2013	2014
Royaume-Uni	+5%	>+10%
Zone Euro	-2%	0% à +5%
Ecart	+7%	>+7,5%

En raison d'une hausse des valeurs d'actifs plus forte

### Les conséquences sur la valorisation

Données estimées au 31/12/2014	Royaume-Uni	Zone Euro
Multiple de cash flow	31x	18x
Rendement dividende	2,8%	4,9%
Taux 10 ans	2%	1,5%
Prime de risque	+80 bp	+340 bp

Il en résulte des indicateurs de valorisation favorables à la Zone Euro







## DEUXIÈME PARTIE : BILAN ET PERSPECTIVES DE L'IMMOBILIER COTÉ

---

**Intro : les atouts structurels de l'immobilier coté, page 24**

---

### **1 - Les différents marchés immobiliers en Europe, page 25**

Marché de l'investissement physique en Europe, page 25

Des valeurs d'actifs stables sur l'immobilier coté en 2014, page 26

Marché des bureaux, page 27

*Focus sur le marché des bureaux en Ile-de-France, page 28*

*Notre scénario à 3 ans de taux de vacance des bureaux Ile-de-France, page 29*

*Focus : Y-a-t'il une bulle sur le marché physique des bureaux Ile-de-France? page 30*

Marché des centres commerciaux, page 32

*Focus : Analyse du modèle du commerce sur internet, page 33*

*Actualité sur le secteur coté des centres commerciaux en Zone Euro, page 34*

*Fiche des indicateurs financiers des foncières de centres commerciaux, page 35*

---

### **2 - Un objectif de performance de +10% par an à moyen terme, page 36**

Décomposition de l'objectif de performance, page 37

---

**Focus sur les opérations financières en 2014, page 42**

**Focus sur les nouvelles foncières espagnoles, page 44**

**Focus sur les foncières entrepreneuriales, page 45**

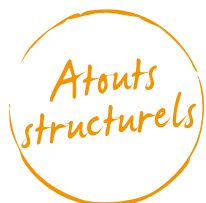
**Focus sur une valeur : Argan, page 46**





## INTRO - Les atouts de l'immobilier coté

### UNE STRUCTURE DE DÉTENTION IMMOBILIÈRE OPTIMALE



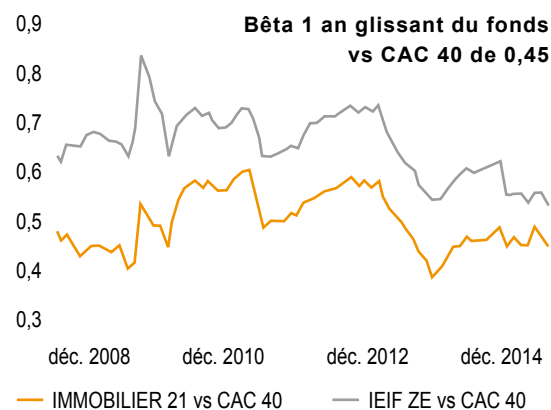
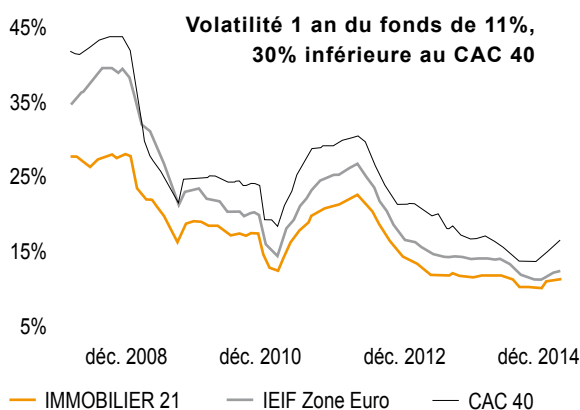
- Accès aux meilleurs immeubles
- Mutualisation du risque locatif
- Diversification géographique
- Accès aux meilleures équipes
- Visibilité et liquidité quotidienne
- Fiscalité avantageuse avec le statut SIIC
- Historique de performance élevée

### UN OBJECTIF DE PERFORMANCE "VALUE" GRÂCE À DE MULTIPLES OPTIONS

- Rendement attractif
- Prime de risque élevée
- Baisse du coût de la dette
- Bas de cycle valeurs d'actifs
- Equipe expérimentée
- Option de convergence
- Option de croissance organique
- Option de surperformance



### SANS OUBLIER SON POTENTIEL DE DIVERSIFICATION



*L'immobilier coté présente structurellement  
un pouvoir de diversification  
Notre stratégie de gestion conduit à un bêta du portefeuille  
inférieur à celui de l'indice*

### Inconvénients de l'immobilier coté par rapport à l'immobilier physique

- Une volatilité supérieure
- Une exigence de fonds propres plus élevée



## 1 - Les différents marchés immobiliers en Europe

### Marché de l'investissement physique en Europe

Volume d'investissement (Md€)	2013	2014	Variation
Europe	105	130	+25%
Royaume-Uni	39	44	+13%
Allemagne	19	25	+33%
France	11	14	+24%
Pays-Bas	3,4	5,7	+67%
Italie	2,9	2,8	-2%
Finlande	1,2	2,9	+146%
Russie	3,8	2,7	+28%
Autriche	1	2,1	+121%

Reprise de l'investissement en Europe

### Evolution des taux de capitalisation sur le marché physique (loyers/valeurs d'actifs)

Bureaux	2013 T3	2014 T3	Variation
Paris	4,3%	3,9%	-35bp
Helsinki	5,2%	4,6%	-60bp
Francfort	4,8%	4,7%	-10bp
Berlin	4,9%	4,7%	-25bp
Dublin	6%	5%	-100bp
Madrid	6%	5,3%	-75bp
Amsterdam	5,5%	5,4%	-10bp
Milan	6%	5,8%	-25bp
Bruxelles	6,3%	6%	-25bp
Moyenne	5,4%	5%	-41bp

Hausse des valeurs d'actifs sur le marché physique

Centres commerciaux	2013 T3	2014 T3	Variation
Paris	4%	3,5%	-50bp
Dublin	5,5%	4%	-150bp
Amsterdam	4,2%	4,1%	-5bp
Francfort	4,4%	4,1%	-30bp
Berlin	4,5%	4,2%	-30bp
Bruxelles	4,3%	4,3%	0bp
Madrid	4,8%	4,5%	-25bp
Helsinki	5,2%	4,8%	-45bp
Milan	5,8%	5,3%	-50bp
Moyenne	4,7%	4,3%	-42bp



## Des valeurs d'actifs stables sur l'immobilier coté en 2014

Données au 30/06/2014	Valeur du patrimoine (en Md€)	Variation organique du patrimoine	Taux de capitalisation	Typologie du patrimoine
Unibail- Rodamco	34	+1,2%	5%	Centres commerciaux
Foncière Lyonnaise	4,1	+5,3%	5,1%	Bureaux Prime Paris
Gagfah	7,7	+1%	5,1%	Résidentiel Allemagne
Vastned Retail	1,5	-0,4%	5,3%	Boutiques pied d'immeuble
Gécina	10	-0,2%	5,5%	Bureaux Paris
Mercialys	2,4	+3,3%	5,7%	Centres commerciaux
Terreis	1,6	+5%	5,7%	Bureaux Prime Paris
Wereldhave	2,3	-0,8%	5,8%	Centres commerciaux
Klépierre	14	+1,2%	6%	Centres commerciaux
Beni Stabili	4,1	-0,2%	6%	Bureaux Italie
Cofinimmo	3,1	0%	6%	Bureaux Belgique
CeGeREAL	0,8	-0,6%	6,2%	Bureaux Paris
NSI	1,7	-5%	6,6%	Bureaux Hollande
Befimmo	2,2	+0,5%	6,8%	Bureaux Belgique
Foncière des Régions	9,6	+0,9%	6,8%	Bureaux France
Tour Eiffel	0,7	-1,7%	7%	Bureaux Ile-de-France
Argan	0,8	0%	7,4%	Entrepôts logistiques
Icade	7,6	-0,9%	7,5%	Bureaux Ile-de-France
<b>Moyenne</b>	-	<b>+0,5%</b>	<b>6,1%</b>	-

La baisse des taux de capitalisation observée sur le marché physique n'a pas été répercutée par les experts sur le coté

Notre scénario à 3 ans : une hausse des valeurs d'expertise par effet de rattrapage des valeurs du marché



## Marché des bureaux

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

	2013 T3	2014 T3	Variation
Paris	7,1%	7,1%	0bp
Francfort	14,7%	11,5%	-320bp
Dublin	15,3%	12,1%	-320bp
Milan	12,2%	12,9%	+70bp
Madrid	17,2%	17,4%	+20bp
Amsterdam	16,7%	17,9%	+120bp
<b>Moyenne</b>	<b>13,9%</b>	<b>13,2%</b>	<b>-72bp</b>

Des taux de vacance qui ne permettent pas d'envisager une reprise des loyers

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

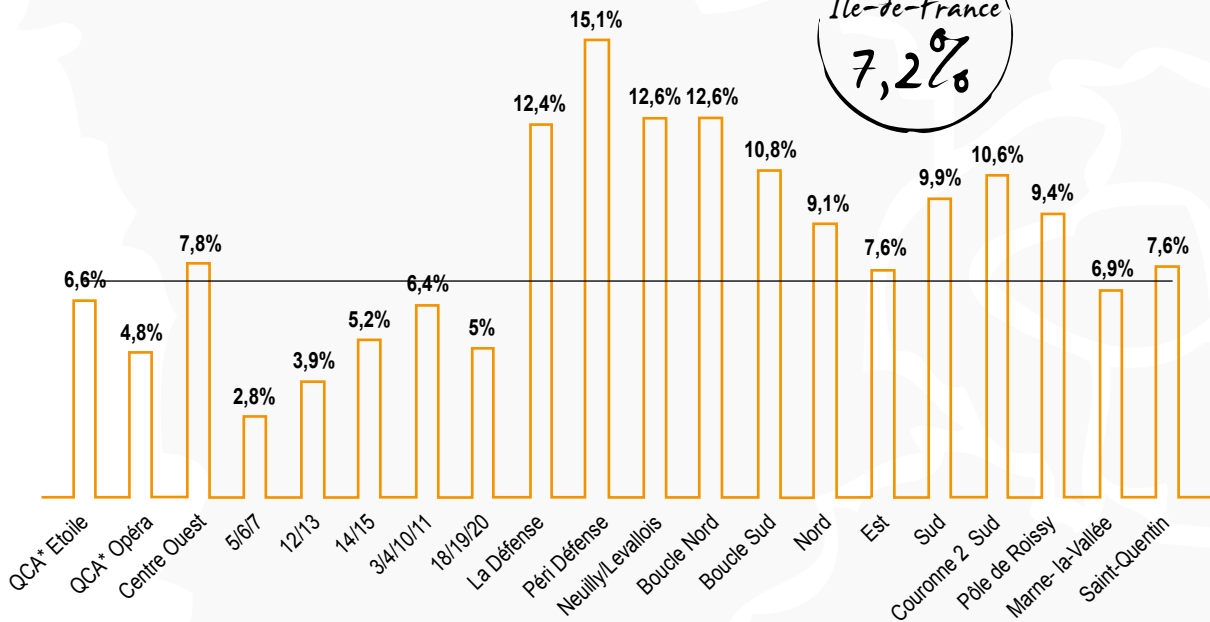
	2013 T3	2014 T3	Variation
Paris	780	800	+3%
Milan	490	480	-2%
Francfort	456	456	0%
Madrid	288	297	+3%
Bruxelles	265	285	+8%
Berlin	264	270	+2%
Barcelone	210	213	+1%
<b>Moyenne</b>	<b>393</b>	<b>400</b>	<b>+2%</b>

Des loyers faciaux stables

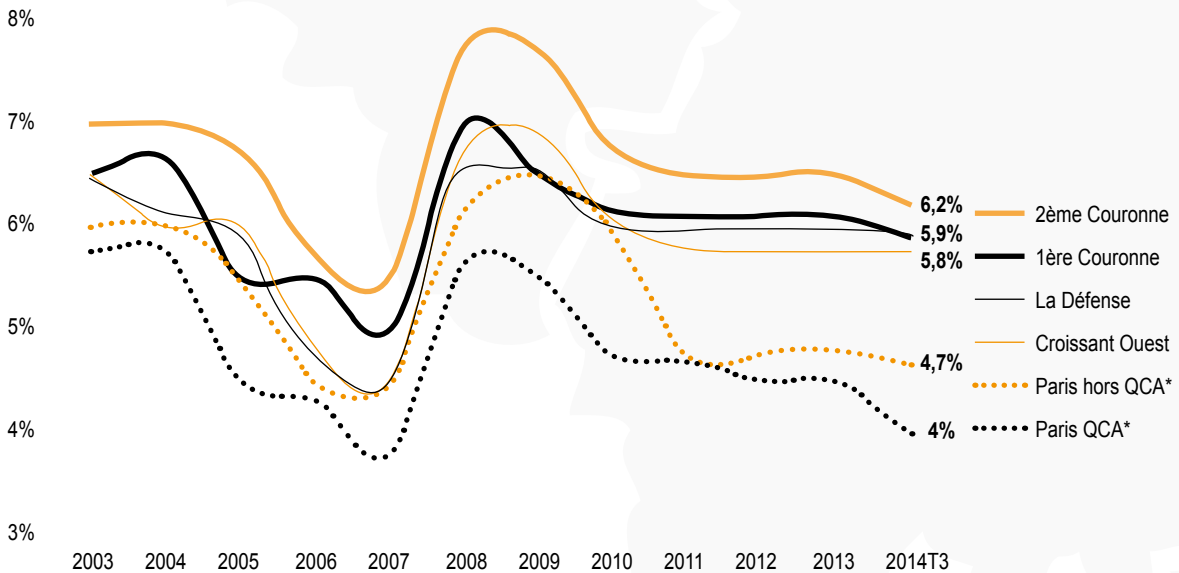
Pas de perspectives de croissance des loyers avant 2016

## Focus sur le marché des bureaux en Ile-de-France

### Taux de vacance des bureaux

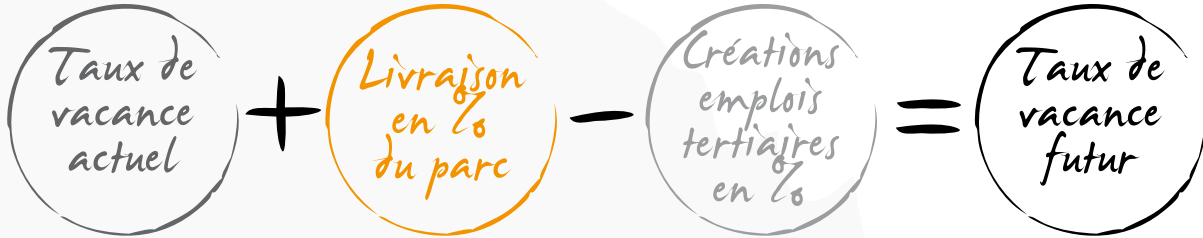


### Taux de rendement bureaux "prime"

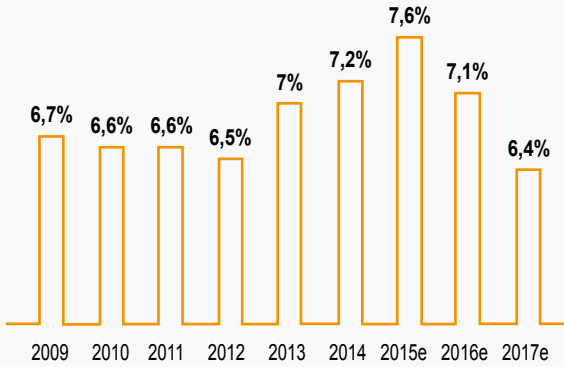


*De nombreuses disparités favorables à une gestion de spécialistes*

**Notre scénario à 3 ans de taux de vacance des bureaux Ile-de-France**



**Taux de vacance des bureaux IDF - Prévision G21**



	Prévisions PIB modèle	Prévisions PIB OCDE
2015	+0,8%	+0,8%
2016	+1%	+1,5%
2017	+1%	NC

**Hypothèses prudentes de reprise**

	Taux de vacance de début de période	Offre future certaine de m2 (en % du parc total)	Créations d'emplois tertiaires (%)	Taux de vacance de fin de période
2015	7,2%	+1,2%	-0,8%	7,6%
2016	7,6%	+0,5%	-1%	7,1%
2017	7,1%	+0,3%	-1%	6,4%

*Pas de perspectives de croissance des loyers avant 2016*



**Focus : Y-a-t'il une bulle sur le marché physique des bureaux Ile-de-France ?**

**Comparaison avec les obligations d'Etat**

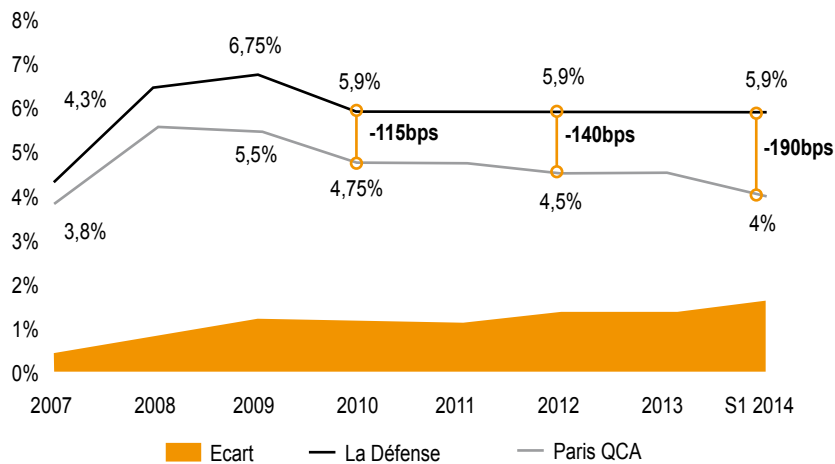
Premier indicateur de surchauffe

	2007		2014	Variation 2007/2014
TEC 10	4,4%	→	0,8%	-360bp
Paris QCA	3,8%	→	4%	+20bp
Paris hors QCA	4,5%	→	4,7%	+20bp
Croissant Ouest	4,5%	→	5,8%	+130bp
La Défense	4,3%	→	5,9%	+160bp
1ère Couronne	5%	→	5,9%	+90bp
2ème Couronne	5,5%	→	6,2%	+70bp

Les taux de capitalisation n'ont pas pris en compte la baisse des taux d'intérêt, il n'y a pas de bulle

Deuxième indicateur de surchauffe

**Comparaison du rendement La Défense/Paris QCA**



Hausse des spreads entre La Défense et le QCA, il n'y a pas de bulle





Troisième  
indicateur de  
surchauffe

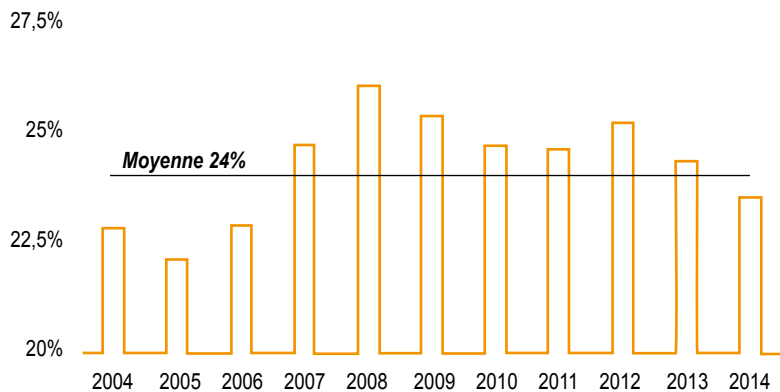
### Comparaison de l'immobilier avec l'inflation

€/unité	1991	2007	2014	1991/2014	2007/2014
Baguette	0,48	0,80	0,86	+79%	+8%
Smic	841	1 280	1 445	+72%	+13%
Redevance TV	88	116	136	+54%	+17%
Diésel	0,55	1,09	1,00	+83%	-9%
<b>Bureaux Paris "Prime"</b>	<b>11 434</b>	<b>14 444</b>	<b>13 750</b>	<b>+20%</b>	<b>-5%</b>
Résidentiel Paris	3 390	6 310	8 120	+140%	+29%

L'immobilier de bureaux est l'actif qui a le moins progressé depuis 25 ans, il n'y a pas de bulle

Quatrième  
indicateur de  
surchauffe

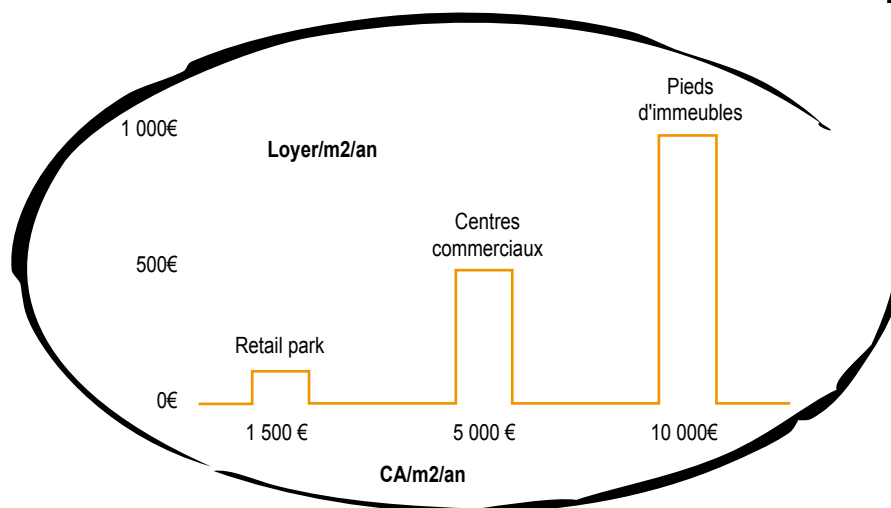
### Ratio loyers moyens Paris QCA / Salaires nets moyens Paris



Un ratio en ligne avec sa moyenne long terme, il n'y a pas de bulle



## Marché des centres commerciaux



### L'équation traditionnelle du commerce

$CA/m^2$   
 $\Downarrow$   
 loyers/m<sup>2</sup>  
 $\Downarrow$   
 Format de vente

### Primark, enseigne low-cost dans les centres commerciaux : Une nouvelle donne

Primark est une entreprise irlandaise pratiquant une politique de low-cost sur le segment du textile. Historiquement présente au Royaume-Uni et en Espagne, son implantation récente en France nous conduit à nous interroger sur le bénéfice pour les autres enseignes en termes de positionnement et de fréquentation des centres.

En se rapprochant d'un modèle d'hypermarché du textile, Primark est, en effet, à la fois générateur de flux et concurrent direct des autres enseignes. Il est également peu qualitatif alors que les centres

cherchent à développer une offre de consommation plaisir pour contrer internet.

Quelle place pour des enseignes textiles plus qualitatives face à cet hypermarché textile? L'exemple des hypermarchés alimentaires est instructif. Ils ont historiquement laissé peu de place aux autres enseignes alimentaires. Nous pouvons en conséquence craindre que Primark fragilise l'implantation des autres enseignes textiles dans les centres commerciaux.

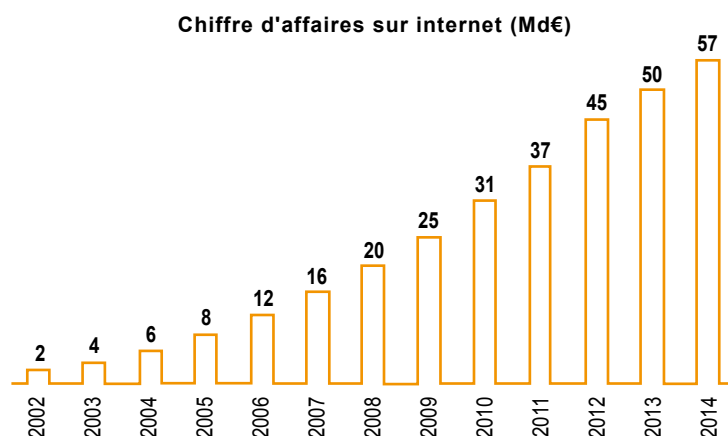
### 5 implantations pour 5 propriétaires différents :

	Centre commercial	Foncière	Date
Marseille	Grand Littoral	Corio	Décembre 2013
Dijon	Toison d'or	Unibail	Février 2014
Villeneuve-la-Garenne	Qwartz	Altaréa	Avril 2014
Aulnay-sous-Bois	O'Parinor	Hammerson	Juin 2014
Créteil	Créteil Soleil	Klépierre	Juin 2014

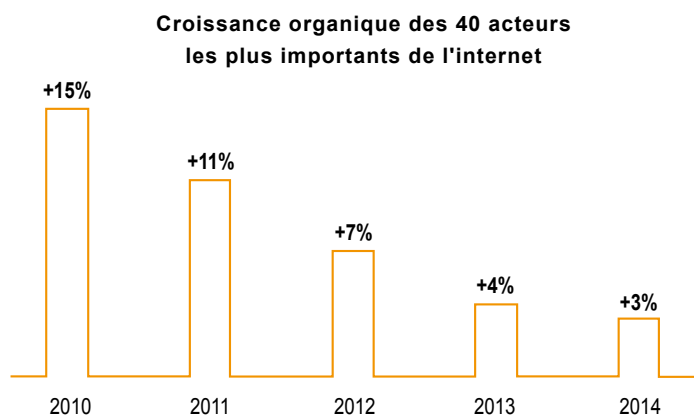


## Focus : Analyse du modèle du commerce sur internet

Une forte croissance apparente...



... qui cache une faiblesse de la croissance organique :



## Nécessité du multicanal pour les enseignes internet et boutiques

- **Augmentation des alliances entre acteurs physiques et acteurs internet.**

Exemples : Darty / Mistergooddeal, Altaréa / Rueducommerce

- **Remise en cause des modèles économiques des pure players.**

Exemple : toujours pas de rentabilité chez le leader Amazon

## Actualité sur le secteur coté des centres commerciaux en Zone Euro

### Repositionnement par arbitrage sur les grands centres

#### Valeur moyenne par actifs

	2007		2014
Mercialys	20M€	→	30M€
Klépierre	40M€	→	100M€
Wereldhave	50M€	→	100M€
Corio	70M€	→	100M€
Unibail	220M€	→	350M€

### Les grandes transactions de l'année 2014

Centres commerciaux	Vendeur	Acheteur	Montant (M€)	Surface (m2)	Taux de rendement
Beaugrenelle	Gécina	Groupe d'investisseur (Apsys...)	700	45 000	4,6%
Portefeuille de 127 galeries commerciales	Klépierre	Carrefour	2 000	480 000	nc
6 centres commerciaux	Unibail-Rodamco	Wereldhave	850	202 000	5,5%

*L'augmentation du patrimoine de Klépierre de 7 Md€ à 21 Md€, suite à l'OPE Klépierre-Corio (Cf page 42), confirme le dynamisme du secteur observé sur le marché physique.*

### Bonne résistance dans un contexte de consommation atone

#### S1 2014\*

Variation moyenne des loyers à périmètre constant	+2%
Variation des chiffres d'affaires des commerçants	+1,4%
Taux de vacance moyen	3,4%

*Des perspectives sur la consommation pour 2015 plus favorables*

- Effet positif de la baisse des prix du pétrole sur la consommation
- Croissance du PIB attendue meilleure

**Principales foncières cotées d'immobilier commercial**  
Chiffres extraits de la base de données GESTION 21

**Fiche Indicateurs financiers**  
31 décembre 2014

	Effectifs	Patrimoine (M€)	Patrimoine (m2)	Cours	ANR 2014e	Surcote/décote	CF/actions 2014e	P/CF2014e
Altaréa	1 286	4 400	600 000	134	130	+3%	11,18	11,8x
Citycon	123	2 700	1 000 000	2,6	2,78	-7%	0,19	13,9x
Corio	560	7 000	1 900 000	40,2	37,65	+7%	2,56	15,8x
Deutsche Euroshop	4	3 300	900 000	36,2	31,49	+15%	2,19	16,7x
Eurocommercial Prop.	64	2 700	650 000	35,4	33	+7%	2,04	17,4x
IGD	115	1 900	700 000	0,6	1,33	-52%	0,07	8,7x
Klépierre	1 346	16 000	4 000 000	35,4	29,69	+19%	2,04	17,7x
Mercialys	75	2 500	600 000	17,9	18,1	-1%	1,1	16,3x
Unibail	1 538	25 500	4 600 000	213	154	+38%	10,6	19,8x

**Taux de vacance**

	2009	2010	2011	2012	2013	S1 2014
Altaréa	3,2%	3%	3,9%	2,8%	3,4%	3,3%
Citycon	5%	4,9%	4,5%	4,3%	4,3%	4,3%
Corio	3,7%	3,8%	3,8%	3,4%	3,6%	5,1%
Deutsche Euroshop	0,4%	0,4%	0,1%	0,4%	0,5%	nd
Eurocommercial Prop.	1%	1%	1%	0,9%	1%	1%
IGD	3,7%	4,4%	2,9%	3,3%	3,8%	3,4%
Klépierre	2,6%	2,9%	3,2%	3,5%	3,5%	3,2%
Mercialys	3,4%	2,6%	2,6%	3%	4%	4%
Unibail	1,9%	1,7%	1,9%	2,1%	2,5%	2,5%
<b>Moyenne</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3%</b>	<b>3,4%</b>

**Variation des loyers à périmètre constant**

	2009	2010	2011	2012	2013	S1 2014
Altaréa	+4%	-1%	+0,2%	+4,5%	+5%	+3%
Citycon	+0,8%	-0,3%	+3,8%	+4,9%	+5%	+3,6%
Corio	+1,7%	+1,9%	+1,9%	-0,6%	-2%	-0,6%
Deutsche Euroshop	+2%	+1,1%	+1,2%	+2,5%	+1%	+2,7%
Eurocommercial Prop.	+4,7%	+3,8%	+3%	+2,8%	+1,5%	+1,5%
IGD	+0,1%	0%	+3,1%	+0,5%	-2%	-0,5%
Klépierre	+1,4%	+0,1%	+1,6%	+2,2%	+3%	+3%
Mercialys	+6,1%	+2,6%	+3,2%	+4,3%	+4%	+3%
Unibail	+3,9%	+1,4%	+4,6%	+4,2%	+5%	+2,6%
<b>Moyenne</b>	<b>+2,7%</b>	<b>+1,1%</b>	<b>+2,5%</b>	<b>+2,8%</b>	<b>+2,3%</b>	<b>+2%</b>

**Taux d'Intérêt Critique (loyers nets/dette nette)**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014e
Altaréa	11,5%	10,4%	12,1%	13,9%	15,6%	15,1%
Citycon	9,6%	9,2%	9,9%	10,9%	11,8%	14,1%
Corio	13,6%	13,3%	12,7%	13,6%	12,4%	13,8%
Deutsche Euroshop	14,3%	11,2%	12,9%	13,4%	11,8%	12,8%
Eurocommercial Prop.	12,6%	13,4%	13,2%	12,3%	13,5%	13,3%
IGD	8,6%	9,4%	8,9%	9,1%	9,4%	10,9%
Klépierre	10,9%	11,3%	11,2%	12%	12,4%	14%
Mercialys	na	na	na	18,8%	18,8%	19,2%
Unibail	15,7%	12,4%	11,8%	11,1%	10,9%	11%
<b>Moyenne</b>	<b>12,1%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,6%</b>	<b>12,8%</b>	<b>13%</b>	<b>13,8%</b>

**Variation du CA des commerçants**

	2009	2010	2011	2012	2013	S1 2014
Altaréa	+4%	+2,3%	+0,6%	+2%	+1%	+3%
Citycon	+5,2%	+3%	+4%	+4%	+1%	-1%
Corio	+0,9%	+1,3%	-0,7%	-0,8%	-1%	-0,1%
Deutsche Euroshop	-2,5%	-0,1%	-0,8%	+0,2%	-0,1%	-1,1%
Eurocommercial Prop.	0%	+1,9%	-1,5%	+0,7%	nd	+1,5%
IGD	nd	+1,6%	-2,9%	-3,1%	-2%	+1%
Klépierre	-1,6%	+1,2%	-0,8%	-0,4%	-1%	+1,7%
Mercialys	-1,1%	+0,8%	+0,9%	+1,5%	0%	+1,6%
Unibail	-1,9%	+3%	+2,8%	+2,5%	+1%	+3,6%
<b>Moyenne</b>	<b>+0,4%</b>	<b>+1,7%</b>	<b>+0,2%</b>	<b>+0,7%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>+1,4%</b>

**Loan To Value (dette nette/patrimoine)**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014e
Altaréa	56%	53%	51%	49%	42%	42%
Citycon	61%	59%	58%	55%	52%	41%
Corio	42%	40%	42%	41%	44%	40%
Deutsche Euroshop	43%	45%	45%	45%	43%	43%
Eurocommercial Prop.	38%	39%	42%	47%	40%	40%
IGD	60%	56%	59%	57%	57%	48%
Klépierre	49%	48%	47%	45%	45%	41%
Mercialys	-2%	-3%	-1%	32%	32%	31%
Unibail	40%	46%	44%	44%	43%	43%
<b>Moyenne (hors Mercialis)</b>	<b>49%</b>	<b>48%</b>	<b>49%</b>	<b>48%</b>	<b>46%</b>	<b>42%</b>

**Taux d'effort (loyers/CA)**

	2009	2010	2011	2012	2013	S1 2014
Altaréa	9,5%	9,3%	9,3%	10,1%	10,2%	9,7%
Citycon	8,6%	8,4%	8,9%	8,9%	8,6%	8,7%
Corio	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Deutsche Euroshop	8,3%	8,2%	8,2%	8,3%	8,7%	9%
Eurocommercial Prop.	7,8%	7,8%	8%	8,1%	8,7%	8%
IGD	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Klépierre	10,3%	11,1%	11,4%	11,5%	11,7%	12%
Mercialys	8,6%	8,9%	9,4%	9,9%	10,3%	10,1%
Unibail	11,7%	12%	12,6%	13,1%	13,7%	13,9%
<b>Moyenne</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,7%</b>	<b>10%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,2%</b>

**Price Cash Flow**

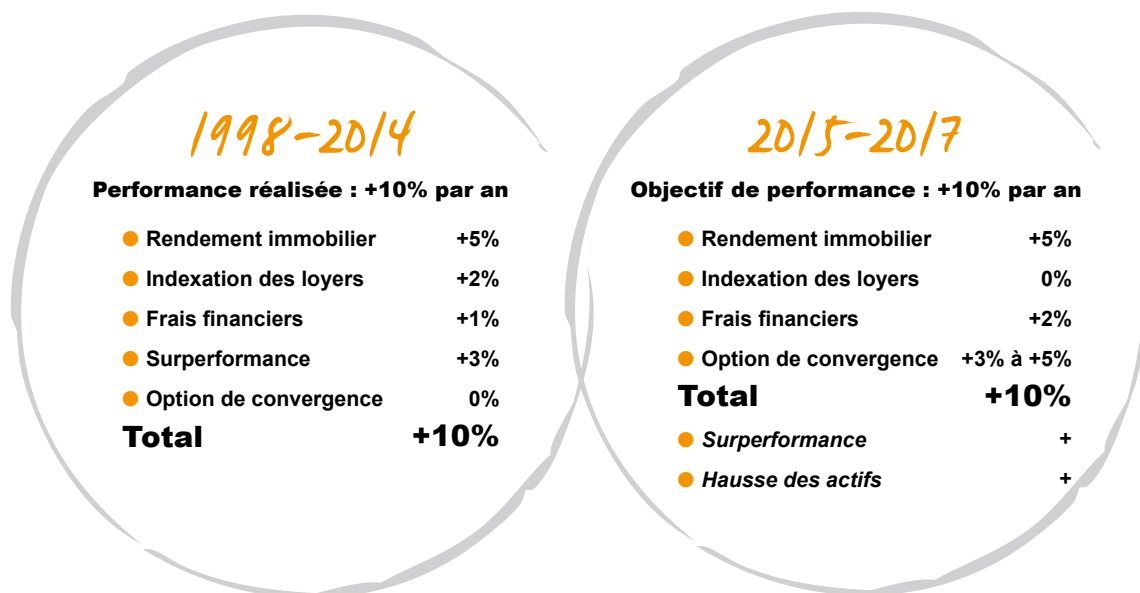
	2009	2010	2011	2012	2013	2014e
Altaréa	10,1	10,7	9,2	8,2	10,1	11,8x
Citycon	12,8	14,9	11,3	12	12,5	13,9x
Corio	15,8	16,7	11,6	12,4	12,1	15,8x
Deutsche Euroshop	16,8	21,5	15,4	19	15,2	16,7x
Eurocommercial Prop.	14,5	18,1	14	14,3	18,4	17,4x
IGD	11,7	10,1	5,1	6,9	8,6	8,7x
Klépierre	13,7	13,8	11,1	15,1	16,3	17,7x
Mercialys	18,3	20,2	16,3	14,5	14,6	16,3x
Unibail	16,7	16	15,4	19	18,2	19,8x
<b>Moyenne</b>	<b>14,5</b>	<b>15,8</b>	<b>12,2</b>	<b>13,5</b>	<b>14</b>	<b>15,3</b>

**Rendement dividendes**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014e
Altaréa	6,7%	6,4%	7,5%	8,5%	7,8%	7,6%
Citycon	4,8%	4,5%	6,5%	5,8%	5,9%	5,8%
Corio	5,6%	5,6%	8,2%	8%	6,5%	5,2%
Deutsche Euroshop	4,4%	3,8%	4,4%	3,8%	3,9%	3,6%
Eurocommercial Prop.	6,5%	6,7%	6,8%	6,8%	5,4%	5,7%
IGD	3,2%	5,2%	10,9%	8,9%	7,5%	5,4%
Klépierre	4,4%	5%	6,6%	4,7%	4,6%	4,3%
Mercialys	4,1%	4,5%	4,9%	79,2%	7,6%	5,4%
Unibail	5,2%	18,9%	5,8%	4,6%	4,8%	4,3%
<b>Moyenne (hors div. except.)</b>	<b>5%</b>	<b>5,2%</b>	<b>6,8%</b>	<b>13,5</b>	<b>6%</b>	<b>5,3%</b>



## 2 . Un objectif de performance de +10% par an à moyen terme



*Un objectif de performance à 3 ans de +10% par an hors surperformance et sans prise en compte d'une hausse des valeurs d'actifs*

### LES HYPOTHÈSES DE NOTRE SCÉNARIO

- Pas d'indexation
- Pas de hausse des valeurs d'actifs
- Pas de surperformance
- Intégration de la baisse des frais financiers
  - Convergence de la prime de risque
  - Hausse des taux long terme à 2,5%



## Décomposition de l'objectif de performance :

### Un rendement attractif et récurrent de 5%

*Un niveau de rendement de l'immobilier coté historiquement attractif*

	2007		2013		2014	Variation 2007/2014
TEC 10	4,4%	→	2,5%	→	0,8%	-360bp
A*	5%	→	1,7%	→	0,6%	-440bp
BBB*	5,5%	→	1,9%	→	0,8%	-470bp
Immobilier coté	4,4%	→	5,5%	→	4,9%	+50bp

\*Rendement des obligations corporate 5 ans Zone Euro

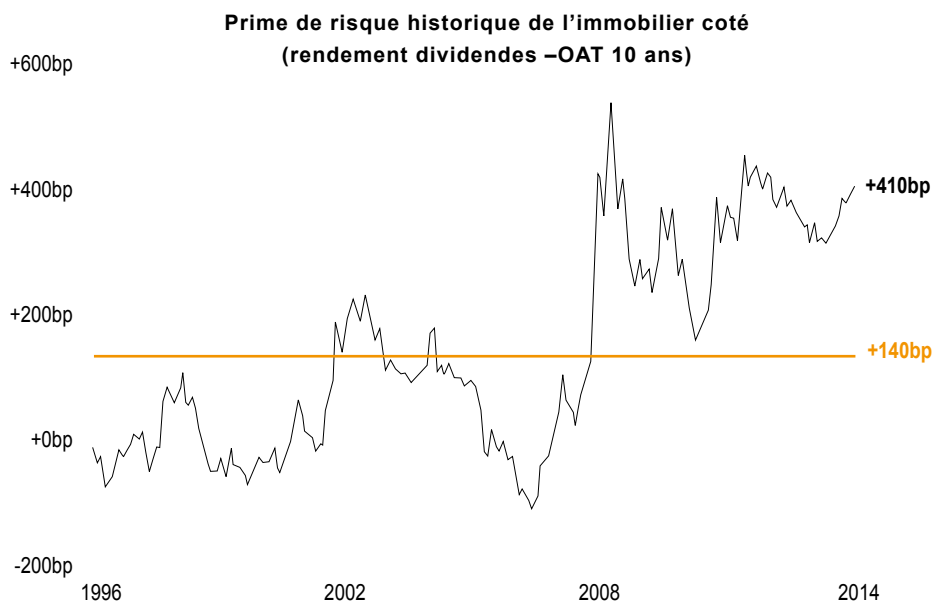
*La baisse des frais financiers et la fin du cycle de désendettement sont favorables à la pérennité des dividendes*

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Affine		+	+		+	
Altarea	+	+		+	+	+
ANF	+	+	+	+		+
Argan	+	+	+	+	+	+
Cegereal	+	-	-	-	+	+
FDM	+	+	+	+	+	+
FDR	+	+			+	+
Icade	+	+	+	-	+	+
Klépierre	+	+	+	+	+	+
Mercialys	+	+	+	-	-	+
Paref	-	+	+	+	+	+
Selectirente	+	+	+		+	+
Terreis	+	+	+	+	+	+
Unibail-Rodamco	+	+	+	+	+	+
Corio	+	+	+	+	-	-
ECP	+	+	+	+	+	+
NSI	+	-	-	-	-	-
Vastned Retail	+	+	+		-	+
Wereldhave	+	+	+	+	-	+
Gagfah	+	+	-	-	+	+
Beni Stabili	-	+	+	+	+	+
IGDO	-	+	+	+	-	-
Immofinanz	+	+	+	+	+	-
Citycon	+	+	+	+	+	+
Sponda	-	+	+	+	+	+
Technopolis	-	+	+	+	+	-
<b>Total base 100 en 2007</b>	<b>100,4</b>	<b>107</b>	<b>112,7</b>	<b>105,6</b>	<b>102,4</b>	<b>104,1</b>
<b>Variation année</b>	<b>+0,4%</b>	<b>+6,6%</b>	<b>+5,4%</b>	<b>-6,3%</b>	<b>-3%</b>	<b>+1,7%</b>
<b>Variation depuis 2007</b>	<b>+0,4%</b>	<b>+7%</b>	<b>+12,7%</b>	<b>+5,6%</b>	<b>+2,4%</b>	<b>+4,1%</b>

+ dividende stable ou en baisse - dividende en baisse



## Une prime de risque élevée



### Evolution de la prime de risque en 2014

	Décembre 2013	Décembre 2014
Rendement secteur	5,5%	4,9%
Taux 10 ans	2,5%	0,8%
<b>Prime de risque</b>	<b>+300bp</b>	<b>+410bp</b>

*Une prime de risque historiquement élevée*





### Une option de convergence

- Notre scénario : un retour à la prime de risque historique de +140bp

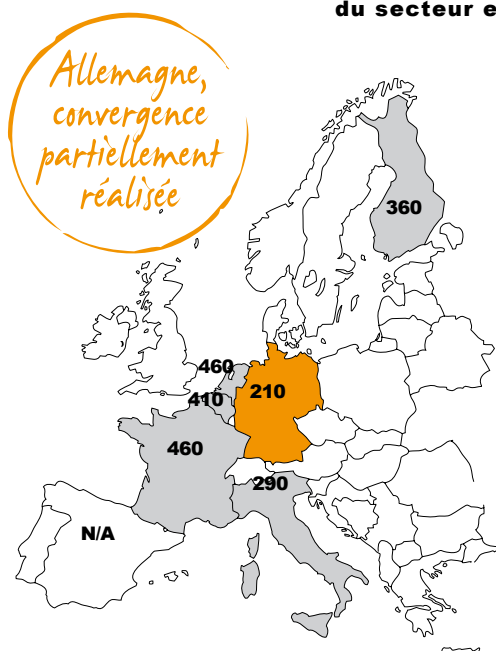
	2014	2016e	Variation
Rendement secteur	4,9%	3,9%	-100 bp
Taux 10 ans	0,8%	2,5%	+170 bp
Prime de risque	+410 bp	+140 bp	-270 bp

Moyenne historique 20 ans

*Le potentiel de convergence demeure même avec une hausse des taux d'intérêt*

- Analyse détaillée de l'option de convergence par pays

#### Une réalisation progressive de la convergence entre les rendements dividendes du secteur et les emprunts d'États.



Pays	Taux souverain 10 ans	Rendement dividendes	Spread (bp)
Espagne	1,6%	N/A	N/A
Allemagne	0,5%	2,6%	+210
Italie	1,9%	4,7%	+290
Finlande	0,7%	4,3%	+360
Belgique	0,8%	4,9%	+410
Pays-Bas	0,7%	5,3%	+460
France	0,8%	5,4%	+460

*Autres pays : un potentiel de convergence*

*Des disparités favorables aux choix d'investissement*



## Des frais financiers favorables

- Contribution positive des frais financiers sur les cash flow

	Notation	Date	Maturité	Montant (M€)	Coupon	Observation
Beni Stabili	-	15/01/14	2018	350	4,1%	-
Unibail-Rodamco	A	19/02/14	2024	750	2,5%	-
Vastned Retail	-	03/04/14	2019	100	1,9%	Convertible
LEG Immobilien	-	07/05/14	2021	300	0,5%	Convertible
Icade	BBB+	09/04/14	2021	500	2,3%	-
Gagfah	-	13/05/14	2019	375	1,5%	Convertible
Wereldhave	-	15/05/14	2019	250	1%	Convertible
Unibail-Rodamco	A	28/05/14	2026	600	2,5%	-
Altaréa	-	23/05/14	2021	150	3,2%	-
WDP	-	13/06/14	2021	125	3,1%	-
Unibail-Rodamco	A	17/06/14	2021	500	0%	Convertible
Foncière de Paris	-	10/07/14	2020	50	3%	-
Foncière de Paris	-	10/07/14	2021	50	3,3%	-
Gécina	BBB	23/07/14	2021	500	1,8%	-
Foncière des Régions	BBB-	02/09/14	2021	500	1,8%	-
Citycon	BBB+	22/09/14	2024	350	2,5%	-
Unibail-Rodamco	A	08/10/14	2022	750	1,4%	-
Klépierre	A-	29/10/14	2024	500	1,8%	-
Mercialys	BBB	18/11/14	2023	550	1,8%	-
SFL	BBB-	21/11/14	2021	500	1,9%	-
<b>Total /Moyenne</b>			<b>7,3 ans</b>	<b>7 750</b>	<b>1,9%</b>	

En 2014, il y a eu 20 émissions obligataires par 16 émetteurs différents



	Maturité (années)	Montant (Md€)	Coupon
2013	6,6	7,2	2,9%
2014	7,3	7,8	1,9%

L'impact positif sur le cash flow constaté en 2014 se poursuivra en 2015-2016, en raison d'un coût moyen de la dette des foncières actuellement de 3%



## Un environnement sans indexation

- Inflation de la Zone Euro : *Prévision OCDE 2015* → +0,6%

- Indices d'indexation France

### ● Indicateur bureaux : ICC

ICC	Variation 1 an glissant
T1 2013	+1,8%
T2 2013	-1,7%
T3 2013	-2,2%
T4 2013	-1,5%
T1 2014	+0,1%
T2 2014	-1%
T3 2014	+0,9%

Pas  
d'indexation  
en 2014,  
comme en  
2013

### ● Indicateur centres commerciaux : ILC

ILC	Variation 1 an glissant
T1 2013	+1,4%
T2 2013	+0,8%
T3 2013	+0,3%
T4 2013	+0,1%
T1 2014	0%
T2 2014	0%
T3 2014	+0,1%

### ● Indice de coûts des matériaux de construction : BT01

BT01	Variation 1 an glissant
T1 2013	+1,1%
T2 2013	+0,7%
T3 2013	+0,7%
T4 2013	+0,6%
T1 2014	-0,4%
T2 2014	0%
T3 2014	0%



## Focus sur les opérations financières en 2014



# CÓRIO

Offre publique d'échange de Klépierre sur Corio,  
juillet 2014

Après la cession de 2 Md€ de galeries commerciales à Carrefour en début d'année, Klépierre, par l'acquisition de Corio, va accroître son patrimoine de 14 à 21 Md€.

Suite à cette opération, Klépierre sera le second acteur de centres commerciaux en Europe avec de nouvelles implantations géographiques telles que l'Allemagne et les Pays-Bas où Corio est leader. Le nouvel ensemble aura une loan to value (ratio dette nette/patrimoine) de 40%, une capitalisation boursière supérieure à 10 Md€ et un pipeline de projets de 3 Md€.

Sur la base du cours de clôture la veille de l'annonce (29 juillet 2014), la parité d'échange de 1,14x fait ressortir une prime de +16% sur le cours de

bourse de Corio, ce qui valorise l'ensemble combiné à 16,6x les cash flow 2014e. L'OPE correspond à une augmentation de capital de 4,2 Md€.

Sans prendre en compte les synergies envisagées de 60 M€, soit 5% des loyers et 10% des cash flow du nouvel ensemble, l'opération est légèrement relative en cash flow et en ANR (+2% selon nos estimations).

Engagée depuis la crise dans un processus d'optimisation du coût de la dette et de croissance organique par des cessions, cette opération marque un tournant car elle conduit à la recherche d'un nouveau statut boursier par des augmentations significatives du portefeuille des actifs gérés et de sa capitalisation boursière.

	Klépierre	Corio	Total
Patrimoine (Md€)	14	7,3	21,3
Capitalisation (Md€)	7,1	3,9	11
Nombre de Centres	125	57	182
Nombre de pays	13	7	16
Surface totale (en million de m2)	2,8	1,7	4,5

Données estimées au 31/12/2014



Offre publique mixte de Deutsche Annington  
sur Gagfah, décembre 2014

L'existence d'économies d'échelle sur le segment résidentiel explique la volonté des foncières résidentielles allemandes d'augmenter la taille de leur patrimoine.

A l'instar de 2013 qui avait vu le rapprochement de Deutsche Wohnen et GSW Immobilien, la fin d'année 2014 est marquée par l'offre mixte de Deuts-

che Annington sur Gagfah.

Aux 13Md€ d'actifs de Deutsche Annington va s'ajouter les 8Md€ de Gagfah pour constituer un nouvel ensemble de 21Md€ de patrimoine réparti sur 350 000 logements et une capitalisation d'environ 9Md€.



Ces chiffres situent le nouvel ensemble à la première place des foncières résidentielles, loin devant la seconde, Deutsche Wohnen, avec ses 9Md€ de patrimoine.

L'offre mixte valorise Gagfah à 3,8Md€ (moitié titre, moitié cash), soit une prime de 16% sur le dernier cours de clôture avant annonce, alors que les synergies estimées représentent environ 18% du cash flow combiné et 40% de celui de Gagfah. Il en découle une opération relative en cash flow,

en fonction de la réalisation des synergies annoncées, tout en étant neutre en ANR.

Il est à noter que cette opération conduit également à une augmentation du profil de risque, en raison d'un niveau de loan to value qui, toutes choses égales par ailleurs, augmente de 10 points environ. Le niveau de loan to value de 63%/64% devrait être réduit à moyen terme vers son niveau initial de 50%.

	<b>Deutsche Annington</b>	<b>Gagfah</b>	<b>Total</b>
Patrimoine (Md€)	13	8	<b>21</b>
Capitalisation (Md€)	7	3,3	<b>9</b>
Nombre de logements (en millier)	210	140	<b>350</b>
Loyers nets (Md€)	785	545-550	<b>1 330-1 335</b>
FFO (Md€)	280-285	185-189	<b>465-474</b>
Loan to value	51%	61%	<b>63%</b>
Taux de vacance	3,5%	3,5%	<b>3,5%</b>

Données estimées au 31/12/2014



**Opération publique d'achat  
SMABTP-TOUR EIFFEL**

Par le relèvement à deux reprises de son offre initiale de 48€, SMABTP a pris le contrôle de Tour Eiffel à un prix de 58€, en ligne avec l'ANR liquidatif de 57€ du 30 juin 2014.

Cette offre capitalise Tour Eiffel à 365M€, soit un multiple de cash flow de 15x sur la base du cash flow publié au S1 2014. Le patrimoine de Tour Eiffel est constitué à 90% de bureaux, dont 75% en Ile-de-France.

Sa valeur d'entreprise de 680M€ pour une surface de 375 000m<sup>2</sup> fait ressortir un prix au m<sup>2</sup> de 1 800€.

Suite aux résultats de l'offre publiée en septembre 2014, SMABTP détient 90% du capital. La question du maintien du statut SIIC est posée car la société doit pour le conserver revenir au seuil de 60% de détention.

Cette opération traduit l'intérêt porté par les compagnies d'assurance pour l'immobilier, à l'image de la prise de contrôle par la SCOR de MRM en 2013.

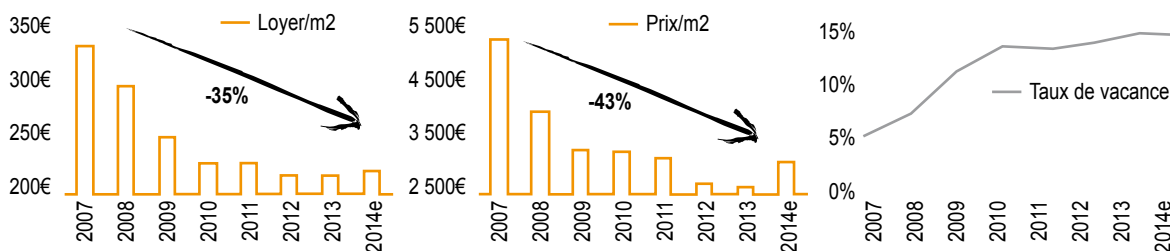
Nous avons apporté nos titres à l'offre, soit 4% du portefeuille, en raison d'une augmentation anticipée du risque de liquidité.



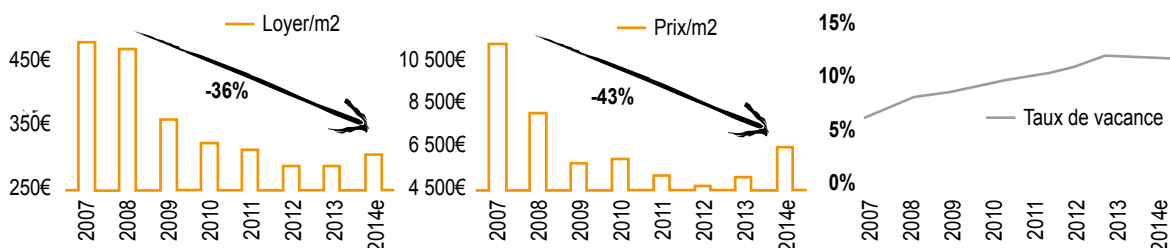
## Focus sur les nouvelles foncières espagnoles

### Un potentiel de reprise élevé





#### Barcelone bureaux "Prime"



#### Madrid bureaux "Prime"



### 4 nouvelles foncières cotées en 2014 : 2,5Md€ de capitalisation

	Date d'introduction	Montant levé	Montant investi	Management	Capitalisation	Exposition Espagne	Patrimoine
	28/02/2014	400 M€	300 M€	Externe	370 M€	100%	70% centres commerciaux et retails park 15% logistiques 15% bureaux Madrid et Barcelone
	14/03/2014	550 M€	370 M€	Externe	600 M€	100%	60% bureaux Madrid et Barcelone 20% résidentiel 20% hôtels
	13/06/2014	1,25 Md€	2 Md€	Interne	1,3 Md€	100%	90% commerces "pied d'immeuble" et des CC 10% bureaux "Prime" Madrid et Barcelone
	09/07/2014	360 M€	425 M€	Interne	390 M€	100%	70% bureaux "Prime" Madrid et Barcelone 20% logistiques 10% centres commerciaux

Des foncières en développement, peut-être un investissement pour 2015 ?

Un secteur difficile mais des initiatives intéressantes



## Focus sur les foncières entrepreneuriales

### Présentation de foncières entrepreneuriales

	Date d'introduction	Capitalisation	Patrimoine (en M€)	Actionnaire de référence	Patrimoine
Altarea-Cogedim	2004	1 590 M€	4 700	Alain Taravella	Centres commerciaux et logements
Paref	2005	53 M€	180	Hubert Levy-Lambert	Bureaux
Affine	2007	136 M€	600	Maryse Aulagon Alain Chaussard	Bureaux
Argan	2007	276 M€	900	Jean-Claude Le Lan	Logistiques
Eurosic	2009	854 M€	1 450	Charles Ruggieri	Bureaux
Frey	2008	176 M€	260	Antoine Frey	Retail park
Patrimoine & Commerce	2009	252 M€	580	Eric Duval	Retail park





## Focus sur une valeur : Argan

Créée en 1993 par l'actuel actionnaire majoritaire, Jean-Claude Le Lan, Argan est une foncière spécialisée dans les entrepôts logistiques.

Depuis son introduction en bourse en 2007, son

patrimoine est passé de 350M€ à 900M€, soit environ 1 300 000 m2 repartis sur une quarantaine de sites.

Argan capitalise 250M€.



## ENTREPÔTS LOGISTIQUES

### UN PORTEFEUILLE DE GRANDES PLATEFORMES

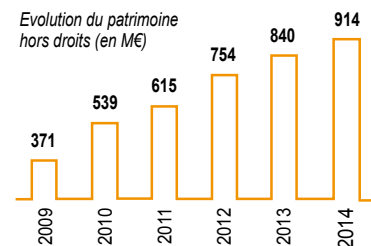
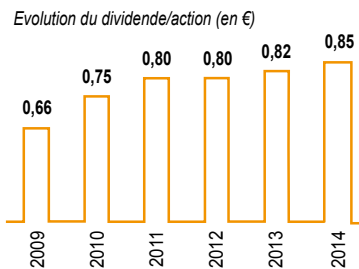
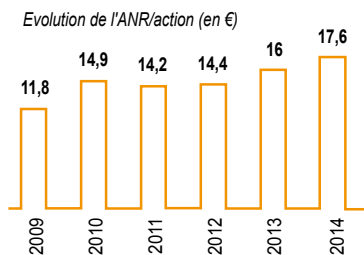
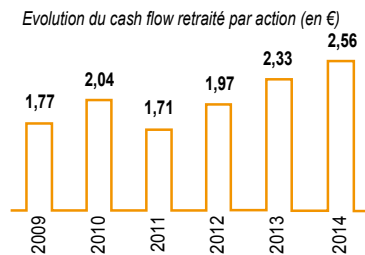
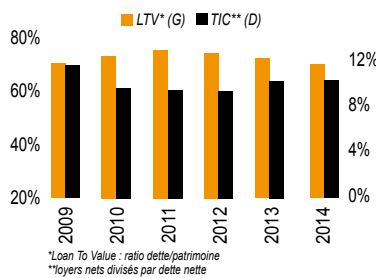
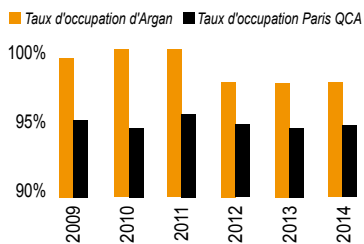
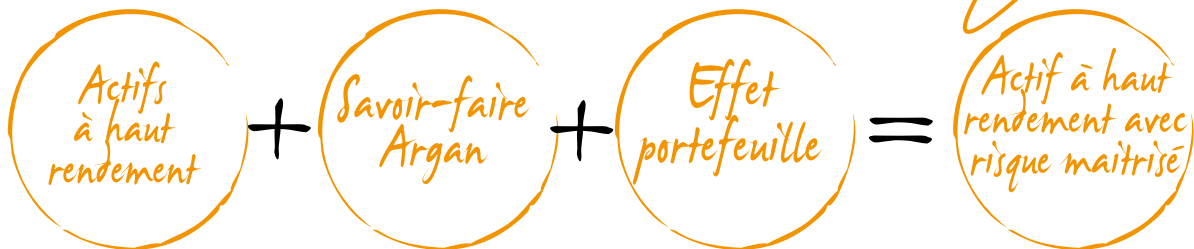
- Nombre de sites : 43
- Taille moyenne : 30 000m2

### UNE GESTION LONG TERME

- Maturité des baux : 5,4 ans
- Maturité de la dette > 10 ans

### UNE GESTION DU PORTEFEUILLE PAR ARBITRAGE

- Cession des actifs à maturité
- Investissements
- Développement







## TROISIÈME PARTIE : GESTION DU FONDS

### 1 - Relations investisseurs, page 48

Rencontre des investisseurs... page 48

Nos engagements : rendre compte de notre gestion auprès des investisseurs, page 50

Encours et collecte de l'immobilier, page 51

Répartition des encours d'IMMOBILIER 21, page 52

Référencement d'IMMOBILIER 21, page 53

Développements immobiliers de GESTION 21, page 54

### 2 - Portefeuille IMMOBILIER 21, page 55

Composition du fonds au 31/12/2014 et principaux mouvements de l'année, page 55

Positionnement du fonds en 2014, page 56

Fiche synthétique du fonds, page 56

Répartition du courtage et rotation nette des souscriptions/rachats du fonds, page 57

Liquidité du fonds, page 57

Des principes de gestion inchangés, page 57

5 Février 2014, Analyses et Perspectives 2014

**48 investisseurs présents**

**GESTION 21**  
à le plaisir de vous convier à la prochaine réunion  
**"Analyses et Perspectives 2014"**  
le 5 février 2014 de 8h30 à 10h30  
à l'Hôtel Intercontinental,  
2, rue Scribe, 75009 Paris

Intervenants :  
**Christian PARISOT**,  
responsable de la recherche, Aurel Leven  
**Serge Demirdjian**,  
analyste immobilier, Natixis  
**Daniel Tondou**,  
Actions21  
**Laurent Gauville**,  
Immobiler21

À cette occasion aura lieu la présentation  
des rapports annuels 2013

**GESTION**  
Valérie Salomon Liévin - v.salomon@gestion21.fr  
Bruno Rambaud - b.rambaud@gestion21.fr

8 Octobre 2014, Immobilier coté : 5% de rendement

**IMMOBILIER COTÉ : 5% DE RENDEMENT**  
Que faire ?  
Quel intérêt ?  
Quelles opportunités ?

8 octobre 2014 8h15-10h  
Hôtel Intercontinental  
2, rue scribe, Paris

Réunion animée par **Guy MARTY**,  
Directeur général de l'IEEJ

**Jean-Michel GAULT**,  
Directeur général délégué de KLEPIERRE

**Christophe PINEAU**,  
Responsable recherche immobilière  
BNP PARIBAS Real Estate

**Daniel TONDU**, GESTION 21  
**Laurent GAUVILLE**, GESTION 21

Accueil à partir de 8h15  
Contact : Valérie SALOMON LIÉVIN - v.salomon@gestion21.fr  
01 84 79 12 11 - 06 71 57 61 76

**50 investisseurs présents**



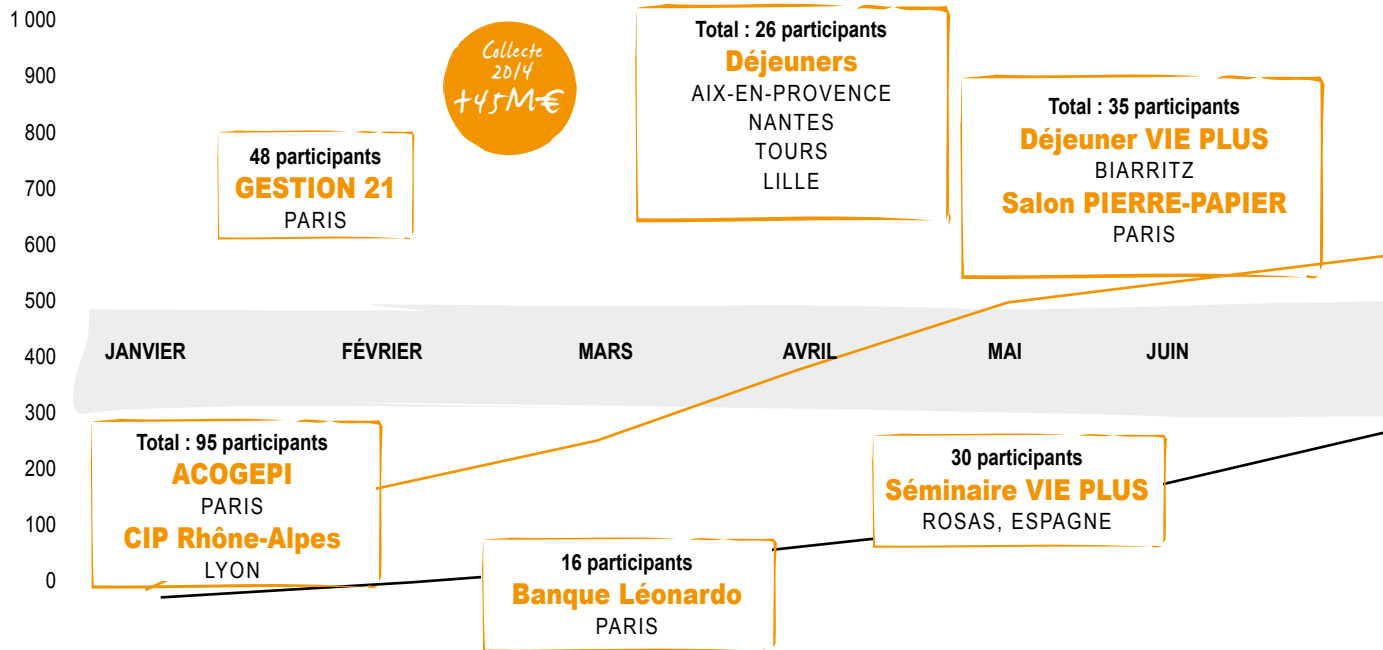


## TROISIÈME PARTIE : GESTION DU FONDS

### 1 - Relations investisseurs

#### Rencontre des investisseurs

En 2014, nous avons accentué notre présence sur le terrain et multiplié les formats : 19 réunions...

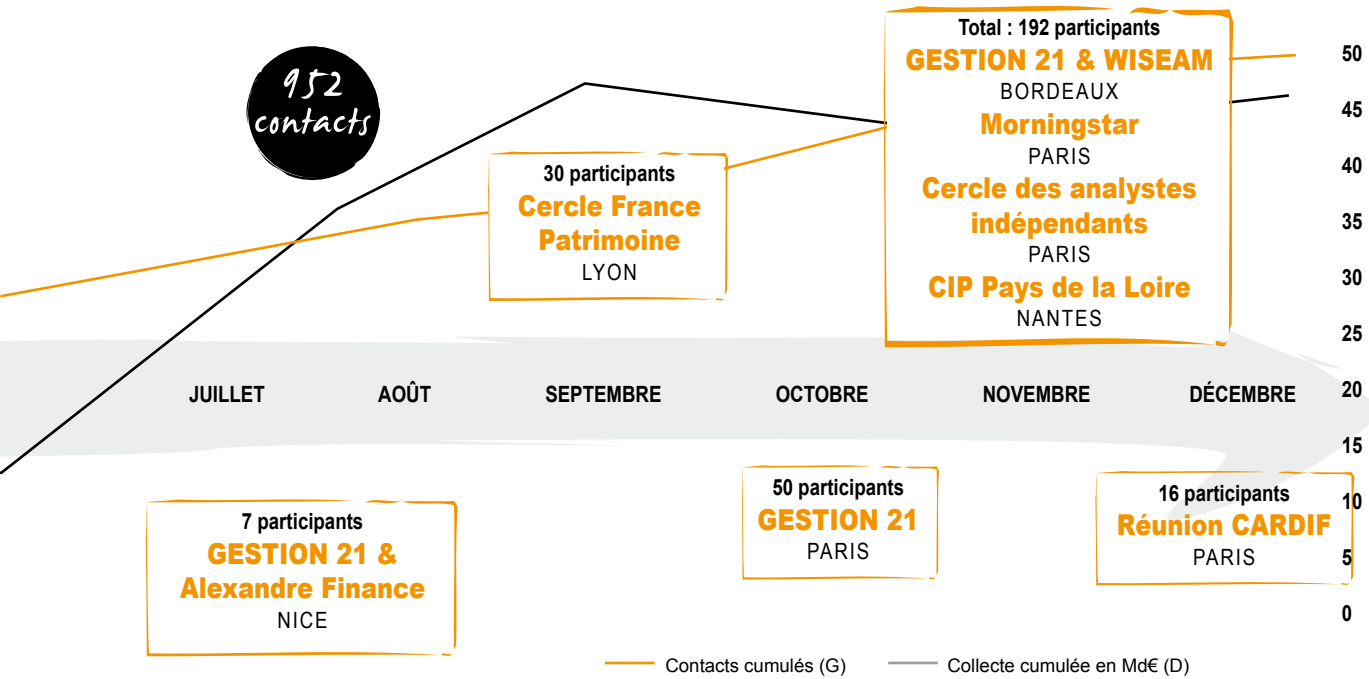


Réunion GESTION 21, février 2014 - Grand Hôtel Paris

Séminaire VIE PLUS, mai 2014 - Espagne



...déclinées sur toute la France de 10 façons différentes et 224 rencontres individuelles.



Déjeuner collectif avec des CGP, avril 2014 - Tours

Réunion groupement ACOGEPI, janvier 2014 - Paris



Assises de la Pierre-Papier, juin 2014 - Paris







## Nos engagements : rendre compte de notre gestion auprès des investisseurs

### Nos publications en 2014

Mois	Document	Libellé
Janvier	Point mensuel	<i>Notre scénario à 3 ans des valeurs d'actifs : une hausse attendue</i>
Février	Point mensuel	<i>Quelle stratégie d'investissement en 2014 ?</i>
Février	Rapport Annuel	<i>Rapport Annuel 2013</i>
Mars	Point mensuel	<i>Les enseignements des publications 2013 &amp; Taux de vacance des bureaux IDF</i>
Avril	Point mensuel	<i>Le paradoxe de la croissance du e-commerce</i>
Mai	Point mensuel	<i>Il faut se positionner sur l'immobilier coté</i>
Juin	Point mensuel	<i>Retour des flux vers l'immobilier coté</i>
Juillet	Point mensuel	<i>Premier bilan des publications semestrielles</i>
Août	Point mensuel	<i>Faut-il encore investir dans l'immobilier coté ?</i>
Septembre	Point mensuel	<i>Un premier semestre caractérisé par des valeurs d'actifs globalement stables</i>
Octobre	Point mensuel	<i>Primark : une nouvelle donne de l'implantation commerciale ?</i>
Novembre	Point mensuel	<i>Des conditions de financement très favorables aux foncières</i>
Décembre	Point mensuel	<i>Bilan 2014 et perspectives 2015</i>

### GESTION 21 et la presse en 2014

Date	Sujet	Média
Mai	<i>Interview de Laurent Gauville : l'immobilier en bourse n'a pas dit son dernier mot</i>	
Juillet	<i>Interview de Laurent Gauville</i>	
Août	<i>Interview de Laurent Gauville</i>	
Octobre	<i>Interview de Laurent Gauville : l'immobilier coté, un potentiel de rendement et de valorisation ?</i>	

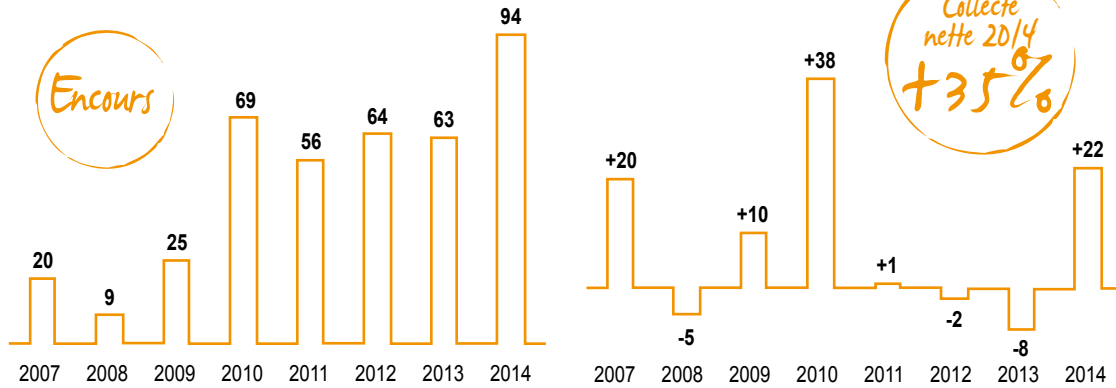
### Des indicateurs spécifiques de suivi des risques

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

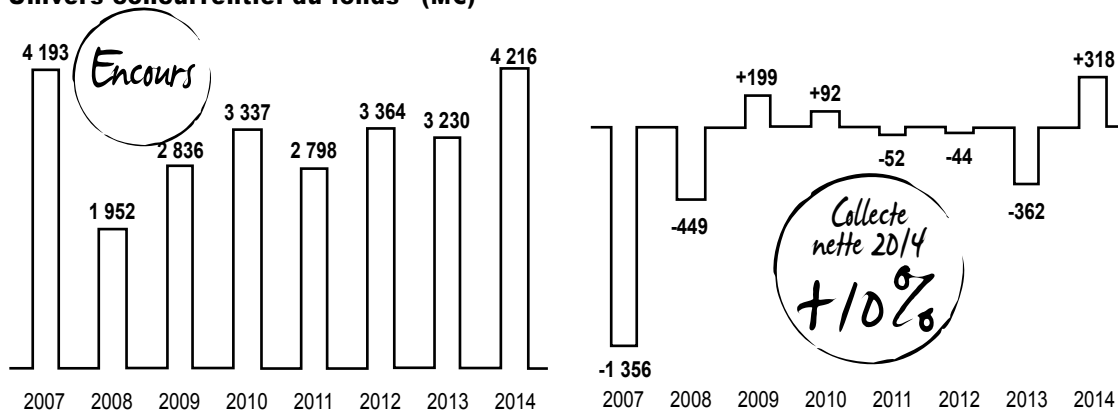


## Encours et collecte de l'immobilier

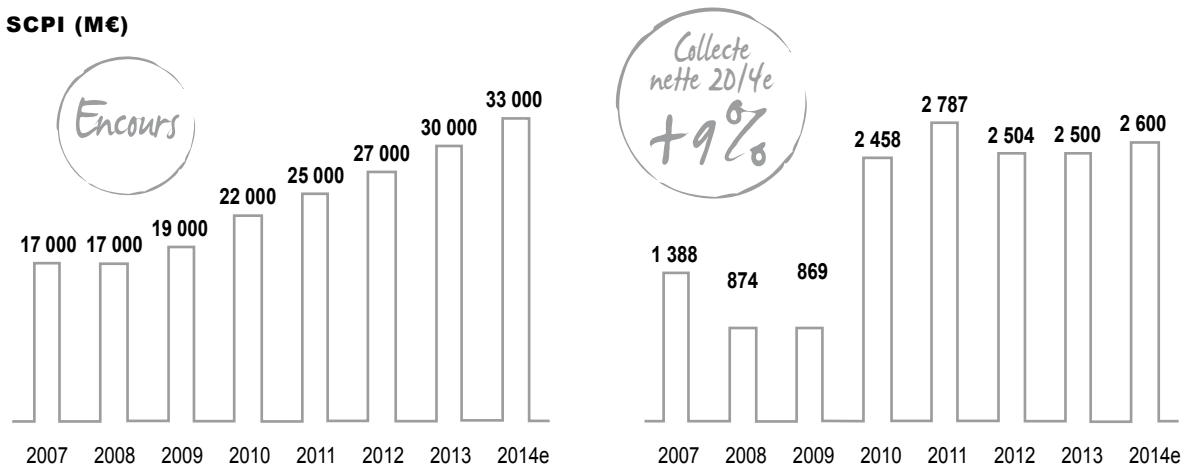
### IMMOBILIER 21 (M€)



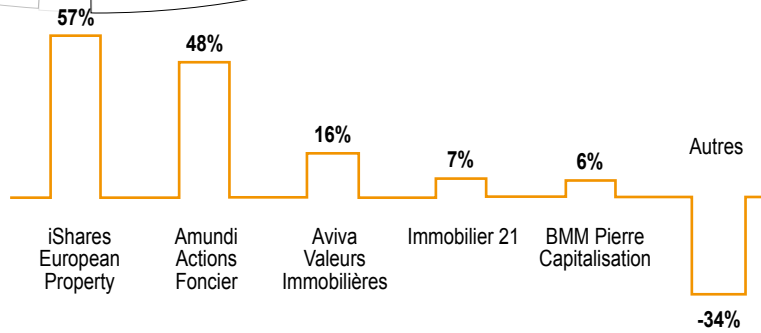
### Univers concurrentiel du fonds\* (M€)



### SCPI (M€)

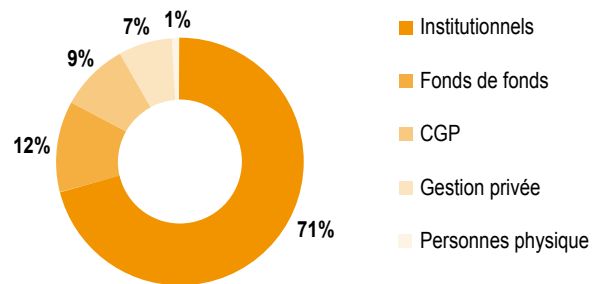


En 2014, cinq fonds sur 34 ont collecté



### Répartition des encours d'IMMOBILIER 21

	Poids
Institutionnels	71%
Fonds de Fonds	12%
CGP	9%
Gestion privée	7%
Personnes physiques	1%





## Référencement d'IMMOBILIER 21

### Référencement de la part AC



### Référencement de la part AD





## Développements immobiliers de GESTION 21

### Diversification envisagée sur l'immobilier physique

L'offre de produits de placement immobiliers est très variée, notamment en termes de types d'actifs, de fiscalité, de liquidité, de durée d'investissement recommandée ou d'effet de levier.

	Rendement	Volatilité	Durée Liquidité	Fiscalité	Levier
OPCI	4,5%	++	+	Immobilier & Valeur mobilière	Oui / Non
SCPI	5,1%	++	=	Immobilier	Oui
SIIC	4,9%	--	++	Valeur mobilière	Oui
FCP I21*	4,9%	--	++	Valeur mobilière	Oui (indirectement)
Club deal	5% à 7%	++	+	Immobilier	Oui
Immeuble	3% à 7%	+	=	Immobilier	Oui / Non

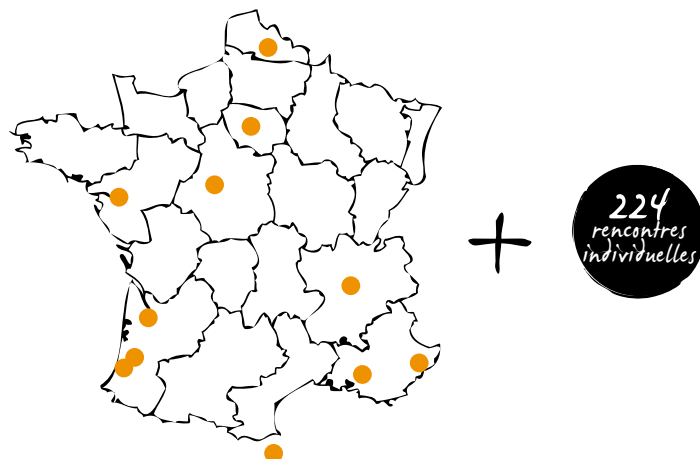
Une diversification de GESTION 21 pourrait être envisagée en fonction de notre capacité à identifier et à développer une offre intéressante et crédible sur l'immobilier physique.

A titre d'illustration, nous avons été amenés à nous intéresser à la société ETIC Immobilier, spécialisée dans l'immobilier professionnel responsable.

Fondée il y a 4 ans par Cécile GALOSELVA, ETIC Immobilier développe, finance et gère des espaces de bureaux dédiés aux acteurs du développement durable ([www.etic.co](http://www.etic.co)).



### Intensification des rencontres en région







## 2 - Portefeuille IMMOBILIER 21

### Composition du fonds au 31/12/2014 et principaux mouvements de l'année

Valeurs	Pays	%		Valeurs entrantes ou renforcées	Valeurs sortantes ou allégées
Icade	France	9,1%			
Unibail- Rodamco	France	7,2%	<b>Janvier</b>	Immofinanz (+1%)	
Corio	Pays-Bas	6,6%			
Beni Stabili	Italie	6,6%			
Foncière des Régions	France	6,1%	<b>Février</b>		Wereldhave (-1%)
Gagfah	Allemagne	5%			
Klépierre	France	5%			
Deutsche Annington	Allemagne	4,9%	<b>Mars</b>	Sponda (+1%)	Mercialys (-1%)
LEG Immobilien	Allemagne	4,8%			
Mercialys	France	4,6%			
IGD	Italie	4,3%	<b>Avril</b>	Buwog (+1%) Icade (+1%)	
Argan	France	4,3%			
Altarea	France	3,2%			
Foncière des Murs	France	3,1%	<b>Mai</b>	Citycon (+1%) Gécina (+1%) Citycon (+1%)	
Terreis	France	3,1%			
Citycon	Finlande	3,1%			
CeGeREAL	France	2,6%	<b>Juin</b>	Foncière des Régions (+1%) Corio (+1%) Citycon (+1%)	
Vastned Retail	Pays-Bas	2,3%			
Deutsche Office	Allemagne	1,7%	<b>Juillet</b>	Corio (+1%) NSI (+1%)	Foncière des Régions (-1%) Icade (-1%)
Sponda	Finlande	1,7%			
Patrimoine & Commerce	France	1,7%			
Affine	France	1,5%	<b>Août</b>	Deutsche Annington (+3%) Beni Stabili & LEG (+2%) Gagfah & Unibail (+1%)	Tour Eiffel (-1%) Foncière des Régions (-1%) Gécina (-1%)
NSI	Pays-Bas	1,3%			
Immofinanz	Autriche	0,7%	<b>Septembre</b>	Deutsche Annington (+2%) LEG (+2%) Gagfah & Icade (+1%)	CA Immobilien (-2%) Buwog (-1%) Unibail (-1%)
Selectirente	France	0,7%			
Eurocommercial	Pays-Bas	0,7%			
Paref	France	0,5%			
Technopolis	Finlande	0,5%			Klépierre (-2%)
Immobilière Frey	France	0,1%	<b>Octobre</b>	Unibail (+3%) IGD (+2%)	Mercialys (-1%) Vastned & Wereldhave (-1%)
ANF	France	0,1%			
Trésorerie	-	3,3%	<b>Novembre</b>	Gagfah (+1%)	Terreis (-1%)
			<b>Décembre</b>	Klépierre (+2%) Unibail (+1%) Gagfah (+1%)	Immofinanz (-3%) Foncière des Régions (-1%)





## Positionnement du fonds en 2014

### Répartition par pays

Pays	Pondération au 31/12/2013	Pondération au 31/12/14
France	67%	53%
Allemagne	1%	16%
Pays-Bas	16%	11%
Italie	9%	11%
Finlande	0%	5%
Autriche	0%	1%
Trésorerie	2%	3%

*Renforcement  
du commerce  
et du résidentiel  
allemand*

### Répartition par type d'actif

	Déc.2013	Déc.2014		Déc.2013	Déc.2014
Commerce	38%	43%	<1Md€	37%	25%
Bureaux	49%	30%	>1Md€	63%	75%
Logement	1%	16%			
Logistique	3%	7%			
Autres	9%	5%			

## Fiche synthétique du fonds

*Un couple  
rendement  
risque  
attractif*

	IEIF	IMMOBILIER 21
<b>Indicateurs de rendement</b>		
Multiple de cash flow 2014e	17,9x	15,8x
Rendement en dividende 2014e	4,7%	4,9%
Rentabilité locative de la valeur d'entreprise	5,4%	5,3%
<b>Indicateurs financiers</b>		
LTV	45%	45%
ICR	3 ans	3,2 ans
Taux d'intérêt critique	11,6%	11,9%
<b>Force de rappel</b>		
Décote/surcote (ANR de liquidation)	7%	-1%
Point mort d'ANR	4%	0%
Prix au m2 implicite	2 154€	2 359€
<b>Indicateurs boursiers</b>		
Bêta vs IEIF ZE (1 an glissant)		0,87
Bêta vs CAC 40 (1 an glissant)	0,53	0,45
Volatilité (1 an glissant)	11,9%	10,9%

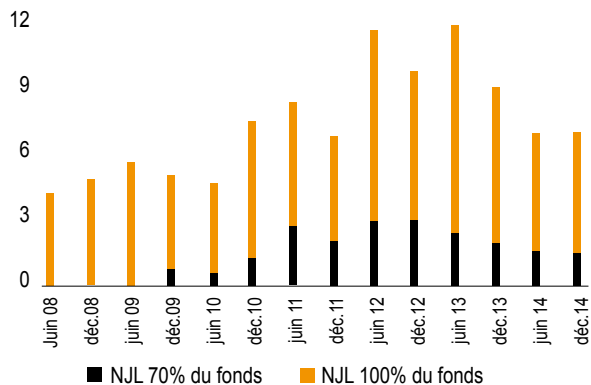


## Répartition du courtage et rotation nette des souscriptions/rachats du fonds

	2007/2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Courtier 1						17%	22%
Courtier 2				16%	18%	14%	21%
Courtier 3	12%	16%	16%	16%	18%	12%	15%
Courtier 4	16%	15%	17%	15%	16%	10%	13%
Courtier 5	13%	12%	18%	11%	6%	7%	12%
Courtier 6	6%	12%	12%	6%	16%	16%	9%
Courtier 7	23%	15%	17%	15%	16%	12%	8%
Courtier 8	7%	11%	8%	9%	5%	8%	
Courtier 9	24%	19%	12%	12%	5%	5%	
Rotation nette	155%	43%	15%	-2%	19%	35%	25%

## Liquidité du fonds

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



Au 31/12/2014 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 1,5 jours pour 70% du fonds et 7 jours pour 100%.

*Amélioration de la liquidité du fonds, malgré la hausse des encours*

## Des principes de gestion inchangés

*Ce que nous faisons*

**Value**  
**Analyse financière**  
**Convictions**  
**Pas de benchmark**  
**Portefeuille investi**

**Valeur de croissance**  
**Market timing**  
**Indiciel**  
**Trésorerie**  
**Couverture**

*Ce que nous ne faisons pas*

Source : GESTION 21

\*Sur la base de 100% des volumes moyens 1 an sur Euronext

## **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.*

*Système grec archaïque de l'Attique,  
une barre verticale et deux triangles.*



*Arabe oriental  
il y a plus de 2 siècles.*



*Une belle anglaise du  
siècle dernier.*



*21, 21, 21, c'est du morse.....*



*Les caractères gothiques  
du moyen-âge français.*



*Les chiffres runiques.*



*En base 2 du langage informatique,  
21 s'écrit 1101 !*

*Toujours 21,  
mais en hébreux.*



*Les chinois  
utilisent  
deux dizaines  
plus une unité  
(3000 av.J-C).*



*Numération maya (du 5ème au 9ème siècle après J-C.)  
La numération maya est une numération de base 20.  
Les mayas disposent de deux chiffres : un point et un trait.*

*Sanscrit, l'origine indienne de  
notre système  
de numération moderne  
XIV av.J-C.*



21

MI



MI

1101

**Laurent Gauville - l.gauville@gestion21.fr**

**Pierre Pougnet - p.pougnet@gestion21.fr**

**Daniel Tondu - d.tondu@gestion21.fr**

**Bénédicte de Quercize - b.dequercize@gestion21.fr**

**Valérie Salomon Liévin - v.salomon@gestion21.fr**

**Romain Joudelat - r.joudelat@gestion21.fr**

MI

11-11

**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**

MI

**www.gestion21.fr**

**Dépositaire : Caceis Bank France**

**Commissaire aux comptes : Deloitte**

MI